

BOLETÍN ECONÓMICO

12/2007



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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T <sub>j</sub>	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.

**BOLETÍN ECONÓMICO DICIEMBRE 2007**

## ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005	31
Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros	67
El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española	77
La titulización en España: principales características	89
La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM	99
Los desafíos de la política monetaria en Japón	111
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

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

Como se comentó en el Boletín Económico de noviembre, de acuerdo con las estimaciones de la CNTR, el PIB real de la economía española se desaceleró en dos décimas en el tercer trimestre de 2007, hasta el 3,8%, prolongando la tónica de suave moderación que inició en el trimestre anterior. La ralentización del PIB fue el resultado de un tono más contenido de la demanda nacional, cuyo crecimiento interanual se redujo en cinco décimas, situándose en el 4,1%. No obstante, este comportamiento fue parcialmente compensado por la favorable evolución de la demanda exterior neta, cuya contribución al crecimiento mejoró en tres décimas, pasando a representar -0,6 puntos porcentuales (pp), debido a una aceleración más intensa de las exportaciones que de las importaciones (hasta tasas del 8% y 8,3%, respectivamente). Por el lado de la demanda nacional, se desaceleraron tanto el consumo privado —hasta el 3%—, como la inversión en capital fijo —hasta el 5,6%—. Por lo que respecta a este último agregado, todos sus componentes perdieron dinamismo, si bien la inversión en bienes de equipo continuó mostrando una tasa de crecimiento muy elevada (11,2%).

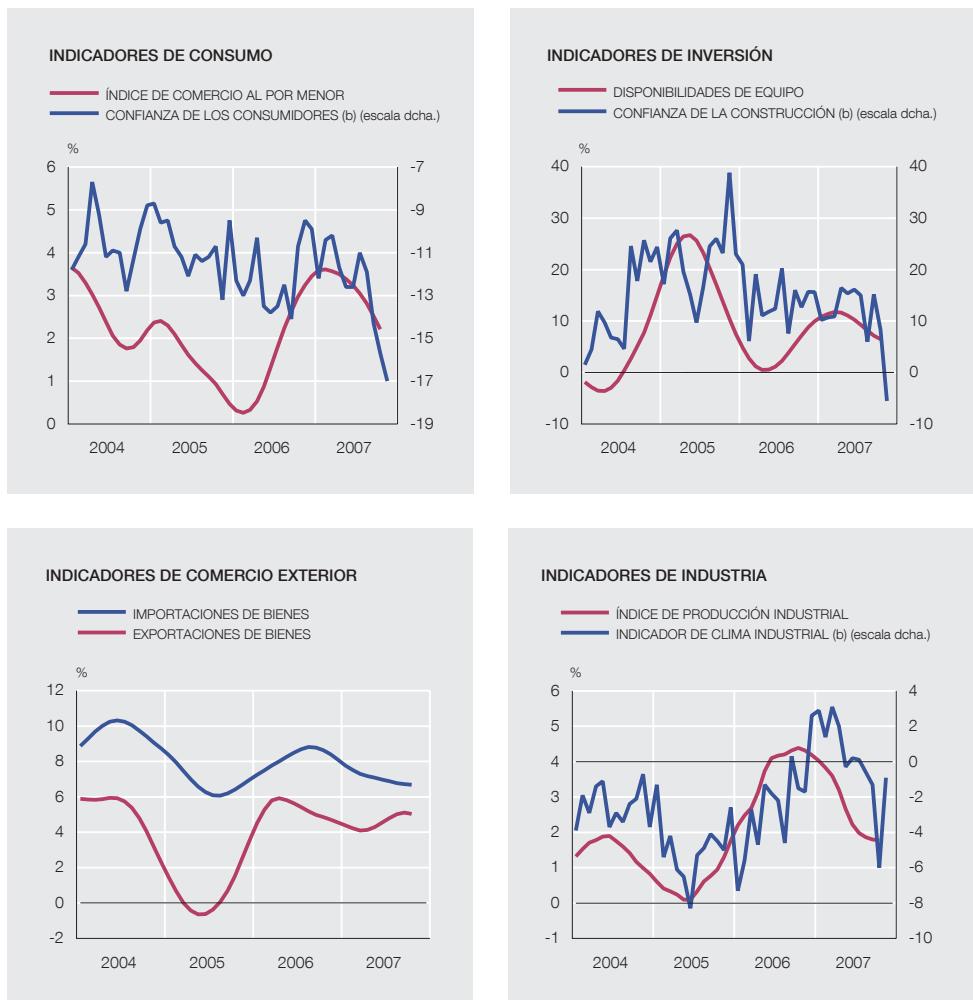
Entre la información más reciente referida al consumo privado, los indicadores de opinión de la Comisión Europea continúan perdiendo pulso. En noviembre, la confianza de los hogares retrocedió por cuarto mes consecutivo, situándose en su nivel más bajo desde marzo de 2003 (véase gráfico 1). La tónica descendente de este indicador, que se inició en agosto, se ha prolongado en los meses recientes, en un contexto en que se han intensificado las tensiones en los mercados financieros internacionales —en los mercados monetarios, en particular— y en que ha proseguido el encarecimiento de los combustibles y de los alimentos, lo que habría erosionado la renta disponible de los hogares. De igual modo, la confianza del comercio al por menor retrocedió en noviembre, enjugando buena parte de la mejora observada en el mes previo. En esta misma línea cabe encuadrar también al indicador de matriculaciones de automóviles, que descendió un 5,9% en noviembre, retomando la senda de caídas que venía presentando en los meses previos, tras el paréntesis alcista de octubre. Otros indicadores, no obstante, mostraron una evolución más favorable, como el índice de clima de los productores de bienes de consumo, que ganó cerca de 3 puntos en noviembre, gracias a las mejoras en la valoración de las carteras de pedidos presentes y de la producción actual y prevista por parte de estos agentes, si bien se deterioraron las expectativas relativas a la cartera de pedidos futura.

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 de disponibilidades de bienes de equipo mantuvo cierto dinamismo en octubre, gracias a la mejora que registró la producción interior, al tiempo que las importaciones de este tipo de bienes recuperaron cierto tono. Asimismo, el indicador del clima en el sector productor de bienes de equipo alcanzó en noviembre el valor máximo del año.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan a una continuación de la desaceleración en la última parte del año. En particular, los indicadores de empleo muestran que en los meses de octubre y noviembre ha proseguido la pérdida de dinamismo del sector. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social presentó en noviembre un ritmo interanual de expansión del 0,3%, frente al 1,4% de octubre, y el número de parados registrados siguió repuntando en ese mes, con una tasa de crecimiento del 16,1%, 3,5 pp por encima del incremento del mes previo. Otros indicadores coyunturales mostraron,

## INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 1



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.

asimismo, una evolución negativa en noviembre, como el consumo aparente de cemento, que disminuyó un 1,8% en ese mes, o el indicador de confianza, que experimentó un acusado retroceso, situándose en los niveles más bajos de los últimos años. 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 intensificó en septiembre la tónica de fuertes caídas que mantiene desde el mes de mayo, si bien el descenso se debe, en parte, a un efecto base motivado por la entrada en vigor del Código Técnico de Edificación un año antes. Por último, en cuanto a la obra civil, la licitación oficial se redujo en septiembre —por segundo mes consecutivo— en términos interanuales, si bien se mantiene un notable dinamismo en su ejecución como consecuencia de la elevada licitación realizada en los trimestres recientes.

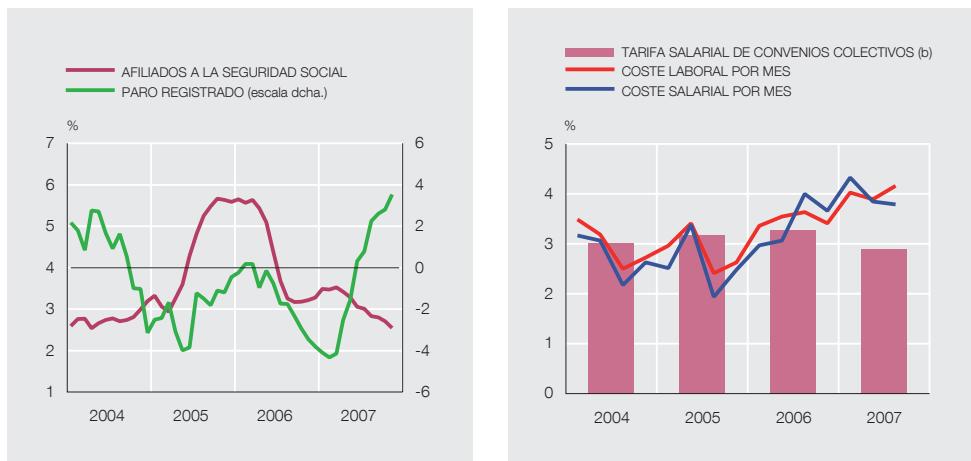
De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes se fortalecieron en octubre, situando su crecimiento interanual en el 8,2%, superior al avance medio del tercer trimestre (6,7%). En el último mes destacó el nuevo repunte que experimentaron las ventas reales dirigidas a las áreas extracomunitarias, hasta alcanzar una tasa interanual del 27,4%, con notables avances en los principales mercados de estas zonas, especial-

mente China, Rusia, la OPEP y Estados Unidos. Las exportaciones destinadas a la UE, sin embargo, mostraron un tono muy moderado (1%). Por tipos de bienes, cabe señalar el vigor que cobraron las exportaciones de bienes de equipo —tras la debilidad del tercer trimestre—, al tiempo que continuó el dinamismo de las ventas de bienes intermedios. Sin embargo, las exportaciones de bienes de consumo moderaron algo su avance, acusando, en parte, la ralentización que registraron en octubre las ventas exteriores de automóviles. Por su parte, las importaciones reales aumentaron un 7,7% en octubre, ligeramente por encima del tercer trimestre (7,2%), destacando la recuperación de las compras de bienes de equipo, al tiempo que las importaciones de bienes intermedios y de bienes de consumo mantuvieron su dinamismo. En el conjunto de los diez primeros meses del año, el crecimiento de las exportaciones reales de bienes se situó en el 4,5%, mientras que las compras al exterior se expandieron un 6,8%, en ambos casos por debajo del crecimiento registrado en el promedio del año anterior. Por áreas geográficas, en el período acumulado hasta octubre las ventas reales a los mercados extracomunitarios fueron las más dinámicas (9,4%), como viene sucediendo en los últimos años, mientras que las ventas a nuestros socios comunitarios acumularon un avance moderado (2,4%). El déficit comercial en términos nominales frenó su ritmo de ampliación en el período enero-octubre, hasta el 7,9%, lo que supone aproximadamente la mitad de la tasa de incremento registrada en 2006.

Respecto al turismo, los indicadores reales cobraron cierto pulso en noviembre, con un aumento del número de turistas extranjeros del 5%, frente al crecimiento nulo de octubre y al avance del 2,3% del tercer trimestre. Además, según la Encuesta de Ocupación Hotelera, el número de pernoctaciones hoteleras de extranjeros creció en noviembre un 6,7%, superando ampliamente el avance de los últimos meses. No obstante, en el período acumulado hasta noviembre, ambos indicadores aumentaron a un ritmo moderado, ligeramente superior al 2%. Estos resultados, en un año en el que se estima un incremento del número mundial de turistas en el entorno del 6%, podrían estar reflejando las pérdidas de competitividad vía tipo de cambio acumuladas frente a nuestros principales competidores —los países del Mediterráneo oriental—, en un contexto de menor inestabilidad geopolítica. La información sobre gasto nominal de los turistas, procedente de la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), muestra un avance en el período enero-octubre del 3,4%, 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 total se ve reducido por la menor estancia media de esos turistas en España.

Los datos de la Balanza de Pagos para los nueve primeros meses del año situaron la necesidad de financiación de la economía en 73 mm de euros, en un 21% superior a la contabilizada en igual período del año anterior. El déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en ese mismo período ascendió 75,5 mm de euros, frente a 63,6 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 el contrario, el superávit de las operaciones de servicios experimentó cierto avance, como resultado de la mejora en la rúbrica de turismo y viajes (un 1,3% en términos interanuales) y de la disminución del déficit de los otros servicios. Por su parte, la cuenta de capital registró un superávit de 2,5 mm de euros en los nueve primeros meses del año, en un 22% menor que el del mismo período de 2006.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial mostró cierta recuperación en octubre, truncando la trayectoria de desaceleración que venía manteniendo en los últimos meses.



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 noviembre 2007.

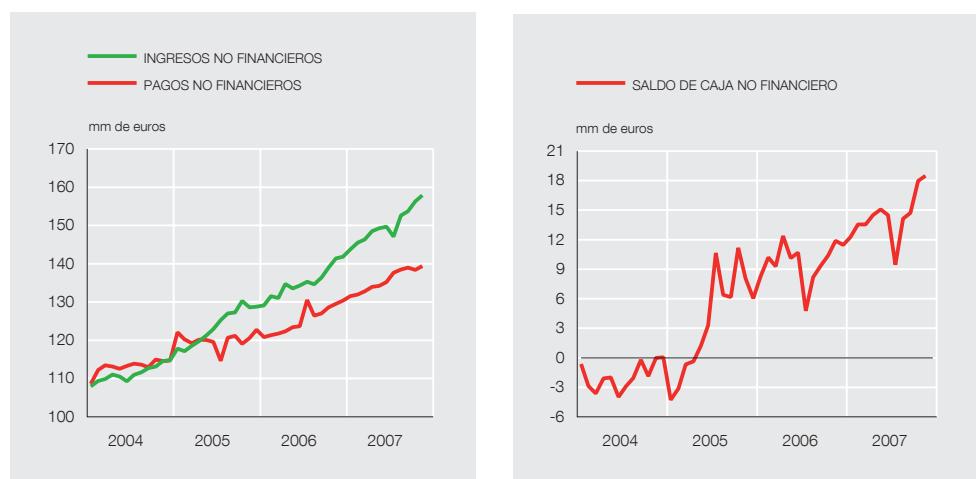
Su crecimiento interanual fue del 2,6%, una vez corregida la serie del efecto calendario, superior tanto al incremento de septiembre (0,8%) como al avance medio del tercer trimestre (1,1%). El resto de la información coyuntural correspondiente a la industria muestra, en general, una tónica de leve mejora. Así, el índice PMI correspondiente al mes de noviembre aumentó 1,1 pp, hasta situarse en 50,7 puntos, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea mejoró 5 puntos en ese mismo mes, enjugando el deterioro del mes previo. Del mismo modo, algunos indicadores referidos al mes de octubre, como las entradas de pedidos, presentaron una evolución positiva, anticipando un mejor comportamiento de la actividad industrial en los últimos meses del año. Los indicadores del mercado laboral, sin embargo, reflejaron una evolución algo menos favorable. Así, los afiliados a la Seguridad Social en este sector recortaron dos décimas su tasa de crecimiento interanual en noviembre, hasta situarse en el 2,4%, y el paro registrado ralentizó su ritmo de caída interanual hasta el -1,4%, frente al descenso del -2,2% de octubre.

En relación con la actividad terciaria, los principales indicadores señalan cierta pérdida de dinamismo. En este sentido, el indicador de confianza del sector servicios intensificó en noviembre el perfil de deterioro de los dos meses previos, con fuertes caídas en las opiniones de los agentes sobre la evolución de la demanda reciente y futura. Del mismo modo, el índice PMI de este sector empeoró en noviembre, situándose en los valores más bajos de los últimos dos años —aunque todavía se mantiene en niveles de expansión—. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social estabilizaron su ritmo de avance en noviembre, en el 2,9%, una décima menos que en el tercer trimestre, al tiempo que el paro registrado prolongó el perfil de crecimiento que mantiene desde mediados de ejercicio, elevando su tasa de crecimiento interanual hasta el 3,7%.

En cuanto al mercado laboral, los indicadores más recientes apuntan a que en el cuarto trimestre continúa suavizándose el ritmo de creación de empleo. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en noviembre a un ritmo interanual del 2,5%, en términos de la media de datos diarios, dos décimas menos que en octubre y cuatro menos que en el conjunto del tercer trimestre. Respecto al desempleo, el número de parados acentuó en noviembre la trayectoria ascendente que viene observando desde finales del segundo trimestre, repuntando hasta una tasa interanual del 3,5%, frente al 2,8% de octubre (véase gráfico 2).

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

GRÁFICO 3



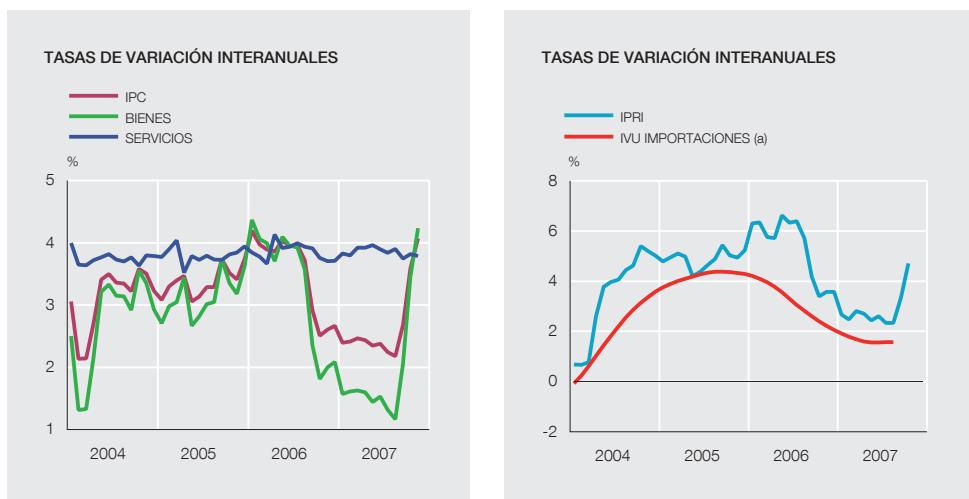
FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

a. Último dato: noviembre de 2007.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta noviembre de 2007 un superávit de 25.835 millones de euros (un 2,5% del PIB), frente al superávit de 19.670 millones de euros (el 2% del PIB) registrado hasta noviembre de 2006. Los recursos no financieros experimentaron un ritmo de crecimiento del 11,4% respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un 8%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta noviembre del año en curso se saldó con un superávit de 24.104 millones de euros, también notablemente superior al superávit de 17.070 millones registrado en el mismo período del pasado año. A lo largo del mes tanto los ingresos como los pagos se aceleraron ligeramente (véase gráfico 3). Así, los ingresos alcanzaron una tasa del 12,1%, frente al 11,7% en octubre, en tanto que los pagos aumentaron un 7,8% en términos acumulados, frente al 7,6% del mes anterior. 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 (un 6,7%), en tanto que los pagos continúan creciendo por debajo de lo previsto en dicho Avance de liquidación (un 10,3%).

### 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 por el INE, mientras que los costes laborales unitarios se deslizaron una décima al alza, hasta el 3%. Según la encuesta trimestral de coste laboral, el coste laboral por trabajador y mes aumentó un 4,2% en el tercer trimestre, en tasa interanual, tres décimas más que en los tres meses precedentes. Por componentes, los costes salariales estabilizaron su ritmo de avance en el 3,8%, mientras que el resto de costes incrementaron su tasa interanual hasta el 5,2%, desde el 4% del trimestre previo. En cuanto a la negociación colectiva, las tarifas salariales pactadas en los convenios registrados hasta el 30 de noviembre, que afectan a más de ocho 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 3,6% en la construcción, donde comienzan a apreciarse los efectos del convenio plurianual (2007-2011) firmado a nivel nacional, si bien el porcentaje de trabajadores cubiertos por el conjunto de convenios firmados en esta última rama apenas asciende al 33%. La estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2006 —y que repercute en el salario cobrado en 2007— se mantiene en 0,3 pp en el conjunto de ramas, muy por debajo de los 0,9 pp que supuso la activación de esas cláusulas en el ejercicio precedente.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

En noviembre, el ritmo de variación interanual del IPC registró un incremento de cinco décimas respecto al mes precedente, hasta el 4,1%, la cota más alta desde enero de 2006 (véase gráfico 4). La aceleración del índice general se explicó, casi en su totalidad, por el acusado repunte de los precios de la energía, hasta el 10,7% —debido tanto a un efecto base como a la reciente escalada de los precios del petróleo—, y, en menor medida, por el encarecimiento de los alimentos elaborados, cuya tasa de inflación se elevó al 7%. Los precios de los alimentos no elaborados también experimentaron un leve repunte en noviembre (hasta el 4,9%), mientras que los servicios mantuvieron estable su tasa interanual en el 3,8%, al tiempo que se moderaron una décima los precios de los bienes industriales no energéticos, hasta situarse en el 0,3%. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un incremento en noviembre de una décima en su tasa interanual, hasta el 3,2%. El índice armonizado (IAPC) también creció en ese mes un 4,1%, cinco décimas más que en octubre, aumento idéntico al que se registró en la UEM, de modo que el diferencial de inflación con esa área permaneció situado en un punto porcentual.

El índice de precios industriales se aceleró en noviembre por tercer mes consecutivo y alcanzó una tasa interanual del 5,4%. El repunte del último mes estuvo marcado por el aumento de los precios de la energía, que elevaron su tasa interanual hasta el 9,8%, y por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos, cuya tasa interanual superó el 8%—. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo y de los bienes intermedios recortaron una décima su ritmo de avance, hasta el 3,1% y 5,2%, respectivamente. Con información hasta octubre, en el conjunto de la UEM los precios industriales presentaron una evolución menos desfavorable, de tal forma que el diferencial de España frente a esa área se situó en 1,4 pp en dicho mes.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), moderaron su ritmo de avance en octubre hasta el 2,1%, como consecuencia de la ralentización que registraron los precios de las importaciones no energéticas, que situaron su tasa interanual en el 1,6%, ya que los precios de los productos energéticos mostraron un nuevo repunte, elevando su ritmo de avance al 6,5%. Entre los productos no energéticos, también se aceleraron los precios de los bienes de consumo alimenticio, hasta el 4,9% —desde el -2,9% del mes previo—, mientras que los precios de los bienes intermedios no energéticos se ralentizaron,

hasta el 2,6%, y descendieron los correspondientes a bienes de equipo (-1,1%) y bienes de consumo no alimenticio (-0,2%). En la vertiente exportadora, el IVU de exportación moderó su ritmo de avance interanual en octubre hasta el 1,1%, desde el 2,2% de septiembre. En este caso, la desaceleración también se debió a los precios de las exportaciones no energéticas, que recortaron 1,2 pp su tasa de avance, hasta el 0,5%, con una desaceleración generalizada de sus principales componentes. Así, los precios de los bienes de consumo no alimenticio y de equipo registraron sendas caídas (del -1,7% y -0,5%, respectivamente), al tiempo que los precios de los bienes de consumo alimenticio e intermedios no energéticos moderaron su ritmo de aumento (hasta el 2,8% y 1,7%, respectivamente). Por áreas geográficas, la desaceleración se extendió tanto a los precios de las exportaciones a la UE (0,6%) como a los precios de las ventas destinadas a terceros países (3,6%). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE repuntaron hasta el 3,1% en octubre, desde el 2% del mes anterior, como consecuencia del fuerte encarecimiento que registraron los productos energéticos, que incrementaron sus precios un 14,6% en tasa interanual (4,9% en el mes previo), mientras que se desaceleraron los precios en el resto de sectores industriales. Los precios de exportación de productos industriales aumentaron un 1,3% interanual en octubre, tasa similar a la del mes precedente.

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

Durante el período transcurrido de diciembre, el aspecto más significativo en la evolución financiera internacional ha sido el incremento adicional de las tensiones en los mercados monetarios, con una pequeña mejoría en los mercados crediticios. El diferencial entre el tipo de interés interbancario a tres meses y el tipo de interés objetivo se amplió en las principales áreas (dólar americano, euro y yen), a pesar de la acción coordinada entre varios bancos centrales para inyectar liquidez, con el fin de aliviar dichas tensiones. En días previos, tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco de Inglaterra habían decidido sendas reducciones de sus tipos de interés oficiales, en 25 puntos básicos (pb). También resultó significativo el incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo de Estados Unidos, hasta niveles del 4,2% (+20 pb), tras la reducción de los tipos de interés a corto, y la recuperación del dólar en los mercados cambiarios, que se alejó de los mínimos históricos frente al euro. Por su parte, las bolsas registraron en el mes una cierta recuperación, que en el caso de los mercados emergentes vino acompañada de una reducción de los diferenciales soberanos, debido, en gran medida, a las expectativas de reducción de tipos de la Reserva Federal, que se confirmaron con la decisión del día 11. Finalmente, el precio del petróleo tipo Brent aumentó ligeramente (2%), y actualmente se sitúa en alrededor de 90 dólares, tras haber alcanzado niveles máximos históricos por encima de 96 dólares a finales de noviembre, en un contexto de malos datos de inventarios y persistencia de las tensiones geopolíticas. El precio de los metales industriales registró sensibles descensos, asociados con las dificultades de los sectores de la construcción en Japón y Estados Unidos, mientras que los precios de productos básicos como el trigo y el maíz registraron nuevos incrementos a lo largo del mes.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 4,9%, un punto porcentual por encima de la estimación de avance, y superior al 3,8% del segundo trimestre. La revisión recoge una mayor contribución al crecimiento de las existencias, de la inversión no residencial y de la demanda externa, que compensan la menor contribución del consumo privado. Igualmente, se revisó al alza el crecimiento de la productividad, hasta el 2,7% interanual. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecieron señales de debilidad en cuanto a la evolución de la demanda en el cuarto trimestre. La confianza del consumidor se deterioró entre octubre y diciembre, y el gasto real en consumo se mantuvo prácticamente constante en octubre, aunque aumentó en noviembre, al igual que las ventas al por menor. En el ámbito del sector residencial, los indicadores más recientes de ventas de vivienda y los de precios del tercer trimes-

tre han mostrado una profundización del ajuste en este mercado. Las tasas de impagos y embargos alcanzaron niveles históricamente elevados en el tercer trimestre, especialmente los correspondientes a la categoría *subprime* a tipo variable. El mercado laboral, en cambio, reveló síntomas de resistencia, con la creación de 94.000 empleos en noviembre, a pesar de la destrucción de 11.000 empleos en manufacturas y otros 24.000 en construcción. La tasa de paro se mantuvo en el 4,7%, al igual que en el mes de octubre. Por su parte, los indicadores de actividad apuntan también a una moderación en el crecimiento. En noviembre, el ISM de manufacturas se mantuvo apenas por encima del umbral de contracción de la actividad y la producción industrial registró un ascenso del 0,3% mensual, que no compensa la caída del mes previo (-0,7%). En cuanto a la inflación, la tasa interanual del IPC se incrementó hasta el 4,3% en noviembre, frente al 3,5% del mes anterior, impulsada principalmente por el precio de la energía, mientras que la subyacente pasó del 2,2% de octubre al 2,3%.

En Japón, la revisión final del PIB del tercer trimestre rebajó el crecimiento en 1,1 pp, hasta el 1,5% en tasa trimestral anualizada, debido al recorte de la inversión en maquinaria, que se añadió al desplome de la inversión residencial. El tono de la mayoría de los indicadores más recientes ha sido negativo, destacando el deterioro del índice de confianza en las manufacturas (encuesta Tankan) del cuarto trimestre, aunque matizado por el buen desempeño de la producción industrial y los pedidos de maquinaria de octubre, que repuntaron. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto de consumo mantuvieron una evolución desfavorable en octubre y el índice de confianza del consumidor de noviembre se situó en niveles mínimos de los últimos cuatro años, lo cual, junto con la atonía del mercado laboral, apunta hacia una evolución algo más negativa del consumo privado. En el ámbito externo, el saldo de la balanza por cuenta corriente volvió a aumentar en octubre. La tasa de variación interanual de los precios de consumo repuntó en ese mes y se situó en terreno positivo, por primera vez desde diciembre de 2006, tanto para el índice general (0,3%) como para el subyacente (0,1%), como consecuencia del impulso derivado de las alzas de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos. En este contexto de atonía de la actividad y de los precios y de elevada incertidumbre financiera, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En Reino Unido, tras el sólido crecimiento del 3,3% interanual del tercer trimestre, la economía ha empezado a ofrecer señales de desaceleración, en un contexto de dificultades monetarias y crediticias de la banca. Por su parte, el crecimiento interanual del IPC, sensible al aumento del coste energético y alimenticio, se situó en octubre en el 2,1%, aunque los precios de producción y los salarios siguieron creciendo a ritmos aún moderados. Los indicadores publicados recientemente apuntan en la dirección de una desaceleración de la economía más intensa de lo inicialmente previsto. Entre ellos, destacan el fuerte deterioro de los PMI de manufacturas y servicios, en octubre y noviembre, y la caída de los precios de la vivienda. El Banco de Inglaterra bajó de forma inesperada sus tipos de interés 25 pb, hasta el 5,5%, en diciembre, señalando explícitamente en el comunicado oficial el riesgo de desaceleración de la actividad.

En los nuevos miembros de la Unión Europea se mantuvo el dinamismo de la actividad en el tercer trimestre, con la excepción de Hungría, si bien el PIB se desaceleró ligeramente en el conjunto de la región, hasta una tasa interanual algo inferior al 6% del trimestre anterior. Los indicadores del cuarto trimestre muestran una moderación en la producción industrial y un menor dinamismo de las ventas al por menor. La inflación repuntó en noviembre como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y la energía, aumentando también la dispersión de las tasas por países, desde el 13,7% de Letonia al 2,3% de Eslovaquia. En

la República Checa, la inflación se elevó hasta el 5%, superando en un punto porcentual el límite superior del objetivo anual. Los bancos centrales de Polonia y la República Checa aumentaron en 25 pb los tipos de interés oficiales, hasta el 5% y el 3,5%, respectivamente. En el Mecanismo de Tipos de Cambios (ERM II), las monedas que participan se mantuvieron en torno a la paridad central, con la excepción de la corona eslovaca, que sigue apreciada más de un 6%.

En China, la mayoría de los indicadores de actividad continuaron apuntando a un elevado dinamismo en noviembre, aunque se aprecia una moderación en las tasas de crecimiento de la producción industrial, que ha reducido su ritmo de crecimiento interanual. Por el contrario, las ventas al por menor se aceleraron. El superávit comercial se situó en 26.300 millones de dólares en noviembre, en un mes en el que el renminbi se apreció frente al dólar más de lo que lo hacía en meses anteriores (0,8%, frente a 0,4%) y el ritmo de acumulación de reservas exteriores prosiguió su desaceleración. La inflación se situó en noviembre en el máximo de los últimos 11 años (6,9%), impulsada por el fuerte crecimiento de los precios de los alimentos. La oferta monetaria y el crédito crecieron, igualmente, a ritmos superiores a los de comienzos de 2007. El banco central elevó el coeficiente de reservas bancarias un punto porcentual, hasta el 14,5%, al tiempo que las autoridades económicas se comprometieron a cambiar el tono en la política monetaria, de moderada a restrictiva.

En América Latina, con los datos de Contabilidad Nacional correspondientes al tercer trimestre del año, publicados en casi todos los países del área, la tasa de crecimiento interanual de la región para ese trimestre se habría situado en el 5,7%, tras el 5,6% registrado en el segundo trimestre. Entre los nuevos datos publicados destacan el 5,7% en Brasil, el mantenimiento de las elevadas tasas de crecimiento en Argentina, la aceleración en Perú, que ya estaba creciendo de forma muy dinámica, y la notable desaceleración en Chile. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de noviembre la inflación regional interanual se situó en el 5,6%, un aumento de tres décimas respecto a octubre y el máximo desde febrero de 2006, derivado de un repunte en todos los países, especialmente notable en Chile y Venezuela. La tasa subyacente pasó del 5,4% de octubre al 5,8% de noviembre. En cuanto a política monetaria, el Banco Central de Colombia y el Banco Central de Chile elevaron en 25 pb su tipo de interés oficial, hasta el 9,5% y el 6%, respectivamente. En Argentina se aprobó un aumento de las tarifas del transporte público de Buenos Aires, que llevaban congeladas desde 2002. Los presidentes de Argentina, Brasil, Paraguay, Bolivia, Venezuela y Ecuador firmaron el Acta Fundacional del Banco del Sur; por último, en Venezuela se rechazó en referéndum la reforma constitucional que hubiera reforzado el poder de la actual Administración.

De acuerdo con la primera estimación de Eurostat, en el tercer trimestre de 2007, el PIB de la UEM aumentó un 0,7% intertrimestral, cuatro décimas más que en el período precedente. La aceleración del producto obedeció al comportamiento de la aportación de la variación de existencias, que alcanzó los 0,2 pp tras haber restado cuatro décimas al aumento del PIB en el trimestre anterior, y, en menor medida, a la fortaleza de la formación bruta de capital fijo y del consumo público. La demanda interna —excluidas las existencias— incrementó su contribución al crecimiento del producto hasta los 0,6 pp (0,4 pp en el trimestre previo), a pesar de que el consumo privado mantuvo un ritmo de expansión moderado. En el ámbito externo, las importaciones se aceleraron en mayor medida que las exportaciones, lo que provocó que el saldo neto exterior detrajera una décima de punto del crecimiento del producto, frente a la aportación positiva de 0,3 pp registrada en el segundo trimestre. El mayor pulso del PIB se reflejó también en un incremento de 0,2 pp en su ritmo de expansión interanual, que se situó en el 2,5%.

		2007					
		JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	4,0	4,4	3,3	3,8		
	Comercio al por menor (b)	1,4	0,8	1,4	0,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	0,9	0,7	0,4	-0,3	-3,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-2,0	-4,0	-6,0	-6,0	-8,0	
	Indicador de confianza industrial	5,0	5,0	3,0	2,0	3,0	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	IAPC (b)	1,8	1,7	2,1	2,6	3,1	
	M3	11,7	11,6	11,3	12,3		
	M1	6,8	6,7	6,0	6,5		
	Crédito a los sectores residentes	8,7	8,8	8,7	9,2		
	AAPP	-3,7	-4,1	-4,3	-4,1		
	Otros sectores residentes	11,6	11,8	11,6	12,2		
	<i>De los cuales:</i>						
	— Préstamos a hogares	7,0	7,0	6,8	6,8		
	— Préstamos a sociedades no financieras	13,6	14,2	13,9	13,9		
	EONIA	4,06	4,05	4,03	3,94	4,02	3,90
ECONOMÍA Y EMPLEO (d)	EURIBOR a tres meses	4,22	4,54	4,74	4,69	4,64	4,90
	EURIBOR a un año	4,56	4,67	4,72	4,65	4,61	4,80
	Rendimiento bonos a diez años	4,63	4,43	4,37	4,40	4,25	4,34
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,44	0,31	0,19	0,18	-0,04	-0,25
	Tipo de cambio dólar/euro	1,372	1,362	1,390	1,423	1,468	1,462
	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	5,7	4,7	6,1	9,2	5,5	3,0

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

a. Media del mes hasta el día 18 de diciembre 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.

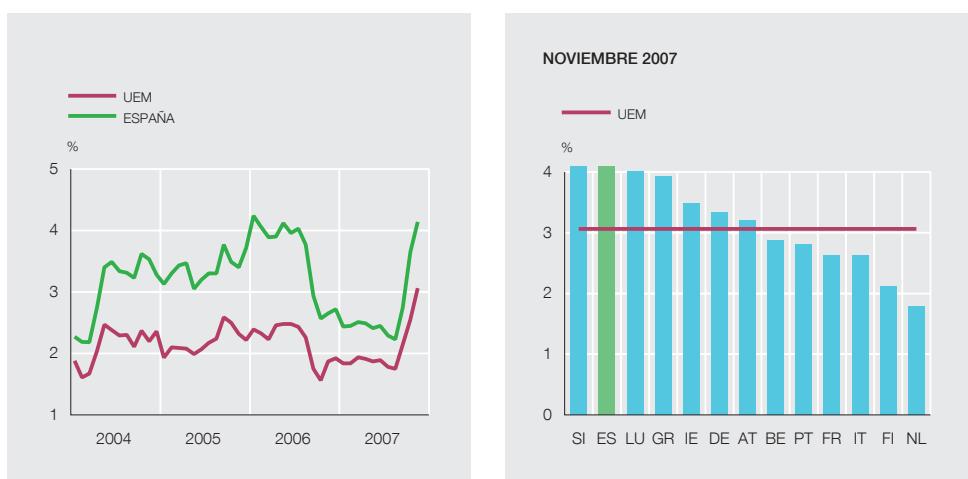
d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 18 de diciembre de 2007.

Los últimos indicadores disponibles sobre la economía del área del euro son compatibles con una moderación del ritmo de expansión de la actividad real en los últimos meses del año. Por el lado de la oferta, si bien el índice de producción industrial referido a octubre mostró una mejoría respecto al mes anterior (véase cuadro 1), los indicadores cualitativos disponibles para el cuarto trimestre señalan una menor pujanza en comparación con el tercero. En particular, tanto el indicador de confianza industrial elaborado por la Comisión Europea (disponible hasta noviembre) como el de la encuesta de directores de compras de la industria manufacturera (disponible hasta diciembre) mostraron un retroceso respecto al trimestre previo. En el sector servicios, los indicadores cualitativos correspondientes también empeoraron en el conjunto del cuarto trimestre. Por el lado de la demanda, la información disponible apuntaría a la continuación del crecimiento contenido del consumo, ya que al escaso dinamismo mostrado por las ventas al por menor en la UEM en octubre se añaden la caída en las matriculaciones de automóviles y el empeoramiento de la confianza de los consumidores y de los minoristas en el promedio de octubre-noviembre. Respecto a la demanda externa, los indicadores de expectativas de exportación y de cartera de pedidos exteriores retrocedieron en los últimos meses de 2007.

La inflación del área, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó cinco décimas en noviembre, hasta situarse en el 3,1% (véase gráfico 5). Este comportamiento reflejó el repunte de los precios de los bienes energéticos y de los alimentos elaborados, ya que el crecimiento del resto de componentes permaneció estable o se redujo ligeramente. Por ello, el IPSEBENE —indicador que excluye los componentes más volátiles— aumentó un 2,3%,

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

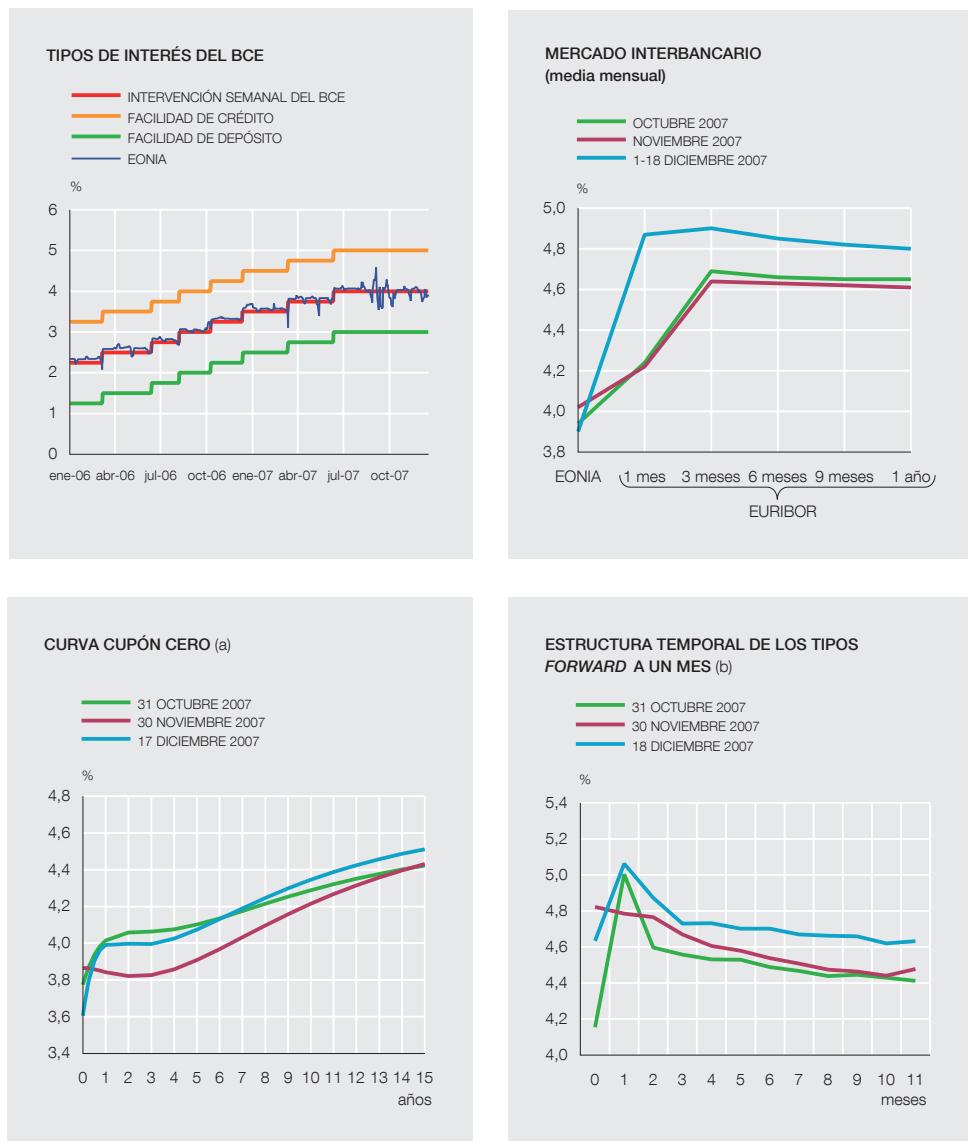


FUENTE: Eurostat.

dos décimas más que el dato de octubre. Finalmente, también el índice de precios industriales (IPRI) registró en octubre un incremento de seis décimas en su tasa de avance interanual, hasta el 3,3%, como consecuencia de la fuerte aceleración de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los bienes de consumo no duradero. Las tasas de crecimiento de los restantes componentes permanecieron estables o experimentaron ligeros descensos.

En su reunión del 6 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés oficiales. En consecuencia, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito permanecieron en el 4%, 3% y 5%, respectivamente (véase gráfico 6). Al mismo tiempo, manifestó su preocupación por la aparición de fuertes presiones inflacionistas a corto plazo y la persistencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. En este sentido, señaló que resulta esencial impedir que se materialicen efectos de segunda vuelta en el mecanismo de fijación de salarios y precios, y comunicó de nuevo que la política monetaria está preparada para actuar de forma firme en el momento oportuno.

En la primera mitad de diciembre, en un contexto de persistencia de la incertidumbre sobre el impacto de la crisis del mercado *subprime* norteamericano sobre las entidades y el temor de estas a terminar el año con un nivel de liquidez insuficiente, los tipos de interés de los depósitos interbancarios registraron considerables aumentos a partir del plazo de un mes, alcanzando el interbancario a tres meses un máximo anual, en torno al 4,9%. En respuesta a este nuevo rebrote de tensiones, el BCE anunció el 30 de noviembre el aumento a dos semanas del plazo de vencimiento de la operación principal de financiación ejecutada el 19 de diciembre, abarcando el período de las fiestas de Navidad y fin de año, así como el refuerzo de la política de provisión de liquidez por encima del *benchmark* de demanda neutral estimado por la institución. En el mismo anuncio, se indicó que la subasta del 28 de diciembre permitiría satisfacer las necesidades adicionales de liquidez. Además, junto con los bancos centrales de Canadá, Estados Unidos, Reino Unido y Suiza, el BCE anunció el 12 de diciembre la adopción de medidas concertadas destinadas a aliviar los problemas de liquidez en los mercados interbancarios a corto plazo. Así, el Consejo de Gobierno decidió actuar de forma conjunta con la Reserva Federal ofreciendo fondos en dólares a las entidades de contrapartida del Eurosistema mediante dos subastas celebradas los días 17 y 20 de diciembre. Para



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

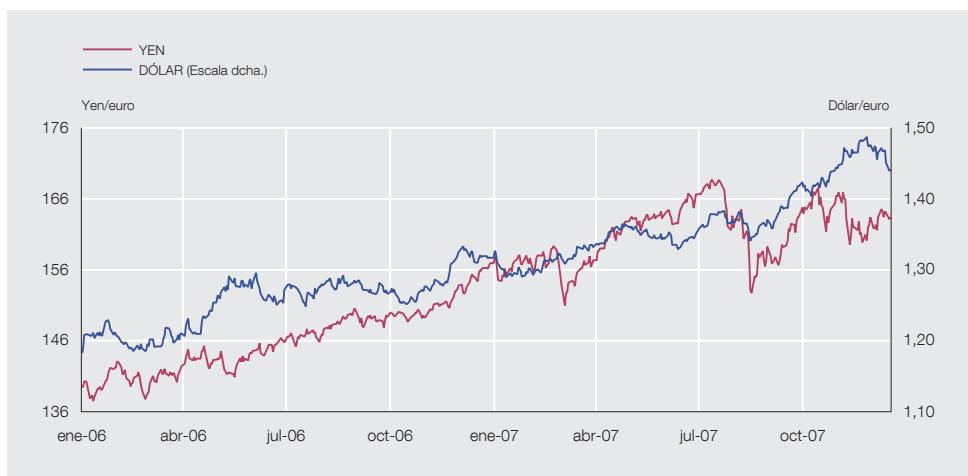
ello, se estableció entre ambas instituciones una línea recíproca de permuta temporal de divisas.

En los mercados secundarios de deuda pública del área del euro, las rentabilidades a diez años se incrementaron durante los primeros quince días de diciembre, hasta situarse en torno al 4,4%, unos 15 pb por encima del nivel alcanzado a finales de noviembre. Puesto que en Estados Unidos el rendimiento de los activos análogos siguió una trayectoria parecida durante gran parte del período, el diferencial negativo entre este país y la UEM se ha mantenido alrededor de los 30 pb en los últimos días.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones han disminuido en la primera mitad del mes de diciembre. A fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio se situaba próximo a los niveles de mediados de noviembre, lo que supone una revalorización acumulada anual próxima al 3%. En los mercados de divisas, el euro se ha

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FREnte AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

CUADRO 2

		2004	2005	2006	2007				
		DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito a vivienda	3,39	3,46	4,74	5,43	5,49	5,57	...	...
	Crédito a consumo y otros fines	6,27	6,27	7,32	8,32	8,47	8,24	...	...
	Depósitos	1,15	1,23	1,79	2,36	2,50	2,64	...	...
SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (c)	3,44	3,59	4,77	5,53	5,75	5,68	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,17	2,58	3,69	4,17	4,01	4,04	3,96	4,01
	Deuda pública a cinco años	2,98	3,04	3,78	4,28	4,20	4,23	4,00	4,06
	Deuda pública a diez años	3,64	3,37	3,82	4,40	4,35	4,38	4,25	4,32
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	-0,00	0,03	0,09	0,11	0,08	0,14	0,11
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,29	0,39	0,26	0,50	0,49	0,40	0,58	0,65
	Índice General de la Bolsa de Madrid (f)	18,70	20,56	34,49	2,58	2,96	10,90	9,86	6,87

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 17 de diciembre 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.

mantenido estable respecto al dólar en la primera quincena de diciembre, alcanzando cotizaciones en torno a 1,47 dólares por euro (cercanas al máximo registrado desde el comienzo de la Unión Monetaria), lo que implica una apreciación acumulada anual cercana al 10% (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la moneda europea siguió una evolución análoga, de forma que se ha revalorizado desde comienzos de 2007 en torno al 5% frente a las divisas de los principales socios comerciales del área.

Los agregados monetarios del área del euro experimentaron en octubre una significativa aceleración. De este modo, la tasa de variación interanual de M3 aumentó un punto porcentual,

	2007	2005	2006	2007		
	OCT (b)	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT
FINANCIACIÓN TOTAL	2.313,7	15,9	19,1	16,0	14,9	14,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.050,4	21,2	24,2	20,1	18,8	17,7
Hogares e ISFLSH	863,6	20,9	19,6	16,0	15,3	15,0
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	638,1	24,3	20,4	16,7	16,0	15,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	223,9	12,5	17,5	13,9	13,0	12,8
Sociedades no financieras	1.186,7	21,4	27,9	23,4	21,5	19,8
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	874,0	25,5	29,8	27,1	24,9	22,7
– Valores de renta fija (d)	36,9	23,7	135,1	30,7	28,5	24,4
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	263,3	-3,9	-4,8	-7,2	-7,0	-7,0
Valores a corto plazo	32,0	-10,8	-2,2	-6,6	-4,5	-2,3
Valores a largo plazo	285,7	2,7	-0,3	-0,7	-0,2	-2,3
Créditos – depósitos (f)	-54,4	-16,3	-13,3	-17,5	-18,8	-12,2

FUENTE: Banco de España.

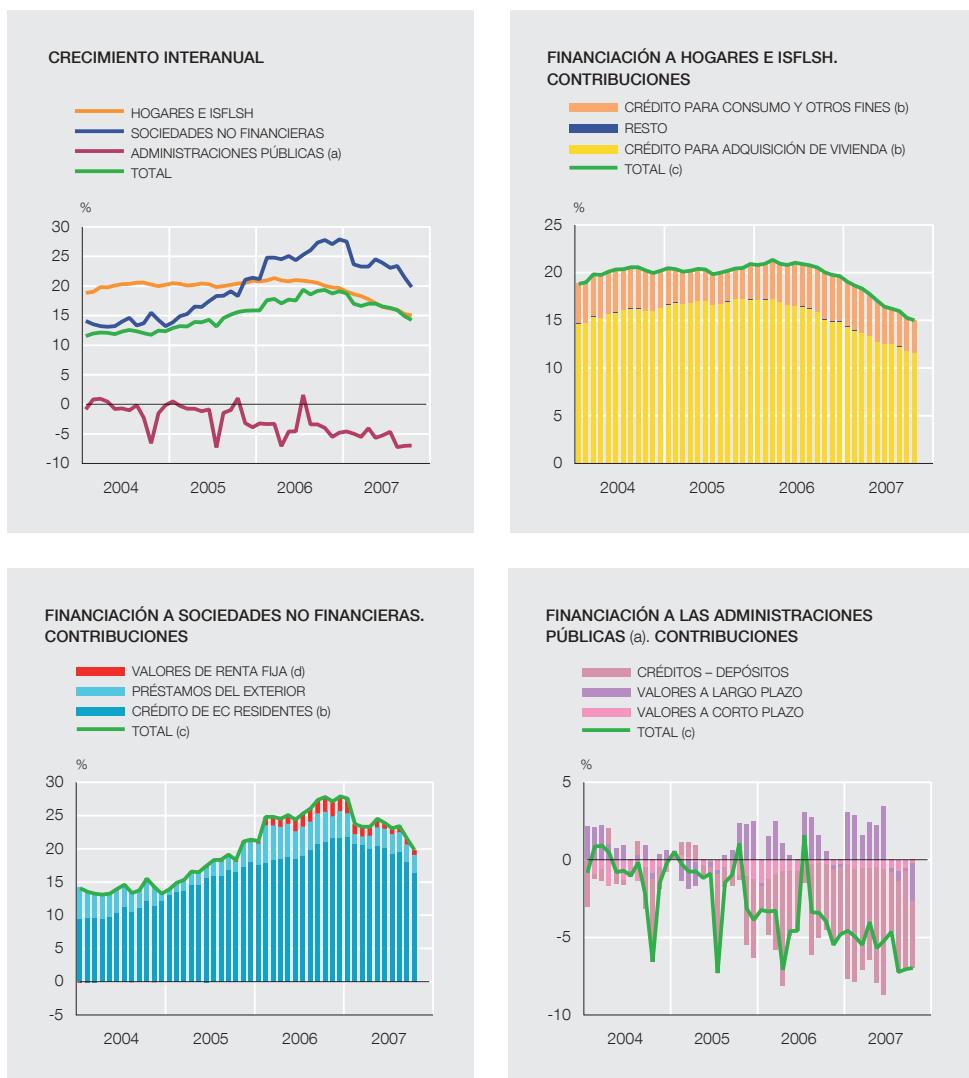
- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.
- b. Saldo en miles de millones de euros.
- c. Incluye los créditos titulizados.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras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

hasta el 12,3%, como consecuencia de una mayor velocidad de expansión de todos sus componentes. Por su parte, el crecimiento del crédito concedido al sector privado se situó en el 12,2% interanual, superior al registrado en septiembre (un 11,6%), si bien los distintos sectores institucionales mostraron un comportamiento dispar. Cabe destacar la pujanza de los préstamos a las instituciones financieras no monetarias, excluidas empresas de seguros y fondos de pensiones, que aumentaron un 22,8% (2,6 pp más que en septiembre), mientras que los préstamos a empresas no financieras y hogares mantuvieron su ritmo de avance en el 13,9% y 6,8%, respectivamente.

### **Evolución financiera en España**

Durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre se han vuelto a producir tensiones en los mercados financieros, lo que se ha reflejado en incrementos de las primas de riesgo y de la volatilidad de las cotizaciones y en ciertos descensos de los principales índices bursátiles. Por su parte, la información más reciente sobre los balances de los hogares y las sociedades evidencia que en octubre volvieron a desacelerarse tanto su deuda como los activos líquidos mantenidos en su cartera. Los datos provisionales correspondientes a noviembre apuntan a una nueva moderación en el dinamismo de la financiación de familias y empresas y a un mantenimiento del ritmo de avance de sus activos líquidos en torno a los mismos niveles del mes precedente.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas se redujeron en noviembre y repuntaron moderadamente durante la parte transcurrida de diciembre. De este modo, entre el 1 y el 17 de dicho mes, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses



FUENTE: Banco de España.

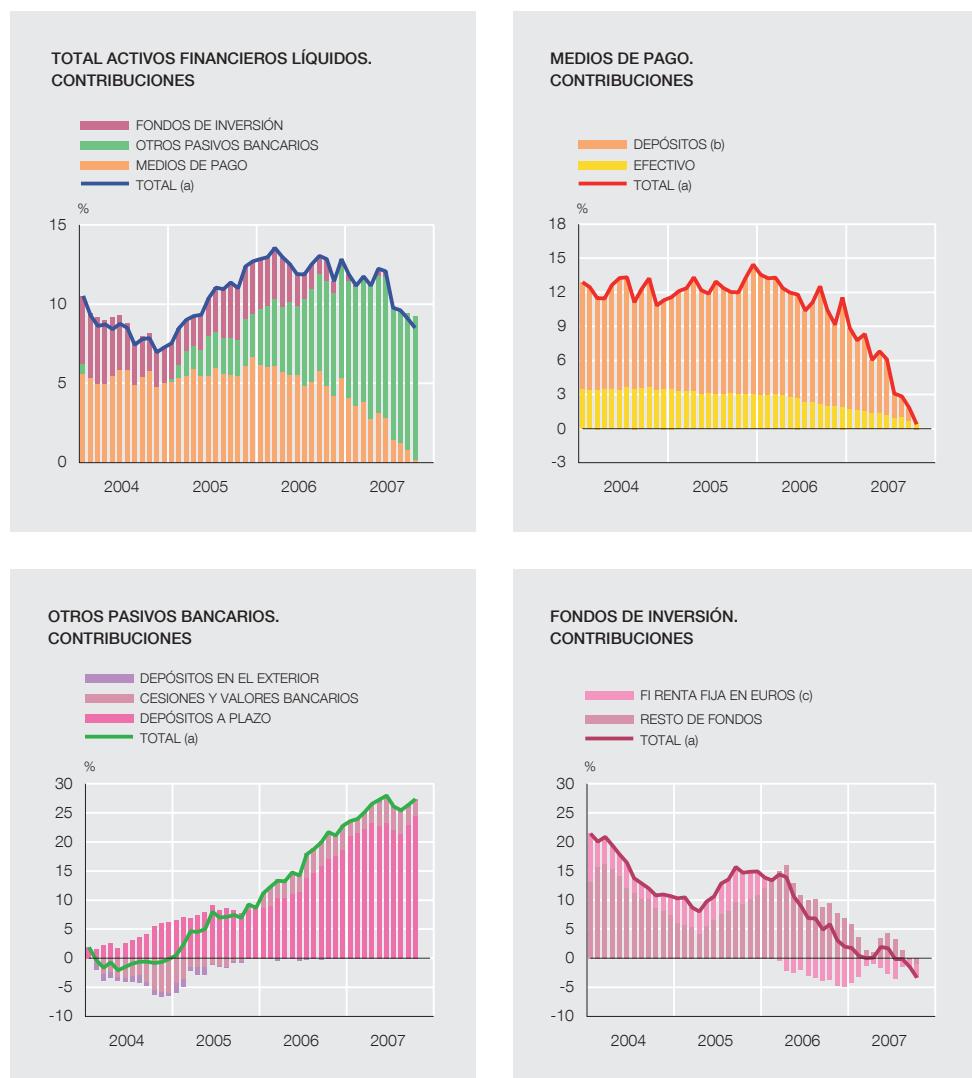
- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b. Incluye los créditos titulizados.  
 c. Crecimiento interanual.  
 d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

y de los bonos a diez años se situaron en promedio en el 4,01% y el 4,32%, respectivamente, lo que representa un descenso de 3 pb y de 6 pb en relación con los correspondientes valores de octubre (véase cuadro 2). Este recorte de la rentabilidad de la referencia española a largo plazo fue algo inferior al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas aumentó ligeramente. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se elevaron durante el mismo período, hasta alcanzar los niveles más altos desde mayo de 2003.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones descendieron durante noviembre y la parte transcurrida de diciembre, evolución que ha venido acompañada de un ascenso de su volatilidad. Tras estos recortes, en la fecha de cierre de este artículo, la ganancia acumulada en 2007 por el Índice General de la Bolsa de Madrid se ha reducido hasta el 6,9%, revalorización superior a la que presentaban tanto el EURO STOXX amplio de las bolsas de la UEM (3%) como el S&P 500 de las de Estados Unidos (1,9%).

ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS,  
HOGARES E ISFLSH

GRÁFICO 9



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.

Durante el mes de octubre, el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y la remuneración de los depósitos de las familias aumentaron en 8 pb y 14 pb, hasta alcanzar el 5,57% y el 2,64%, respectivamente. Por el contrario, el tipo de interés de la financiación bancaria a las sociedades se redujo en 7 pb, hasta el 5,68%, y el de los créditos para consumo y otros fines de los hogares, que presenta una mayor variabilidad, disminuyó en 23 pb, hasta el 8,24%.

La financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros continuó desacelerándose en octubre (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por agentes, se redujeron las tasas interanuales de crecimiento tanto de los fondos ajenos captados por los hogares como, en mayor medida, los de las empresas, aunque en ambos casos se mantuvieron en niveles elevados (en torno al 15% y 20%, respectivamente). Por su parte, la deuda de las Administraciones Públicas siguió contrayéndose al mismo ritmo del mes precedente.

La desagregación por finalidades evidencia que la desaceleración de los pasivos de las familias en octubre se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, que crecieron cerca del 16% y del 13%, respectivamente, en relación con el mismo mes de 2006. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras se explica fundamentalmente por la evolución del crédito concedido por las entidades residentes, cuya tasa de avance interanual se redujo en más de 2 pp. La información provisional correspondiente a noviembre apunta, en general, a una continuidad de estas mismas pautas.

La tasa de crecimiento interanual de los fondos recibidos por las Administraciones Públicas continuó siendo negativa, situándose en el -7% en octubre, el mismo valor del mes anterior. Por instrumentos, esta evolución fue nuevamente 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 entre créditos y depósitos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares volvieron a desacelerarse en octubre. Esta evolución fue consecuencia de la reducción de los ritmos de avance de los medios de pago y de las participaciones en fondos de inversión, que no fue contrarrestada por la aceleración del resto de los pasivos bancarios, que continuaron viéndose impulsados por el notable dinamismo de los depósitos a plazo (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a noviembre no muestra cambios significativos, en relación con el mes precedente, en el crecimiento de los activos líquidos mantenidos por el sector privado.

26.12.2007.

ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (EFF) 2005: MÉTODOS, RESULTADOS  
Y CAMBIOS ENTRE 2002 Y 2005

## Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005

### **Introducción**

El Banco de España inició en 2002 la Encuesta Financiera de las Familias (EFF). La EFF2002 es la única fuente estadística en España que permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar. Esto ha hecho posible, por poner algunos ejemplos, el cálculo de ratios de endeudamiento individuales que no solo permiten apreciar la heterogeneidad de dicha medida para distintos hogares, sino que pueden resultar muy distintas de ratios agregadas en el caso de distribuciones no simétricas, como son las distribuciones de riqueza o deuda. También ha permitido estudiar la respuesta del consumo de los hogares a cambios en su riqueza inmobiliaria. En efecto, como se ve en Bover (2005), dicha respuesta depende no solo del nivel de la riqueza en activos inmobiliarios, sino también de las características del hogar, como la edad del cabeza de familia. Del mismo modo, se han podido abordar algunas cuestiones sobre los efectos de determinadas medidas de política económica que solamente se pueden contestar a partir de información desagregada, como qué tipo de hogares pueden verse más afectados por los aumentos en los tipos de interés [véase Banco de España (2006)].

La segunda edición de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF2005), cuya referencia temporal es el final de 2005, se ha diseñado para dar continuidad a esta fuente estadística. La EFF2005 proporciona el mismo tipo de datos tres años más tarde, actualizando así la información sobre las finanzas de los hogares que se recogió por primera vez en la EFF2002. De esta manera, permite una valoración de los cambios ocurridos en la situación financiera de las familias españolas durante el período 2002-2005, a la vez que ofrece una imagen representativa más actualizada de la estructura de los activos y deudas de los hogares.

Una característica relevante de ambas ediciones de la EFF es que sus muestras contienen un número elevado de hogares con un alto nivel de riqueza. La distribución de la riqueza es muy asimétrica y, además, algunas clases de activos solo están en poder de una pequeña fracción de la población. Por consiguiente, a menos que se puedan recoger muestras de tamaño muy elevado, es importante incorporar, como se hace en la EFF, un sobremuestreo de los hogares de mayor nivel de riqueza, para contar con una muestra que no solo sea representativa del conjunto de la población, sino también de la riqueza agregada de la economía y que facilite el estudio del comportamiento financiero en el tramo superior de la distribución de la riqueza.

Una importante característica adicional de la EFF es que en la EFF2005 se ha entrevistado a una parte de los hogares que colaboraron en la EFF2002. Adicionalmente, se ha incorporado una muestra de refresco para preservar la representatividad de la muestra. Así, la combinación de las muestras de la EFF2002 y la EFF2005 permite observar un subconjunto de hogares en ambos momentos del tiempo, lo que amplía considerablemente las posibilidades de análisis sobre la naturaleza de los cambios observados.

Estas características, altamente deseables para una encuesta como esta, se han obtenido gracias a un sistema ciego de colaboración con el Instituto Nacional de Estadística (INE) y la Agencia Tributaria (AT) que respeta los estrictos requisitos de confidencialidad tributaria y el anonimato de las respuestas. Pero, por encima de todo, debe agradecerse la generosidad de los hogares que se han brindado a participar en este proyecto, y de forma especial la de los hogares que han colaborado en ambas olas de la EFF.

En este artículo se describen los resultados de la EFF2005 y los cambios observados en la situación financiera de las familias entre 2002 y 2005<sup>1</sup>. Asimismo, se resumen en un recuadro las principales características metodológicas de la EFF2005 (véase recuadro 1), descritas con más detalle en Bover (2008). Más concretamente, en primer lugar, se repasan brevemente algunos factores relevantes que marcan el contexto socioeconómico del período 2003-2005. En la segunda sección se presentan los resultados sobre la renta y la riqueza neta de las familias. En la sección tercera se analiza la tenencia, por parte de los hogares, de los activos reales y financieros. En la cuarta sección se ofrece información sobre la deuda y la carga financiera de las familias. La quinta sección se centra en aspectos relacionados con el gasto de las familias. Finalmente, en la sexta sección se recogen algunos comentarios finales.

Para la mayor parte de las variables relevantes, como los distintos activos y deudas, sus distribuciones muestran valores muy elevados para un número relativamente reducido de familias. En este caso, la mediana supone una mejor aproximación a los valores típicos de la distribución que la media, por lo que este es el estadístico que se incluye en los cuadros correspondientes. Todas las variables relativas a los valores de renta, riqueza, deuda y gasto se expresan en términos reales. Más concretamente, todas las cantidades en euros de la EFF están expresadas en euros de 2005 utilizando el índice de precios de consumo (IPC)<sup>2</sup>.

#### ***El contexto socioeconómico***

Durante el período 2003-2005, la economía española continuó la larga fase de expansión iniciada a mediados de los años noventa. El crecimiento económico, medido en términos de la tasa de variación anual del PIB, fue del 3,6% en 2005, frente al 3,3% del ejercicio precedente y al 3,1% registrado en 2003. Esta situación propició que la creación de empleo continuara siendo muy intensa y que, a pesar del fuerte incremento de la oferta de trabajo sustentado en la intensidad de los flujos migratorios y del aumento de la participación femenina, la tasa de desempleo disminuyera en más de 2 puntos porcentuales (pp), desde el 11,5% en 2002 al 9,2% en 2005. La tasa de inflación, medida en términos del IPC, fue del 3,4% para la media del período 2003-2005.

Tras las reducciones experimentadas entre 2001 y principios de 2003, los tipos de interés mantuvieron unos niveles muy bajos a lo largo del período 2003-2005, a pesar del repunte que registraron en la segunda mitad de 2005. El patrimonio de las familias y de las empresas experimentó revalorizaciones importantes, debido al aumento de las cotizaciones bursátiles<sup>3</sup> y a las subidas del precio de la vivienda, que, no obstante, fueron menores que en años anteriores. El precio de la vivienda, tras crecer a tasas superiores al 17% durante el período 2003-2004, experimentó en 2005 un perfil de desaceleración, con una tasa de crecimiento del 12,8% al final del año. Adicionalmente, el parque de viviendas aumentó en más de 2,1 millones de unidades entre finales de 2002 y de 2005, un 9,7% del número existente en 2002.

Durante este período, el tamaño y la estructura de la población española se han visto afectados por cambios considerables. Entre finales de 2002 y finales de 2005, la población residente en España ha crecido alrededor de un 4,7%, aumento explicado, fundamentalmente, por el incremento de la inmigración. La población extranjera residente en España ha aumentado desde 2,7 millones de personas a 1 de enero de 2003 hasta los 4,1 millones de personas a

---

1. A tal efecto, se proporcionan tanto los cuadros referidos a la situación financiera de las familias en 2005 como los referidos a 2002, en ambos casos en euros de 2005 para variables relativas al valor de los activos, deuda, renta o gasto. 2. Para ajustar activos y deudas a euros de 2005, los datos de la EFF2002 se han multiplicado por 1,098. Para ajustar la renta del hogar del año anterior a la encuesta a euros de 2005, los factores aplicados han sido 1,1419 para 2002 y 1,037 para 2005. 3. El Índice General de la Bolsa de Madrid se revalorizó un 82% durante el período 2003-2005.

### Cuestionario

El cuestionario de la EFF se divide en nueve secciones principales, que reflejan las variables objeto de estudio, y que son las siguientes:

1. Características demográficas
2. Activos reales y deudas asociadas
3. Otras deudas
4. Activos financieros
5. Seguros y pensiones
6. Situación laboral e ingresos relacionados
7. Rentas no relacionadas con la actividad laboral percibidas en el año natural anterior (2004)
8. Uso de instrumentos de pago
9. Consumo y ahorro

Las preguntas relativas a los activos y a las deudas se refieren al conjunto del hogar, mientras que las relativas a la situación laboral y a los ingresos relacionados se enuncian para cada uno de los miembros del hogar mayores de 16 años. La mayoría de la información se refiere al momento de la entrevista, aunque también se recoge información sobre todas las rentas antes de impuestos referidas al año natural anterior a la encuesta. La recogida de esta información se llevó a cabo con entrevistas personales a los hogares, que tuvieron lugar entre noviembre de 2005 y mayo de 2006. Dada la complejidad del cuestionario, dichas entrevistas fueron realizadas con la ayuda de ordenador. En la EFF2002, las preguntas en euros solo podían ser contestadas por parte del hogar con una valoración puntual o con una falta de respuesta («No sabe» o «No contesta»). Sin embargo, para la mayoría de las preguntas en euros formuladas en 2005, el hogar que no puede o no quiere proporcionar un valor puntual puede proporcionar una respuesta en forma de intervalo. Esta posibilidad ha reducido la proporción de falta de respuestas sin disminuir el número de respuestas en valores puntuales.

### Diseño muestral

El diseño de la segunda edición de la EFF tenía dos objetivos principales. Por un lado, mantener las mismas características de calidad que la diseñada para la EFF2002; en particular, proporcionar una muestra representativa de la población con sobremuestreo de riqueza. Por otro lado, se quería que parte de la muestra de 2005 fuera longitudinal, esto es, incluyera hogares que colaboraron en la primera edición. Para conseguir estos objetivos, se diseñó una muestra de refresco para complementar el componente longitudinal (hasta un tamaño muestral total de 7.000 hogares) y asegurar que, al ser utilizada junto con la parte longitudinal, la muestra global cumpliría los requisitos de representatividad y sobremuestreo. Esta muestra se ha logrado gracias a la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE) y de la Agencia Tributaria (AT), a través de un complejo mecanismo de coordinación que permite respetar en todo momento estrictos compromisos de confidencialidad y anonimato. En concreto, la AT confecciona una muestra aleatoria por estratos de riqueza, adicional a la muestra longitudinal, a partir del Padrón Continuo proporcionado por el INE, siguiendo las directrices del diseño muestral elaborado por este último. Esto asegura la representatividad de la información obtenida, a la vez que se logra información precisa sobre el

comportamiento del segmento de hogares con mayores recursos y se incorpora un componente longitudinal. En el diseño muestral se introduce un complejo procedimiento de reposición de los hogares titulares no colaboradores que garantiza el mantenimiento de las características deseadas de la muestra.

### Entrevistas realizadas

El número total de entrevistas válidas conseguidas fue de 5.962, de las cuales 2.580 corresponden a hogares que ya colaboraron en la EFF2002. El porcentaje de hogares que no pudieron ser contactados fue de un 10% del total y la tasa de cooperación es, en conjunto, del 47,3%<sup>1</sup>. Esta tasa disminuye a medida que aumenta el estrato de riqueza. Sin embargo, para la componente longitudinal la tasa de colaboración es del 67% y no muestra importantes reducciones para estratos de riqueza más altos. En conjunto, el grado de sobremuestreo en la muestra final es satisfactorio. Por ejemplo, el percentil más alto de la distribución de riqueza está representado en la muestra de la EFF2005 por 536 hogares. En ausencia de sobremuestreo, se esperaría contar, en el mejor de los casos, si la tasa de respuesta fuera uniforme por niveles de riqueza, con apenas 60 hogares en este percentil, lo que dificultaría el análisis estadístico del segmento de población en que se concentran las decisiones financieras más complejas. Finalmente, los contrastes de calidad realizados utilizando la información contenida en otras estadísticas nacionales y encuestas similares realizadas en otros países arrojan resultados satisfactorios.

### Factores de elevación e imputación

Para obtener magnitudes representativas de la población, se utilizan factores de elevación, es decir, la frecuencia con la que los hogares de la muestra se encuentran en la población total de hogares. Para calcular estos factores se consideran, principalmente, las características del diseño muestral, pero se realizan ajustes diversos, en particular para recoger la diferente tasa de no respuesta por niveles de renta y patrimonio.

La ausencia de respuesta a preguntas aisladas es una característica inherente de las encuestas de riqueza. Este tipo de no respuesta se produce cuando un hogar acepta responder a la encuesta, pero deja sin contestar una o varias preguntas por desconocimiento u otros motivos. Cualquier análisis basado exclusivamente en los casos con los cuestionarios totalmente cumplimentados podría dar lugar a importantes sesgos en los resultados. Por lo tanto, el Banco de España ha elaborado imputaciones de los valores no observados para facilitar el análisis de los datos. Dichas imputaciones se basan en técnicas estadísticas avanzadas, obteniéndose varias estimaciones para cada valor no observado, a fin de tener en cuenta la incertidumbre asociada a la imputación<sup>2</sup>. Los estadísticos objeto de estudio se obtienen combinando la información de estas imputaciones múltiples<sup>3</sup>.

1. La tasa de cooperación se define como la ratio entre el número de entrevistas cumplimentadas y la suma del número de entrevistas cumplimentadas y de las negativas a participar. 2. En la EFF se proporcionan cinco imputaciones para cada valor no observado. 3. Es de esperar que los datos presentados en este informe sufran ligeras revisiones cuando finalice el proceso de imputación de las variables de la EFF que no han sido utilizadas en la elaboración del mismo.

1 de enero de 2006<sup>4</sup>. Como resultado, los extranjeros han pasado de representar el 4,8% de la población total a comienzos del año 2003 a alcanzar el 7% en 2005.

Además del rápido crecimiento de la población inmigrante, la llegada a la edad adulta de las últimas generaciones que nacieron en períodos con fuerte expansión de la natalidad y las separaciones matrimoniales han continuado impulsando la creación de nuevos hogares<sup>5</sup>. El ritmo de creación de nuevos hogares, alrededor de 400.000 anuales, ha sido considerablemente superior al del avance de la población. Entre 2002 y 2005, además de un importante aumento en el número de hogares, se observan cambios en la composición de los mismos, como cabría esperar, dado que los hogares de nueva formación tienen características diferentes a los que permanecen. En concreto, aumenta relativamente el número de hogares de uno o dos miembros (del 40,9% al 44,4% de los hogares), frente a los de mayor tamaño, a pesar del repunte sostenido de la natalidad, y ganan importancia relativa los hogares jóvenes (del 14% al 15,3%) y los compuestos por extranjeros (del 3,8% al 5,7%)<sup>6</sup>.

## **Renta y riqueza de los hogares<sup>7</sup>**

### **RENTA**

De acuerdo con la EFF, la renta media de los hogares españoles a finales de 2005 es de 32.400 €, y la renta mediana, de 23.100 € (véase cuadro 1.A)<sup>8</sup>. Los patrones en la distribución de la renta son los esperados. Por grupos de edad, las rentas media y mediana evolucionan según el perfil de ciclo vital, aumentando con la edad, hasta alcanzar su máximo para el grupo de hogares entre 45 y 54 años, y luego disminuyendo para los grupos de mayor edad. La renta también aumenta con el nivel de educación, siendo sustancialmente mayor para los hogares cuyo cabeza de familia posee estudios universitarios que para el resto. Por situación laboral, los hogares en los cuales el cabeza de familia trabaja por cuenta propia son los que tienen rentas más altas.

Si se compara con las cifras de 2002, la renta media real de los hogares ha permanecido prácticamente inalterada, aunque algo por debajo del nivel alcanzado en 2002<sup>9</sup>, mientras que la mediana de la distribución se ha reducido en un 8,5% aproximadamente. Para interpretar estas variaciones, que se refieren a valores ajustados por la evolución de la inflación, hay que tener muy en cuenta la incidencia de los cambios en la estructura de los hogares españoles comentados en la sección anterior. Así, dada la reducción del tamaño medio de los hogares, pese a la evolución descrita de la media y de la mediana, la renta real per cápita se incrementa entre la EFF2002 y la EFF2005<sup>10</sup>. En la misma línea apunta el hecho de que las disminuciones de la mediana hayan sido mayores en los cuatro deciles más bajos de la distribución de la renta, los hogares más jóvenes, los hogares unipersonales y los hogares en los que solo trabaja un miembro. Por otra parte, se producen incrementos en la renta media en otros grupos de hogares; en particular, los hogares en los que el cabeza de familia tiene estudios universitarios, los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 años, los hogares cuyo cabeza de familia es trabajador por cuenta propia y los hogares de dos a cuatro miembros. Finalmente, la renta media también aumenta para los hogares en los deciles más altos de las distribuciones de riqueza y renta. Para este último grupo se produce igualmente un incremento en la renta mediana.

---

4. Los datos de población están tomados del Padrón de Habitantes. 5. En promedio, durante el período 2003-2005 se registraron anualmente 85.000 sentencias civiles de separaciones o divorcios. 6. Estas cifras corresponden a la EFF2002 y a la EFF2005. 7. Como medida de renta del hogar, en este informe se utiliza la renta bruta total del hogar (incluyendo rentas laborales y no laborales de todos sus miembros), es decir, antes de impuestos y cotizaciones, correspondiente a la totalidad del año natural anterior a la encuesta. 8. Esto es, el 50% de los hogares tiene una renta por encima de 23.100 €, y el otro 50%, por debajo. 9. La diferencia en la renta media está dentro de los márgenes de error de la encuesta, medidos por dos veces el error estándar. 10. Es importante señalar también que la evolución de las rentas media y per cápita que resulta de la comparación de la EFF2005 y la EFF2002 es coherente con la que se deriva de la comparación de los datos de Contabilidad Nacional correspondientes a esos años.

**RENTA DE LOS HOGARES**  
Distribución por características de los hogares

CUADRO 1.A

Características de los hogares	% de hogares	EFF 2002		EFF 2005		
		Mediana	Media	% de hogares	Mediana	Media
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	100,0	25,2 (0,5) (a)	33,5 (0,6)	100,0	23,1 (0,5)	32,4 (0,9)
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	20,0	8,7	8,5	20,0	6,9	6,5
Entre 20 y 40	20,0	16,8	16,9	20,0	14,6	14,7
Entre 40 y 60	20,0	25,2	25,4	20,0	23,1	23,1
Entre 60 y 80	20,0	37,1	37,7	20,0	34,2	34,7
Entre 80 y 90	10,0	54,7	55,3	10,0	51,8	52,1
Entre 90 y 100	10,0	85,1	102,3	10,0	85,8	113,1
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)</b>						
Menor de 35 años	14,0	27,0	31,4	15,3	23,2	29,0
Entre 35 y 44 años	22,1	27,8	34,8	21,5	26,6	35,8
Entre 45 y 54 años	19,7	33,0	43,7	20,1	31,0	40,3
Entre 55 y 64 años	16,5	29,5	40,0	16,2	28,4	39,9
Entre 65 y 74 años	17,1	18,9	25,6	16,5	16,0	24,8
Mayor de 74 años	10,5	11,9	16,7	10,4	10,0	15,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	45,7	30,9	39,4	47,4	28,7	37,0
Empleado por cuenta propia	11,4	35,5	47,0	10,6	34,5	51,0
Jubilado	25,4	19,2	26,4	25,5	15,9	24,2
Otro tipo de inactivo o parado	17,5	14,2	19,4	16,5	12,4	19,8
<b>EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Inferior a bachillerato	58,8	20,0	25,6	57,6	17,9	23,1
Bachillerato	26,0	29,5	37,0	25,2	27,8	35,4
Estudios universitarios	15,2	44,1	57,8	17,2	43,1	59,2
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>						
Propiedad	81,9	26,8	35,4	81,3	24,6	34,3
Otros regímenes de tenencia	18,1	20,3	24,9	18,7	17,0	23,8
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>						
Ninguno	28,8	12,5	15,7	29,1	11,1	16,1
Uno	38,4	25,2	32,0	32,5	20,8	27,0
Dos	26,9	39,0	48,3	30,8	34,6	47,7
Tres o más	5,9	50,8	62,1	7,6	43,9	55,6
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR</b>						
Uno	15,2	10,8	14,7	16,6	10,0	13,7
Dos	25,7	19,8	25,6	27,8	19,0	26,1
Tres	24,3	28,7	36,0	23,9	28,6	36,4
Cuatro	24,3	33,8	44,0	24,9	31,8	44,1
Cinco o más	10,6	39,3	50,0	6,8	37,0	46,2
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	25,0	18,5	21,7	25,0	15,4	19,1
Entre 25 y 50	25,0	21,4	26,1	25,0	19,6	25,2
Entre 50 y 75	25,0	27,2	32,4	25,0	24,7	30,9
Entre 75 y 90	15,0	34,4	42,2	15,0	33,8	40,6
Entre 90 y 100	10,0	55,4	70,9	10,0	51,4	74,8

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar *bootstrap* entre paréntesis.

b. Este informe designa un cabeza de familia como forma de organizar consistentemente los datos. Se define como cabeza de familia la persona de referencia designada por el hogar a efectos de responder la encuesta si esta es hombre, o su pareja si la persona de referencia es mujer pero su pareja vive en el hogar.

**RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES**  
**Distribución por características de los hogares**

CUADRO 1.B

Miles de euros del año 2005	EFF 2002		EFF 2005	
Características de los hogares	Mediana	Media	Mediana	Media
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	105,3 (2,7) (a)	169,0 (5,2)	177,0 (6,1)	257,0 (8,4)
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>				
Menor de 20	55,2	80,2	92,6	130,2
Entre 20 y 40	86,3	109,2	117,4	154,9
Entre 40 y 60	95,0	127,3	157,0	192,4
Entre 60 y 80	125,5	176,2	215,7	264,6
Entre 80 y 90	170,1	231,9	265,6	364,8
Entre 90 y 100	285,5	471,2	406,0	718,1
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>				
Menor de 35 años	57,5	92,8	74,2	129,1
Entre 35 y 44 años	98,3	137,6	165,9	205,5
Entre 45 y 54 años	138,2	218,1	226,1	327,1
Entre 55 y 64 años	134,3	240,3	244,0	409,6
Entre 65 y 74 años	110,6	169,0	185,3	242,5
Mayor de 74 años	82,4	132,1	133,9	201,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>				
Empleado por cuenta ajena	101,4	143,4	157,1	210,7
Empleado por cuenta propia	202,4	365,2	364,1	617,3
Jubilado	111,8	171,8	191,2	245,5
Otro tipo de inactivo o parado	66,5	104,2	109,4	177,4
<b>EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA</b>				
Inferior a bachillerato	89,5	128,6	145,7	192,7
Bachillerato	118,6	178,4	181,1	269,3
Estudios universitarios	172,1	308,7	288,7	454,4
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>				
Propiedad	126,5	198,4	211,0	307,6
Otros regímenes de tenencia	1,9	35,7	1,9	36,6
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>				
Ninguno	83,8	132,6	151,5	201,5
Uno	100,4	164,0	157,3	244,1
Dos	126,7	201,7	206,6	308,9
Tres o más	141,0	230,0	204,9	314,1
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR</b>				
Uno	67,2	101,7	115,8	169,4
Dos	99,2	160,8	165,5	234,4
Tres	108,7	184,2	187,6	264,8
Cuatro	128,8	189,3	208,6	317,6
Cinco o más	122,7	203,8	194,0	313,5
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>				
Menor de 25	8,5	13,3	5,5	16,1
Entre 25 y 50	73,5	74,1	119,5	119,2
Entre 50 y 75	138,6	144,0	230,6	232,2
Entre 75 y 90	254,1	260,5	376,6	387,1
Entre 90 y 100	519,4	719,5	750,5	1.068,3

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar *bootstrap* entre paréntesis.

La riqueza neta mediana de las familias es de 177.000 € (véase cuadro 1.B), y la media, de 257.000 €. Por grupos de edad, la riqueza neta responde al perfil de ciclo vital esperado, alcanzando el máximo para los hogares con cabeza de familia entre 55 y 64 años de edad, ligeramente más tarde que la edad a la que se alcanza el máximo de renta. La riqueza, tanto en media como en mediana, crece con la educación y, por situación laboral, es mayor para los hogares cuyo cabeza de familia es empleado por cuenta propia. Asimismo, la riqueza neta aumenta a medida que aumenta la renta, lo cual refleja que las familias de rentas altas obtienen mayores ingresos de su cartera de activos y que tienen mayores posibilidades de ahorro.

Entre 2002 y 2005, la riqueza neta de los hogares ha aumentado de forma sustancial, con un incremento en la mediana incluso mayor que en la media (68%, frente al 52%). Estos aumentos fueron generalizados para todos los tipos de hogar, excepto para los hogares que no son propietarios de su vivienda principal. El mayor incremento en la riqueza, tanto para la media como para la mediana, se produce para el grupo de hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años. Por niveles de renta, la riqueza media aumenta en mayor medida para el 20% de los hogares con menor renta.

### Activos

Un 99% de las familias posee algún tipo de activo, real o financiero (véase la última columna del cuadro 3). Para estas familias, el valor mediano de sus activos es de 204.300 €. Respecto a 2002, el porcentaje de familias que posee algún activo permanece prácticamente inalterado. Sin embargo, el valor mediano de sus activos ha experimentado un aumento considerable (65%).

### ACTIVOS REALES

Los activos reales constituyen en 2005 el 89,1% del valor de los activos totales de los hogares (véase cuadro 2). Esta proporción es similar para distintos niveles de renta y solo es más reducida en el decil más alto. Sin embargo, incluso para estos niveles relativamente más elevados de renta, los activos reales siguen representando una parte elevada del valor de los activos de los hogares (83,4%). Por niveles de riqueza, los activos reales son relativamente menos importantes en los dos extremos de la distribución, aunque superan el 84% en ambos casos.

La vivienda es el activo más importante de las familias, ya que representa el 66,1% del valor de los activos reales para el conjunto de hogares y un 58,9% del valor de los activos totales. A continuación, los dos activos de mayor peso son los constituidos por otras propiedades inmobiliarias, que representa el 23,8% de los activos reales y el 21,2% de los activos totales, y por los negocios relacionados con actividades por cuenta propia de algún miembro del hogar, que suponen el 9,6% de los activos reales y el 8,6% de los activos totales<sup>12, 13</sup>. La vivienda pierde peso relativo, a medida que aumenta la renta, a favor de otras propiedades inmobiliarias y negocios. Para los empleados por cuenta propia, el valor de su negocio representa el 32,2% del valor total de sus activos reales.

Entre 2002 y 2005, el valor de los activos reales como proporción del valor de los activos totales ha aumentado del 87% al 89% para el conjunto de los hogares, y todos los tipos de activos reales han ganado peso respecto al valor del total de los activos. Por ejemplo, la vivienda

**11.** Riqueza neta se define como el valor total de los activos (reales y financieros) menos el importe de las deudas. No se incluye el valor de los automóviles u otros vehículos. **12.** En otras propiedades inmobiliarias se incluyen viviendas, solares y fincas, garajes (excepto cuando forma parte de la vivienda principal), naves industriales, tiendas, locales, oficinas y hoteles. **13.** El valor de los negocios se considera, en algunos casos, un activo real, cuando está relacionado con el trabajo de su dueño, y, en otros casos, un activo financiero a través de la posesión de acciones no cotizadas o participaciones, cuando es una forma de inversión del ahorro.

Características de los hogares	EFF 2002					Pro memoria: activos reales como porcentaje de activos totales
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Total	
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	66,5	23,9	8,9	0,6	100,0	87,0
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	81,2	15,6	3,0	0,2	100,0	91,9
Entre 20 y 40	77,8	17,5	4,4	0,3	100,0	91,0
Entre 40 y 60	73,6	20,2	5,9	0,3	100,0	90,6
Entre 60 y 80	67,5	23,9	8,2	0,4	100,0	89,6
Entre 80 y 90	63,6	26,7	9,1	0,6	100,0	87,8
Entre 90 y 100	51,3	31,4	16,0	1,3	100,0	79,2
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	73,7	14,6	11,3	0,4	100,0	92,0
Entre 35 y 44 años	69,6	18,8	11,2	0,5	100,0	89,8
Entre 45 y 54 años	65,7	23,3	10,2	0,8	100,0	84,4
Entre 55 y 64 años	56,3	31,3	11,7	0,7	100,0	85,2
Entre 65 y 74 años	70,1	26,7	2,5	0,6	100,0	87,5
Mayor de 74 años	73,9	24,6	1,1	0,4	100,0	87,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	76,8	21,1	1,5	0,6	100,0	87,9
Empleado por cuenta propia	41,2	25,8	32,3	0,6	100,0	84,2
Jubilado	69,1	28,4	1,8	0,7	100,0	87,3
Otro tipo de inactivo o parado	77,0	20,4	2,1	0,5	100,0	89,9
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	84,6	11,8	2,3	1,4	100,0	83,5
Entre 25 y 50	90,6	7,3	1,7	0,4	100,0	92,0
Entre 50 y 75	84,0	12,6	3,0	0,3	100,0	91,7
Entre 75 y 90	70,4	23,2	5,8	0,5	100,0	89,6
Entre 90 y 100	44,3	37,6	17,3	0,8	100,0	82,0

FUENTE: Banco de España.

principal, junto con las otras propiedades inmobiliarias, constituye un 80% del valor total de los activos de las familias, frente al 78,7% en 2002. El mayor peso de los activos reales en 2005 respecto a 2002 se observa en todos los grupos, excepto para los hogares cuyo cabeza de familia tiene menos de 35 años, o entre 55 y 64 años, y entre los hogares cuyo cabeza de familia es inactivo (no jubilado) o parado. Sin embargo, por tipos de activo real, las variaciones son más heterogéneas. Por niveles de renta, la vivienda principal pierde peso respecto al 2002 en el valor del total de activos en el caso de los hogares en los dos deciles más altos de la distribución de renta. Para estos hogares aumenta el peso de los negocios por trabajo por cuenta propia en relación con 2002.

Por otra parte, en 2005 el 87,4% de las familias tiene algún tipo de activo real (véase cuadro 3) y, para esos hogares, el valor mediano de sus activos reales es de 210.400 €.

Comparado con 2002, el porcentaje de familias que tiene algún tipo de activo real ha aumentado ligeramente para el conjunto de hogares, pero ha descendido para los hogares de menor renta y para los hogares cuyo cabeza de familia tiene menos de 35 años. Para aquellos hogares que poseen algún activo real, su valor mediano se ha incrementado sensiblemente (un 59,7%).

Características de los hogares	EFF 2005					Pro memoria: activos reales como porcentaje de activos totales
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Total	
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	66,1	23,8	9,6	0,6	100,0	89,1
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	79,5	18,3	1,7	0,4	100,0	92,2
Entre 20 y 40	79,0	16,7	4,0	0,3	100,0	94,2
Entre 40 y 60	76,4	18,7	4,5	0,4	100,0	92,1
Entre 60 y 80	69,9	22,8	6,9	0,4	100,0	90,5
Entre 80 y 90	61,2	25,7	12,6	0,5	100,0	88,4
Entre 90 y 100	47,8	32,1	19,0	1,0	100,0	83,4
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	78,0	15,2	6,4	0,4	100,0	91,1
Entre 35 y 44 años	73,4	19,1	7,1	0,4	100,0	91,6
Entre 45 y 54 años	60,3	23,7	15,4	0,5	100,0	90,6
Entre 55 y 64 años	55,7	29,9	13,5	0,9	100,0	84,5
Entre 65 y 74 años	71,6	25,4	2,4	0,6	100,0	89,8
Mayor de 74 años	73,8	24,4	1,3	0,6	100,0	88,7
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	78,2	19,3	1,9	0,5	100,0	89,8
Empleado por cuenta propia	38,7	28,3	32,2	0,7	100,0	89,2
Jubilado	71,9	26,3	1,3	0,5	100,0	87,7
Otro tipo de inactivo o parado	70,9	24,8	3,6	0,8	100,0	88,9
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	85,5	11,3	2,1	1,1	100,0	87,4
Entre 25 y 50	89,2	9,2	1,2	0,4	100,0	93,5
Entre 50 y 75	86,3	11,3	2,0	0,4	100,0	93,1
Entre 75 y 90	69,7	24,3	5,7	0,3	100,0	90,0
Entre 90 y 100	41,3	37,5	20,3	0,9	100,0	84,9

FUENTE: Banco de España.

#### Vivienda principal

El porcentaje de hogares propietarios de su vivienda principal, que es del 81,3% para el conjunto de hogares, es mayor a medida que aumenta la renta y alcanza su nivel máximo para los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años. Para los hogares que son propietarios de su vivienda principal, el valor mediano de la misma es de 180.300 €, crece a medida que aumenta la renta y es más elevado para los hogares con cabeza de familia entre 45 y 54 años (210.400 €).

Entre 2002 y 2005, el porcentaje de hogares que es propietario de su vivienda principal ha experimentado un ligero descenso para el conjunto de hogares, desde el 81,9% al 81,3%. Esta cifra refleja, fundamentalmente, una reducción en el porcentaje de hogares que son propietarios de su vivienda principal entre los hogares con cabeza de familia menor de 35 años (del 68,3% al 62,1%) y entre los hogares en las dos deciles inferiores de la distribución de la renta (del 74,1% al 70,7%). En los otros grupos se observan pequeñas variaciones, excepto entre los hogares con cabeza de familia entre 45 y 54 años, que registran el aumento mayor (del 83,2% al 84,7%). Para los propietarios de su vivienda principal, el valor mediano de la misma ha aumentado de forma pronunciada (un 68%). Estos aumentos en el valor mediano se han producido para todos los tipos de hogar que son propietarios de su vivienda principal.

**TENENCIA DE ACTIVOS REALES POR PARTE DE LOS HOGARES**  
Por tipo de activo y características de los hogares

CUADRO 3

% y miles de euros del año 2005		EFF 2002				
		Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Algún tipo de activo real
<b>Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>						
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	81,9	30,1	12,4	18,2	87,3	99,4
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	74,1	18,0	4,1	12,0	78,9	97,7
Entre 20 y 40	79,2	23,6	8,7	13,8	83,6	99,7
Entre 40 y 60	80,5	26,3	11,4	16,1	86,7	99,9
Entre 60 y 80	85,3	33,1	15,3	20,2	91,2	99,9
Entre 80 y 90	88,6	42,8	19,7	25,4	94,7	100,0
Entre 90 y 100	92,1	56,3	24,9	32,1	97,6	100,0
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	68,3	16,6	12,8	14,8	73,4	99,3
Entre 35 y 44 años	78,9	26,0	16,6	19,5	85,9	99,3
Entre 45 y 54 años	83,2	36,3	16,5	22,9	90,0	99,3
Entre 55 y 64 años	88,4	40,9	15,9	19,7	93,4	99,4
Entre 65 y 74 años	87,9	32,8	5,3	16,2	91,1	99,6
Mayor de 74 años	84,1	23,8	1,1	11,9	88,1	100,0
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	79,7	27,2	3,6	19,2	85,2	99,6
Empleado por cuenta propia	87,0	47,9	78,5	22,4	97,0	100,0
Jubilado	87,5	33,6	4,9	14,8	91,4	99,7
Otro tipo de inactivo o parado	76,4	21,0	3,3	17,6	80,5	98,4
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	38,6	7,1	3,5	12,1	50,6	97,8
Entre 25 y 50	94,7	18,4	6,1	17,1	98,7	100,0
Entre 50 y 75	97,3	31,8	12,8	17,2	99,9	100,0
Entre 75 y 90	97,4	53,7	20,6	21,6	100,0	100,0
Entre 90 y 100	96,3	77,0	36,7	33,4	100,0	100,0
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>						
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	107,4	72,6	36,6	1,5	131,8	123,6
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	66,6	36,3	19,2	0,7	75,9	65,2
Entre 20 y 40	96,6	52,7	24,1	1,2	106,7	100,4
Entre 40 y 60	102,7	62,9	27,6	1,3	119,0	113,8
Entre 60 y 80	124,0	81,7	35,3	1,6	145,6	147,9
Entre 80 y 90	137,2	94,3	47,4	2,3	175,4	190,7
Entre 90 y 100	186,1	134,2	65,9	6,6	266,7	310,9
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	114,4	82,8	47,0	1,3	123,5	100,7
Entre 35 y 44 años	115,5	65,9	38,2	1,3	131,8	127,3
Entre 45 y 54 años	130,0	79,5	45,5	2,1	153,3	151,0
Entre 55 y 64 años	107,9	99,0	26,1	2,0	133,1	142,6
Entre 65 y 74 años	98,8	62,8	32,9	2,1	114,1	113,4
Mayor de 74 años	79,1	40,8	39,5	1,1	87,7	84,1
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	120,1	78,2	22,3	1,6	131,8	127,5
Empleado por cuenta propia	131,8	102,8	45,3	1,6	204,5	226,8
Jubilado	98,8	65,9	26,8	2,0	115,2	114,3
Otro tipo de inactivo o parado	79,2	54,3	28,4	1,0	89,6	77,5
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	33,9	22,6	8,2	0,9	33,0	14,0
Entre 25 y 50	77,7	24,3	14,1	0,9	79,2	86,6
Entre 50 y 75	131,8	47,9	21,7	1,6	134,8	150,7
Entre 75 y 90	183,5	99,0	54,2	3,0	241,9	269,9
Entre 90 y 100	263,5	229,3	137,8	6,4	473,8	546,7

FUENTE: Banco de España.

**TENENCIA DE ACTIVOS REALES POR PARTE DE LOS HOGARES (cont.)**  
Por tipo de activo y características de los hogares

CUADRO 3 (cont.)

	% y miles de euros del año 2005					
	EFF 2005					
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Algún tipo de activo real	Algún tipo de activo
<b>Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>						
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	81,3	34,5	11,1	19,3	87,4	99,1
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	70,7	21,5	2,6	13,6	77,0	98,1
Entre 20 y 40	78,6	26,9	7,5	16,7	85,0	98,6
Entre 40 y 60	81,0	32,3	9,3	17,4	87,2	99,0
Entre 60 y 80	85,8	41,0	14,7	18,8	91,7	99,8
Entre 80 y 90	87,8	42,5	17,1	26,2	94,4	99,8
Entre 90 y 100	92,9	58,5	25,5	34,0	97,7	100,0
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	62,1	17,0	9,1	17,2	72,2	98,1
Entre 35 y 44 años	79,4	27,5	11,8	18,0	85,7	98,9
Entre 45 y 54 años	84,7	42,3	20,3	22,9	91,5	99,0
Entre 55 y 64 años	89,2	49,5	13,9	21,6	94,1	99,7
Entre 65 y 74 años	88,4	39,0	4,4	20,7	92,2	99,5
Mayor de 74 años	83,7	28,6	1,2	12,6	87,4	99,1
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	80,1	30,2	3,0	19,6	85,8	99,1
Empleado por cuenta propia	85,8	53,4	76,6	25,0	97,1	100,0
Jubilado	87,9	38,9	3,5	18,9	91,4	99,5
Otro tipo de inactivo o parado	71,9	27,6	4,0	15,7	79,5	97,7
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	35,2	12,3	3,4	13,0	50,1	96,3
Entre 25 y 50	94,6	25,1	4,2	18,9	99,4	100,0
Entre 50 y 75	97,5	31,3	9,5	17,8	100,0	100,0
Entre 75 y 90	98,3	58,8	20,6	20,9	99,9	100,0
Entre 90 y 100	97,3	84,3	37,3	37,7	100,0	100,0
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>						
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	180,3	103,1	60,5	2,7	210,4	204,3
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	120,2	60,5	38,3	1,5	125,7	99,8
Entre 20 y 40	146,6	61,2	50,0	1,2	160,7	146,0
Entre 40 y 60	180,3	70,6	50,6	1,4	201,3	195,3
Entre 60 y 80	210,4	105,7	51,4	2,9	240,4	245,8
Entre 80 y 90	233,8	153,8	84,0	3,0	286,0	311,1
Entre 90 y 100	279,6	214,2	108,1	6,5	391,8	452,8
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	180,3	67,4	55,8	1,8	180,3	145,1
Entre 35 y 44 años	192,2	104,6	42,0	1,8	218,3	212,4
Entre 45 y 54 años	210,4	107,7	114,2	3,0	241,8	249,5
Entre 55 y 64 años	181,5	141,5	50,4	3,0	244,2	254,1
Entre 65 y 74 años	156,0	77,0	38,0	2,5	180,7	189,3
Mayor de 74 años	125,1	90,2	11,4	1,8	150,2	135,8
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	198,3	89,1	29,7	3,0	211,2	205,4
Empleado por cuenta propia	210,4	180,3	82,4	3,0	375,5	404,7
Jubilado	168,3	91,6	19,2	2,0	193,2	197,3
Otro tipo de inactivo o parado	134,1	72,7	43,8	2,3	150,6	121,5
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	59,7	16,7	11,8	1,4	48,1	12,1
Entre 25 y 50	120,2	40,9	36,3	1,2	132,2	144,2
Entre 50 y 75	210,4	65,5	26,4	2,4	240,2	245,4
Entre 75 y 90	270,5	143,0	89,5	3,0	360,6	402,1
Entre 90 y 100	360,6	300,5	212,2	7,2	684,0	783,5

FUENTE: Banco de España.

#### Otras propiedades inmobiliarias

El 34,5% de los hogares es propietario de activos inmobiliarios que no son su vivienda principal. Más concretamente, un 21% posee una vivienda que no es su vivienda principal, seguido, por orden de importancia, de un 9,6% que posee solares y fincas. Estas proporciones aumentan con la renta, pero incluso en la parte inferior de la distribución de la renta se observa un porcentaje considerable de hogares que posee activos inmobiliarios distintos de su vivienda principal (un 21,5%). Por edad, el mayor porcentaje de hogares en posesión de otras propiedades inmobiliarias se observa entre los hogares cuya cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años. El valor mediano de estas propiedades es de 103.100 € y aumenta con la renta y la riqueza. Por edad, el valor mediano máximo se produce en el grupo de entre 55 y 64 años.

Respecto a 2002, el porcentaje de hogares que es propietario de otras propiedades inmobiliarias ha aumentado prácticamente para todos los grupos. Asimismo, el valor mediano de estas propiedades también se ha incrementado para todos los tipos de hogar, excepto para aquellos cuyo cabeza de familia es menor de 35 años y para hogares pertenecientes al cuartil inferior de la distribución de riqueza. El incremento en el valor mediano para el conjunto de hogares que poseen otras propiedades inmobiliarias ha sido del 42%.

#### Negocios por trabajo por cuenta propia

Un 11% de hogares tiene activos en negocios relacionados con actividades por cuenta propia de algún miembro del hogar. Esta cifra aumenta con la renta y la riqueza, y es mayor para el grupo de hogares cuya cabeza de familia tiene entre 45 y 54 años. El valor mediano de estos negocios es de 60.500 € y aumenta, asimismo, con la renta y la riqueza<sup>14</sup>.

La proporción de hogares que tiene estos negocios es algo inferior en 2005 respecto a 2002. Los únicos grupos de hogares que han visto aumentar dicha proporción son aquellos cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 54 años, los pertenecientes al último decil de la distribución de la renta, así como los de mayor riqueza. El aumento en el valor mediano durante el período 2002-2005 ha sido apreciable en conjunto (un 65,5%). El mayor incremento en este valor mediano se ha producido en el grupo de hogares con cabeza de familia de edad comprendida entre 45 y 54 años.

#### ACTIVOS FINANCIEROS

Para el conjunto de hogares, las cuentas bancarias constituyen casi el 42% del valor de los activos financieros, seguidas, por orden de importancia, de los planes de pensiones (20%), los fondos de inversión (13,6%), las acciones cotizadas (11,1%), las acciones no cotizadas y participaciones (8,4%) y los valores de renta fija (1,7%) (véase cuadro 4). Por niveles de renta y riqueza, la composición de la cartera tiende a ser similar, excepto en los hogares pertenecientes al decil más alto de estas distribuciones, que tienen un mayor porcentaje de sus activos en acciones y en fondos de inversión.

Respecto a 2002, han ganado peso relativo en la cartera de activos financieros del conjunto de los hogares principalmente los fondos de inversión y los planes de pensiones, y lo han perdido las acciones (cotizadas y no cotizadas).

Por otra parte, en 2005 el 96,5% de los hogares tiene algún tipo de activo financiero (véase cuadro 5), aunque esta cifra se reduce considerablemente cuando se excluyen las cuentas bancarias. Este porcentaje aumenta ligeramente con el nivel de renta. El valor mediano de estos activos financieros es de 6.000 €.

En comparación con 2002, el porcentaje de hogares con algún activo financiero es algo inferior y la reducción en este porcentaje es mayor en la mitad inferior de las distribuciones de renta y

---

14. En el valor de los negocios se incluye el valor de los terrenos y edificios del negocio, siempre y cuando estos no hayan sido incluidos por el hogar como parte de sus propiedades inmobiliarias.

riqueza. Para los hogares con algún tipo de activo financiero, el valor mediano de estos activos ha aumentado un 24%. El aumento en el valor mediano de estos activos se ha producido en todos los grupos de hogares, excepto para los más jóvenes y para los jubilados. El aumento más acusado se ha producido para los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años.

#### Cuentas bancarias

El 92,3% de las familias dispone de algún tipo de cuenta bancaria para realizar pagos. Este porcentaje se mantiene siempre por encima del 88% para todos los tipos de hogares. El saldo mediano en este tipo de cuentas es de 3.000 € y aumenta con la renta, la riqueza y, por situación laboral, para los hogares con cabeza de familia trabajador por cuenta propia.

La proporción de hogares con cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, incluidas las cuentas vivienda, es del 18,5%. Este porcentaje aumenta con la renta y la riqueza. El saldo mediano en este caso es de 12.000 €.

Entre 2002 y 2005 se ha producido un traspaso entre estos dos tipos de cuentas por parte de los hogares. Ha disminuido la proporción de hogares que tiene cuentas para pagos, a la par que ha aumentado la fracción de hogares con cuentas no utilizables para realizar pagos. En este sentido, también se ha producido una disminución en el saldo mediano de las cuentas no utilizables para realizar pagos.

#### Acciones cotizadas en bolsa y fondos de inversión<sup>15</sup>

El porcentaje de hogares que posee de manera directa acciones cotizadas en bolsa es del 11,4%. Esta cifra aumenta con la renta y la riqueza neta, y el aumento es mayor al pasar a los tramos superiores de renta y riqueza. Por nivel de renta, el 4,3% de los hogares en los dos deciles inferiores de la distribución tiene este tipo de activo, y dicha proporción llega al 35,7% para el decil superior. Los hogares donde el cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años de edad son los más proclives a poseer acciones cotizadas (18,4%).

Para los hogares que invierten en acciones cotizadas, el valor mediano invertido es de 6.000 €. Los valores medianos no varían significativamente según la renta y la riqueza, excepto para el grupo de hogares en el decil superior de las distribuciones de renta y de riqueza. Por edad, el valor mediano para el grupo de hogares entre 55 y 64 años es sensiblemente mayor.

El perfil de hogares que tienen fondos de inversión —un 8,7% en el total de hogares— es similar al de los hogares que invierten en acciones cotizadas, pero los porcentajes de familias que poseen dichos fondos son menores para todos los tipos de hogar. Por el contrario, la inversión mediana en estos fondos (18.000 €) es más elevada que en el caso de las acciones cotizadas para todos los grupos de hogares. La variación por grupos en la tenencia mediana en estos activos es similar a la de la tenencia mediana en acciones cotizadas.

Desde 2002, ha aumentado la proporción de hogares que invierten en ambos tipos de activos, aunque el aumento ha sido mayor para los fondos de inversión. Los grupos que han aumentado más claramente su participación han sido los hogares en los tramos superiores de las distribuciones de renta y riqueza, y aquellos cuyo cabeza de familia tiene entre 55 y 64 años de edad. Por el contrario, mientras que, para el conjunto de los hogares, la inversión mediana ha aumentado de forma clara para los fondos de inversión, en el caso de las acciones cotizadas ha disminuido ligeramente. La variación desde 2002 en la inversión mediana en ambos activos ha sido heterogénea para los distintos tipos de hogar. Se registran, sin embargo, aumentos en la inversión mediana para grupos en los que ha aumentado en mayor medida su

---

**15.** Los fondos de inversión incluyen fondos en activos del mercado monetario, fondos de inversión mobiliarios, fondos de inversión inmobiliarios y otras instituciones de inversión colectiva de valores mobiliarios.

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES**  
Por tipo de activo y características de los hogares

Características de los hogares	EFF 2002				
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	21,0	18,4	14,3	9,6	2,2
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 40	37,1	29,4	4,9	7,4	3,7
Entre 40 y 60	32,4	24,4	4,9	7,5	2,5
Entre 60 y 80	27,4	24,0	9,0	9,8	3,8
Entre 80 y 90	22,6	19,3	11,7	11,1	2,2
Entre 90 y 100	10,0	11,0	22,7	10,4	0,9
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 50	48,4	23,9	3,5	4,1	1,6
Entre 50 y 75	37,5	21,8	5,9	7,7	2,2
Entre 75 y 90	26,2	25,2	5,9	10,3	4,9
Entre 90 y 100	9,7	14,3	21,4	11,1	1,4

FUENTE: Banco de España.

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES (cont.)**  
Por tipo de activo y características de los hogares

Características de los hogares	EFF 2005				
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	26,8	14,8	11,1	13,6	1,7
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 40	39,1	21,0	6,7	13,3	1,7
Entre 40 y 60	37,2	19,0	8,7	9,2	3,2
Entre 60 y 80	35,4	23,1	6,5	8,4	1,9
Entre 80 y 90	24,2	13,1	8,7	10,7	2,1
Entre 90 y 100	17,3	8,7	16,0	18,2	1,0
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 50	51,6	16,4	3,2	6,0	0,9
Entre 50 y 75	38,9	22,0	4,7	8,3	1,5
Entre 75 y 90	27,6	19,2	6,8	12,2	1,9
Entre 90 y 100	18,1	11,0	16,0	17,0	1,8

FUENTE: Banco de España.

participación. En concreto, este incremento tanto en la participación como en la inversión mediana en ambos tipos de activos se ha producido en los deciles superiores de las distribuciones de renta y riqueza, para los trabajadores por cuenta propia y para los hogares con cabeza de familia de entre 55 y 64 años.

Acciones no cotizadas en bolsa y participaciones

El 2,1% de los hogares posee acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades. Dicho porcentaje es mayor en el decil superior de renta (8,9%) y de riqueza neta (7,9%), y se concentra en los empleados por cuenta propia. El valor mediano invertido es de 17.000 € para el conjunto de los hogares que poseen este tipo

EFF 2002					
Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Total	Pro memoria: activos financieros como porcentaje de activos totales	Características de los hogares
16,8	12,4	5,3	100,0	13,0	TODOS LOS HOGARES
11,8	3,7	2,0	100,0	8,6	PERCENTIL DE RENTA
14,5	8,3	5,5	100,0	9,4	Menor de 40
18,7	4,6	2,8	100,0	10,4	Entre 40 y 60
20,7	8,4	4,1	100,0	12,2	Entre 60 y 80
17,1	20,3	7,6	100,0	20,8	Entre 80 y 90
					Entre 90 y 100
12,1	1,6	4,8	100,0	9,8	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
20,4	1,1	3,4	100,0	8,3	Menor de 50
22,6	2,7	2,4	100,0	10,4	Entre 50 y 75
15,0	20,4	6,8	100,0	18,0	Entre 75 y 90
					Entre 90 y 100

CUADRO 4 (cont.)

EFF 2005					
Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Total	Pro memoria: activos financieros como porcentaje de activos totales	Características de los hogares
20,0	8,4	3,7	100,0	10,9	TODOS LOS HOGARES
14,5	1,8	1,9	100,0	6,7	PERCENTIL DE RENTA
17,1	2,9	2,7	100,0	7,9	Menor de 40
18,4	2,1	4,2	100,0	9,5	Entre 40 y 60
33,6	4,0	3,6	100,0	11,6	Entre 60 y 80
18,2	16,4	4,2	100,0	16,6	Entre 80 y 90
					Entre 90 y 100
15,2	0,8	5,9	100,0	7,7	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
20,7	1,8	2,1	100,0	6,9	Menor de 50
25,9	3,5	2,9	100,0	10,0	Entre 50 y 75
18,6	13,6	3,9	100,0	15,1	Entre 75 y 90
					Entre 90 y 100

de activos. Para los deciles superiores de las distribuciones de renta y riqueza, la inversión mediana en este tipo de activo es más elevada que en el resto de activos financieros.

En conjunto, el porcentaje de hogares que invierte en acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades se sitúa ligeramente por debajo de su nivel en 2002, habiendo aumentado su participación los hogares en la parte superior de la distribución de la renta y aquellos cuyo cabeza de familia está empleado por cuenta propia. Por su parte, la inversión mediana ha aumentado para el conjunto de hogares.

**TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES**  
**Por tipo de activo y características de los hogares**

Características de los hogares	EFF 2002				
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija
	<b>Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>				
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	97,8	16,6	10,8	7,2	1,9
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	94,6	11,6	3,3	2,6	1,0
Entre 20 y 40	97,4	14,0	5,1	2,8	1,1
Entre 40 y 60	98,6	15,4	8,2	5,6	2,0
Entre 60 y 80	98,9	17,4	11,1	8,7	2,1
Entre 80 y 90	99,2	22,3	19,1	12,6	3,0
Entre 90 y 100	99,4	26,9	33,4	20,3	3,5
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	97,5	14,8	7,2	5,6	0,8
Entre 35 y 44 años	97,3	14,5	10,4	7,1	1,8
Entre 45 y 54 años	97,7	16,6	14,6	9,3	2,3
Entre 55 y 64 años	97,9	17,2	13,1	8,8	1,7
Entre 65 y 74 años	98,3	19,5	9,6	6,6	2,0
Mayor de 74 años	98,2	17,7	7,6	4,3	2,9
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	98,1	16,1	12,3	7,8	1,9
Empleado por cuenta propia	97,5	17,6	13,9	9,3	1,3
Jubilado	98,6	20,3	10,7	7,1	2,7
Otro tipo de inactivo o parado	95,9	12,1	4,8	4,4	1,0
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	95,4	10,0	2,2	1,6	0,3
Entre 25 y 50	98,0	12,7	4,4	2,7	1,0
Entre 50 y 75	98,6	16,3	10,0	7,4	1,8
Entre 75 y 90	99,1	23,7	19,1	12,7	4,3
Entre 90 y 100	99,1	33,0	37,7	24,1	4,5
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>					
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	2,0	13,2	6,2	13,2	14,0
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	1,1	9,9	6,6	19,8	9,6
Entre 20 y 40	1,4	13,6	6,4	15,7	21,5
Entre 40 y 60	1,9	12,3	3,8	10,6	13,2
Entre 60 y 80	2,4	13,2	4,8	12,7	24,2
Entre 80 y 90	3,3	13,2	6,7	13,2	13,9
Entre 90 y 100	5,1	18,4	9,6	17,1	10,5
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	1,6	9,6	1,8	6,6	*
Entre 35 y 44 años	1,7	9,9	3,3	7,9	6,6
Entre 45 y 54 años	2,0	13,2	6,6	17,8	19,8
Entre 55 y 64 años	2,4	13,6	8,1	14,3	13,4
Entre 65 y 74 años	2,2	19,1	9,6	20,5	18,1
Mayor de 74 años	2,1	13,7	12,0	18,0	17,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	2,0	12,5	5,1	11,9	11,9
Empleado por cuenta propia	2,9	16,0	4,1	22,9	13,2
Jubilado	2,8	15,2	7,6	19,8	17,0
Otro tipo de inactivo o parado	1,1	15,5	11,6	13,2	19,8
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	1,0	9,3	5,5	7,4	*
Entre 25 y 50	1,6	9,0	2,0	6,5	*
Entre 50 y 75	2,4	13,2	4,4	9,6	13,2
Entre 75 y 90	3,3	17,3	4,9	16,8	19,8
Entre 90 y 100	6,2	32,0	13,2	32,3	20,5

FUENTE: Banco de España.

\* Menos de once observaciones.

EFF 2002				
Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Algún tipo de activo financiero	Características de los hogares
<b>Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>				
24,1	2,2	4,5	98,6	TODOS LOS HOGARES
4,9	0,5	3,4	95,7	PERCENTIL DE RENTA
16,2	1,3	2,2	98,3	Menor de 20
22,6	1,9	4,7	99,3	Entre 20 y 40
29,8	2,7	3,9	99,6	Entre 40 y 60
37,6	2,9	5,0	99,8	Entre 60 y 80
56,4	6,8	11,4	100,0	Entre 80 y 90
				Entre 90 y 100
19,8	1,8	4,7	98,4	EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
32,0	3,4	6,7	98,5	Menor de 35 años
38,8	2,7	6,9	98,1	Entre 35 y 44 años
32,0	2,8	3,6	98,5	Entre 45 y 54 años
6,3	1,1	1,6	98,8	Entre 55 y 64 años
2,4	0,5	1,1	99,3	Entre 65 y 74 años
				Mayor de 74 años
33,6	1,8	3,6	99,0	SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
42,9	9,3	14,8	98,7	Empleado por cuenta ajena
8,6	1,1	1,8	99,1	Empleado por cuenta propia
9,7	0,5	3,9	96,7	Jubilado
				Otro tipo de inactivo o parado
7,8	0,2	3,5	96,5	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
17,3	1,4	3,5	98,7	Menor de 25
27,3	1,5	3,4	99,3	Entre 25 y 50
38,1	2,9	4,1	99,6	Entre 50 y 75
52,4	10,4	12,7	99,8	Entre 75 y 90
				Entre 90 y 100
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>				
6,9	15,3	5,7	4,8	TODOS LOS HOGARES
5,8	*	2,7	1,5	PERCENTIL DE RENTA
4,8	8,6	2,1	2,7	Menor de 20
4,2	24,4	4,3	3,9	Entre 20 y 40
5,9	12,3	7,9	6,4	Entre 40 y 60
9,9	21,2	9,2	12,0	Entre 60 y 80
13,9	42,1	19,1	27,3	Entre 80 y 90
				Entre 90 y 100
2,7	13,2	4,6	3,1	EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
4,8	12,0	6,3	4,2	Menor de 35 años
8,6	14,3	6,2	6,7	Entre 35 y 44 años
14,3	34,4	11,6	6,6	Entre 45 y 54 años
11,6	44,7	3,3	4,8	Entre 55 y 64 años
9,7	15,0	3,7	3,6	Entre 65 y 74 años
				Mayor de 74 años
6,5	11,5	2,8	4,8	SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
7,2	21,5	15,2	11,5	Empleado por cuenta ajena
13,5	16,5	3,3	6,1	Empleado por cuenta propia
4,5	23,3	3,4	1,6	Jubilado
				Otro tipo de inactivo o parado
3,4	*	1,3	1,3	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
3,3	*	3,3	3,0	Menor de 25
5,3	5,1	3,1	6,5	Entre 25 y 50
9,7	15,3	6,6	13,7	Entre 50 y 75
19,1	67,8	18,5	52,2	Entre 75 y 90
				Entre 90 y 100

TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES (cont.)

Por tipo de activo y características de los hogares

Características de los hogares	EFF 2005				
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija
	Porcentaje de hogares que poseen el activo				
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	92,3	18,5	11,4	8,7	1,5
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	86,4	12,7	4,3	4,0	0,5
Entre 20 y 40	90,2	13,6	4,8	4,0	0,8
Entre 40 y 60	92,9	15,7	7,0	5,2	1,2
Entre 60 y 80	95,6	22,5	11,4	10,2	1,8
Entre 80 y 90	95,8	27,1	23,2	14,1	3,2
Entre 90 y 100	97,6	28,4	35,7	26,4	2,9
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	92,4	13,1	6,5	5,0	1,2
Entre 35 y 44 años	93,3	17,5	9,6	9,2	1,3
Entre 45 y 54 años	93,2	19,4	14,6	10,7	1,1
Entre 55 y 64 años	94,0	21,3	18,4	11,2	2,3
Entre 65 y 74 años	91,0	19,9	10,3	7,5	1,6
Mayor de 74 años	88,1	19,8	7,1	7,5	1,5
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	93,9	16,9	12,2	10,0	0,6
Empleado por cuenta propia	94,3	23,4	16,5	10,0	3,1
Jubilado	90,4	22,5	11,1	7,9	2,0
Otro tipo de inactivo o parado	89,5	13,6	6,4	5,7	2,0
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	89,4	9,8	2,0	2,5	0,1
Entre 25 y 50	91,3	12,9	5,1	4,2	1,3
Entre 50 y 75	93,2	20,6	10,2	8,4	0,9
Entre 75 y 90	94,9	28,9	17,6	13,8	2,1
Entre 90 y 100	96,1	33,0	44,2	29,0	6,0
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>					
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	3,0	12,0	6,0	18,0	24,0
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	1,2	10,1	6,0	17,6	*
Entre 20 y 40	1,9	8,4	6,4	11,4	25,2
Entre 40 y 60	2,9	9,9	5,4	17,8	33,8
Entre 60 y 80	3,7	12,5	5,0	12,7	6,0
Entre 80 y 90	5,1	13,3	5,7	20,0	29,2
Entre 90 y 100	7,6	17,8	13,6	30,0	25,3
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	2,0	6,2	4,5	9,7	*
Entre 35 y 44 años	3,0	9,5	3,9	12,0	18,0
Entre 45 y 54 años	3,1	12,0	6,0	16,4	6,0
Entre 55 y 64 años	3,0	16,3	12,0	28,6	30,0
Entre 65 y 74 años	3,0	14,6	8,9	22,4	35,6
Mayor de 74 años	2,2	16,2	7,9	23,0	30,1
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	3,0	9,9	6,0	13,6	24,0
Empleado por cuenta propia	5,2	12,4	9,4	24,0	18,0
Jubilado	3,0	14,8	7,6	22,2	31,0
Otro tipo de inactivo o parado	1,7	13,6	6,0	21,2	13,2
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	1,1	3,1	1,5	6,5	*
Entre 25 y 50	2,4	6,0	3,2	6,6	*
Entre 50 y 75	3,1	12,0	3,7	11,6	28,8
Entre 75 y 90	5,7	16,5	6,0	18,2	26,2
Entre 90 y 100	10,6	25,0	16,0	40,0	30,0

FUENTE: Banco de España.

\* Menos de once observaciones.

EFF 2005				
Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Algún tipo de activo financiero	Características de los hogares
<b>Porcentaje de hogares que poseen el activo</b>				
29,3	2,1	4,3	96,5	TODOS LOS HOGARES
9,4	0,3	2,7	93,0	PERCENTIL DE RENTA
12,5	0,7	3,4	95,1	Menor de 20
27,0	1,4	4,1	97,1	Entre 20 y 40
39,1	1,7	5,1	97,8	Entre 40 y 60
51,5	4,2	5,0	99,3	Entre 60 y 80
64,1	8,9	7,1	99,9	Entre 80 y 90
				Entre 90 y 100
22,1	2,2	4,3	96,7	EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
37,7	2,8	5,5	97,3	Menor de 35 años
44,6	2,7	6,0	96,1	Entre 35 y 44 años
43,5	2,1	4,6	97,5	Entre 45 y 54 años
9,1	1,4	1,9	97,1	Entre 55 y 64 años
2,4	0,8	1,5	94,6	Entre 65 y 74 años
				Mayor de 74 años
39,1	1,4	3,7	97,0	SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
54,9	10,4	13,8	98,4	Empleado por cuenta ajena
11,6	1,0	2,2	96,6	Empleado por cuenta propia
11,8	0,6	3,1	94,0	Jubilado
				Otro tipo de inactivo o parado
12,5	0,2	4,2	93,1	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
22,2	1,2	3,0	96,5	Menor de 25
31,0	1,7	3,9	97,6	Entre 25 y 50
42,8	3,8	4,6	98,4	Entre 50 y 75
64,0	7,9	8,0	99,9	Entre 75 y 90
				Entre 90 y 100
<b>Mediana del valor del activo para los hogares que poseen dicho activo</b>				
6,3	17,0	5,9	6,0	TODOS LOS HOGARES
4,0	*	4,0	1,9	PERCENTIL DE RENTA
3,6	3,6	2,7	3,0	Menor de 20
4,2	4,4	4,1	5,1	Entre 20 y 40
5,9	15,5	6,0	8,7	Entre 40 y 60
8,5	7,5	9,6	18,3	Entre 60 y 80
15,9	37,7	20,1	46,2	Entre 80 y 90
				Entre 90 y 100
3,0	8,0	4,9	3,0	EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
4,5	18,6	3,0	6,0	Menor de 35 años
6,8	13,2	7,8	9,2	Entre 35 y 44 años
16,9	29,2	18,0	12,3	Entre 45 y 54 años
10,6	4,2	6,0	4,9	Entre 55 y 64 años
12,2	37,2	2,6	4,8	Entre 65 y 74 años
				Mayor de 74 años
6,0	8,0	3,5	6,1	SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
10,0	30,5	12,0	17,2	Empleado por cuenta ajena
11,9	4,4	6,0	6,0	Empleado por cuenta propia
5,5	10,4	3,2	2,2	Jubilado
				Otro tipo de inactivo o parado
1,8	*	2,4	1,6	PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
3,5	8,0	5,0	3,9	Menor de 25
5,1	10,9	4,8	7,4	Entre 25 y 50
12,0	11,9	12,0	21,8	Entre 50 y 75
21,8	43,1	17,3	65,8	Entre 75 y 90
				Entre 90 y 100

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LA DEUDA DE LOS HOGARES**  
Por objetivo de la deuda y características de los hogares

CUADRO 6

Características de los hogares	EFF 2002				
	Compra de la vivienda principal	Compra de otras propiedades inmobiliarias	Otras deudas pendientes (ptmos. gtía. real, créd. pers. y otras deudas)	Total	Pro memoria: deuda como porcentaje de activos totales
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	56,4	23,6	20,0	100,0	8,6
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 40	70,3	10,2	19,5	100,0	6,2
Entre 40 y 60	64,0	12,3	23,7	100,0	10,6
Entre 60 y 80	60,0	22,6	17,3	100,0	10,1
Entre 80 y 90	50,9	29,3	19,8	100,0	9,7
Entre 90 y 100	42,1	37,7	20,1	100,0	7,7
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 50	69,4	9,9	20,6	100,0	24,3
Entre 50 y 75	63,1	14,5	22,4	100,0	8,6
Entre 75 y 90	43,7	35,2	21,1	100,0	5,6
Entre 90 y 100	30,0	55,1	15,0	100,0	4,2

FUENTE: Banco de España.

Valores de renta fija

Un 1,5% de los hogares invierte en valores de renta fija. Esta proporción aumenta con la renta y la riqueza neta, sin superar en ningún caso el 6%. Por situación laboral, la tenencia de este activo es mayor entre los empleados por cuenta propia y, por edad, entre los que tienen entre 55 y 64 años. La tenencia mediana en valores de renta fija es de 24.000 €, sin una clara variación por nivel de renta o de riqueza.

Respecto al 2002, los hogares son menos proclives a poseer de forma directa valores de renta fija, pero la inversión mediana en este activo ha aumentado de forma importante para el conjunto de hogares, si bien la variación ha sido heterogénea. Se ha producido un aumento tanto en la participación como en el valor mediano invertido en este tipo de activo para los hogares con cabeza de familia entre 55 y 64 años, para aquellos en los que el cabeza de familia está empleado por cuenta propia y para los hogares del decil superior de la distribución de riqueza.

Planes de pensiones y seguros de vida<sup>16</sup>

El 29,3% de los hogares posee algún plan de pensiones (o seguro de vida de inversión o mixto). Este porcentaje crece con la renta y la riqueza. Por grupos de edad, la tenencia es mayor para los hogares con cabeza de familia de entre 45 y 54 años, y, por situación laboral, para los trabajadores por cuenta propia. El valor mediano de los planes de pensiones es de 6.300 € para el conjunto de los hogares que posee algún plan. Este valor crece con la renta y la riqueza, y es mayor para los hogares de entre 55 y 64 años.

Así, la proporción de hogares que tiene algún plan de pensiones, que era del 24,1% en 2002, ha aumentado significativamente. El crecimiento en este porcentaje ha sido mayor en la mitad superior de la distribución de la renta y en el decil superior de la distribución de riqueza. Por edades, ha sido mayor para el grupo de entre 55 y 64 años, y, por situación laboral, para los empleados por cuenta propia. En conjunto, la cantidad mediana invertida en planes de pensiones se ha reducido. Sin embargo, dicha cantidad mediana ha aumentado para alguno de

**16.** En los planes de pensiones no se incluyen los derechos a pensiones de la Seguridad Social. Por otra parte, los seguros de vida considerados son los seguros de inversión o mixtos, pero no los de cobertura de riesgo de muerte.

Características de los hogares	EFF 2005					Pro memoria: deuda como porcentaje de activos totales
	Compra de la vivienda principal	Compra de otras propiedades inmobiliarias	Otras deudas pendientes (ptmos. gtía. real, crédt. pers., tarj. cdt. y otras deudas)	Total		
TODOS LOS HOGARES	56,8	23,9	19,2	100,0		9,3
PERCENTIL DE RENTA						
Menor de 40	66,2	15,4	18,4	100,0		6,4
Entre 40 y 60	68,1	11,2	20,7	100,0		11,5
Entre 60 y 80	57,2	23,4	19,4	100,0		11,6
Entre 80 y 90	55,7	25,1	19,1	100,0		11,1
Entre 90 y 100	41,8	39,7	18,5	100,0		7,8
PERCENTIL DE RIQUEZA NETA						
Menor de 50	70,8	9,3	19,9	100,0		26,5
Entre 50 y 75	61,1	20,3	18,5	100,0		8,8
Entre 75 y 90	41,2	39,7	19,2	100,0		6,2
Entre 90 y 100	29,4	52,1	18,5	100,0		4,4

FUENTE: Banco de España.

los grupos que han ampliado su participación. En concreto, se ha incrementado para los hogares en el decil superior de la distribución de la renta y en el cuartil superior de la distribución de la riqueza. La disminución en el valor mediano invertido ha sido mayor en la parte inferior de las distribuciones de renta y riqueza.

#### Otros activos financieros

En esta categoría se incluyen los créditos pendientes a favor de los hogares. La tenencia de estos es más frecuente en los grupos de renta y riqueza elevadas, y, por situación laboral, para los empleados por cuenta propia. La cantidad mediana de estos préstamos sigue un patrón similar.

Entre 2002 y 2005 no se han registrado cambios relevantes en esta situación.

#### **Deudas<sup>17</sup>**

La deuda de los hogares representa el 9,3% del valor total de sus activos (véase cuadro 6). La cantidad pendiente por el pago por adquisición de la vivienda principal constituye el 56,8% de la deuda de los hogares mientras que la deuda pendiente por la compra de otras propiedades inmobiliarias representa el 23,9% de la misma.

El incremento de la deuda ha sido mayor que el aumento de los activos y, por tanto, el porcentaje que la deuda representa como valor de los activos ha aumentado. Este incremento se observa para todos los niveles de renta y riqueza. La deuda pendiente por la compra de la vivienda principal y por la compra de otras propiedades inmobiliarias aumenta su participación en la deuda de los hogares, a la par que disminuye la importancia relativa de las otras deudas pendientes.

Por otra parte, en 2005 un 49,6% de los hogares tiene algún tipo de deuda y el importe mediano pendiente es de 31.400 € (véase cuadro 7). Los grupos con menor probabilidad de tener deudas son los hogares en el tramo inferior de la distribución de la renta (18,8%), los

**17.** En la EFF2005 se han introducido nuevas preguntas encaminadas a conseguir información acerca del uso de tarjetas de crédito como medio para obtener crédito, en contraposición a su uso como medio de pago diferido.

**DEUDAS DE LOS HOGARES**  
Por objetivo, tipo de deuda y características de los hogares

CUADRO 7

% y miles de euros del año 2005		EFF 2002					
		Compra de la vivienda principal	Compras de otras propiedades inmobiliarias	Otras deudas pendientes			Algun tipo de deuda
	Total	Con garantía hipotecaria		Con garantía real (incluida hipotecaria)	Crédito personal	Otras deudas	
<b>Porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes</b>							
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	21,6	20,9	6,5	3,4	19,9	2,9	43,6
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>							
Menor de 20	7,0	6,7	0,7	0,6	7,3	2,0	15,7
Entre 20 y 40	19,0	18,4	2,6	2,5	18,3	1,9	37,6
Entre 40 y 60	24,6	23,7	5,0	4,5	24,1	2,0	49,4
Entre 60 y 80	27,3	27,0	9,0	3,6	25,5	3,2	54,0
Entre 80 y 90	28,2	27,3	11,7	4,6	24,0	6,3	58,1
Entre 90 y 100	31,6	30,0	18,5	6,5	24,6	4,4	64,2
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>							
Menor de 35 años	47,6	46,1	6,2	3,1	24,1	3,9	64,8
Entre 35 y 44 años	39,9	39,3	8,7	4,7	24,5	4,0	63,5
Entre 45 y 54 años	18,2	17,1	9,7	4,9	27,2	4,0	51,8
Entre 55 y 64 años	10,2	9,8	9,0	4,0	22,8	2,2	41,0
Entre 65 y 74 años	3,4	3,3	1,7	1,4	10,0	1,6	17,0
Mayor de 74 años	1,8	1,8	0,1	0,4	2,5	0,6	5,4
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>							
Empleado por cuenta ajena	34,7	33,6	7,8	3,6	26,3	2,9	59,9
Empleado por cuenta propia	28,0	27,9	16,4	7,4	20,7	7,3	59,6
Jubilado	3,9	3,9	2,5	1,6	10,6	11,0	17,2
Otro tipo de inactivo o parado	8,7	8,0	2,5	2,7	16,3	2,8	29,0
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>							
Ninguno	4,5	4,3	1,3	1,2	7,5	1,5	14,4
Uno	24,7	23,8	6,9	3,8	20,4	3,1	48,8
Dos	36,5	35,6	10,6	4,7	30,2	3,8	65,6
Tres o más	16,1	16,1	11,2	5,1	30,2	4,3	51,7
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>							
Menor de 25	15,0	14,0	2,1	2,0	23,1	2,8	36,2
Entre 25 y 50	29,8	29,7	2,8	3,8	22,8	2,9	50,1
Entre 50 y 75	23,8	23,0	5,7	4,0	18,2	2,7	44,3
Entre 75 y 90	18,0	17,7	11,4	4,1	17,1	2,7	42,7
Entre 90 y 100	17,3	15,4	21,6	2,9	13,1	4,0	45,3
<b>Mediana del valor de la deuda para los hogares que tienen dicha deuda</b>							
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	34,3	33,1	41,6	20,6	5,9	2,6	24,2
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>							
Menor de 20	32,3	32,9	*	*	1,9	1,0	10,7
Entre 20 y 40	27,4	28,1	19,0	12,7	4,7	*	15,2
Entre 40 y 60	33,5	33,5	21,9	19,3	5,6	1,5	23,2
Entre 60 y 80	35,3	34,5	41,8	16,0	6,1	3,0	25,6
Entre 80 y 90	36,5	36,7	60,0	28,9	7,2	3,3	28,2
Entre 90 y 100	43,1	46,0	54,5	40,7	9,3	18,7	43,4
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>							
Menor de 35 años	43,9	43,9	59,1	*	4,4	6,0	38,1
Entre 35 y 44 años	36,4	36,4	40,2	19,8	6,2	1,5	28,5
Entre 45 y 54 años	27,0	28,8	43,8	32,9	6,6	3,3	17,6
Entre 55 y 64 años	26,1	26,3	35,2	14,3	6,5	3,4	13,2
Entre 65 y 74 años	13,2	16,5	39,5	7,8	4,7	1,0	7,7
Mayor de 74 años	19,8	19,8	*	*	3,3	*	10,3
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>							
Empleado por cuenta ajena	36,3	36,3	42,3	19,8	6,1	1,6	27,6
Empleado por cuenta propia	32,0	30,9	44,4	37,3	8,2	18,0	33,0
Jubilado	16,5	16,5	19,3	13,6	5,3	0,8	10,2
Otro tipo de inactivo o parado	36,1	32,6	53,8	21,0	4,6	1,1	10,1
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>							
Ninguno	24,2	24,2	26,4	7,9	3,3	2,3	8,1
Uno	32,7	32,9	34,4	25,9	5,5	2,1	22,2
Dos	38,9	39,0	50,1	14,9	6,6	3,1	31,1
Tres o más	31,5	28,3	46,2	15,3	10,0	3,3	23,2
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>							
Menor de 25	40,2	39,4	52,1	27,0	5,1	1,7	17,3
Entre 25 y 50	37,8	36,8	48,5	20,5	5,5	1,1	26,6
Entre 50 y 75	27,9	28,9	20,8	19,8	5,5	2,1	21,3
Entre 75 y 90	31,6	31,9	38,9	12,5	6,6	4,2	24,2
Entre 90 y 100	35,7	41,7	52,1	43,2	11,4	19,8	42,1

FUENTE: Banco de España.

\* Menos de once observaciones.

## DEUDAS DE LOS HOGARES (cont.)

CUADRO 7 (cont.)

Por objetivo, tipo de deuda y características de los hogares

		EFF 2005						
		Compra de la vivienda principal		Compras de otras propiedades inmobiliarias		Otras deudas pendientes		
		Total	Con garantía hipotecaria	Con garantía real (incluida hipotecaria)	Crédito personal	Deudas de tarjetas de crédito	Otras deudas	Algun tipo de deuda
Porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes								
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	26,1	25,3	7,8	3,6	24,6	2,0	2,9	49,6
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>								
Menor de 20	6,9	6,2	1,0	0,9	10,1	1,6	1,8	18,8
Entre 20 y 40	21,1	20,4	4,3	3,0	22,2	1,9	1,9	42,4
Entre 40 y 60	32,9	31,8	5,8	4,8	29,2	2,6	4,1	58,8
Entre 60 y 80	35,3	34,4	11,6	4,4	30,9	2,4	2,9	62,0
Entre 80 y 90	36,6	36,2	12,8	4,2	31,5	1,2	3,8	66,4
Entre 90 y 100	31,4	30,6	19,8	5,0	29,6	1,5	4,1	64,4
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>								
Menor de 35 años	46,6	46,1	5,4	1,6	31,3	2,0	3,1	65,3
Entre 35 y 44 años	48,0	46,8	11,4	3,2	31,5	2,8	3,5	70,4
Entre 45 y 54 años	26,6	26,0	12,5	7,3	33,3	3,0	4,5	63,2
Entre 55 y 64 años	15,2	14,1	9,6	4,0	26,0	2,1	3,4	48,6
Entre 65 y 74 años	3,7	3,2	2,5	3,0	11,3	0,5	1,4	19,8
Mayor de 74 años	1,9	1,2	0,5	0,3	2,9	0,2	0,0	5,6
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>								
Empleado por cuenta ajena	41,2	40,0	8,7	3,3	33,7	3,2	3,4	67,5
Empleado por cuenta propia	31,6	31,2	19,5	9,5	27,9	1,1	7,0	66,7
Jubilado	4,9	4,4	3,2	2,5	10,9	0,4	1,4	19,9
Otro tipo de inactivo o parado	11,8	11,5	5,0	2,4	17,5	1,4	1,3	32,7
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>								
Ninguno	4,8	4,4	1,6	1,1	8,0	0,8	1,1	15,2
Uno	30,5	29,8	7,5	4,1	26,4	2,2	3,3	56,2
Dos	42,4	41,0	11,4	4,0	33,4	2,6	4,1	70,2
Tres o más	22,5	22,5	18,3	8,9	44,7	3,4	3,7	69,3
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>								
Menor de 25	15,2	15,0	1,8	3,9	30,3	2,2	3,8	44,1
Entre 25 y 50	38,7	37,2	5,8	2,7	28,8	2,6	1,6	56,8
Entre 50 y 75	29,7	29,1	6,3	3,3	21,1	2,3	2,7	49,6
Entre 75 y 90	22,0	21,2	14,1	3,5	20,1	0,9	2,8	47,9
Entre 90 y 100	18,5	18,0	22,1	5,8	15,6	0,8	4,7	47,6
Mediana del valor de la deuda para los hogares que tienen dicha deuda								
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	42,1	42,1	60,3	36,2	6,5	0,5	5,1	31,4
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>								
Menor de 20	30,7	33,5	*	14,2	3,6	0,3	1,5	6,0
Entre 20 y 40	34,3	35,4	45,5	23,0	3,9	0,7	3,3	17,2
Entre 40 y 60	36,1	36,1	44,6	32,8	6,9	0,9	3,7	25,6
Entre 60 y 80	42,5	43,3	55,9	55,5	7,5	0,3	5,8	40,8
Entre 80 y 90	50,1	51,1	63,7	26,4	11,9	*	5,5	47,5
Entre 90 y 100	60,4	61,4	78,1	39,1	9,8	*	23,0	60,1
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>								
Menor de 35 años	64,0	65,0	75,5	*	7,2	*	1,4	60,1
Entre 35 y 44 años	37,0	38,8	50,8	40,0	6,4	0,5	4,8	37,9
Entre 45 y 54 años	36,1	36,1	72,1	31,5	6,0	0,6	6,0	26,2
Entre 55 y 64 años	21,0	21,0	65,1	32,4	7,0	0,4	6,6	18,0
Entre 65 y 74 años	12,4	14,2	29,1	42,1	6,0	*	1,6	11,1
Mayor de 74 años	18,0	23,4	68,0	*	3,9	*	*	6,0
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>								
Empleado por cuenta ajena	42,1	42,3	54,1	36,6	6,0	0,5	3,6	36,1
Empleado por cuenta propia	47,6	48,1	84,1	38,5	12,2	*	13,0	51,2
Jubilado	17,4	18,0	36,7	35,0	7,0	*	5,5	12,3
Otro tipo de inactivo o parado	35,6	36,6	70,0	19,0	5,0	0,6	1,9	13,5
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>								
Ninguno	24,0	24,0	48,1	35,0	4,0	0,5	1,5	8,7
Uno	36,1	36,6	66,5	33,7	5,0	0,5	3,1	25,0
Dos	48,5	50,2	54,1	36,0	9,6	0,4	10,0	42,4
Tres o más	34,9	34,9	79,5	40,2	8,4	1,6	*	33,4
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>								
Menor de 25	59,3	59,8	54,6	36,0	4,9	0,5	4,0	12,6
Entre 25 y 50	42,1	42,1	39,9	38,2	6,1	0,5	4,7	38,3
Entre 50 y 75	31,3	32,0	54,1	38,7	8,9	0,5	3,8	26,9
Entre 75 y 90	37,2	37,2	50,7	39,7	11,3	*	6,9	34,8
Entre 90 y 100	42,1	43,3	78,1	28,8	8,7	*	6,4	59,5

FUENTE: Banco de España.

\* Menos de once observaciones.

mayores de 64 años y los jubilados. Por el contrario, el porcentaje de hogares endeudados entre los hogares de 35 a 44 años alcanza el 70,4%. Los mayores volúmenes de deuda pendiente se observan, en mediana, entre los más jóvenes (60.100 €), los empleados por cuenta propia y los hogares con dos miembros trabajando. Además, estas cantidades crecen con la renta, pero no de forma clara con la riqueza.

Respecto a 2002, el porcentaje de hogares endeudados ha crecido en 6 pp (del 43,6% al 49,6%). El aumento en dicho porcentaje es mayor para los hogares con tres o más miembros trabajando y para el grupo cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 54 años de edad. Los menores incrementos en el porcentaje de hogares endeudados se observan entre los hogares más jóvenes y entre los más mayores, así como en el último decil de la distribución de la renta. En cuanto al volumen de deuda pendiente mediana, entre 2002 y 2005 aumenta un 29,8%. Todos los grupos de hogares experimentan un aumento en dicho valor, excepto los pertenecientes a la parte inferior de las distribuciones de la renta y de la riqueza y los mayores de 74 años.

#### DEUDAS POR LA COMPRA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL

El 26,1% de los hogares tiene deuda pendiente por la compra de su vivienda principal (el 32,1% de los hogares propietarios la misma). Este porcentaje aumenta con la renta, pero no con la riqueza neta. Los hogares que tienen mayor probabilidad de tener este tipo de deudas son, por grupos de edad, los que tienen entre 35 y 44 años (48%); por situación laboral, los empleados por cuenta ajena (41,2%); y, por número de miembros trabajando, los de dos miembros en esta situación (42,4%). La cantidad de deuda pendiente por la compra de la vivienda principal es, en mediana, de 42.100 € para el conjunto de los hogares que tiene este tipo de deuda. El volumen mediano de deuda pendiente aumenta con la renta, permanece relativamente constante con la riqueza, y es mayor para los hogares donde el cabeza de familia es menor de 35 años y cuando hay dos miembros del hogar trabajando. Las deudas pendientes por la compra de la vivienda principal son, casi en su totalidad, deudas con garantía hipotecaria.

Respecto a 2002, ha aumentado el porcentaje de hogares que tienen deuda pendiente por la compra de su vivienda principal, del 21,6% al 26,1% para el conjunto de los hogares. Todos los grupos de hogares han registrado aumentos en esta proporción, excepto los menores de 35 años y los de rentas más bajas. El valor mediano de la deuda por compra de la vivienda principal ha aumentado un 22,7% para el conjunto de hogares. Los únicos grupos que ven reducido el valor mediano de dicha deuda son, principalmente, los pertenecientes a los dos deciles inferiores de la distribución de la renta y los mayores de 54 años.

#### DEUDA POR LA COMPRA DE OTRAS PROPIEDADES INMOBILIARIAS

El 7,8% de los hogares tiene deudas pendientes con objeto de financiar la compra de otras propiedades inmobiliarias. Esta proporción aumenta con la renta y la riqueza, y, por edades, es menor para los menores de 35 años y para los mayores de 64. Por situación laboral, un 19,5% de los hogares cuyo cabeza de familia es empleado por cuenta propia tiene una deuda pendiente de este tipo. El valor mediano de la deuda pendiente por la compra de propiedades inmobiliarias distintas a la vivienda principal es de 60.300 € y crece con la renta, sin existir un patrón claro por grupos de edad o de riqueza. El valor mediano más elevado se observa para el grupo de trabajadores por cuenta propia.

Desde 2002, el porcentaje de hogares con deudas por la compra de propiedades inmobiliarias distintas a la vivienda principal ha aumentado para todos los tipos de hogar, excepto para los menores de 35 años y los pertenecientes al cuartil inferior de la distribución de la riqueza neta. En cuanto al valor pendiente de este tipo de deuda, el incremento observado en media es del 44,9% para el conjunto de los hogares con este tipo de deuda.

## OTRAS DEUDAS

La EFF recoge también información sobre otras deudas, además de las destinadas a la compra de la vivienda principal y otras propiedades inmobiliarias. Los principales motivos por los cuales se contraen otras deudas son la realización de reformas en el hogar, la inversión en activos no inmobiliarios, la financiación de la actividad empresarial y la compra de vehículos y otros bienes duraderos. Los tipos de deuda que se contraen para estos efectos en mayor medida son deudas con garantía real (incluida garantía hipotecaria distinta de la utilizada para la compra de la vivienda principal o de otras propiedades inmobiliarias) y los créditos personales<sup>18</sup>. Además, a partir de la EFF2005 se obtiene también información sobre las deudas con tarjeta de crédito.

De estas deudas, el tipo más extendido entre los hogares es el préstamo personal, al que recurre un 24,6% de los hogares. Los grupos de hogares que menos utilizan este tipo de préstamos son los que poseen una menor renta, una mayor riqueza neta, los mayores de 64 años y los jubilados o inactivos. La cantidad pendiente mediana de estos préstamos personales es de 6.500 €. Menos frecuentes son los préstamos pendientes con garantía real (3,6% de los hogares), pero la cantidad mediana pendiente por este tipo de deuda alcanza 36.200 €. El uso de tarjetas de crédito como medio de obtener crédito está poco extendido (2% de los hogares) y es casi inexistente entre los mayores de 64 años y los jubilados. El saldo mediano de este tipo de deuda es muy bajo, 500 € para el conjunto de hogares que utilizan tarjetas de crédito para obtener crédito.

Desde 2002, el porcentaje de hogares con préstamos personales se ha incrementado en 4,7 pp. Esta probabilidad ha aumentado durante el período 2002-2005 para todos los grupos, incluso para aquellos cuya probabilidad de tener un préstamo destinado a la compra de algún tipo de propiedad inmobiliaria ha disminuido, como son los casos de los más jóvenes y de los hogares de menor renta. Por otro lado, la cantidad mediana de deuda con garantía real para fines distintos de la compra de propiedades inmobiliarias ha experimentado un aumento considerable (un 75,4%), pero no se han registrado importantes aumentos en la fracción de hogares que recurren a este tipo de deuda.

## CARGA DE LA DEUDA

La EFF permite construir medidas de carga financiera para distintos tipos de hogares con deudas pendientes. En el cuadro 8 se presentan tres medidas. La primera es la ratio de los pagos por deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar. Una limitación de esta medida es que solo refleja la importancia de los compromisos financieros en el corto plazo. Por esta razón, se presentan también cifras de la ratio de deuda total sobre renta bruta del hogar y sobre activos totales. En todos los casos se proporcionan, para cada grupo de hogares, la mediana de estas ratios individuales y el porcentaje de familias para las que estas medidas de carga financiera superan un determinado umbral.

El hogar endeudado mediano dedica un 17% de su renta bruta al pago de sus deudas (véase la primera columna del cuadro 8). Esta cifra es mayor para los niveles bajos de ingresos (38,1%) y disminuye a medida que estos aumentan. Por grupos de edad, los hogares más jóvenes dedican un porcentaje mayor de su renta al pago de sus deudas (21,2%) que los de edades intermedias; por situación laboral, la carga financiera resulta superior en los empleados por cuenta propia (20,5%). Por otra parte, el stock de deuda pendiente representa, en la mediana, el 99,3% de los ingresos anuales del hogar (véase la tercera columna del mismo cuadro). Esta proporción es mayor para el 20% de hogares de menor renta (143,4%), para los más jóvenes (193,3%) y para los empleados por cuenta propia (122,4%).

---

<sup>18</sup> En concreto, líneas de crédito, pago aplazado, anticipos, préstamos de familiares o amigos, saldos deudores en cuentas corrientes, *leasing* o *renting* y otros sin especificar.

**MEDIDAS DE CARGA DE LA DEUDA DE LOS HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES**  
Por características de los hogares

CUADRO 8

Características de los hogares	% (calculado según euros del año 2005)					
	EFF 2002					
	Mediana (%)	Ratio de pagos por deudas/renta del hogar	Mediana (%)	Ratio de deuda/renta del hogar	Mediana (%)	Ratio de deuda/riqueza bruta del hogar
<b>TODOS LOS HOGARES CON DEUDA</b>	14,5	6,7	69,2	7,8	18,0	8,5
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	30,5	29,7	104,8	34,5	18,7	10,6
Entre 20 y 40	20,5	12,8	90,6	12,4	18,4	11,3
Entre 40 y 60	16,7	4,8	92,7	8,6	21,0	11,2
Entre 60 y 80	13,1	2,8	67,1	3,6	19,7	8,3
Entre 80 y 90	10,8	2,4	52,5	0,9	16,1	4,2
Entre 90 y 100	7,8	1,5	46,0	1,6	13,8	4,1
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	16,6	8,4	124,7	16,1	36,2	15,0
Entre 35 y 44 años	15,8	6,4	86,2	8,7	21,6	7,4
Entre 45 y 54 años	12,4	6,6	45,0	3,1	12,0	6,5
Entre 55 y 64 años	12,2	5,4	39,5	4,6	10,9	7,1
Entre 65 y 74 años	11,1	5,3	24,8	1,6	8,7	5,2
Mayor de 74 años	16,1	9,0	43,8	8,3	10,4	0,0
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	14,2	3,3	77,2	7,1	22,0	9,0
Empleado por cuenta propia	18,1	16,3	88,2	12,6	13,9	4,3
Jubilado	12,3	5,4	31,7	1,2	10,1	6,8
Otro tipo de inactivo o parado	13,9	13,2	43,0	11,2	14,8	12,6
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>						
Propiedad	14,9	6,8	78,3	8,2	16,1	3,5
Otros regímenes de tenencia	11,5	5,9	22,5	5,0	68,4	48,1
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>						
Ninguno	16,5	14,5	44,0	11,1	11,2	10,8
Uno	15,6	8,0	76,5	10,2	17,6	8,9
Dos	13,5	4,2	72,6	5,7	21,5	7,6
Tres o más	10,9	2,5	39,3	1,1	12,9	7,9
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	16,1	10,9	67,7	14,8	66,6	40,9
Entre 25 y 50	15,6	4,1	87,2	8,0	26,6	0,0
Entre 50 y 75	13,1	6,3	65,1	4,8	12,7	0,0
Entre 75 y 90	12,8	4,6	55,3	3,6	8,7	0,0
Entre 90 y 100	11,9	9,3	66,1	6,8	6,2	0,0

FUENTE: Banco de España.

La proporción de hogares que destinan más del 40% de su renta bruta al pago de sus deudas es de un 11,7% de las familias endeudadas (véase la segunda columna del cuadro 8) o, refiriéndose al total de hogares, de un 5,8% de las familias. En los dos deciles inferiores de la distribución de la renta, el umbral lo supera un 49,2% de los hogares que tienen deudas, lo que equivale a un 9,2% del total de familias en ese tramo de ingresos. Por edades, estos porcentajes no presentan mucha variación, aunque en todo caso son algo mayores para los más jóvenes (15,1%). Por otra parte, un 19,1% de los hogares endeudados tiene una deuda que supera en más de tres veces sus ingresos brutos anuales (véase la cuarta columna del mismo cuadro). Dicha cifra es de nuevo mayor para los hogares con menores niveles de ingresos (42,6%), pero en este caso se observan diferencias por edades. En concreto, para un 36,4% de los hogares menores de 35 años que

Características de los hogares	% (calculado según euros del año 2005)					
	EFF 2005					
	Mediana (%)	Ratio de pagos por deudas/renta del hogar	Mediana (%)	Ratio de deuda/renta del hogar	Mediana (%)	Ratio de deuda/riqueza bruta del hogar
<b>TODOS LOS HOGARES CON DEUDA</b>	17,0	11,7	99,3	19,1	17,2	11,1
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>						
Menor de 20	38,1	49,2	143,4	42,6	20,8	25,5
Entre 20 y 40	24,8	21,7	109,4	28,7	21,1	15,3
Entre 40 y 60	20,4	9,7	113,0	23,0	18,8	12,8
Entre 60 y 80	15,7	5,7	115,3	14,5	17,9	9,2
Entre 80 y 90	12,0	3,0	90,6	10,2	15,1	8,1
Entre 90 y 100	7,9	1,6	60,9	4,1	11,7	0,8
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Menor de 35 años	21,2	15,1	193,3	36,4	40,3	21,5
Entre 35 y 44 años	18,5	10,8	116,6	18,2	19,6	10,4
Entre 45 y 54 años	15,0	11,2	80,7	14,0	12,9	8,5
Entre 55 y 64 años	13,3	10,1	53,2	11,3	6,9	5,1
Entre 65 y 74 años	12,9	12,7	46,0	12,1	7,3	8,5
Mayor de 74 años	12,5	5,7	32,8	1,7	4,2	2,1
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>						
Empleado por cuenta ajena	16,9	8,9	105,8	18,6	20,3	11,8
Empleado por cuenta propia	20,5	19,5	122,4	22,2	11,4	4,8
Jubilado	13,1	11,2	51,0	12,5	7,5	8,1
Otro tipo de inactivo o parado	18,6	18,9	81,8	24,6	15,3	17,6
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>						
Propiedad	17,9	11,9	114,5	21,3	14,5	4,2
Otros regímenes de tenencia	13,6	10,8	31,0	6,8	79,4	50,9
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>						
Ninguno	17,7	21,4	59,0	21,1	8,2	15,0
Uno	19,5	14,6	102,1	25,0	18,4	13,0
Dos	16,1	8,0	114,6	15,8	18,7	10,1
Tres o más	12,0	8,8	54,4	10,6	12,1	4,9
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>						
Menor de 25	17,8	16,1	63,1	24,7	74,0	49,8
Entre 25 y 50	20,4	12,7	143,2	24,2	24,4	0,0
Entre 50 y 75	16,3	8,5	92,1	12,7	10,6	0,0
Entre 75 y 90	13,8	8,3	82,9	14,0	8,0	0,0
Entre 90 y 100	14,0	12,1	91,2	15,6	6,1	0,0

FUENTE: Banco de España.

tiene deudas o, en otros términos, para un 23,8% del total de hogares menores de 35 años, el importe total de las mismas supera en más de tres veces sus rentas brutas anuales.

Las últimas dos columnas del cuadro presentan los datos relativos a la ratio de deuda sobre riqueza bruta. Para el hogar endeudado mediano, sus deudas representan el 17,2% del valor total de sus activos (activos reales más activos financieros). Por otra parte, el 11,1% de los hogares endeudados tiene deudas cuya cuantía supera el 75% de sus activos.

Respecto al 2002, el hogar endeudado mediano dedica un 2,5% más de su renta bruta al pago de sus deudas. El aumento ha sido mayor para los niveles bajos de ingresos (un 7,6%

**TENENCIA DE BIENES DURADEROS Y GASTO EN BIENES NO DURADEROS Y DURADEROS**  
**Por tipo de bienes y características de los hogares**

Características de los hogares	EFF 2002				
	Valoración tenencia			Gasto	
	% tenencia	Mediana	Otros bienes duraderos	Alimentación	Otros bienes no duraderos
TODOS LOS HOGARES	73,7	6,6	12,8	5,3	4,0
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	33,9	2,3	6,6	3,3	2,0
Entre 20 y 40	66,9	4,0	9,3	5,0	3,2
Entre 40 y 60	82,6	6,6	11,9	5,7	4,0
Entre 60 y 80	89,9	6,6	13,2	6,5	4,9
Entre 80 y 90	93,3	9,3	16,5	7,1	5,7
Entre 90 y 100	97,4	13,0	19,8	7,9	7,9
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	86,3	6,6	12,7	4,7	4,6
Entre 35 y 44 años	86,7	6,6	13,2	5,8	4,2
Entre 45 y 54 años	86,0	7,7	13,2	6,6	4,5
Entre 55 y 64 años	83,2	6,6	13,2	6,6	4,0
Entre 65 y 74 años	55,9	3,3	8,7	4,7	2,6
Mayor de 74 años	21,2	3,3	6,6	3,8	2,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	88,0	6,6	13,2	6,2	4,7
Empleado por cuenta propia	95,2	9,6	13,2	6,3	4,3
Jubilado	55,4	4,0	9,8	4,7	2,7
Otro tipo de inactivo o parado	49,1	4,3	6,8	4,0	2,4
<b>EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Inferior a bachillerato	63,8	5,5	9,9	5,1	3,2
Bachillerato	86,2	6,7	13,2	5,7	4,0
Estudios universitarios	91,1	6,7	16,5	6,6	6,7
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>					
Propiedad	76,2	6,6	13,2	5,5	4,0
Otros regímenes de tenencia	62,5	5,0	6,6	4,7	3,7
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>					
Ninguno	37,7	3,3	6,6	4,0	2,4
Uno	84,7	6,6	13,2	5,5	4,0
Dos	93,0	8,6	13,3	6,6	5,4
Tres o más	91,0	9,9	14,1	7,9	4,4
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR</b>					
Uno	33,0	3,3	6,6	2,9	2,4
Dos	62,0	5,8	9,9	4,6	3,2
Tres	85,2	6,6	13,2	5,9	4,3
Cuatro	93,8	6,6	13,2	6,6	4,4
Cinco o más	88,4	7,9	13,2	7,9	4,7
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	59,1	4,7	6,6	4,4	3,1
Entre 25 y 50	68,8	5,5	9,9	4,8	3,3
Entre 50 y 75	78,5	6,6	13,2	5,9	4,0
Entre 75 y 90	86,0	7,3	16,5	6,6	4,8
Entre 90 y 100	92,5	11,4	20,9	7,9	6,3

FUENTE: Banco de España.

EFF 2002				
Gasto				
Automóviles y otros vehículos		Otros bienes duraderos		Características de los hogares
% que realiza el gasto	Mediana	% que realiza el gasto	Mediana	
13,1	13,2	35,4	1,0	TODOS LOS HOGARES
				PERCENTIL DE RENTA
4,3	6,7	19,5	0,6	Menor de 20
8,6	13,0	30,9	0,8	Entre 20 y 40
13,1	13,4	35,8	1,0	Entre 40 y 60
17,4	13,2	42,5	1,1	Entre 60 y 80
19,7	15,3	46,1	1,3	Entre 80 y 90
24,5	14,6	50,4	1,3	Entre 90 y 100
				EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
22,4	13,2	49,6	1,3	Menor de 35 años
15,2	13,2	45,9	1,1	Entre 35 y 44 años
16,1	13,2	38,5	1,3	Entre 45 y 54 años
13,0	13,2	30,0	0,8	Entre 55 y 64 años
6,3	13,2	25,3	0,7	Entre 65 y 74 años
1,9	11,9	13,8	0,5	Mayor de 74 años
				SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
16,8	13,2	45,6	1,3	Empleado por cuenta ajena
21,6	13,2	36,9	1,1	Empleado por cuenta propia
6,9	13,2	22,5	0,7	Jubilado
6,8	11,5	26,6	0,7	Otro tipo de inactivo o parado
				EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA
10,4	12,5	27,8	0,7	Inferior a bachillerato
18,0	13,2	43,9	1,0	Bachillerato
15,2	16,5	50,3	1,3	Estudios universitarios
				RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL
13,6	13,2	35,7	1,0	Propiedad
11,0	10,5	34,3	0,9	Otros régimenes de tenencia
				NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO
3,2	11,9	20,3	0,6	Ninguno
12,9	13,2	37,9	1,1	Uno
20,4	13,2	45,3	1,3	Dos
29,1	13,1	47,9	0,8	Tres o más
				NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR
4,3	10,5	22,3	0,8	Uno
9,6	13,2	32,6	0,8	Dos
14,0	12,5	38,6	1,0	Tres
18,2	15,6	41,0	1,3	Cuatro
20,7	13,2	40,9	1,0	Cinco o más
				PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
10,7	12,0	32,1	0,9	Menor de 25
12,6	13,2	34,1	0,8	Entre 25 y 50
12,5	13,3	35,4	0,7	Entre 50 y 75
14,4	13,2	39,9	1,3	Entre 75 y 90
19,8	15,3	40,5	1,4	Entre 90 y 100

**TENENCIA DE BIENES DURADEROS Y GASTO EN BIENES NO DURADEROS Y DURADEROS (cont.)**  
**Por tipo de bienes y características de los hogares**

Características de los hogares	% y miles de euros del año 2005				
	EFF 2005			Gasto	
	Valoración tenencia		Otros bienes duraderos	Alimentación	Otros bienes no duraderos
	% tenencia	Mediana	Mediana	Mediana	Mediana
<b>TODOS LOS HOGARES</b>	74,8	6,0	12,0	4,8	3,6
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>					
Menor de 20	40,8	2,2	6,0	3,1	2,3
Entre 20 y 40	66,2	3,3	11,6	4,8	3,3
Entre 40 y 60	82,9	6,1	12,0	4,9	3,6
Entre 60 y 80	90,0	7,3	17,7	6,0	5,0
Entre 80 y 90	93,1	9,6	18,0	7,2	5,9
Entre 90 y 100	94,6	12,0	24,0	8,0	8,0
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Menor de 35 años	82,5	7,0	10,3	4,2	4,2
Entre 35 y 44 años	88,3	7,2	15,0	5,4	4,8
Entre 45 y 54 años	88,1	8,5	18,0	6,0	4,9
Entre 55 y 64 años	81,6	7,0	15,0	6,0	4,1
Entre 65 y 74 años	58,2	3,0	12,0	4,2	2,9
Mayor de 74 años	25,4	2,9	7,9	3,6	2,2
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Empleado por cuenta ajena	88,3	7,0	15,0	5,8	4,8
Empleado por cuenta propia	95,9	10,6	18,0	6,0	4,8
Jubilado	57,7	3,7	12,0	4,8	2,9
Otro tipo de inactivo o parado	49,3	5,4	9,0	3,6	2,4
<b>EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA</b>					
Inferior a bachillerato	66,8	6,0	12,0	4,8	3,1
Bachillerato	84,8	8,1	15,0	5,0	4,6
Estudios universitarios	87,3	9,0	18,0	6,0	6,0
<b>RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL</b>					
Propiedad	77,8	6,9	15,0	5,2	3,6
Otros regímenes de tenencia	62,0	4,7	6,3	4,2	3,6
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO</b>					
Ninguno	41,8	2,5	9,0	3,6	2,4
Uno	83,9	5,9	12,0	4,8	3,6
Dos	92,4	9,0	18,0	6,0	5,0
Tres o más	91,5	11,3	18,0	7,2	6,0
<b>NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR</b>					
Uno	35,3	3,4	7,1	2,9	2,4
Dos	67,4	5,1	12,0	4,8	3,6
Tres	89,1	7,1	15,0	5,5	4,8
Cuatro	92,2	9,0	18,0	6,5	5,0
Cinco o más	87,6	7,9	12,1	7,2	5,2
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>					
Menor de 25	61,0	4,2	6,0	3,9	3,0
Entre 25 y 50	73,9	5,9	12,0	4,8	3,6
Entre 50 y 75	75,7	6,5	15,2	5,4	4,2
Entre 75 y 90	86,4	8,8	18,0	6,0	4,8
Entre 90 y 100	91,8	12,0	28,5	7,2	6,0

FUENTE: Banco de España.

EFF 2005				
Gasto				
Automóviles y otros vehículos		Otros bienes duraderos		Características de los hogares
% que realiza el gasto	Mediana	% que realiza el gasto	Mediana	
15,6	13,0	49,3	1,0	TODOS LOS HOGARES
				PERCENTIL DE RENTA
4,7	8,2	32,8	0,5	Menor de 20
12,5	10,5	43,9	0,8	Entre 20 y 40
17,9	12,6	53,1	0,9	Entre 40 y 60
19,1	14,9	54,8	1,2	Entre 60 y 80
23,3	15,1	60,5	1,6	Entre 80 y 90
23,8	18,0	63,0	1,4	Entre 90 y 100
				EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA
20,1	14,0	55,9	1,2	Menor de 35 años
18,6	12,0	63,0	1,0	Entre 35 y 44 años
19,6	13,0	57,4	1,2	Entre 45 y 54 años
19,4	15,0	45,2	1,2	Entre 55 y 64 años
7,4	15,0	37,2	0,6	Entre 65 y 74 años
1,8	12,0	20,9	0,5	Mayor de 74 años
				SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA
20,2	13,0	59,1	1,2	Empleado por cuenta ajena
25,1	13,0	60,1	1,3	Empleado por cuenta propia
7,6	12,0	34,4	0,6	Jubilado
8,7	14,0	37,3	0,7	Otro tipo de inactivo o parado
				EDUCACIÓN DEL CABEZA DE FAMILIA
13,9	12,0	42,4	0,9	Inferior a bachillerato
16,8	15,1	56,9	1,2	Bachillerato
19,3	14,0	61,5	1,0	Estudios universitarios
				RÉGIMEN DE TENENCIA DE LA VIVIENDA PRINCIPAL
16,3	14,0	49,7	1,1	Propiedad
12,5	9,0	47,4	0,6	Otros régimenes de tenencia
				NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR TRABAJANDO
3,3	10,8	32,0	0,5	Ninguno
16,0	13,0	52,9	1,0	Uno
22,7	15,0	60,1	1,2	Dos
31,5	14,0	56,5	1,1	Tres o más
				NÚMERO DE MIEMBROS DEL HOGAR
3,7	12,0	35,5	0,5	Uno
10,1	13,5	41,4	1,0	Dos
19,7	15,0	52,6	1,2	Tres
23,4	12,5	61,5	1,2	Cuatro
23,7	9,0	58,9	1,0	Cinco o más
				PERCENTIL DE RIQUEZA NETA
13,1	10,3	45,9	0,7	Menor de 25
16,4	14,4	46,4	1,0	Entre 25 y 50
14,6	13,4	48,3	0,9	Entre 50 y 75
17,1	12,0	57,6	1,0	Entre 75 y 90
19,6	18,0	54,9	1,8	Entre 90 y 100

adicional de su renta); por edades, para los menores de 35 años (4,6%); y, por situación laboral, para los parados y otros inactivos (excluyendo jubilados). Por otra parte, el stock de deuda representa ahora un 30% adicional de los ingresos anuales para el hogar mediano endeudado.

Comparado con 2002, un 5% adicional de familias endeudadas destinan más del 40% de su renta bruta al pago de sus deudas. El aumento ha sido mayor para los hogares endeudados en los niveles bajos de renta (19,5%) y, en menor medida, para los más jóvenes (6,7%). Asimismo, aumenta el porcentaje de hogares endeudados cuya deuda supera en más de tres veces sus ingresos brutos anuales (11,3% adicional), registrándose el incremento más elevado entre los hogares más jóvenes (20,3%). Por niveles de renta, se observan aumentos menores en ambos extremos de la distribución.

Por último, desde 2002 el hogar mediano ha visto reducirse ligeramente la ratio de su deuda sobre sus activos. Sin embargo, el porcentaje de hogares endeudados cuya deuda supera el 75% de sus activos se ha incrementado, en especial entre los hogares con menos renta (14,9% adicional) y entre los jóvenes (6,5%).

#### **Otra información**

En la definición de riqueza de las familias no se incluye el valor de los vehículos y otros bienes duraderos. En el cuadro 9 se proporciona información, por características de los hogares, sobre el porcentaje de hogares que posee automóviles u otros vehículos y sobre el valor mediano de los mismos y del resto de bienes duraderos<sup>19</sup>. Las variaciones por tipos de hogares son las esperadas. En particular, el porcentaje de hogares que posee algún vehículo, el valor mediano del mismo y el valor mediano de los otros bienes duraderos aumentan con la renta y la riqueza neta.

Dada la importancia de su relación con la distribución de la renta, la riqueza y las deudas de las familias, la EFF recoge también información sobre el gasto. En el cuadro 9 se presenta información sobre la distribución de distintas partidas de gasto según las características de los hogares. El gasto en alimentación y otros bienes no duraderos varía sensiblemente con la renta y la riqueza neta. También el gasto en vehículos y otros bienes duraderos para las familias que adquieren estos bienes a lo largo del año experimenta cierta variación con la renta y la riqueza. A su vez, el porcentaje de familias que incurren en este gasto varía en mayor medida con la renta que con la riqueza.

Respecto a 2002 se observa una cierta disminución en el gasto mediano de los hogares en alimentación y otros bienes no duraderos. Por otra parte, el gasto en automóviles (y otros vehículos), así como en otros bienes duraderos, se ha incrementado, fruto de un aumento en el porcentaje de hogares que realiza estos gastos. El porcentaje de familias que adquieren un vehículo a lo largo del año ha aumentado, en general, para todos los grupos de hogares, siendo una clara excepción los menores de 35 años.

#### **Conclusión**

Con la segunda edición de la EFF se vuelve a poner de manifiesto la riqueza de la información que contiene esta encuesta, por lo que las posibilidades de análisis se amplían considerablemente. Un valor añadido respecto a la primera ola es la posibilidad de comparar con los resultados de 2002 y contribuir así a la comprensión de la evolución de la situación de los hogares entre 2002 y 2005, que no es posible alcanzar con otras fuentes. Además, el hecho de contar con un número de hogares que han participado en las dos ediciones de la EFF posibilita el análisis y la investigación sobre la naturaleza de los cambios observados en la

19. En concreto, en la EFF se incluye en esta categoría el equipamiento de las viviendas.

situación financiera de las familias, así como otros aspectos muy relevantes de la economía española.

4.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2006). *Informe Anual 2005*.
- BOVER, O. (2005). *Wealth effects on consumption: microeconometric estimates from the Spanish survey of household finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España.
- (2008). *The Spanish survey of household finances (EFF): description and methods of the 2005 wave*, Documento Ocasional de próxima publicación, Banco de España.

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA TASA DE ACTIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
Y RETOS FUTUROS

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

### **Introducción<sup>1</sup>**

La tasa de actividad, calculada como el porcentaje que representa la población activa sobre la población en edad de trabajar, se ha incrementado notablemente en las dos últimas décadas en España, pasando de cifras en el entorno del 60% a mediados de la década de los ochenta hasta cerca del 73% en el tercer trimestre de 2007, según los últimos datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) (véase gráfico 1). Dentro de esta tendencia general, común a lo que ha ocurrido en la mayoría de los países industrializados, el aumento de la tasa de actividad en España se ha intensificado de forma notable a partir del año 2000, constituyendo, junto con la caída del desempleo, uno de los principales factores que subyacen al incremento del PIB per cápita y de la tasa de crecimiento potencial de la economía española en los últimos años. En este contexto, cobra especial relevancia analizar los determinantes de la evolución reciente de la tasa de actividad y tratar de extraer conclusiones de cara al futuro.

Con este objetivo, en este trabajo se parte de la información que proporcionan los datos individuales de la EPA, correspondientes al segundo trimestre de los años comprendidos entre 1977 y 2004<sup>2</sup>, y se analiza la evolución de la tasa de actividad de forma desagregada, distinguiendo entre población nacional y población extranjera, de una parte, y, dentro de cada uno de estos grupos, diferenciando entre sexo, nivel educativo, cohorte de nacimiento y edad<sup>3</sup>.

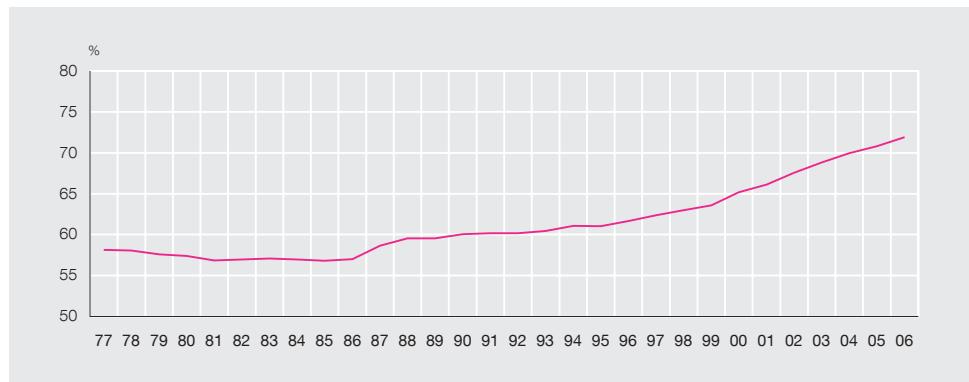
El resto del artículo se estructura de la siguiente forma. Los apartados segundo y tercero presentan los hechos estilizados sobre la evolución de la tasa de actividad de la población española masculina y femenina, respectivamente. El apartado cuarto describe la evolución de la participación laboral del colectivo de inmigrantes. Por último, el apartado quinto reflexiona sobre el posible desarrollo de los factores determinantes de la tasa de actividad y su impacto sobre esta variable y resume las principales conclusiones.

### **Evolución de la tasa de actividad masculina de la población española**

Tras una etapa de fuerte caída hasta cotas próximas al 77% en 1995, en línea con lo que ocurría en otras economías desarrolladas [Pencavel (1986)] (véase gráfico 2), la tasa de actividad masculina inició en España una trayectoria ascendente a partir de la segunda mitad de la década de los noventa, coincidiendo con una larga fase de expansión de la economía y con la mejora del funcionamiento estructural del mercado de trabajo, como refleja la caída estimada de la tasa de desempleo estructural o NAIRU.

La favorable evolución de la economía española es, de hecho, un factor determinante de la positiva evolución de la tasa de actividad masculina. Sin embargo, existen otros elementos que deben tenerse en cuenta para entender el desarrollo observado en esta variable en los últimos años. Entre ellos, debe destacarse el papel que desempeñan la edad de los indivi-

1. Este artículo resume algunos de los principales resultados que se encuentran en *El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional*, de P. Cuadrado, A. Lacuesta, J. M. Martínez y E. Pérez, Documentos de Trabajo, n.º 0732, Banco de España. 2. El análisis realizado requiere un proceso de homogeneización de la información para tener en cuenta las diferentes modificaciones metodológicas registradas por la EPA, que incluyen cambios de definición en algunas de las variables de interés. Este es el caso del cambio en la definición de parado ocurrido en 2001 que afecta directamente a la tasa de actividad. Asimismo, requiere especial cuidado el tratamiento de la variable educativa, ya que no solo se da el caso de que en un mismo año convivan individuos que se educaron bajo diferentes planes educativos, sino que la codificación ha ido cambiando a lo largo de estos años. 3. El reducido tamaño muestral impide tener en cuenta las diferencias por niveles educativos en el caso de la población inmigrante, aunque sí se tendrán en cuenta las características del flujo inmigratorio según el año de entrada.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Referida a la población con edades comprendidas entre 16 y 64 años.

duos, su nivel educativo y la cohorte de nacimiento. La influencia de cada uno de estos factores sobre la tasa de actividad masculina en España se ilustra en la parte inferior izquierda del gráfico 2, donde se muestra la tasa de actividad a lo largo del ciclo vital de diferentes generaciones<sup>4</sup>, para cada uno de los tres niveles educativos considerados (educación primaria, secundaria y terciaria).

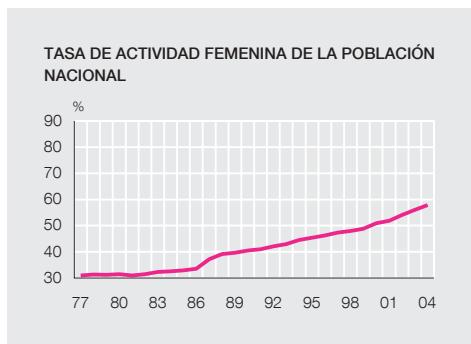
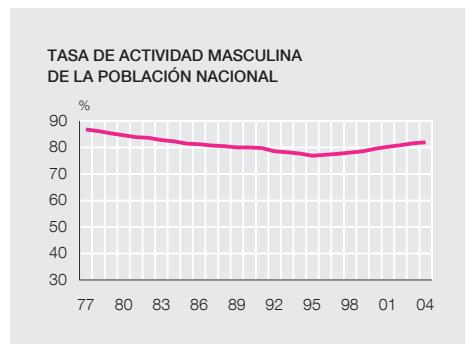
En dicho gráfico puede observarse, en primer lugar, que los hombres se mantienen activos en el mercado laboral con diferente intensidad a lo largo de su ciclo vital. La relación entre estas dos variables sigue una forma de U invertida, reflejando que las entradas y las salidas al y del mercado de trabajo se intensifican a partir de los 16 y de los 55 años, respectivamente. En segundo lugar, hay que destacar la gran estabilidad del comportamiento laboral a lo largo del ciclo vital de las diferentes cohortes de nacimiento. Finalmente, se observa que los varones con distinto nivel educativo se comportan de manera también diferente a lo largo de su vida en relación con su decisión de participar en el mercado de trabajo. Concretamente, los hombres con mayor nivel educativo presentan tasas de actividad superiores a los de menor formación, pero solo a partir aproximadamente de los 30 años de edad, ya que la educación retrasa la edad de entrada en el mercado laboral. Además, las personas con mayor nivel educativo parecen finalizar más tarde su vida laboral.

Las consecuencias de estos patrones sobre las tasas de actividad han sido y pueden seguir siendo muy importantes. En concreto, el aumento del nivel educativo medio de la población española parece haber sido un determinante fundamental de la evolución de la tasa de actividad durante los últimos años. En efecto, la mejora en el nivel educativo provocó, en un primer momento, un retraso de la entrada de la población joven en el mercado laboral que afectó de forma negativa a la tasa de actividad de la economía, como se aprecia en el gráfico 1. Posteriormente, sin embargo, la llegada de este colectivo a la *prime age* y la salida del mercado laboral de generaciones con un menor nivel medio de educación se han reflejado en aumentos importantes de la participación laboral del conjunto de la población masculina. De cara al futuro, el previsible envejecimiento de la población es uno de los elementos que en mayor medida puede condicionar la evolución de la tasa de actividad masculina, provocando, *caeteris paribus*, una presión a la baja sobre esta variable.

4. La Encuesta solo dispone de información referida a 28 años, por lo que para las edades más avanzadas solo se observa el comportamiento de las cohortes mayores, mientras que para las edades más jóvenes solo se observa el comportamiento de las cohortes más recientes.

TASA DE ACTIVIDAD MASCULINA Y FEMENINA DE LA POBLACIÓN NACIONAL (a)

GRÁFICO 2



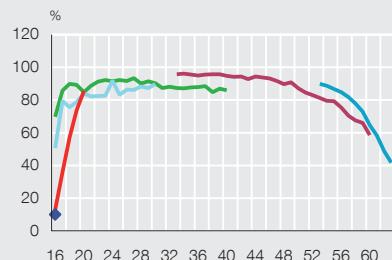
NACIDOS EN:

1924  
1974

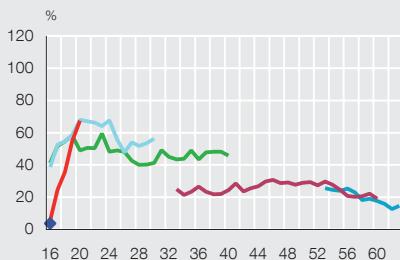
1944  
1984

1964  
1988

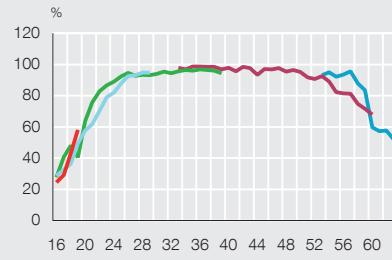
HOMBRES CON NIVEL DE EDUCACIÓN PRIMARIA



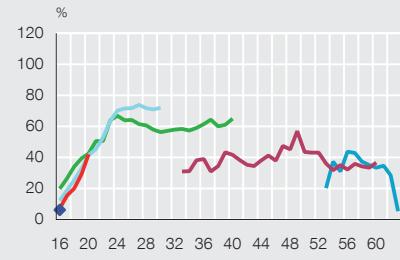
MUJERES CON NIVEL DE EDUCACIÓN PRIMARIA



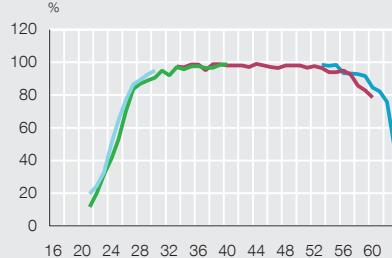
HOMBRES CON NIVEL DE EDUCACIÓN SECUNDARIA



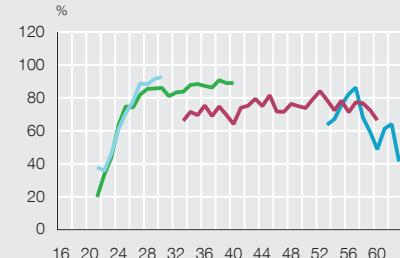
MUJERES CON NIVEL DE EDUCACIÓN SECUNDARIA



HOMBRES CON NIVEL DE EDUCACIÓN TERCIARIA



MUJERES CON NIVEL DE EDUCACIÓN TERCIARIA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Referida a la población de nacionales con edades comprendidas entre 16 y 64 años.

**Evolución de la tasa de actividad femenina de la población española**

La tasa de actividad femenina ha experimentado un cambio radical en España desde finales de la década de los setenta (véase la parte superior derecha del gráfico 2), fruto de un proceso ininterrumpido de incorporación gradual de la mujer al mercado laboral. Como resultado de ello, la tasa de actividad femenina ha pasado de cotas en el entorno del 30% en 1977 hasta superar el 62% en el tercer trimestre de 2007. Este fenómeno es similar a lo ocurrido en la mayoría de las economías desarrolladas, aunque en muchas de estas se produjo con anterioridad [Killingsworth y Heckman (1986)].

Al igual que sucedía en el caso de los hombres, la evolución de la tasa de actividad femenina está relacionada con la situación macroeconómica, de forma que el prolongado período de expansión vivido por la economía española en los últimos años ha tenido necesariamente un efecto positivo significativo sobre aquella variable<sup>5</sup>. No obstante, el hecho de que el incremento de la participación laboral femenina se haya producido de forma sostenida desde finales de la década de los setenta, independientemente de la situación del mercado de trabajo, es indicativo de que, como en el caso de los hombres, otros factores han debido dominar en la decisión de participación de este colectivo.

En los paneles inferiores de la derecha del gráfico 2 se presentan las tasas de actividad por edad, nivel educativo y cohorte de nacimiento de las mujeres españolas. Se observa que, con independencia del nivel educativo y de la edad, las mujeres muestran tasas de actividad inferiores a las de los hombres, aunque las diferencias son pequeñas cuando se trata de mujeres de las generaciones más jóvenes y con educación superior. A diferencia de lo que se observaba en el caso de los varones, sin embargo, la tasa de actividad se incrementa sistemáticamente a medida que se han ido incorporando al mercado de trabajo cohortes más jóvenes, pues estas presentan una participación superior.

El efecto del cambio generacional sobre la tasa de actividad difiere, sin embargo, dependiendo de la edad y del nivel educativo. En el caso de las mujeres con educación primaria, la incorporación de generaciones posteriores a 1960 no solo ha elevado la participación laboral para todas las edades, sino que, además, ha corregido un patrón de participación de las cohortes anteriores que era muy distinto al de los otros dos grupos educativos considerados, aproximándolo al de los varones con ese nivel de estudios. Por su parte, las mujeres con educación secundaria y terciaria han incrementado su tasa de actividad a medida que se incorporaban generaciones más jóvenes, hasta alcanzar, en el caso de las mujeres con educación terciaria, niveles de actividad muy similares a los de los hombres a lo largo de toda su vida laboral.

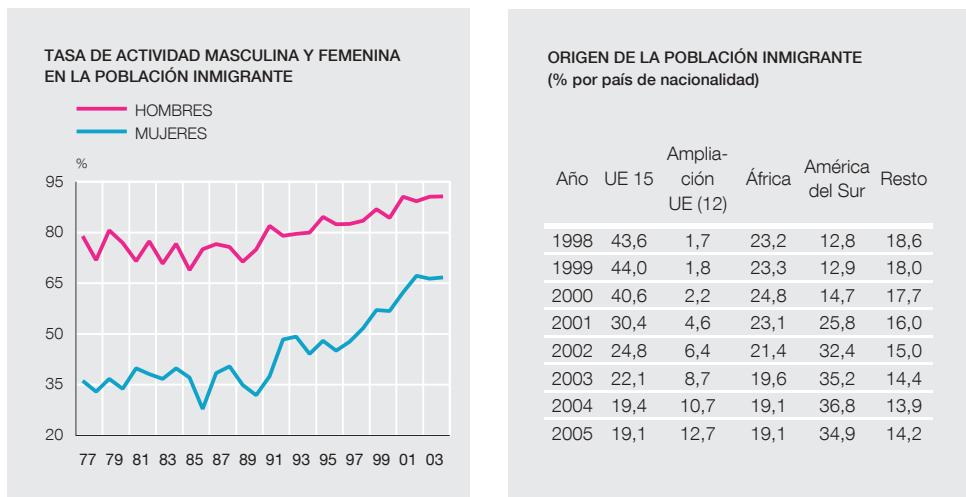
En el caso del colectivo femenino, por tanto, factores como la edad y el cambio educativo afectan al comportamiento de la tasa de actividad de igual manera que lo señalado para los hombres. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría con este colectivo, el factor que ha dominado en el pasado reciente y que va a seguir afectando en el futuro próximo es el cambio en el comportamiento laboral de generación en generación, que ha ido aproximando el patrón de participación femenino al observado entre los hombres.

**Evolución de la tasa de actividad de la población extranjera**

Con carácter general, la tasa de actividad de los inmigrantes en España, independientemente de su género, es superior a la de la población española, por lo que la fuerte afluencia de inmigrantes en los últimos años ha presionado al alza sobre la tasa de actividad de la economía española. En el caso de los hombres, las diferencias con la población española se localizan, principalmente, entre las edades jóvenes, donde la tasa de actividad de

---

5. De hecho, la evidencia empírica disponible muestra que la participación laboral de las mujeres está condicionada, en mayor medida que en el caso de los hombres, por la evolución macroeconómica.



FUENTES: Padrón Municipal, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

los inmigrantes es superior como consecuencia de que el principal motivo de emigración es el laboral, y en esas edades existe un mayor porcentaje de estudiantes entre la población española. Entre los 25 y los 55 años, la tasa de actividad de ambos colectivos es, sin embargo, relativamente parecida. Finalmente, la tasa de actividad de los inmigrantes de edades más avanzadas es inferior a la que presentan los españoles, reflejando la entrada de individuos, principalmente europeos, que tradicionalmente buscaban en nuestro país un lugar para jubilarse.

Por otra parte, las mujeres inmigrantes presentan un nivel de actividad más reducido que el de los hombres inmigrantes, aunque a lo largo del ciclo vital el perfil de ambos colectivos es muy similar. También en este caso, las cohortes más jóvenes presentan unas tasas de actividad que se van asemejando progresivamente a las observadas en los hombres.

Adicionalmente, desde principios de la década de los noventa se observa un incremento de las tasas de actividad de los inmigrantes, independientemente de su sexo (véase gráfico 3). Detrás de esta evolución se encuentra esencialmente un cambio en el patrón de origen de la población inmigrante, de manera que el peso de la proveniente de países de la ampliación de la Unión Europea, Iberoamérica y África —cuya motivación es, principalmente, la de encontrar un empleo en nuestro país— ha aumentado progresivamente (véase panel derecho del gráfico 3).

De cara a los próximos años, por tanto, la tasa de actividad del colectivo inmigrante se verá afectada tanto por el cambio en la composición de la nacionalidad de los inmigrantes como por un cierto efecto cohorte que parece observarse entre el colectivo femenino. Asimismo, el hecho de que se pueda producir un incremento de la inmigración por razones de agrupación familiar, lo que normalmente implica un incremento de las entradas de inmigrantes dependientes (ascendientes, descendientes o cónyuges de la población inmigrante actual), podría afectar negativamente a la tasa de actividad del colectivo extranjero en el futuro.

### Retos futuros de la tasa de actividad

De acuerdo con lo señalado en los apartados anteriores, la dinámica de la tasa de actividad en España se verá afectada en los próximos años tanto por la evolución de la estructura de la población por nacionalidad, sexo, edad y nivel educativo como por los cambios que se produzcan en los patrones de actividad a medida que se incorporen nuevas generaciones al

mercado laboral. Adicionalmente, la situación macroeconómica tendrá necesariamente un impacto sobre las decisiones de participación de los individuos.

En cuanto a la estructura de la población nacional por edades, las proyecciones demográficas disponibles prevén un importante envejecimiento de la población en las próximas décadas, que, de mantenerse los patrones actuales de participación, así como los factores institucionales que influyen en esta decisión, provocaría una caída de la tasa de actividad en el medio y largo plazo. Las proyecciones demográficas por edades deben, sin embargo, complementarse con una previsión de la estructura educativa futura. Como se ha visto, generación tras generación se ha producido un incremento gradual del nivel de formación de la población española. En la medida en que este proceso continúe y que las nuevas generaciones vayan ganando peso, serían de esperar incrementos adicionales del nivel educativo medio que, a corto plazo, presionarían al alza sobre la tasa de actividad, compensando el efecto negativo de una población trabajadora de mayor edad.

En cuanto a la estructura de la población por nacionalidad, las proyecciones disponibles sobre la evolución futura de las entradas netas de inmigrantes [véase INE (2004)], que se encuentran en todo caso sujetas a un grado de incertidumbre elevado, moderan la contribución de la inmigración al crecimiento de la población en edad de trabajar en los próximos años, aunque mantendrían un dinamismo elevado en el futuro próximo. Cabría, por tanto, esperar una atenuación del efecto positivo que la inmigración ha tenido sobre la evolución de la tasa de actividad agregada. El resultado final puede verse afectado, asimismo, por la evolución de la composición por países de los flujos migratorios. En este sentido, las últimas ampliaciones de la UE podrían favorecer que el grupo de inmigrantes procedentes de estos países, que presentan tasas de actividad elevadas, siga ganando peso en el total, propiciando, por tanto, incrementos adicionales de la tasa de actividad en los próximos años. Frente a esto, es probable que se produzca, como así ha sucedido en otros países en el pasado, un incremento del peso de la inmigración por reagrupación familiar, lo que podría dar lugar a descensos en la actividad de los inmigrantes en el medio plazo.

Finalmente, deben tenerse en cuenta los posibles cambios en el patrón de participación laboral de los distintos colectivos de trabajadores. En primer lugar, es de esperar la continuación de un efecto cohorte positivo sobre la participación femenina, que se mantendría al menos hasta que las nuevas generaciones cubran todo el espectro de edades comprendidas entre los 16 y los 64 años. Cabría, además, preguntarse sobre la posibilidad de que este efecto cohorte se prolongue a las generaciones que aún no han entrado en el mercado de trabajo. La experiencia de otros países, como Reino Unido, Francia o Alemania, donde las mujeres han alcanzado ya tasas de actividad similares a las de los hombres, muestra el agotamiento de estos efectos cohorte, lo que hace pensar que no pueden esperarse efectos adicionales significativos por este motivo.

En resumen, el análisis realizado en este artículo confirma que el incremento del nivel educativo medio de la población española, el cambio generacional experimentado en las mujeres españolas y el fuerte flujo de inmigrantes registrado en los últimos años se encuentran detrás del importante incremento de la tasa de actividad observado en la economía española. De cara al futuro, se prevé que estos factores sigan desempeñando un papel relevante, aunque cada vez más reducido, y que sigan contribuyendo al aumento de las tasas de actividad de la economía española. En sentido contrario, sin embargo, el previsible envejecimiento de la población podría provocar un efecto negativo sobre la tasa de actividad. En definitiva, de acuerdo con este análisis, cabe esperar incrementos adicionales de la tasa de actividad, aunque cada vez menores, de manera que para mantener ritmos de expansión del producto de mag-

nitud similar a los de los últimos años será necesario seguir avanzando en la instrumentación de reformas estructurales que promuevan mejoras adicionales en el funcionamiento del mercado de trabajo y que potencien las ganancias de eficiencia.

12.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- CUADRADO, P., A. LACUESTA, J. M. MARTÍNEZ y E. PÉREZ (2007). *El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional*, Documentos de Trabajo, n.º 0732, Banco de España.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2004). *Proyecciones de población*.
- KILLINGSWORTH, M., y J. HECKMAN (1986). «Female Labor Supply A Survey», en O. Ashenfelter y R. Layard (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 1, North-Holland.
- PENCAVEL, J. (1986). «Labour Supply of Men: A survey», en O. Ashenfelter y R. Layard (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 1, North-Holland.

EL EFECTO DE LAS VARIACIONES DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA INFLACIÓN  
ESPAÑOLA

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

## **Introducción**

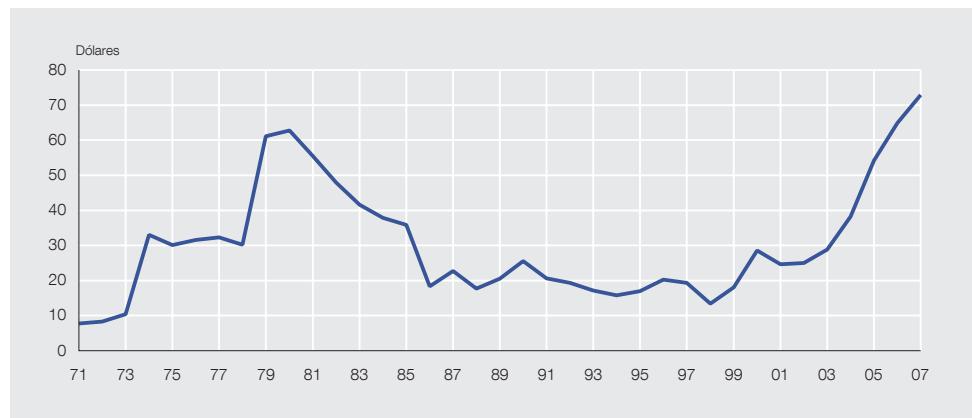
A lo largo de 2007, los precios del petróleo han continuado la notable escalada que vienen registrando en los últimos años. Así, el barril de crudo Brent del Mar del Norte, que en el promedio de 2002 cotizó a 25 dólares por barril, se ha encarecido notablemente desde entonces y ha llegado a situarse en los primeros días de noviembre de 2007 por encima de los 92 dólares por barril, alcanzando su máximo histórico en términos nominales (véase gráfico 1).

A raíz de las experiencias de las décadas de 1970 y 1980, los precios del petróleo se consideran como una fuente importante de perturbación macroeconómica a nivel mundial. No obstante, un hecho destacado de los encarecimientos del crudo en el período más reciente es que su impacto sobre los niveles de precios y actividad en las diferentes economías del planeta ha sido limitado. Así, Hooker (2002) señala que las variaciones de precios del petróleo en Estados Unidos no tienen un efecto significativo desde 1981 sobre índices de precios de consumo que excluyan la energía. Blanchard y Galí (2007) analizan los países del G-7, excluyendo Canadá, y concluyen que el efecto sobre la inflación ha disminuido sustancialmente desde mediados de 1980. De Gregorio et ál. (2007) documentan una notable reducción de la traslación (*pass through*) de movimientos en el precio del crudo a precios de consumo, para un conjunto de 34 países industrializados y emergentes. Entre las posibles razones de este menor impacto se encuentran la ausencia de coincidencia temporal con perturbaciones de otra naturaleza —a diferencia de lo ocurrido en la década de los setenta, donde tuvieron lugar aumentos significativos de los precios de otras materias primas—, la mayor eficiencia energética en la actualidad, la importancia de los procesos de globalización, así como cambios en la estrategia y conducción de la política monetaria. Respecto a esta última, el conocimiento más preciso de los mecanismos de transmisión de las perturbaciones de oferta por parte de los bancos centrales, su creciente independencia y el firme compromiso con la estabilidad de precios han contribuido a anclar las expectativas de inflación de los agentes, lo que ha ayudado a reducir el impacto de las variaciones del precio del petróleo en las distintas economías. Además, en el período más reciente, la apreciación del euro frente al dólar ha propiciado un menor impacto del encarecimiento del petróleo para las economías europeas, si bien parte del aumento del precio del petróleo podría estar influido por la propia debilidad del dólar.

Este artículo se centra en ofrecer evidencia sobre los efectos y los canales de transmisión de las variaciones del precio del petróleo sobre el crecimiento de los precios de consumo españoles. Tras esta introducción, en el primer apartado se presentan los diferentes canales por los que se transmiten a la inflación las variaciones del precio del petróleo, pudiéndose distinguir entre efectos directos, efectos indirectos y los denominados *efectos de segunda vuelta*. Por último, el artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

## **Canales de transmisión de las variaciones del precio del petróleo**

La evolución de la cotización del petróleo en los mercados internacionales es relevante en los procesos de formación de precios, dado que es un factor empleado en la producción de bienes y servicios por parte de las empresas, especialmente en forma de productos derivados. Asimismo, estos productos suponen una parte importante del gasto en consumo final de los hogares. Estos factores motivan que la transmisión de las variaciones del precio del petróleo a los precios de consumo sea un proceso complejo, que resulta más sencillo de analizar abordando por separado los diversos canales de transmisión.



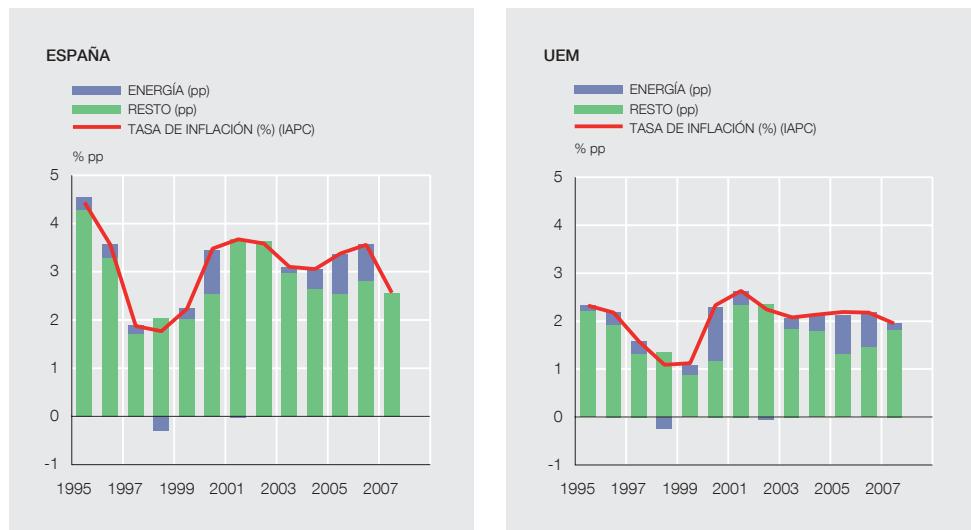
FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Dólares por barril. Medias anuales. En 2007 el dato corresponde a la media del período enero-noviembre.

En primer lugar, existe un efecto directo sobre los precios de consumo, en la medida en que variaciones del precio del petróleo se trasladan a los precios de sus derivados, como carburantes y combustibles de calefacción, incidiendo sobre el coste de la cesta de la compra. Esta transmisión es, generalmente, muy rápida. La repercusión sobre el IPC es mayor cuanto más elevada sea la proporción del gasto de las familias en estos productos respecto del gasto total.

Por otra parte, existe un efecto indirecto, dado que el petróleo y sus derivados se utilizan como *input* en diferentes procesos productivos. Así, los sectores que emplean tecnologías más intensivas en el uso del factor petróleo o de sus derivados se verán especialmente afectados por las variaciones de su precio, al modificarse en mayor medida los costes marginales de estas empresas. Este canal de transmisión tiene una velocidad de traslación considerablemente más lenta que el anterior y una intensidad que no es ajena a otros factores, como el grado de competencia de los mercados, la situación cíclica de la economía o el carácter transitorio o permanente que se espera que tenga la perturbación.

Estos efectos directos e indirectos se conocen generalmente como *efectos de primera vuelta*. Adicionalmente, las variaciones del precio del petróleo pueden provocar lo que se denomina *efectos de segunda vuelta*, en la medida en que las modificaciones de precios finales resultado de los efectos directos e indirectos pueden suponer revisiones de las expectativas de inflación de los agentes, que se pueden trasladar a los precios finales, bien directamente, o bien indirectamente mediante la negociación salarial. Por un lado, mayores expectativas de inflación pueden suponer aumentos de los precios de las empresas, en la medida en que estas intenten mantener su nivel de beneficios en términos reales. Por otro lado, si se materializan las modificaciones salariales, los costes laborales de las empresas varían, lo que generalmente repercute sobre sus precios de venta al público. Asimismo, en economías en las que están extendidas las cláusulas de indicación se produce un efecto adicional cuando estas se activan, lo que supone que el efecto sobre la inflación sea más persistente. En cualquier caso, los procesos de formación de expectativas de los agentes dependen de la credibilidad del banco central y de la respuesta esperada de la política económica ante perturbaciones. En concreto, la credibilidad del compromiso de los bancos centrales con la estabilidad de precios incide sobre el anclaje de las expectativas de inflación, de modo que las expectativas de los agentes pueden mantenerse estables si el banco central goza de la suficiente credibilidad.



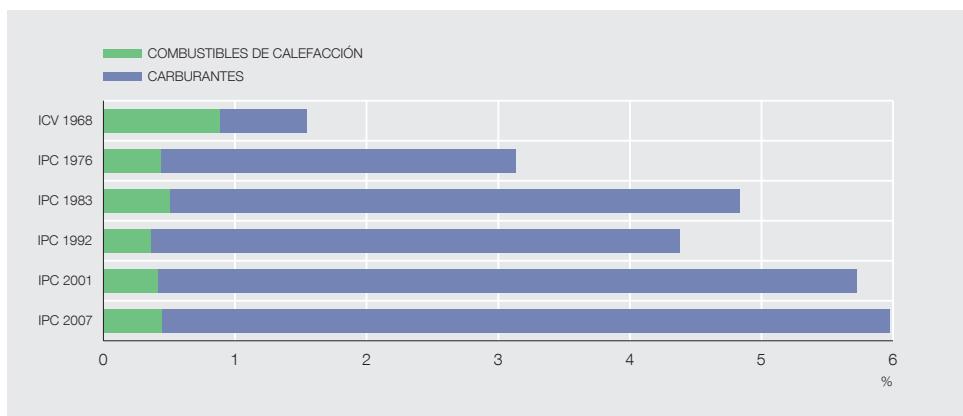
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

### **Efectos directos sobre la inflación**

El efecto directo de variaciones de los precios del petróleo sobre la inflación puede aproximarse observando la contribución de las variaciones de los precios energéticos al índice armonizado de precios de consumo (IAPC). Así, en el período de unión monetaria (1999-2007), la contribución media de estos productos al IAPC español ha sido de tres décimas, similar a la del conjunto de la UEM (véase gráfico 2), si bien en España se observa una mayor variabilidad. Los mayores incrementos de las tarifas eléctricas y del gas en otros países europeos se han visto compensados por una contribución algo más elevada en España de los precios de los productos energéticos más ligados al petróleo —combustibles y gasóleo de calefacción—.

Como se ha mencionado, el impacto directo del encarecimiento del petróleo sobre la inflación depende, entre otros factores, del peso de los productos derivados del petróleo en la estructura de consumo de los hogares. La ponderación en el IAPC español correspondiente a 2007 de los productos energéticos cuyos precios están más ligados al del petróleo es del 6%. La mayor ponderación corresponde a los combustibles de automoción (5,5%), siendo considerablemente menor la importancia de los combustibles de calefacción (0,5%). Esta ponderación es superior a la del conjunto de la UEM (5,2%), como consecuencia del menor peso relativo de los carburantes, mientras que los combustibles de calefacción (0,8%) tienen una mayor importancia en la UEM que en España, reflejo, entre otros factores, de la menor temperatura promedio en los países con las que compartimos moneda. En cualquier caso, cabe destacar que el consumo por parte de los hogares españoles de estos productos energéticos ha aumentado considerablemente en términos relativos respecto a los correspondientes a finales de la década de los sesenta —fundamentalmente, por el incremento del parque automovilístico—, lo que supone una mayor incidencia del impacto directo de las variaciones del precio del crudo. Así, el peso de los productos derivados del petróleo en el índice de coste de la vida base 1968 era del 1,5%, la cuarta parte que en la actualidad (véase gráfico 3). El creciente consumo de los productos energéticos más ligados al petróleo también se aprecia en el conjunto de la UEM. Así, en 1995 —primer año para el que se dispone de información— estos productos suponían el 4,3% del gasto, casi un punto porcentual por debajo de la cifra de 2007.

Un efecto adicional al derivado de la ponderación, que motiva un mayor impacto de las variaciones del precio del petróleo en España que en otros países europeos, es la diferente fiscalidad de los derivados del petróleo [véase Matea y Pérez (1999)]. Esta carga impositiva es, en general, menor en



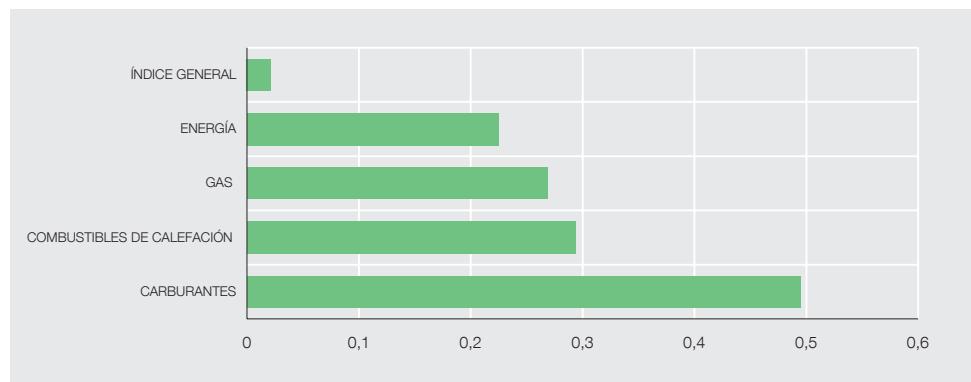
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

España, tanto en términos de impuestos específicos —que son de cuantía fija— como en términos del impuesto sobre el valor añadido —que es proporcional al precio de venta al público—. Así, en el promedio de 2006 los impuestos supusieron en España el 53,2% del precio de venta al público en el caso de la gasolina y el 45,5% en el caso del gasóleo de automoción, mientras que en la UE 15, excluyendo España, representaron 10 puntos porcentuales (pp) más; en concreto, un 63,2% y un 55,1%, respectivamente. Este hecho motiva que, ante una variación dada del coste de la materia prima, los precios de venta al público de los productos petrolíferos se modifiquen en mayor medida en España que en la UEM, por lo que estos precios muestran mayor variabilidad en España.

El impacto directo también se ve afectado por el grado de traslación (*pass-through*) de las variaciones del precio del crudo en los mercados internacionales a los precios de consumo de los combustibles, un proceso de complejidad notable. Así, se debe tener presente que existen diversos tipos de crudo, con diferentes características en términos de densidad y contenido de azufre, lo que incide sobre el porcentaje de productos destilados ligeros que se pueden obtener a partir de los mismos. Por otro lado, la industria del refino obtiene de forma conjunta los diferentes productos derivados con un margen de beneficio, que varía apreciablemente a lo largo del tiempo, y que responde a los cambios en las condiciones de oferta y demanda de estos productos. Asimismo, coexisten diferentes tecnologías de refino, que conllevan costes y cestas de productos derivados diferentes. Por último, los márgenes de beneficios de la distribución mayorista y minorista de estos productos fluctúan, entre otros motivos, con el grado de competencia de los mercados.

Una aproximación al complejo proceso mencionado anteriormente es realizar estimaciones económicas para obtener coeficientes de traslación de las variaciones del precio de un crudo de referencia sobre los precios de venta al público, generalmente bajo el supuesto de que estos coeficientes son constantes. En general, se observa que la transmisión es muy rápida, aunque incompleta. En conjunto, la elasticidad estimada del componente energético del IPC español respecto de las variaciones del precio del petróleo es de 0,2 (véase gráfico 4), es decir, un aumento del 10% del precio del petróleo termina suponiendo un incremento de 2 pp de su componente energético y, dado el peso de este en el total, de 2 décimas en el índice general. Por productos, la elasticidad total en el caso de los carburantes es de 0,5, lo que es coherente con el elevado peso de los impuestos indirectos en su precio final, y de 0,3 en el de los combustibles de calefacción<sup>1</sup>.

1. Las estimaciones se han realizado para el período comprendido entre marzo de 1999 y octubre de 2007 para carburantes y combustibles, y para gasóleo de calefacción. Estas variables dependen de las variaciones del precio del crudo tipo Brent del Mar del Norte en euros en el mes corriente y en el mes anterior.



FUENTE: Banco de España.

En el caso del gas natural y butano, cuyos precios se encuentran regulados, los efectos son desfasados, dadas las fórmulas de determinación de precios actualmente vigentes<sup>2</sup>, estimándose una elasticidad total, igualmente, de 0,3. En cuanto a la electricidad, debe tenerse en cuenta que su precio está regulado en España y no refleja directamente el coste de su producción, lo que explica que el precio del petróleo no resulte significativo en las estimaciones.

### **Efectos indirectos sobre la inflación**

El efecto indirecto sobre los precios de consumo resulta más difícil de cuantificar, por lo que resulta conveniente utilizar diferentes fuentes de información. Entre los bienes y servicios considerados en el IPC excluyendo la energía, los productos petrolíferos tienen especial relevancia como *inputs* en algunos servicios, especialmente los de transporte. Sin embargo, el carácter regulado de buena parte de los mismos dificulta estimar una relación entre variaciones del precio del petróleo y precios de consumo, al intervenir elementos adicionales en los procesos de formación de estos precios. En concreto, las variaciones de precios del transporte urbano vienen determinadas por las decisiones de las corporaciones locales, que generalmente revisan los precios una vez al año, prestando particular importancia a la inflación del año anterior. Por el contrario, las tarifas aéreas suelen reflejar el encarecimiento de los combustibles, si bien en los últimos años el aumento de la competencia en el sector —ligada a la proliferación de las líneas de bajo coste— ha contribuido a moderar la traslación del encarecimiento del queroseno. En cualquier caso, el peso del transporte aéreo en la cesta de consumo es solo del 0,3% del gasto total, por lo que su efecto sobre el IPC es, generalmente, reducido. Esta incidencia limitada concuerda con los resultados de las estimaciones de elasticidades a corto plazo de los principales componentes del índice de precios de consumo en España. Así, cuando se introduce el petróleo como variable explicativa en modelos de función de transferencia, del tipo de los presentados en Álvarez y Burriel (2005), para precios de los alimentos, los bienes industriales no energéticos y los servicios, no se encuentran efectos significativos de los precios del crudo. Estos resultados son similares a los que se obtienen en otros países de la Unión Monetaria, donde generalmente esta variable no es significativa y, cuando sí lo es, su impacto es muy reducido.

Estos resultados son igualmente coherentes con los obtenidos en la encuesta sobre determinación de precios realizada por el Banco de España a una amplia muestra de empresas españolas [Álvarez y Hernando (2007)]. Entre los aspectos contemplados en la encuesta, resul-

2. En la fórmula de determinación de precios del gas natural intervienen tanto la cotización del crudo como las cotizaciones de gasóleo y fuelóleo en los mercados internacionales. En el caso del gas butano, el vínculo con el petróleo es menos directo, ya que la fórmula considera cotizaciones de butano y propano en mercados internacionales. Las estimaciones se han realizado para el período entre enero de 2002 y octubre de 2007.

PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE CONSIDERAN  
QUE EL FACTOR ES RELEVANTE O MUY RELEVANTE  
PARA EXPLICAR VARIACIONES DE PRECIOS

CUADRO 1

	VARIACIONES DE PRECIOS	
	AUMENTOS DE PRECIOS	BAJADAS DE PRECIOS
Coste de materias primas no energéticas	72,6	51,7
Costes laborales	56,8	29,3
Precios de los competidores	52,1	57,2
Demanda	43,5	48,1
<b>Costes energéticos</b>	<b>35,3</b>	<b>23,1</b>
Costes financieros	19,4	13,4

FUENTE: Banco de España.

ta de interés analizar los factores que los empresarios consideran como desencadenantes de los cambios de precios. En la encuesta, las empresas valoraron la importancia de diversos factores como cambios de los costes, de la demanda o de los precios de los competidores, entre otros. Como se aprecia en el cuadro 1, los principales factores desencadenantes de las subidas de precios son los incrementos de precios de las materias primas no energéticas y de los costes laborales, mientras que los aumentos de costes energéticos ocupan el penúltimo lugar, y solo son considerados como relevantes o muy relevantes por el 35% de las empresas. Análogamente, entre los factores determinantes de las bajadas de precios, las reducciones de precios energéticos figuran en el penúltimo lugar, y son relevantes o muy relevantes solo para el 23% de las empresas, siendo los principales factores explicativos de las disminuciones de precios los precios de los competidores y los costes de las materias primas no energéticas. Como es razonable, en los sectores de producción y distribución de energía y transporte los costes de los productos energéticos son el principal factor explicativo de los aumentos de precios.

Una fuente alternativa de información es la tabla de destino de la economía española, que elabora el Instituto Nacional de Estadística, y que permite conocer la estructura de costes de las distintas ramas de actividad. En concreto, es posible separar los consumos intermedios de las distintas ramas en los correspondientes a petróleo y combustibles, otros costes energéticos y resto. Asimismo, ofrece información sobre los costes laborales, en términos de remuneración de asalariados. De acuerdo con la última tabla de destino disponible (véase cuadro 2), correspondiente a 2001, los costes asociados al petróleo y combustibles representan un porcentaje muy pequeño del total de costes de las principales ramas de actividad (inferior al 3% en todas ellas, con la salvedad de la rama energética). Con un mayor grado de detalle, la mayor importancia de los costes de compra de combustibles corresponden a la rama de refino de petróleo (77%), transporte (14%), energía eléctrica (14%), industria química (9%) y actividades pesqueras (6%). En el resto de ramas estos costes suponen menos de un 5% de sus costes totales. Estos resultados también serían coherentes con efectos indirectos limitados de los shocks del precio del petróleo.

La magnitud de los efectos derivados de cambios en el precio del petróleo depende, además, de la eficiencia e intensidad con las que se utilicen los productos petrolíferos. En este sentido, el desarrollo de tecnologías que usan el petróleo de forma más eficiente, unido a los cambios observados en la composición de la producción —en la que van ganando preponderancia sectores

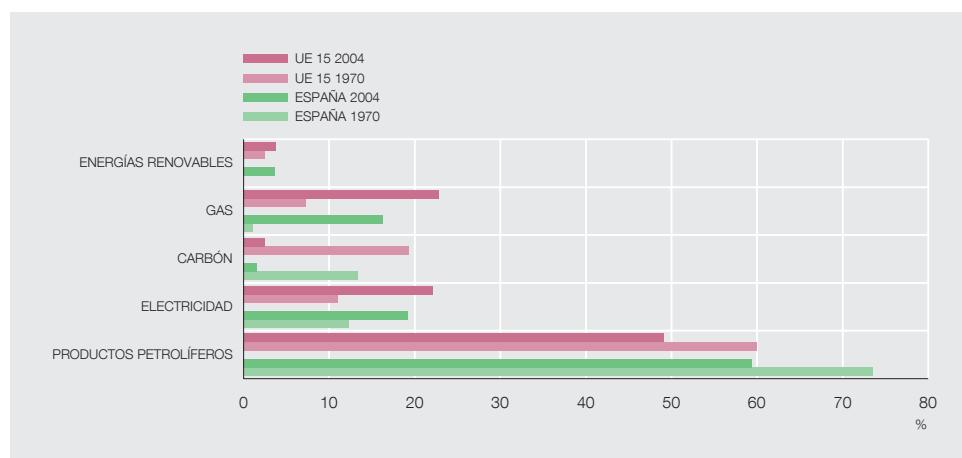
RAMAS		ESTRUCTURA DE COSTES (%)				
		COSTES DEL PETRÓLEO Y COMBUSTIBLES	OTROS COSTES ENERGÉTICOS	COSTES DE OTROS CONSUMOS INTERMEDIOS	REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS	TOTAL
RAMAS	Energía	37,0	19,6	32,4	10,9	100
	Agricultura	2,8	1,2	74,6	21,3	100
	Servicios de mercado	1,7	1,6	56,6	40,2	100
	Industria	1,1	1,9	77,3	19,7	100
	Servicios no de mercado	0,6	1,5	25,5	72,3	100
	Construcción	0,4	0,3	71,4	27,9	100
PRO MEMORIA (a)	Refino de petróleo	77,4	2,4	17,5	2,7	100
	Transporte	14,2	1,2	56,9	27,7	100
	Energía eléctrica	13,7	29,6	45,3	11,5	100
	Industria química	9,4	2,4	69,8	18,5	100
	Pesca	5,8	1,0	52,2	41,0	100

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Ramas en las que la participación de los costes del petróleo y combustibles en los costes totales es superior al 5%.

#### ESTRUCTURA DEL CONSUMO DE ENERGÍA FINAL

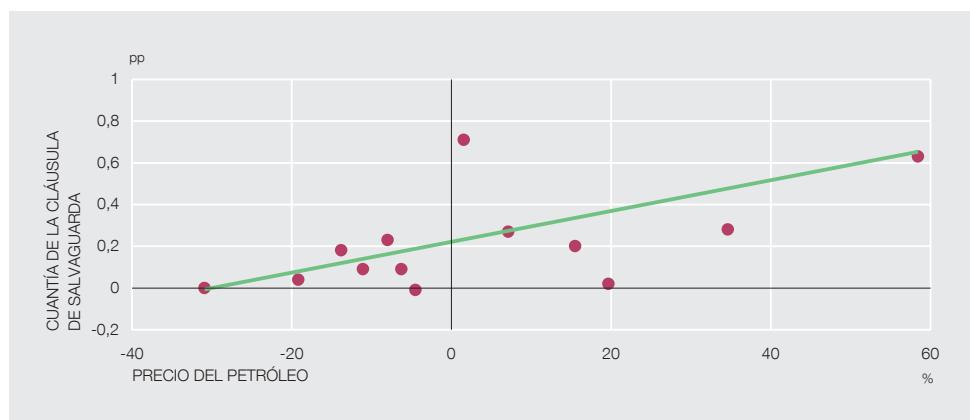
GRÁFICO 5



FUENTE: Agencia Internacional de la Energía.

poco intensivos en petróleo —, ha permitido reducir el consumo de productos petrolíferos por unidad de producto. En concreto, esta ratio era en España, en 2006, casi un 20% inferior a la de 1973. No obstante, la dependencia del petróleo<sup>3</sup> y de sus derivados continúa siendo superior en España a la que se observa en la mayoría de economías europeas, así como en otros países avanzados, como Estados Unidos o Japón. En cualquier caso, la comparación con los setenta también muestra una acusada reducción de la dependencia del petróleo tanto en España como en la Unión Europea (véase gráfico 5). En concreto, los productos petrolíferos supusieron en España en torno al 60% del consumo energético final en 2004, casi 15 puntos menos que en 1970, mientras que en la Unión Europea representó la mitad del consumo total en 2004, frente al 60% de la década de 1970. A pesar de esta menor dependencia del petróleo, este continúa siendo la fuente de energía más utilizada en España y en la mayoría de las economías desarrolladas.

3. Véase Jiménez y Torres (2005) para un análisis más detallado de la dependencia del petróleo.



FUENTE: Banco de España.

a. Datos anuales 1991-2006.

das. En 2004, otras fuentes energéticas finales relevantes en España fueron la electricidad (19,1%), el gas (16,3%), las energías renovables (3,6%) y el carbón (1,6%). Por otro lado, la creciente preocupación por los efectos del cambio climático está suponiendo un impulso —todavía muy limitado— a fuentes energéticas alternativas, lo que contribuirá presumiblemente a reducir la dependencia del petróleo y, por tanto, su impacto sobre la inflación.

### **Efectos de segunda vuelta**

Como se ha comentado con anterioridad, el impacto sobre la inflación de estos efectos directos e indirectos puede afectar a los procesos de formación de expectativas de los agentes, dando lugar a lo que se conoce como *efectos de segunda vuelta*, que podrían afectar especialmente a la dinámica salarial. En este sentido, en las últimas décadas la independencia de los bancos centrales y el establecimiento de políticas monetarias orientadas a la estabilidad de precios han contribuido —en un contexto en que la inflación se ha mantenido en valores moderados— a anclar las expectativas de inflación de los agentes en niveles reducidos. Así, la incidencia de las perturbaciones del precio del petróleo sobre las expectativas de inflación ha sido, hasta el momento, escasa.

En el caso de España, la negociación colectiva se ha enmarcado en los últimos años en los Acuerdos Interconfederados para la Negociación Colectiva, que han venido suscribiendo las distintas organizaciones empresariales y sindicales del país. Las tarifas salariales negociadas dentro de estos acuerdos apenas se han visto afectadas por variaciones en el precio del crudo, dado que la presencia de cláusulas de salvaguarda —que se activan cuando la inflación, cualquiera que sea su razón, excede la tasa tomada como referencia en el convenio— ha permitido una moderación de los incrementos salariales acordados inicialmente. Sin embargo, los aumentos de la inflación ocasionados por el encarecimiento del petróleo si se han trasladado con posterioridad a los costes laborales, en la medida en que han activado las cláusulas de salvaguarda de una parte significativa de los convenios colectivos (véase gráfico 6). La generalización de estas cláusulas implica, por tanto, que las remuneraciones salariales terminan incorporando el efecto de *shocks* sobre los precios de naturaleza transitoria, dificultando el necesario ajuste de la economía ante estas perturbaciones.

### **Conclusiones**

En los últimos años se ha observado un impacto relativamente limitado sobre los precios de consumo a nivel mundial de los incrementos del precio del petróleo, que no ha sido ajeno a la ausencia de perturbaciones alcistas de otra naturaleza, la mayor eficiencia energética, la im-

portancia de los procesos de globalización o los cambios en la estrategia y conducción de la política monetaria. El firme compromiso de los bancos centrales con la estabilidad de precios —en un contexto en que la inflación se ha mantenido en valores moderados— ha contribuido a anclar las expectativas de inflación de los agentes, lo que ha ayudado a mitigar el impacto de las variaciones del precio del petróleo en las distintas economías. No obstante, esto no supone que esta variable haya dejado de ser una fuente potencialmente importante de perturbación macroeconómica. En este sentido, el encarecimiento del crudo en 2007 ha sido muy acusado y su contribución al incremento de los precios de consumo muy elevada y, además, no son descartables efectos de umbral, de modo que, a partir de un determinado nivel, la incidencia del encarecimiento del crudo sobre la inflación puede ser proporcionalmente mayor. El acusado incremento de los precios de algunas materias primas alimenticias en los mercados internacionales en meses recientes, que ya se ha trasladado a los precios de venta al público, podría aumentar, asimismo, el riesgo de revisiones al alza de las expectativas de inflación.

Algunas economías, como la española, presentan, además, algunos rasgos particulares, que exigen un mayor grado de vigilancia sobre el impacto del encarecimiento del crudo sobre la tasa de variación del IPC. Así, en España el consumo de productos petrolíferos representa un porcentaje más elevado del gasto total de los hogares que en otros países de nuestro entorno, con un aumento sustancial en los últimos años de la importancia relativa de estos gastos de la mano del incremento del parque automovilístico por habitante. Por otro lado, el menor peso en nuestro país de los impuestos indirectos en los precios de venta al público de los combustibles respecto a otras economías motiva que el impacto relativo de las variaciones del precio del crudo sobre la inflación —y, por tanto, la variabilidad de esta— sea mayor, por lo que en momentos como el actual, de encarecimiento del petróleo, los precios de consumo españoles registran mayores presiones alcistas. Asimismo, la mayor dependencia del petróleo de la economía española supone que los efectos indirectos sobre el IPC sean más pronunciados. Finalmente, la existencia de cláusulas de salvaguarda —un rasgo prácticamente inexistente en otros países— conduce a que perturbaciones de naturaleza transitoria como esta puedan dar lugar a que los aumentos de la tasa de inflación sean más persistentes.

14.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., y P. BURRIEL (2005). «La dinámica de los precios», en Servicio de Estudios del Banco de España, *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2007). «The Pricing Behavior of Spanish Firms», en S. Fabiani, C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (eds.), *Pricing Decisions in the Euro Area: How Firms Set Prices and Why*, Oxford University Press.
- BLANCHARD, O., y J. GALÍ (2007). *The macroeconomic effects of oil price shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?*, Working Paper n.º 07-21, MIT Department of Economics.
- DE GREGORIO, J., O. LANDERRETCHÉ y C. NEILSON (2007). *Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation*, Working Papers Central Bank of Chile 417.
- HOOKER, M. (2002). «Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime», *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, 2, pp. 540-561.
- JIMÉNEZ, N., y X. TORRES (2005). «La dependencia del petróleo de la economía española y de la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MATEA, M.ª LL., y M. PÉREZ (1999). «Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

## LA TITULACIÓN EN ESPAÑA: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

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

### **Introducción**

Uno de los desarrollos más relevantes en el sistema financiero internacional en los últimos años ha sido el notable dinamismo de la titulización. Estas operaciones consisten en la transformación de un conjunto de activos —típicamente poco líquidos, como los préstamos— en valores negociables. El mecanismo que se utiliza para ello es la transferencia de los activos a un fondo, que financia sus adquisiciones mediante la emisión de títulos<sup>1</sup>.

El auge de estos mercados ha dado lugar en algunas áreas, como, por ejemplo, en Estados Unidos, a una cierta transformación del negocio de los bancos desde el modelo tradicional de intermediación hacia otro en el que los créditos concedidos se transmiten en su mayoría a terceros, que son quienes terminan asumiendo los riesgos del préstamo (modelo al que se le denomina *generate-to-distribute*). Precisamente, la relevancia de esta operativa ha desempeñado un papel determinante en el episodio de turbulencias financieras que se inició el pasado verano.

En España, la titulización se ha expandido a un ritmo incluso superior al de otros países desarrollados, de modo que nuestra economía se ha llegado a convertir en una de las principales emisoras de este tipo de valores en Europa. Sin embargo, estas transacciones presentan algunas características idiosincrásicas que las distinguen de las realizadas en otras áreas. Así, por ejemplo, en el caso español el avance de esta operativa ha sido compatible con el modelo bancario tradicional, por el cual las entidades de crédito mantienen los riesgos asociados a los préstamos de su cartera.

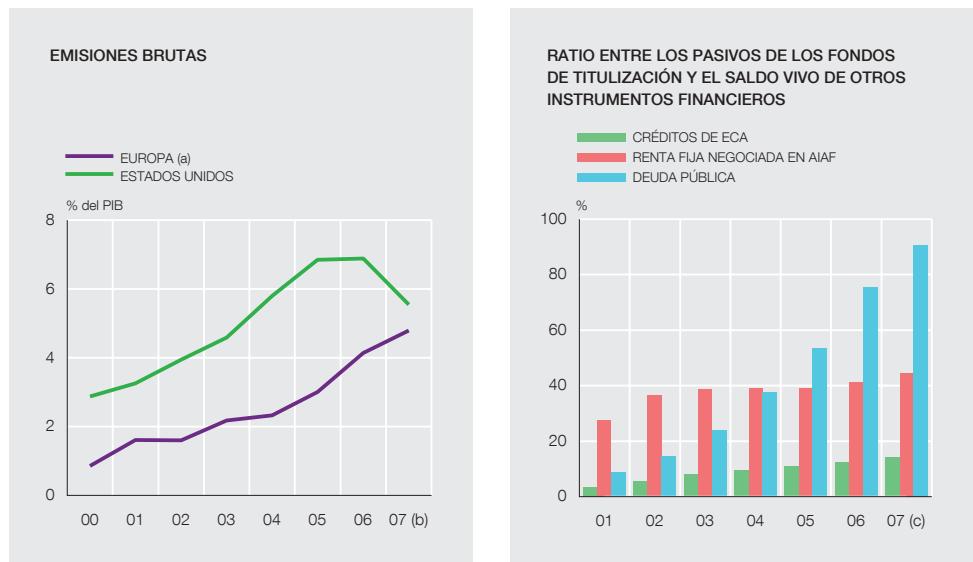
Este artículo revisa el papel desempeñado por la titulización en el desarrollo del sistema financiero español durante la presente década. Con este fin, la siguiente sección resume la evolución reciente de la actividad asociada a estos instrumentos y analiza los principales factores que han favorecido su expansión, tanto en España como en otros países desarrollados. En la tercera sección se describen las características más relevantes de esta operativa en nuestra economía, prestando especial atención a los rasgos diferenciadores con respecto a otras áreas. Finalmente, en el último apartado se extraen algunas conclusiones.

### **Evolución reciente de los mercados de titulización**

Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 1, durante los últimos años el volumen, en relación con el PIB, de las emisiones asociadas a la titulización de activos ha experimentado un notable dinamismo, tanto en Europa como en Estados Unidos. Las cifras de 2007, que cubren hasta el tercer trimestre, muestran un crecimiento positivo de esta ratio, en términos acumulados de doce meses, en comparación con 2006. Esto recoge sobre todo la evolución expansiva de la primera parte del ejercicio, ya que las turbulencias financieras que se iniciaron durante el pasado verano han tenido un impacto acusado en estos mercados, que se ha reflejado en una reducción de la liquidez de los instrumentos negociados, en una ampliación de los diferenciales de rentabilidad y en una contracción de la actividad.

En España, el avance de la titulización ha sido también intenso. Así, entre 2000 y 2007<sup>2</sup> el volumen anual de emisiones brutas se ha multiplicado por más de 15, hasta llegar a los 124 mm

1. Una actividad similar es la emisión de títulos respaldados por la cartera de préstamos de una entidad (cédulas hipotecarias en el caso español). Sin embargo, a diferencia de la titulización, los activos no se transfieren a un fondo. En este artículo no se consideran estas emisiones, en las que no hay transferencia del activo. 2. Las cifras de 2007 se refieren al mes de septiembre y, en el caso de las emisiones, recogen el volumen acumulado hasta esa fecha en los últimos doce meses.



FUENTES: European Securitisation Forum, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

a. Incluida España. Recoge el PIB de la UE 25, aunque los datos de titulizaciones incluyen algunos países no UE.

b. Emisiones desde el tercer trimestre de 2006 al tercer trimestre de 2007.

c. Datos de junio.

de euros; y el saldo vivo de estos instrumentos lo ha hecho por más de 17, hasta alcanzar los 307 mm de euros. El dinamismo experimentado por estas operaciones en el mercado español ha elevado su tamaño relativo, de modo que ha pasado a ser uno de los principales emisores de este tipo de valores. Así, de acuerdo con los datos del European Securitisation Forum, entre el primer y el tercer trimestre de 2007 el 15% del volumen de emisiones europeas se originó en nuestro país (véase cuadro 1). En términos de saldos vivos, el peso relativo de nuestros títulos se situaba el pasado septiembre en el 13%, cifra que está lejos todavía de la del primer emisor, el Reino Unido (37%)<sup>3</sup>.

En comparación con otros activos financieros, el avance de estos instrumentos en España ha sido también destacado. Así, en junio de 2007 el saldo vivo de las emisiones de titulización representaba el 14% de la cartera crediticia de las entidades españolas (frente al 3% en 2001), el 44% de los valores admitidos a negociación en AIAF (28% en 2001) y el 91% (9% en 2001) de la deuda pública (véase el panel derecho del gráfico 1).

La expansión de la titulización de activos durante los últimos años en los sistemas financieros de los países desarrollados se ha visto impulsada por la confluencia de diversos factores que han potenciado tanto su oferta como su demanda. Desde el punto de vista de las instituciones originadoras, estos instrumentos resultan atractivos, ya que permiten transferir a terceros una parte de los riesgos de su cartera, lo que facilita la gestión de estos y se traduce en unas menores necesidades de mantener capital<sup>4</sup>. También es posible utilizar estos productos como un mecanismo de financiación, de modo que la entidad originadora retiene el grueso de los riesgos de los activos transferidos. Esto lo puede hacer, por ejemplo, adquiriendo un compromiso frente al fondo para asumir las primeras pérdidas en caso de impago en los créditos ti-

3. Una gran parte de las titulizaciones emitidas en el Reino Unido corresponde a entidades extranjeras que optan por realizarlas allí para aprovechar las ventajas que ofrece Londres como centro financiero internacional. 4. Las entidades crediticias deben mantener un nivel mínimo de capital en función de los riesgos de su cartera.

Paises	En % del total	
	Saldos vivos III TR 2007	Emisiones brutas ENE-SEP 2007 (a)
Reino Unido	37,2	51,6
España	13,1	15,1
Holanda	9,9	9,3
Italia	8,9	8,0
Alemania	5,6	4,5
Portugal	2,2	2,6
Irlanda	1,4	2,8
Resto de Europa	4,8	4,4
Multinacional (b)	16,8	1,7

FUENTE: European Securitisation Forum.

- a. No incluye CDO.  
b. Emisiones que combinan activos subyacentes de varios países.

tulizados. En este caso, la principal motivación de estas operaciones es la obtención de fondos, y no tanto el ahorro de recursos propios<sup>5</sup>.

Desde el punto de vista de la demanda, estos instrumentos también resultan atractivos, porque amplían el conjunto de activos disponibles. Así, la emisión de títulos asociada a una operación de titulización generalmente se realiza mediante la puesta en circulación de distintos tramos que se distinguen en el orden de prelación en caso de impago de los activos titulizados, de modo que los inversores disponen de un amplio abanico de combinaciones de rentabilidad-riesgo. En un contexto de tipos de interés reducidos, algunos agentes han podido ver los bonos de titulización como una alternativa de inversión interesante, ya que ofrece una rentabilidad más elevada que la deuda pública a cambio de asumir algo más de riesgo. Por otro lado, el desarrollo de la inversión colectiva ha facilitado la venta de estos productos financieros, que revisten un mayor grado de complejidad. Por último, en el mercado europeo la posibilidad de que puedan ser utilizados como garantías en las operaciones de financiación con el Eurosistema ha favorecido también su incorporación a las carteras de las entidades de crédito.

Junto a estos factores, las reformas de la normativa acometidas en diversos países han desempeñado un papel fundamental en la expansión de los mercados de titulización, especialmente en el caso de las economías europeas continentales que contaban con un menor desarrollo de estos instrumentos. En líneas generales, los cambios regulatorios han ido ampliando el conjunto de activos subyacentes y han introducido mayor flexibilidad.

En el caso español, el proceso de reformas, que ha revestido un carácter gradual, ha eliminado sucesivamente diversas trabas existentes para el desarrollo de estos productos. El hito más significativo fue la aprobación del Real Decreto 926/199, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras ampliando sustancialmente la gama de

5. En algunos casos, dependiendo de la normativa vigente en los países, esta última modalidad de titulizaciones puede utilizarse también como un medio para obtener un ahorro de recursos propios exigibles. A esta operativa se la denomina habitualmente «arbitraje regulador».

instrumentos financieros susceptibles de entrar en esquemas de titulización. Reformas posteriores han extendido aún más el conjunto de activos subyacentes<sup>6</sup>.

Aunque estos desarrollos normativos sentaron las bases para la expansión de este mercado en España, el principal factor de oferta que contribuyó a su dinamismo fue que las entidades de crédito vieron en estos productos un mecanismo ideal para cubrir la brecha entre el crecimiento del crédito y el de los depósitos, ya que estos instrumentos contaban con algunas ventajas frente a otros alternativos. Así, a diferencia del recurso al mercado interbancario, las emisiones de titulización permiten captar fondos a largo plazo, lo que limita los riesgos de refinanciación. Por otra parte, en comparación con los bonos convencionales, el coste de financiación era más reducido, lo que refleja tanto las mejoras crediticias que incorporan como la elevada calidad de los activos subyacentes.

De este modo, el principal objetivo del recurso de las entidades españolas a estos mercados ha sido la búsqueda de fuentes de financiación del crédito, lo que explica algunas de las características de las operaciones, que se comentan en la siguiente sección. Hay que tener en cuenta, además, que la regulación española sobre provisiones es especialmente exigente, obligando a las entidades que transferían los créditos, pero continuaban soportando una parte sustancial de los riesgos asociados<sup>7</sup>, a provisionar como si no se hubiera titulado el préstamo.

#### **Principales características de la titulización en España**

En el cuadro 2 se recoge la evolución entre 2000 y 2006 del volumen de emisiones brutas y de los saldos vivos de los valores generados como consecuencia de las operaciones de titulización, y su desglose según el tipo de activo subyacente. Una de las características que se aprecian es el claro protagonismo de las operaciones originadas por las entidades de crédito que, en términos de saldos, explicaban a finales de 2006 más del 99% del total, del cual un 55% correspondía a las cajas de ahorro y un 34% a los bancos.

A diferencia de lo que ha ocurrido en otros sistemas financieros, y particularmente en el estadounidense, las entidades españolas han retenido el grueso de los riesgos asociados a las titulizaciones, lo que seguramente se explica por el hecho de que estas perseguían la captación de fondos. Así, desde la entrada en vigor de la CBE 4/2004, que endureció los criterios para sacar del balance los activos titulizados, exigiendo para ello que se produjera una transferencia sustancial de todos los riesgos y beneficios asociados a los mismos<sup>8</sup>, tan solo se ha dado de baja del activo un 5% del volumen de las operaciones. En el 95% restante, pues, los riesgos transferidos a terceros han sido mínimos. Como consecuencia de ello, el porcentaje del saldo vivo que representan los activos dados de baja del balance ha experimentado una pauta decreciente, hasta situarse a finales de 2006 por debajo del 24% (véase cuadro 2).

Las entidades han utilizado distintos mecanismos para retener los riesgos de los activos titulizados, como, por ejemplo, la utilización de líneas de crédito subordinadas por las propias instituciones originadoras o la suscripción de los tramos de los bonos emitidos que asumen las primeras pérdidas.

Otro rasgo diferencial de los esquemas de titulización españoles es el predominio, dentro de los activos subyacentes, de los préstamos vinculados al mercado hipotecario, los cuales re-

---

**6.** Para un mayor detalle de la regulación de estos productos, véanse García-Vaquero (2003) y Losada (2006). **7.** Por ejemplo, comprometiéndose a hacerse cargo de las primeras pérdidas en caso de impago de los préstamos. **8.** Para una explicación más detallada del impacto sobre las titulizaciones de la CBE 4/2004, véanse Fuentes (2005) y Pérez (2006).

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>A) EMISIÓN DE VALORES (a)</b>							
TOTAL (MILLONES DE EUROS)	8.175	12.188	22.564	36.157	52.510	68.904	93.801
En % del total:							
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE BONOS:	89,4	59,5	75,6	67,5	61,7	63,8	68,4
Préstamos hipotecarios a personas físicas	41,6	53,1	23,0	32,7	27,5	34,1	36,1
Préstamos a PYME	18,8	4,5	13,8	17,3	16,7	9,5	13,6
Resto	29,0	1,9	38,8	17,5	17,5	20,2	18,7
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE PAGARÉS	10,6	3,2	7,6	-2,0	2,3	-1,9	1,0
PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO	0,0	37,3	16,8	33,7	35,6	37,9	29,5
ACTIVOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS	0,0	0,0	0,0	0,8	0,5	0,2	1,1
Pro memoria:							
Total activos con garantía hipotecaria (b)	43,8	53,7	56,2	57,7	48,2	50,6	51,8
Total financiación al mercado hipotecario (c)	43,8	91,0	74,5	87,5	83,6	85,9	79,4
<b>B) SALDOS VIVOS</b>							
TOTAL (MILLONES DE EUROS)	17.810	27.448	46.552	76.628	120.443	173.592	243.163
En % del total:							
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE BONOS:	88,9	74,8	73,3	68,4	62,8	59,3	59,3
Préstamos hipotecarios a personas físicas	67,7	60,1	53,4	48,7	41,6	40,3	38,7
Préstamos a PYME	8,2	6,6	9,8	12,7	14,2	11,7	11,5
Resto	13,0	8,1	10,2	7,0	6,9	7,4	9,1
ACTIVOS DE EC, EMISIÓN DE PAGARÉS	11,1	8,6	8,8	4,4	4,2	2,5	2,2
PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO	0,0	16,6	17,9	26,8	32,6	37,8	38,4
ACTIVOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,2
Pro memoria:							
Total activos con garantía hipotecaria (b)	68,7	61,0	57,4	55,8	50,7	48,0	46,5
Total financiación al mercado hipotecario (c)	68,7	77,6	75,9	80,8	82,1	84,0	82,8
Mantenidos en balance (d)	0,0	0,0	0,4	2,3	42,5	63,3	76,2
Dados de baja en el balance (d)	100,0	100,0	99,6	97,7	57,5	36,8	23,8

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y Banco de España.

a. Emisiones brutas, excepto en el caso de los pagarés, que son netas, ya que los activos titulizados son a plazos muy cortos y el volumen de emisión anual muy elevado, lo que distorsionaría las cifras.

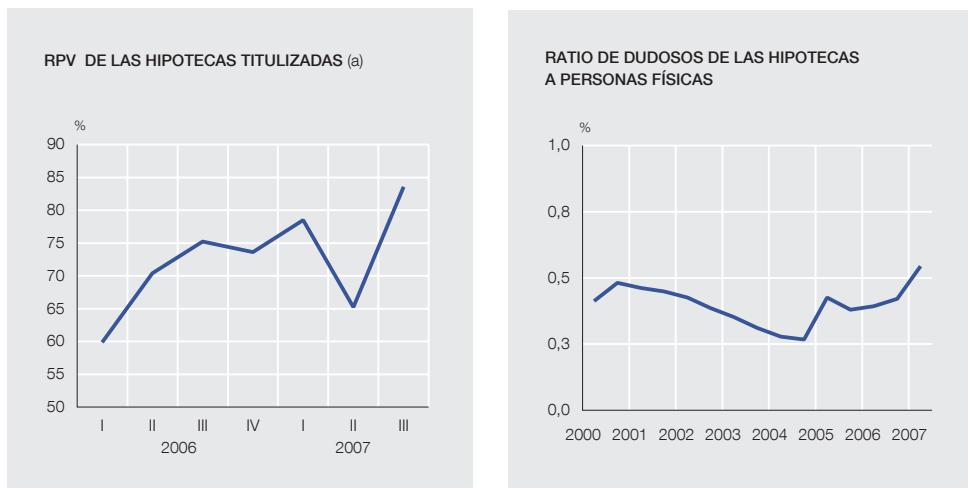
b. Suma de hipotecarios más los préstamos con garantía hipotecaria en las categorías restantes.

c. Suma de titulizaciones con activos de garantía hipotecaria y la parte de cédulas hipotecarias de las de pasivo.

d. Los porcentajes están calculados sobre el total de activos de entidades de crédito que son transferidos mediante operaciones de titulización. No se incluyen las titulizaciones de pasivos.

presentaban a finales de 2006 el 83% del saldo total (véase cuadro 2), frente al 48% observado en el resto de los países europeos<sup>9</sup>. Por el contrario, el peso de los préstamos a pequeñas y medianas empresas y de activos no comunes era sustancialmente más reducido en nuestro país. Además, en España se ha desarrollado una operativa, en la que, en lugar de créditos, se transfieren al fondo de titulización cédulas hipotecarias, que son valores emitidos por las propias entidades que cuentan con la garantía tanto de la cartera de hipotecas del emisor como del resto de sus activos. Este mecanismo es utilizado, generalmente, por cajas de ahorros de mediana dimensión que pueden agrupar indirectamente sus créditos en un fondo común y alcanzar así los volúmenes mínimos necesarios para participar en estos mercados<sup>10</sup>. Este tipo de subyacente tenía, al cierre de 2006, un peso del 36% del saldo total<sup>11</sup>.

**9.** Datos de European Securitisation Forum. **10.** Las cajas de ahorros eran, a finales de 2006, originadoras de más del 85% del saldo total de las titulizaciones de cédulas hipotecarias. **11.** Además de cédulas hipotecarias, algunas entidades transfieren a los fondos de titulización otros pasivos, como, por ejemplo, bonos de tesorería o bonos subordinados. El peso relativo de estos subyacentes es, sin embargo, muy reducido (2% a finales de 2006).



FUENTE: Banco de España.

a. Porcentaje del préstamo sobre el valor de la garantía.

El desarrollo de esta última tipología ha contribuido, por tanto, a extender el uso de la titulización entre un conjunto más amplio de entidades, lo que se ha reflejado en un descenso en el grado de concentración de la actividad por instituciones originadoras. Así, el saldo vivo de las emisiones correspondientes a las cinco más activas representaba en 2006 alrededor del 30% del total, cuando esta misma proporción era cercana al 40% en 2003 y al 65% en el 2000.

Otro rasgo destacable de los programas españoles es la elevada calidad de los valores emitidos, que se deriva, en primer lugar, del reducido riesgo de los activos subyacentes. Así, como se ha comentado anteriormente, una proporción muy alta de estos está vinculada al mercado hipotecario, cuyo riesgo es generalmente menor que el de otro tipo de préstamos, ya que cuentan con una garantía. En este sentido, resulta reseñable, además, que, tal como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2, la relación préstamo-valor de las hipotecas titulizadas, a pesar de su reciente repunte, es todavía inferior al 85%. Por otra parte, en el caso de las hipotecas concedidas a personas físicas, que es el principal activo titulado, la proporción de impagos suele ser inferior a la del resto de créditos. En concreto, como se aprecia en el panel derecho del gráfico 2, la ratio de morosidad de estos préstamos se sitúa actualmente en valores muy bajos (en torno al 0,5%). El hecho de que en España el grueso de los riesgos ha sido retenido por las entidades originadoras es seguramente uno de los elementos que ha contribuido a preservar la calidad crediticia de los activos titulizados, en la medida en que se han mantenido los incentivos adecuados para seguir una política rigurosa de concesión de créditos.

La calidad de los valores emitidos se ve reforzada, además, por las mejoras crediticias que introducen las entidades originadoras a través de los mecanismos que se han descrito anteriormente. De este modo, la probabilidad de impago de los tramos de mayor calificación, que, como se verá más adelante, representan el grueso de las colocaciones en los mercados, es bastante reducida.

La elevada calidad crediticia de los valores se refleja, lógicamente, en las calificaciones otorgadas por las agencias. Así, tal como se observa en el cuadro 3, un 95% del volumen de las emisiones españolas realizadas en 2006 contaba con la máxima calificación (AAA), y casi el

Emisiones realizadas en 2006	% del volumen				
	Del cual				
	Total	AAA	AA+/A-	BBB+/B-	Menos de B-
Entidades de crédito residentes	26,6	24,2	1,2	0,7	0,5
Otras instituciones financieras residentes	6,7	6,4	0,2	0,2	0,0
Otros sectores residentes	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL MERCADO ESPAÑOL</b>	<b>33,7</b>	<b>30,9</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>
 Instituciones financieras no residentes	 63,0	 61,2	 1,2	 0,6	 0,0
Resto	3,3	3,1	0,1	0,1	0,0
<b>TOTAL MERCADO EXTRANJERO</b>	<b>66,3</b>	<b>64,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>
 <b>TOTAL EMISIÓNES ESPAÑOLAS</b>	 <b>100,0</b>	 <b>95,1</b>	 <b>2,7</b>	 <b>1,6</b>	 <b>0,5</b>
 Pro memoria:					
<b>TOTAL EMISIÓNES EUROPEAS (a)</b>	<b>100,0</b>	<b>79,3</b>	<b>11,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,6</b>

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y European Securitisation Forum.

a. Incluye España.

98% era superior a BBB+, siendo los correspondientes porcentajes, para el conjunto de las originadas por entidades europeas, del 79% y del 91%, respectivamente.

En el cuadro 3 se puede observar también la distribución de las emisiones realizadas en 2006 según el sector tenedor. Resulta destacable el elevado peso de los no residentes, quienes adquirieron en dicho ejercicio más del 66% del volumen de estas operaciones. La importancia relativa de estos agentes es incluso superior dentro de las referencias de mayor calidad crediticia (cerca del 68%) o en términos de saldos vivos (81% a finales de 2006). Por otra parte, la clasificación por tipo de inversor pone de manifiesto el predominio de las instituciones financieras, tanto españolas como del resto del mundo.

Otra característica de los bonos de titulización españoles es que se emiten a plazos muy largos (actualmente, la vida media residual de estos valores se sitúa por encima de los 20 años<sup>12</sup>), que generalmente coinciden con los de los activos titulizados, lo que limita los riesgos de refinanciación. Básicamente, los pagos periódicos que realiza el fondo a los tenedores de estos valores replican el mismo perfil temporal de los flujos asociados a la cartera subyacente.

Finalmente, las emisiones de titulización españolas presentan un menor grado de complejidad en comparación con las que se han desarrollado en otros sistemas financieros. Así, por lo general, en los esquemas contractuales utilizados interviene un reducido número de agentes, ya que, en su gran mayoría, los activos titulizados son préstamos cuya gestión sigue en manos de las entidades originadoras, que son, a su vez, las que aportan las garantías para mejorar la calificación crediticia de la operación. Por el contrario, en otro tipo de transacciones, como, por ejemplo, las basadas en activos empresariales o en flujos futuros de ingresos, la gestión no está completamente controlada por la entidad originadora y habitualmente, debido a sus

**12.** Los bonos de titulización generalmente se van amortizando a lo largo de su vida en función de las amortizaciones regulares y extraordinarias de la cartera de préstamos subyacentes. El dato de vida media residual se ha obtenido como un promedio, ponderado por saldos vivos, del plazo hasta el vencimiento final de cada uno de los valores emitidos.

mayores riesgos, las garantías aportadas para mejorar la calificación de los bonos se distribuyen entre un mayor número de intermediarios.

La mayor sencillez de las estructuras de titulización españolas, con la intervención de un menor número de agentes e instrumentadas, por lo general, bajo la regulación de un único país, implica que estos activos son más fáciles de valorar, al tiempo que limita algunos de los riesgos asociados a esta actividad, como el de contraparte (derivado del posible incumplimiento de las obligaciones asumidas por una de las partes), el reputacional (por el posible daño para la imagen de una entidad causado por actuaciones de terceros que intervienen en la transacción) o el legal (que resulta de posibles problemas en la interpretación o ejecución de los contratos y de la normativa que regula la operación).

### **Conclusiones**

En los últimos años se ha producido un auge significativo de los mercados de titulización de activos, tanto en España como en otros países desarrollados. Las entidades españolas han utilizado estos productos como un mecanismo para cubrir la brecha entre el crecimiento del crédito y el de los depósitos. Esta fuente de fondos ha resultado menos costosa que la de los bonos convencionales, dada la elevada calidad de los valores procedentes de la titulización, y ha implicado un menor riesgo de refinanciación que el recurso a la financiación interbancaria, donde las operaciones suelen ser a horizontes reducidos, ya que las emisiones se realizan a plazos muy largos.

A diferencia de las titulizaciones realizadas en otros países, y en particular en Estados Unidos, en España las entidades han retenido el grueso de los riesgos de los activos transferidos, de modo que se han mantenido los incentivos adecuados para seguir una política rigurosa de concesión de créditos, lo que ha contribuido a preservar la calidad de los préstamos de su cartera y, por extensión, la de los activos emitidos por los fondos de titulización a partir de la misma.

Las turbulencias que se iniciaron el pasado verano asociadas al repunte de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos han generado tensiones en los mercados de titulización a nivel mundial, que se han traducido en una mayor dificultad para obtener recursos en los mismos. Es pronto aún para valorar adecuadamente cuál será el verdadero alcance de estas tensiones y cuáles serán sus repercusiones sobre cada tipo de activo. En todo caso, parece claro que, cuanto más se prolongue este episodio, más difícil resultará recuperar el dinamismo mostrado por estos instrumentos en los últimos años.

17.12.2007.

### **BIBLIOGRAFÍA**

- FUENTES, I. (2005). «Una primera evaluación del posible impacto de la nueva regulación contable y de recursos propios sobre el negocio hipotecario», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2003). «La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- LOSADA, R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*, Monografía n.º 14, octubre, Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- PÉREZ, D. (2006). «Impacto de la Circular Contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas», *Notas de Estabilidad Financiera*, n.º 4, mayo, Banco de España.

LA DEMANDA DE IMPORTACIONES DE BIENES INTRA-UEM Y EXTRA-UEM

Este artículo ha sido elaborado por Noelia Jiménez Magán, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### ***Introducción: la importancia relativa de las importaciones de la UEM***

Desde comienzos de los años noventa, las compras de la UEM a otras regiones del mundo han aumentado progresivamente, en un contexto caracterizado por los procesos de globalización y liberalización del comercio mundial. El incremento del peso de las compras al exterior en los países de la zona del euro modifica de forma singular la importancia relativa de los factores internos y externos que determinan su evolución económica, en general, y su inflación, en particular. Así, la mayor interrelación con el exterior hace que la UEM sea más sensible a perturbaciones externas, a la vez que actúa como elemento compensador de shocks internos. Por ejemplo, ante una perturbación de demanda en un determinado país, el impacto sobre el empleo, la producción o la inflación nacionales será más reducido, debido a que parte de sus efectos recaerá sobre las compras al exterior. Por otro lado, el mayor protagonismo de las importaciones en la economía aumenta el peso relativo de los determinantes externos de la tasa de inflación, a través tanto del impacto directo que estas tienen sobre el índice agregado como del efecto indirecto que pueden ejercer sobre otros componentes del índice<sup>1</sup>. En consecuencia, la evolución del entorno internacional y el comercio exterior, incluyendo las importaciones, son objeto de particular atención por parte de las autoridades monetarias a la hora de evaluar los riesgos inflacionistas en la UEM. De hecho, en los últimos años tanto el Banco Central Europeo como la Comisión Europea han analizado los flujos de las compras al exterior de la UEM a partir de la estimación de ecuaciones de demanda.

En este contexto, el objetivo de este artículo es doble. Por un lado, completa estudios anteriores ofreciendo unas ecuaciones de demanda de importaciones en las que se distingue entre las procedentes de otros países del área y las que tienen su origen fuera de esta. Por otro, aporta evidencia sobre un posible cambio estructural en esas ecuaciones a partir de los primeros años 2000, que podría estar asociado con el fenómeno de la globalización. Más concretamente, en la siguiente sección se describe la evolución reciente de los volúmenes y de los precios de las importaciones, distinguiendo por su origen; a continuación, se presentan las estimaciones de las ecuaciones de importaciones con datos hasta 2002 y se comparan los resultados con los obtenidos en otros estudios previos similares; más tarde se analiza la posibilidad de que en los últimos años se haya producido un cambio estructural en estas relaciones; y, finalmente, se destacan las principales conclusiones.

### ***La evolución de las importaciones intra-UEM y extra-UEM***

Desde comienzos de los años noventa, el peso de las importaciones en la demanda final de la UEM ha ido aumentando progresivamente, de forma que el incremento de la ratio ha sido de unos 10 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 30% en 2006<sup>2</sup> (véase gráfico 1). Además, este avance ha sido más intenso en aquellos países de la UEM donde la penetración era inferior a comienzos de la década de los noventa, entre los que destaca singularmente España. Esta evolución hay que enmarcarla en un contexto caracterizado por los procesos de globalización y liberalización del comercio mundial y de integración económica europea. Sin embargo, el crecimiento de las importaciones según su procedencia —de dentro o de fuera de la UEM— no ha sido homogéneo (véase gráfico 2). Así, las importaciones de bienes intra-UEM han perdido protagonismo lentamente, desde el 51% en 1992 hasta el 49% en 2006, a favor de las procedentes del resto del mundo, entre las cuales las de países como China e India han

**1.** Además, la globalización puede afectar los precios de consumo de la UEM al incrementar las presiones competitivas sobre los productores nacionales y al abrir más posibilidades para incrementar la productividad mediante la deslocalización. **2.** Estos datos provienen de las importaciones de bienes y servicios de Contabilidad Nacional, por lo que incluye el comercio tanto intra como extra-UEM.

## PENETRACIÓN DE LAS IMPORTACIONES SOBRE LA DEMANDA FINAL

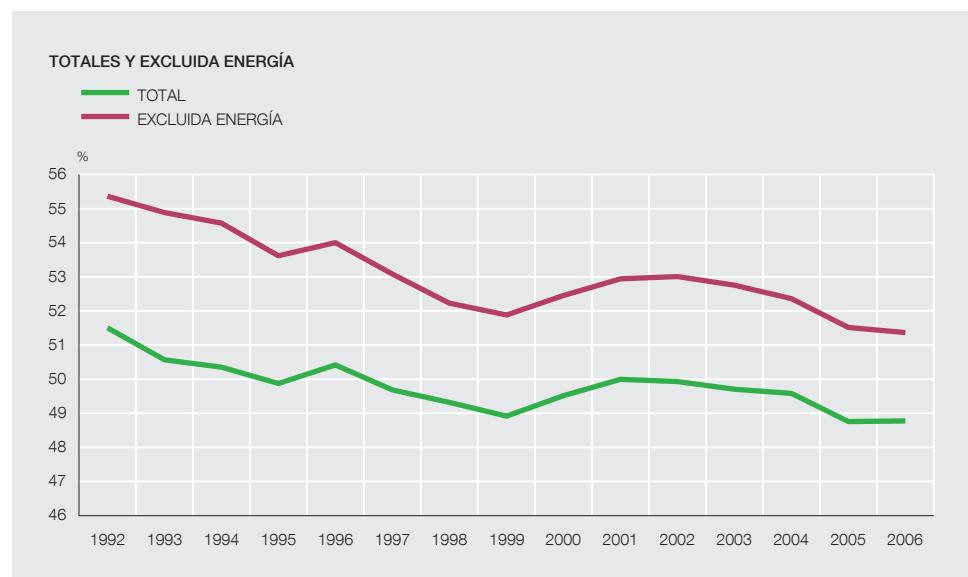
GRÁFICO 1



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

## PORCENTAJE DE IMPORTACIONES DE BIENES INTRA-UEM

GRÁFICO 2



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

aumentado su importancia relativa en línea con su incorporación al comercio mundial. En todo caso, cabe señalar que, dentro de esta tendencia, la ganancia de cuota de las importaciones extra-UEM se ha visto lógicamente afectada por los movimientos cambiarios. Por otro lado, si se excluyen los productos energéticos, cuyas particularidades justifican su omisión<sup>3</sup>, los cambios han sido algo más acentuados, ya que las compras a otros países de la UEM han pasado a suponer en 2006 alrededor del 51% del total de las importaciones, desde el 55% en 1992.

3. Este mercado se caracteriza por una baja elasticidad de la demanda de la UEM, debido a su dependencia energética del exterior, la dominación de un mercado con significativas restricciones de capacidad por parte de la oferta, una limitada competencia entre productores y un fuerte incremento de la demanda energética mundial, liderado por algunas economías emergentes, entre las que destaca singularmente China.

**DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE VOLÚMENES  
Y PRECIOS: IMPORTACIONES INTRA-UEM MENOS EXTRA-UEM**

GRÁFICO 3



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

A priori, la distinta evolución de las importaciones intra-UEM y extra-UEM vendría explicada fundamentalmente por la evolución de la ratio de sus precios. Como se puede observar en el gráfico 3, a lo largo de la década de los noventa el diferencial de crecimiento de los volúmenes de importaciones intra-UEM y extra-UEM ha mostrado oscilaciones —aunque habitualmente en torno a valores negativos— que, en general, han venido acompañadas de movimientos en sentido opuesto del diferencial de precios. Esta alternancia del diferencial de precios estaría, a su vez, muy condicionada por los movimientos cambiarios<sup>4</sup>: por ejemplo, en períodos de apreciación de la divisa común los diferenciales de crecimiento son positivos, ya que los bienes comprados al exterior se abaratan en euros en relación con los bienes procedentes de otros países de la zona. No obstante, a partir de aproximadamente 2002 esta relación negativa entre los diferenciales de los precios y los de los volúmenes parece haberse invertido. Es más, desde alrededor de la mitad del año 2005 las importaciones procedentes del resto del mundo están creciendo a ritmos superiores a los de la UEM, al mismo tiempo que estos bienes se están encareciendo en mayor medida que los comprados a otros países europeos. Este debilitamiento de la correlación negativa entre los diferenciales de volúmenes y precios intra-UEM y extra-UEM a partir de alrededor de 2002 estaría apuntando la existencia de algún factor adicional distinto de los cambios en los precios relativos, necesario para explicar el comportamiento observado de los volúmenes.

Por todo lo anterior, en la siguiente sección se estiman ecuaciones de demanda de importaciones intra-UEM y extra-UEM estándar, en las que su comportamiento se explica a partir de los cambios observados en una variable de escala y en sus precios relativos. La muestra, no obstante, incluye solo datos hasta 2002. En la sección cuarta, por el contrario, el período muestral se extiende hasta 2006, con el objetivo de comprobar la posible existencia de un cambio estructural en las ecuaciones estimadas.

4. No obstante, el impacto en términos de competitividad que pueden tener los movimientos cambiarios pueden ser atenuados por un comportamiento estratégico de los productores tanto europeos como de fuera de la UEM a la hora de fijar sus precios. Por ejemplo, en un período de apreciación, en el que los bienes importados del exterior de la zona del euro se abaratarían como resultado del mayor valor relativo del euro, los productores de la UEM podrían intentar paliar la pérdida de competitividad y cuota de mercado mediante reducciones de sus precios en euros y, por tanto, de márgenes. El resultado final dependerá de las características del mercado de ese producto, tales como el grado de sustitutibilidad y homogeneidad de los bienes producidos y de las cuotas de mercado relativas de los productores nacionales y extranjeros.

**Resultados de las  
ecuaciones de demanda  
de importaciones de  
la UEM**

Las ecuaciones de demanda de importaciones intra-UEM y extra-UEM se han estimado mediante modelos de mecanismo de corrección del error. Los volúmenes de importaciones se han modelizado en función de una variable de escala y los precios relativos relevantes: el del propio precio sobre el de las importaciones alternativas y el del propio precio sobre una medida de precios interiores. No obstante, las estimaciones presentadas omiten estos últimos —medidos por el índice mensual de precios industriales, excluyendo la energía—, dado que su inclusión daba lugar a problemas de significatividad en el largo plazo, relacionados, posiblemente, con su elevada correlación con los precios de los bienes importados de otros países de la UEM. Las importaciones y sus precios se han aproximado con datos mensuales de volúmenes e índices de valor unitario en euros de importaciones mensuales de bienes —excluida la energía— de la UEM procedentes del interior y del exterior de la zona del euro; y la variable de escala, con datos trimestrales de Contabilidad Nacional referidos a la demanda final real. Toda la información procede de Eurostat y los datos mensuales han sido trimestralizados mediante el cálculo de medias aritméticas. El período muestral completo disponible abarca desde 1992 hasta el tercer trimestre de 2006. Los principales resultados del ejercicio se resumen en el cuadro 1.

Las tres primeras columnas del cuadro recogen las estimaciones de las ecuaciones de importaciones intra-UEM y extra-UEM con datos hasta el tercer trimestre de 2001, fecha hasta la cual parecía existir una concordancia razonable entre la evolución de los diferenciales de los volúmenes y la de los precios. El principal objetivo de este primer ejercicio es, por tanto, caracterizar el posible comportamiento diferencial de las importaciones intra-UEM y extra-UEM, frente a la práctica común de agrupar dichas importaciones en un único agregado (véase cuadro 2). Cabe destacar tres conclusiones en relación con los coeficientes del largo plazo. En primer lugar, los coeficientes que miden la elasticidad de demanda de las importaciones intra-UEM y extra-UEM son significativamente menores que 1 y muy similares entre sí: 0,85 y 0,82, respectivamente. En segundo lugar, la sensibilidad de las importaciones extra-UEM a cambios en los precios relativos es mayor que la de las importaciones intra-UEM<sup>5</sup>. Este resultado apuntaría a que las importaciones procedentes de fuera del área tienen un elevado grado de sustituibilidad con los bienes producidos en la zona del euro, mientras que los intercambios entre los países del área se diferencian en mayor medida de los bienes que se pueden adquirir fuera. Por último, la velocidad de ajuste de los volúmenes de las compras a sus valores de equilibrio en el largo plazo es muy parecida en ambos casos.

Tal como se muestra en el cuadro 2, que resume los resultados obtenidos en otros trabajos, no existe ninguna estimación directamente comparable con las obtenidas en este artículo ni en términos del período muestral, ni en términos de la cobertura de la variable dependiente. Algunos estudios han utilizado datos de Contabilidad Nacional de importaciones, que incluyen bienes y servicios intra-UEM y extra-UEM<sup>6</sup>, y otros han optado por aproximar las importaciones de bienes y servicios extra-UEM mediante la combinación de datos de balanza comercial y de Contabilidad Nacional<sup>7</sup>. En todo caso, el ejercicio más similar es el realizado por Anderton et ál. (2005), si bien este trabajo modeliza las importaciones de manufacturas y no de bienes excluida la energía<sup>8</sup>, y su período muestral difiere ligeramente del usado en este artículo, ya que abarca desde 1989 hasta 2002. Si se comparan sus resultados con los obtenidos en este documento, se puede observar que las elasticidades a la demanda final en el largo plazo tanto para la ecuación de importaciones intra-UEM como extra-UEM de manufacturas son superiores a las obtenidas para el total de bienes. Ello podría estar relacionado

---

5. Aunque la elevada desviación estándar de ambos coeficientes implica que no se puede rechazar estadísticamente que sean iguales. 6. Dieppe y Warmedinger (2007) y Fagan, Henry y Mestre (2001). 7. Comisión Europea (2007). 8. Las manufacturas representan algo más de un 85% dentro de las importaciones totales de bienes, excluida la energía.

		PERÍODO MUESTRAL (c):		PERÍODO MUESTRAL:	
		I TR 1992 - III TR 2001		I TR 1992 - III TR 2006	
		Coeficiente	Estadístico-t	Coeficiente	Estadístico-t
<b>IMPORTACIONES INTRA-UEM (d)</b>					
Corto plazo	Variación de importaciones intra-UEM (t-4)	-0,23	-1,43	-0,21	-1,46
	Variación de importaciones extra-UEM (t-3)	0,22	2,19	0,16	1,82
	Variación de importaciones extra-UEM (t-5)	0,37	3,93	0,26	2,63
	Variación de demanda (t)	0,43	0,74	0,81	1,57
	Variación de precios de importaciones intra-UEM (t-5)	-1,29	-5,85	-1,05	-5,34
Largo plazo	Coeficiente de ajuste a largo plazo	-0,12	-2,40	-0,07	-2,18
	Demanda (t-1)	0,85	176,05	0,85	192,26
	Precios relativos (intra-UEM sobre extra-UEM) (t-1)	-0,96	-2,23	-1,18	-1,49
$R^2$		0,61		0,51	
$R^2$ ajustado		0,50		0,43	
Criterio de información de Akaike		-5,34		-5,63	
Criterio de Schwarz		-4,97		-5,33	
Estadístico Durbin-Watson		2,19		2,38	
<b>IMPORTACIONES EXTRA-UEM (e)</b>					
Corto plazo	Variación de importaciones extra-UEM (t-1)	-0,26	-2,07	-0,19	-1,82
	Variación de importaciones intra-UEM (t)	0,44	3,62	0,47	3,96
	Variación de importaciones intra-UEM (t-1)	0,38	4,55	0,34	3,80
	Variación de demanda (t-3)	2,25	4,26	0,81	1,63
	Variación de precios de importaciones extra-UEM (t-4)	0,26	1,78	0,26	1,92
	Variación de precios de importaciones intra-UEM (t-4)	-1,29	-6,15	-1,14	-4,45
Largo plazo	Coeficiente de ajuste a largo plazo	-0,11	-4,54	-0,03	-1,82
	Demanda (t-1)	0,82	171,66	0,83	78,28
	Precios relativos (extra-UEM sobre intra-UEM) (t-1)	-1,70	-1,80	-4,11	-1,06
$R^2$		0,73		0,52	
$R^2$ ajustado		0,64		0,43	
Criterio de información de Akaike		-5,40		-5,22	
Criterio de Schwarz		-4,99		-4,89	
Estadístico Durbin-Watson		2,27		2,16	

FUENTE: Banco de España.

- a. Todas las variables se encuentran en logaritmos.
- b. Despues de cada variable aparece entre paréntesis el número de retardos con los que se ha introducido en la ecuación.
- c. En la ecuación de importaciones intra-UEM se ha excluido el dato de IV TR 2000.
- d. Variable dependiente: variación de importaciones intra-UEM.
- e. Variable dependiente: variación de importaciones extra-UEM.

con el hecho de que las primeras son bienes para los cuales cabría esperar una mayor tendencia a abastecerse con compras a otros países. Por el contrario, la sensibilidad ante cambios en los precios relativos es muy inferior en el caso de las manufacturas, lo que es indicativo de un menor grado de sustituibilidad de las manufacturas intra-UEM y extra-UEM en relación con el que hay para el conjunto de bienes. Este resultado podría estar en conexión con un mayor nivel de especialización en las manufacturas según el país que en el caso de los bienes en su conjunto.

***La ruptura de las ecuaciones de importaciones: evidencia de un cambio estructural***

Como se puede observar en la parte derecha del cuadro 1, la estimación de las dos ecuaciones de importaciones de bienes con datos hasta 2006 da lugar a un deterioro notable de los resultados, especialmente en lo referido a las importaciones extra-UEM. Ello se manifiesta en un peor ajuste de ambas ecuaciones (medido por la reducción en los respectivos  $R^2$  ajustados) y, sobre todo, en la pérdida de significatividad de los coeficientes que miden el ritmo de ajuste a los valores de equilibrio a largo plazo, lo que implicaría que no existiría una relación de

Fuente	Muestra	Variable dependiente: importaciones	Cobertura	Especificación	Estimación de largo plazo (a) (b)			
					Demanda final	Precios relativos de importaciones	Otros	Ajuste
BCE (WP 42)	1970 III-1997 IV	Totales	Bienes y servicios	MCE	1	(Totales sobre interiores)		
<i>Fagan, Henry y Mestre (2001)</i>						-0,29 (n.d.)		-0,09 (-3.11)
BCE (WP 760)	1980-2004	Totales	Bienes y servicios	MCE	1	(Totales sobre interiores)		
<i>Dieppe y Warmedinger</i>						-0,57 (n.d.)		-0,10 (-3.89)
	1980-2004	Ratio intra-UEM sobre extra-UEM	Bienes y servicios	MCE		(Intra-UEM sobre extra-UEM)		
					-0,18 (n.d.)	-0,66 (n.d.)		-0,36 (-3.71)
CE	1989 I-2006 III	Extra-UEM	Bienes y servicios	VAR en diferencias		(Extra-UEM sobre interiores) (t-5)	Exportaciones extra-UEM	
<i>Recuadro en Quarterly Report (2007)</i>					1,90 (sig. al 1%)	0,12 (sig. al 10%)	0,53 (sig. al 1%)	
BCE (WP 532)	1989-2000	Intra-UEM	Manufacturas	Niveles		(Intra-UEM sobre extra-UEM)	(Precios intra-UEM sobre interiores)	
<i>Anderton et ál.</i>					0,90	-0,54	0,00	
(2005)	1989-2000	Extra-UEM	Manufacturas	Niveles	0,95	(Extra-UEM sobre intra-UEM)	(Precios intra-UEM sobre interiores)	
						-0,38	0,00	
BdE Jiménez (2007)	1992 I-2001 III	Intra-UEM	Bienes	MCE		(Intra-UEM sobre extra-UEM)		
					0,85 (-176.05)	-0,96 (-2.23)		-0,12 (-2.40)
	1992 I-2001 III	Extra-UEM	Bienes	MCE		(Extra-UEM sobre intra-UEM)		
					0,82 (171.66)	-1,70 (-1.80)		-0,11 (-4.54)

FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

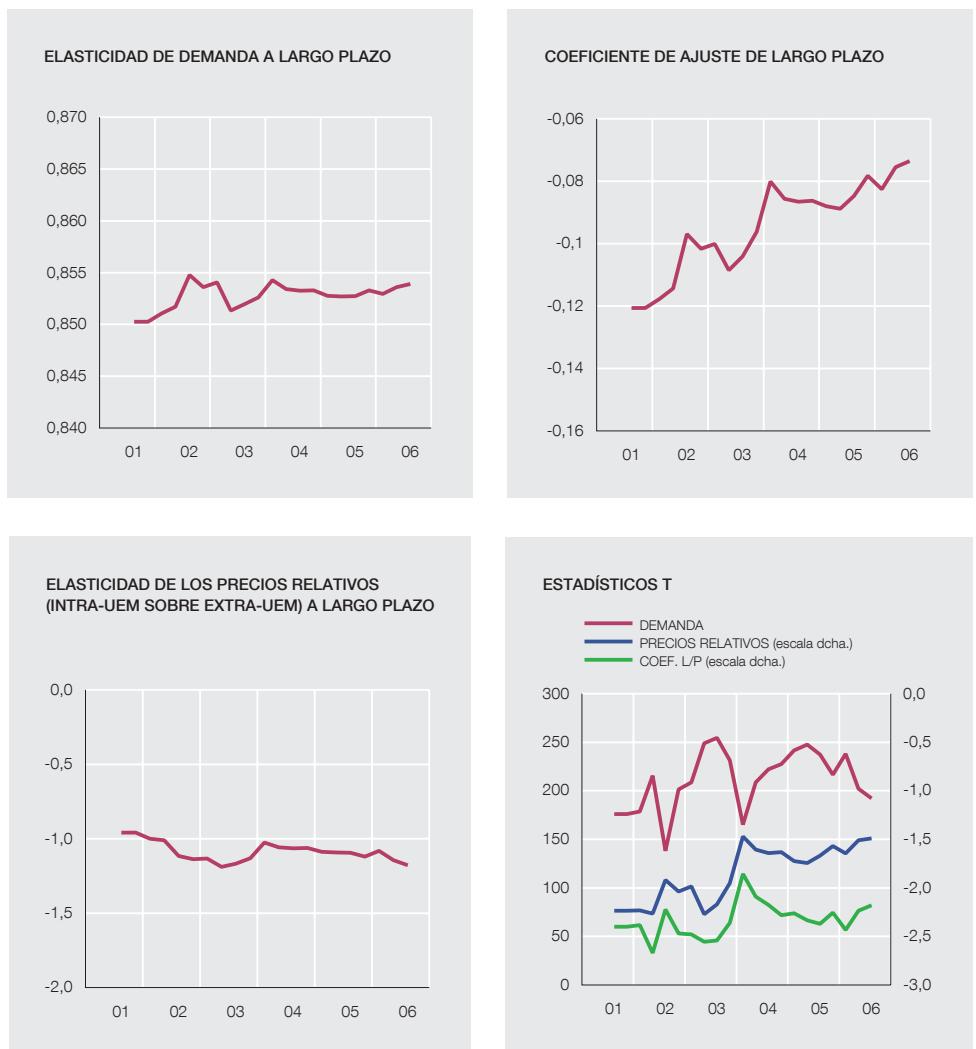
a. Estadísticos t entre paréntesis debajo de cada coeficiente.

b. Encima de cada coeficiente aparecen entre paréntesis otras aclaraciones sobre las variables empleadas y los retardos con los que aparecen en la ecuación.

largo plazo entre los volúmenes de importaciones y los factores determinantes incluidos en la ecuación. Las estimaciones recursivas de ambas ecuaciones, que se resumen en los gráficos 4 y 5, muestran problemas de inestabilidad de algunos coeficientes en los últimos tiempos y avalarían la hipótesis de un cambio estructural en torno a 2002.

La ruptura de la relación entre los volúmenes de las importaciones —especialmente, en el caso de las importaciones extra-UEM— y sus determinantes tradicionales cuando se utilizan datos hasta 2006 podría estar relacionada con la omisión de otras variables explicativas que han podido adquirir más relevancia en los últimos tiempos. En particular, algunos fenómenos asociados al proceso de globalización podrían configurarse como causas plausibles de este cambio estructural. Así, la mayor libertad de los movimientos de bienes y capitales ha permitido que muchas empresas hayan optado por internacionalizar su producción, ya sea total o parcialmente, desplazando esta hacia países fuera de la zona del euro con claras ventajas comparativas en cuanto a costes<sup>9</sup>. La vuelta al país de lo producido fuera (que aparecería como una importación) es improbable que se rija por los mismos parámetros que las importaciones

9. De hecho, desde 2001, existe evidencia de que por ejemplo, Asia emergente ha atraído una creciente cantidad de inversión directa extranjera del área del euro, no solo como resultado de la depreciación real de la mayor parte de las divisas asiáticas, sino también como consecuencia del incremento de la demanda de las exportaciones asiáticas, especialmente, las relacionadas con la tecnología de la información.



FUENTE: Banco de España.

«puras». Al mismo tiempo, la aparición de nuevos países dentro del comercio mundial habría ampliado el número de bienes y variedades comerciados posiblemente también a través de los distintos niveles de calidad de los productos. De este modo, cambios en la gama de productos disponibles o en la calidad de estos, factores ambos que no tienen por qué reflejarse necesariamente en variaciones de los precios relativos, conllevarían alteraciones en la demanda de importaciones.

### Conclusiones

Desde comienzos de la década de los noventa, las importaciones han ido incrementando su papel en el abastecimiento de la demanda final de la UEM, aunque la distribución según su origen no ha sido homogénea. Así, la importancia relativa de las compras de bienes a otros países de fuera del área ha aumentado en este período, en línea con la introducción de nuevos competidores en el comercio internacional. La transformación experimentada por la estructura del comercio exterior es de interés para la política monetaria, ya que implica una mayor exposición de la economía a perturbaciones externas, y a su vez se configura como un elemento compensador de posibles shocks internos.

Los resultados de este artículo ilustran, primeramente, la necesidad de considerar de manera separada las importaciones intra-UEM y extra-UEM a lo hora de estimar ecuaciones que ayuden a



FUENTE: Banco de España.

explicar el comportamiento agregado de las compras exteriores de los países del área. Sin embargo, muestran también que las ecuaciones estándar en las que el comportamiento de estas se explica en función de las variaciones de una variable de escala y sus precios relativos han podido experimentar un cambio estructural alrededor de 2002. Este hecho puede estar reflejando la existencia de elementos adicionales (factores «no-precio») que están influenciando la evolución de los volúmenes de importaciones. En particular, estos podrían ser variables relacionadas con el proceso de globalización, como la posibilidad de deslocalizar la producción a otros países con mayores ventajas en términos de costes o el incremento de la variedad de productos con diferentes grados de calidad. Desafortunadamente, la correcta cuantificación de estos fenómenos necesaria para incorporarlos a las ecuaciones habituales de demanda de importaciones conlleva una notable dificultad.

14.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

ANDERTON, R., B. H. BALTAGI, F. SKUDELNY y N. SOUSA (2005). *Intra- and extra-euro area import demand for manufactures*, Working Paper Series, n.º 532, Banco Central Europeo.

- ANDERTON, R., F. DI MAURO y F. MONETA (2004). *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital, flows and other international macroeconomic linkages*, Occasional Paper Series, n.º 12, Banco Central Europeo.
- ANDERTON, R., y F. SKUDELNY (2001). *Exchange rate volatility and euro area imports*, Working Paper Series, n.º 64, Banco Central Europeo.
- BARREL, R., y S. DÉES (2005). *World trade and global integration in production processes. A re-assessment of import demand equations*, Working Paper Series, n.º 503, Banco Central Europeo.
- COMISIÓN EUROPEA (2003). «The impact of EMU on trade and FDI», *Quarterly report on the euro area*, III/2003.
- (2007). «The impact of the euro appreciation on domestic prices and the trade performance», *Quarterly report on the euro area*, vol. 6, n.º 2.
- DIEPPE, A., y T. WARMEDINGER (2007). *Modelling intra- and extra-area trade substitution and exchange rate pass-through in the euro area*, Working Paper Series, n.º 760, Banco Central Europeo.
- EUROSISTEMA (2005). *Competitiveness and the export performance of the euro area*, Occasional Paper Series, n.º 30, Banco Central Europeo.
- FAGAN, G., J. HENRY y R. MESTRE (2001). *An Area-Wide model (AWM) for the euro area*, Working Paper Series, n.º 42, Banco Central Europeo.

## LOS DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN JAPÓN

## Los desafíos de la política monetaria en Japón

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

### Introducción

Desde el fin de la Segunda Guerra Mundial hasta el inicio de la década de los noventa (véase gráfico 1), la economía de Japón se caracterizó, salvo un paréntesis durante los años setenta, por un elevado crecimiento en un entorno de baja inflación. Sin embargo, la corrección de la burbuja financiera que se había ido formando en los años ochenta supuso el inicio de una prolongada fase de estancamiento económico, que vino acompañada, desde 1998, de deflación de precios. Los problemas económicos se agudizaron por una grave crisis bancaria en la segunda mitad de los noventa. El subsiguiente proceso de reestructuración económica ha llevado mucho más tiempo del esperado, pero desde el año 2002 se ha iniciado una fase de expansión, algo titubeante, que ha permitido registrar tasas de crecimiento promedio algo por encima del 2% anual.

Hacia principios de 2006, se observaron asimismo indicios de que podría estar próximo el final de la deflación, al situarse en terreno positivo la tasa de inflación de los precios de consumo. En consecuencia, el 9 de marzo de 2006 el Banco de Japón (BdJ) anunció un cambio en su política monetaria, caracterizada hasta entonces por unos tipos de interés oficiales cercanos al 0% y que se había venido instrumentando excepcionalmente a través de objetivos cuantitativos sobre las reservas bancarias (lo que se conoce como *quantitative easing*), con el fin de incrementar drásticamente la liquidez. El proceso de normalización de la política monetaria suponía el retorno al instrumento de tipo de interés —en concreto, el interbancario a un día— y el paulatino incremento de este. Posteriormente, el 14 de julio de 2006, el BdJ elevó el tipo de interés oficial hasta el 0,25%, poniendo fin a un período de 5 años de tipos prácticamente nulos.

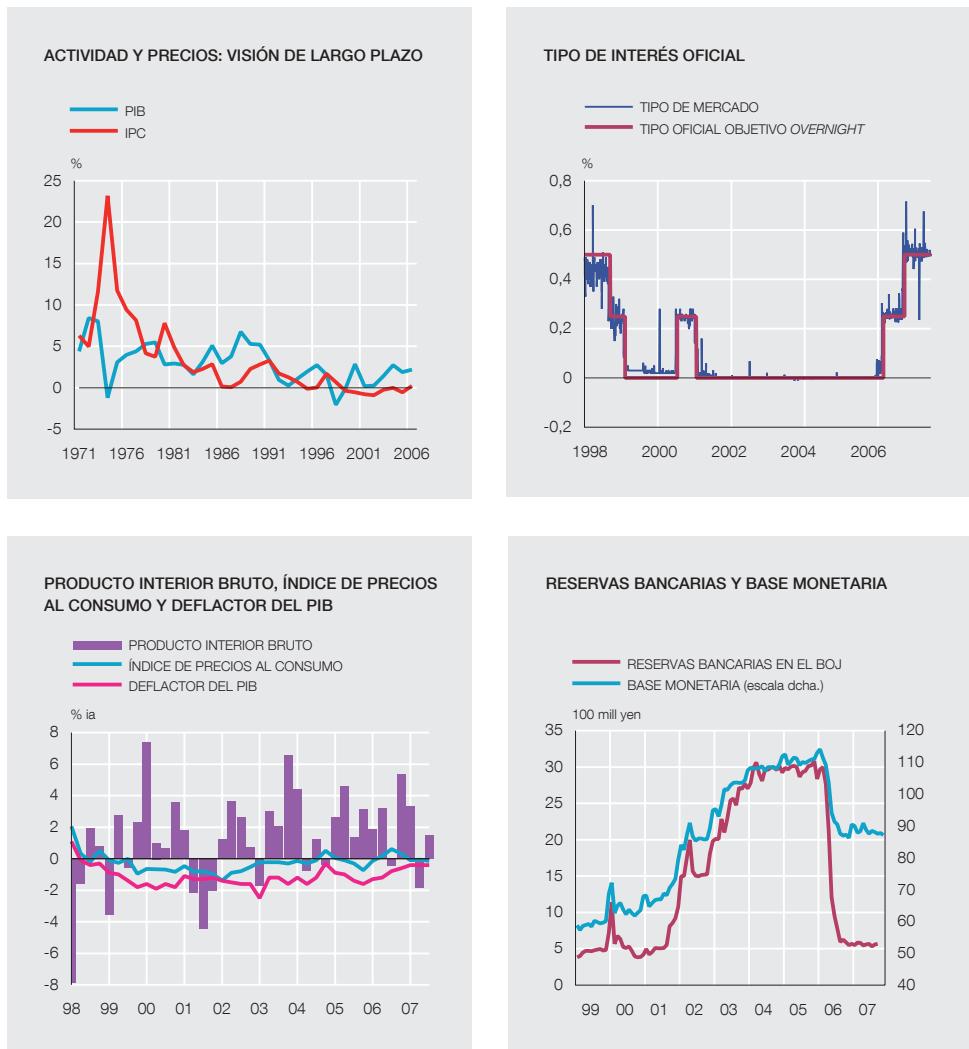
En este artículo se analiza esta nueva fase de la política monetaria y sus dificultades y retos, como los derivados de fijar una meta de inflación o de la revitalización del mercado monetario. También se analizan otras cuestiones relacionadas, como la acumulación de deuda pública por el banco central y el fenómeno del *carry trade* en yenes. En esta fase se espera que los mercados financieros recuperen progresivamente su operativa usual, se abandone definitivamente la deflación y se consolide la expansión económica de forma autónoma. Sin embargo, este escenario favorable no puede darse por sentado y el proceso puede ser largo y no exento de contratiempos, como se está viendo en los últimos meses, en los que la inflación ha retorna al territorio negativo. El éxito de esta normalización tendrá también consecuencias importantes para la economía global. No hay que olvidar que la economía japonesa sigue siendo la tercera mayor del mundo y su consolidación como motor económico global podrá ayudar a equilibrar las fuentes de crecimiento mundial y contribuir, así, a la reducción de los desequilibrios globales.

### La política monetaria japonesa en el pasado reciente

#### ANTECEDENTES

La política monetaria de tipo de interés oficial al 0% comenzó en febrero de 1999 (véase gráfico 1, panel superior derecho), como respuesta al persistente estancamiento económico y al surgimiento de tensiones deflacionistas, así como al grave deterioro del sistema financiero, que había resultado en el colapso del crédito bancario. En abril de ese año, el BdJ se comprometió, no sin ciertas reticencias, a mantener tipos oficiales nulos hasta que las tensiones

1. Con la ayuda técnica de Luis Franjo.



FUENTES: Banco de Japón y Datastream.

deflacionarias se disipasen, si bien dejó claro que esta era una política excepcional que sería revertida lo antes posible [Hutchison, Ito y Westermann (2006)]. La economía nipona logró recuperarse hacia finales de 1999 y creció un 3% a lo largo del año 2000 (véase gráfico 1, panel inferior izquierdo). Ello indujo al banco central a abandonar la política del tipo al 0% en agosto de 2000, cuando elevó el tipo oficial en 25 pb, aunque la tasa de inflación permanecía en terreno negativo, lo que supuso una cierta controversia con el Gobierno. A los pocos meses, Japón volvió a sufrir una severa recesión, inducida por la corrección de la burbuja tecnológica y los temores a que el sistema bancario quebrase, lo que agudizó las tendencias deflacionarias.

El BdJ decidió abordar los retos que planteaba la deflación de una forma más decidida en marzo de 2001, cuando introdujo una política monetaria mucho más expansiva —se la ha denominado «ultraexpansiva»—, basada en objetivos cuantitativos sobre las reservas bancarias, ante la ineficacia de la estrategia previa para solventar el problema de la deflación y de la pertinaz recesión. La nueva estrategia se basaba en dos pilares: la provisión ilimitada de liquidez para mantener los tipos de interés en el 0% y el compromiso de mantener esta política hasta que la inflación subyacente registrase tasas positivas de forma sostenida. Este último compromiso fue reforzado posteriormente, en octubre de 2003, cuando el BdJ se compro-

metió a continuar dotando ampliamente de liquidez el sistema financiero hasta que tanto la inflación corriente como la esperada se mantuieran en terreno positivo de forma sostenida (una condición necesaria, pero no suficiente, pues también se supeditó a la evolución de la actividad económica).

Esta política ultraexpansiva se instrumentó a través de las reservas bancarias que, en el momento de su introducción, se encontraban en torno a 5 billones de yenes, por encima del nivel legal (4 billones de yenes, que en marzo de 2003 se elevó a 6 billones). El BdJ incrementó en 9 ocasiones su meta para las reservas, hasta alcanzar un rango de entre 30 billones y 35 billones de yenes en enero de 2004, seis veces más que el nivel que se estimaba necesario para mantener los tipos en el 0% (véase gráfico 1, panel inferior derecho). El nivel de liquidez se incrementó de forma gradual, principalmente, mediante la adquisición de títulos de deuda pública, puesto que la operativa normal del mercado monetario —a través de repos a muy corto plazo— quedó comprometida por el reducido nivel de los tipos de interés, que no permitía obtener márgenes para cubrir los costes operativos de este mercado. De hecho, este mercado casi desapareció en la práctica y su papel fue asumido por el banco central. Posteriormente, el BdJ también pasó a inyectar liquidez mediante la compra de otros instrumentos, como acciones mantenidas por los bancos comerciales, a partir de noviembre de 2002, e instrumentos asociados a la titulación de activos (*asset-backed securities*)<sup>2</sup>, desde julio de 2003. La contundencia de esta política monetaria ultraexpansiva queda reflejada en la evolución de la base monetaria japonesa, que pasó del 12,8% del PIB en 1998 al 23,2% en 2005, mientras que en Estados Unidos se mantuvo en ese período en el entorno del 6% del PIB.

#### EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DE TIPO CERO

Cuando el tipo de interés oficial de corto plazo está próximo al 0%, el instrumento convencional de estímulo monetario —recortar su nivel— se agota. Sin embargo, en la medida en que las decisiones de gasto de los individuos y la valoración de los activos financieros dependen en parte de la senda futura de tipos de interés, el objetivo del nuevo marco monetario era conseguir afectar a todos los tramos de la curva de tipos a través de un suministro amplio de liquidez, con el fin de estimular la actividad económica y financiera. Se esperaba que el mantenimiento de condiciones de liquidez muy holgadas ayudara al banco central a construir una reputación anti-deflacionista, ya que supone un compromiso más visible que una promesa puramente verbal sobre el tipo de interés oficial futuro. Por otro lado, sin tal reputación, sería difícil gestionar, y posteriormente absorber, los desajustes de liquidez sin provocar perturbaciones importantes en los mercados financieros. Si la estrategia funciona y los mercados internalizan las expectativas de mantenimiento de tipos reducidos, la reducción de tipos se trasladaría a los tramos largos de la curva de rendimientos. Baba et ál. (2005) demuestran que, efectivamente, la combinación del exceso de liquidez con la política de tipos nulos tuvo un impacto significativo sobre las expectativas de tipos futuros, así como sobre las primas de riesgo en los mercados monetarios en los plazos de 3 a 5 años.

Estos resultados están en línea con los mecanismos que, según Bernanke y Reinhart (2004), pueden ser efectivos —la evidencia disponible no es concluyente al respecto— para generar estímulos sobre la actividad cuando el límite del 0% para los tipos de interés nominales ha sido alcanzado. Además de alterar las expectativas de tipos de interés y contribuir a la credibilidad del compromiso de los tipos de interés futuros nulos, Bernanke y Reinhart señalan los cam-

2. A marzo de 2006, las tenencias de acciones en el balance del BdJ ascendían a cerca de 2 billones de yenes, es decir, un 1,4% del total de sus activos, mientras que el saldo de instrumentos asociados a la titulización de activos suponía 106 millones de yenes, apenas un 0,07% del activo total. En marzo de 2007, las acciones alcanzaban cerca de 1,8 billones de yenes, y los activos titulizados ya habían desaparecido del balance. Para un análisis más detallado de las operaciones de mercado abierto del Banco de Japón véase Maeda et ál. (2005).

bios en la composición del balance del banco central como otro instrumento potencial de política monetaria<sup>3</sup>. Por ejemplo, la autoridad monetaria podría influir sobre las primas a plazo, y por tanto los rendimientos, de los títulos de deuda pública<sup>4</sup> mediante una mayor adquisición relativa de títulos a largo plazo, al ser un actor importante en el mercado de deuda pública. Argumentos similares podrían emplearse con las compras de otros tipos de activos, como la deuda corporativa o las acciones, aunque los mencionados autores admiten que su eficacia es limitada.

La instrumentación excepcional de la política monetaria japonesa tuvo una serie de consecuencias sobre su sistema financiero, algunas de ellas imprevistas. Entre las principales, cabe destacar que las compras de instrumentos asociados a la titulación de activos permitieron desarrollar este mercado, al dotarle de liquidez, al tiempo que las compras de las acciones en el balance de los bancos comerciales redujeron su vulnerabilidad a las oscilaciones de los mercados de renta variable. Este impacto favorable facilitó el proceso de saneamiento del sistema financiero, contribuyendo así a recomponer una pieza clave del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, el Banco de Japón reemplazó en sus actividades al mercado monetario, cuya actividad, como ya se ha comentado, se redujo al mínimo. Por último, también hay que destacar que la acusada caída de los tipos de interés eliminó las primas de riesgo en el mercado monetario, lo que se acabó trasladando de forma encadenada a otros segmentos del mercado financiero, como la deuda pública y los bonos corporativos<sup>5</sup>. Se generó así lo que se denominó como «la paradoja de las primas de riesgo»: a pesar del deterioro de la calidad crediticia de las empresas y las entidades financieras, las primas de riesgo se comprimieron en todos los segmentos; sin embargo, esto no impulsó el crédito, debido, precisamente, a la imposibilidad de discriminar por riesgo en un contexto en el que los balances empresariales y bancarios estaban muy deteriorados. En cualquier caso, es improbable que una mayor diferenciación entre buenos y malos deudores a través de las primas de riesgo hubiera permitido una reactivación del crédito, puesto que la salud del sistema financiero estaba muy deteriorada.

### ***La transición hacia una política monetaria normalizada***

El abandono de la política monetaria ultraexpansiva en 2006 implicó la absorción del exceso de liquidez existente en la economía mediante la reducción gradual de los saldos de los bancos en las cuentas corrientes del BdJ hasta el nivel de las reservas legales (6 billones de yenes), proceso que parece que culminó en agosto de 2006, sin apenas perturbaciones en los mercados monetarios. Este proceso se tradujo, también, en una notable contracción de la base monetaria, de un 20% entre marzo de 2006 y junio de 2007 (véase gráfico 1, panel inferior derecho). Por su parte, las compras de bonos públicos de largo plazo se están manteniendo por el momento hasta que se recupere la normalidad en el mercado monetario (véase la sección titulada «La normalización del mercado monetario y de las compras de deuda pública»).

Además del cambio en la instrumentación, la autoridad monetaria introdujo un nuevo marco para el manejo de la política monetaria, que, en lo fundamental, consta de dos pilares [Banco

---

3. También se señala otro canal derivado de la expansión de las reservas bancarias. Si el dinero es un sustituto imperfecto del resto de activos financieros, entonces un incremento sustancial de la oferta monetaria puede inducir ajustes de las carteras de los inversores, que resulten en elevaciones de los precios de los activos alternativos (y, por tanto, reducciones de sus tipos de interés). En consecuencia, menores rendimientos de estos activos estimularán la actividad económica. 4. Un requisito indispensable para que esto sea así es que se trate de activos con características de riesgo y liquidez muy distintas, de tal forma que no sean tratados por los inversores como sustitutos perfectos, lo que impediría que cambios en la demanda relativa motivados por un gran comprador alterasen los precios relativos de dichos activos. 5. El desplome de los tipos del mercado monetario provocó la salida de flujos financieros hacia el mercado de deuda pública a largo plazo, que también vio reducidos sus tipos de interés hasta unos niveles que impulsaron a los inversores a buscar rentabilidad en otros mercados, como el de los bonos corporativos. La afluencia de capitales hacia este mercado produjo un fenómeno similar de reducción acusada de tipos y de primas de riesgo.

de Japón (2006a)]. En primer lugar, reafirmó su compromiso con la estabilidad de precios y estableció un rango de referencia (no necesariamente una meta) del 0%-2% para la tasa de inflación, que trata de reflejar la valoración que tienen los miembros del Consejo de Gobierno acerca de la estabilidad de precios y que se revisará anualmente.

El segundo pilar consiste en que el BdJ decidirá el curso de la política monetaria mediante el examen de las previsiones de la actividad económica y de los precios en un horizonte de 1 a 2 años (enfoque *forward looking*), sustituyendo a un enfoque más adaptativo, que hubiese esperado a que las tasas de inflación confirmasen la salida definitiva de la deflación para modificar el rumbo de la política monetaria. El BdJ añadió una consideración importante al señalar que, desde una perspectiva de largo plazo, también se evaluarán los distintos riesgos que sean más relevantes para la ejecución de la política monetaria, aunque su probabilidad sea pequeña. Esto respalda la eventualidad de que la política monetaria pueda reaccionar ante el posible surgimiento de burbujas en los precios de los activos o de procesos de sobreinversión, alentados por unas condiciones monetarias excesivamente laxas o una asignación ineficiente de los recursos.

En definitiva, la nueva estrategia se ha interpretado como consistente con una meta implícita de inflación positiva, pero cercana al 0% a medio plazo, aunque, en las peculiares circunstancias actuales —el inicio de la salida de la deflación—, se establece una referencia en torno al 1% para evitar que los mercados descuenten elevaciones agresivas de tipos de interés en el corto plazo que podrían ser dañinas para la actividad.

#### **Los desafíos de la normalización de la política monetaria**

La transición hacia una política monetaria normalizada no está exenta de desafíos, entre los que destacan las dificultades para que la inflación se consolide en terreno positivo. Cabe añadir, en primer lugar, la elección de una meta (o referencia) para la tasa de inflación que deberán perseguir las autoridades monetarias, tras un largo período deflacionario. Además, el mercado monetario debe recuperar su normal funcionamiento, lo que supone reducir las tenencias de deuda pública en el banco central. También hay que resaltar el reto que presentan las ingentes posiciones de *carry trade* en yenes, acumuladas al abrigo de los reducidos tipos de interés nipones. Todas estas cuestiones se analizan en las siguientes secciones.

#### **LOS SESGOS DE MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN Y UNA «META» DE INFLACIÓN DEMASIADO BAJA**

El BdJ ha justificado el establecimiento de un rango de inflación bajo, en un contexto en el que el objetivo principal de las autoridades monetarias es la salida de la deflación, con que Japón tiene una inflación estructural más baja que la mayoría de economías desarrolladas. Esto supone que las familias y las empresas guían sus acciones en función de unas expectativas de inflación muy reducidas. A modo ilustrativo, la diferencia entre la inflación media nipona y la inflación media del resto de economías del G7 en el período 1983-1994 —es decir, después del *shock* del petróleo de inicios de los años ochenta y antes del inicio de la deflación— fue de 2,4 puntos porcentuales (pp).

La fijación de un objetivo de inflación por encima de cero que sea compatible con la estabilidad de precios ha sido comúnmente aceptada sobre la base de tres razones fundamentales<sup>6</sup>. La primera es que una inflación positiva favorece el ajuste de los precios relativos de la economía; la segunda, que permite un mayor rango de variación en los tipos de interés reales, dado el límite inferior del 0% para los tipos nominales, en particular, cuando se desea situar aquellos en torno o por debajo de cero; y la tercera, que suelen existir sesgos al alza en la

6. Véase Viñals (2001) y las referencias ahí citadas.

medición de la inflación. Este último factor cobra mayor relevancia en el caso de Japón, dada la cercanía de la tasa de inflación al territorio negativo, y ha sido objeto de notable controversia recientemente.

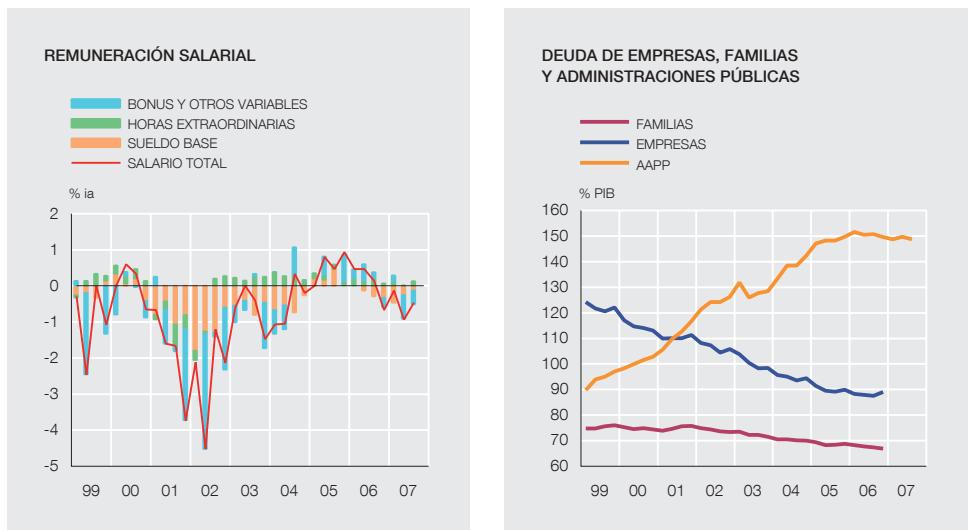
Uno de los sesgos al alza se deriva de que las ponderaciones de los distintos bienes que componen la cesta de consumo son fijas y se actualizan con poca frecuencia<sup>7</sup>. En consecuencia, no se tiene en cuenta el efecto sustitución ante cambios en los precios relativos. Otros factores que introducen distorsiones (al alza) en las medidas del IPC son la aparición de nuevos productos (si presentan tasas de inflación más bajas que la media), que también tardan en incluirse en la cesta de consumo, la aparición de nuevas tiendas o centros comerciales, que afectan a los patrones de consumo o de formación de precios, y las mejoras de calidad en ciertos productos. Según el BdJ, estos sesgos se han reducido sustancialmente en los últimos años mediante una serie de cambios metodológicos<sup>8</sup>, y se situarían entre dos y tres décimas de inflación en el IPC, según Nishimura (2006). En el resto de economías desarrolladas estos sesgos se sitúan entre medio y un punto de inflación. Sin embargo, algunos autores, como Weinstein y Broda (2007), refutan esta valoración oficial del sesgo inflacionista en Japón y estiman que los distintos sesgos de medición del IPC suponen entre 1 pp y 2 pp, cuando se valoran adecuadamente los sesgos de sustitución y por calidad. Más concretamente, sostienen que, si se aplicasen los estándares norteamericanos a la elaboración del IPC nipón, la tasa de deflación media desde 1999 habría sido del 1,4% anual, frente al 0,4% efectivamente medido. Por ello, aunque la revisión del IPC realizada en agosto de 2006 —que supuso, principalmente, el cambio del año base de 2000 a 2005 y la ampliación del número de productos y establecimientos encuestados— implicó una notable reducción de la tasa de inflación, de 0,5 pp de media en el primer semestre de 2006, no cabe excluir que subsistan todavía sesgos elevados en la medición de la inflación.

La probable presencia de importantes sesgos al alza en la medición del IPC y el establecimiento de una referencia de inflación reducida (en torno al 1%) exponen a la economía japonesa al riesgo de que una perturbación negativa de cierta entidad y persistencia introduzca a la economía en una nueva senda deflacionaria. Las autoridades japonesas argumentan que la posibilidad de caer en una nueva fase de estancamiento económico y deflación es muy remota. Tanto los bancos como las empresas no financieras parecen haber superado los excesos acumulados durante los años ochenta: i) el exceso de capacidad derivado de la sobreinversión, inducida tanto por el elevado crecimiento económico como por unas condiciones monetarias excesivamente laxas; ii) el exceso de empleo, generado por un nivel extraordinario de contratación que acompañó a la sobreinversión, y iii) el excesivo endeudamiento, que deterioró los balances de las compañías niponas. De hecho, la economía se encuentra en una fase de expansión que ya dura cinco años, en la cual el crédito bancario ha vuelto a crecer, la inversión es robusta, el empleo se muestra dinámico y el contexto internacional, de momento, es favorable, a pesar de las recientes turbulencias financieras.

Las autoridades japonesas también argumentan que los problemas de caer en una espiral deflacionaria serían ahora menores [Banco de Japón (2006b)]. En primer lugar, los salarios nominales exhiben mayor flexibilidad a la baja que en otras economías, debido a que los com-

---

7. Cada 5 años en el caso japonés, aunque se revisan a mitad de lustro (la primera revisión intermedia fue en 2003). 8. Entre otras mejoras, destaca que algunos productos, como los PC y las cámaras digitales, se ajustan con el método de los precios hedónicos para tener en cuenta los cambios en su calidad; también se ha ampliado el número de establecimientos encuestados y la frecuencia de revisión de los productos incluidos en la cesta de consumo.

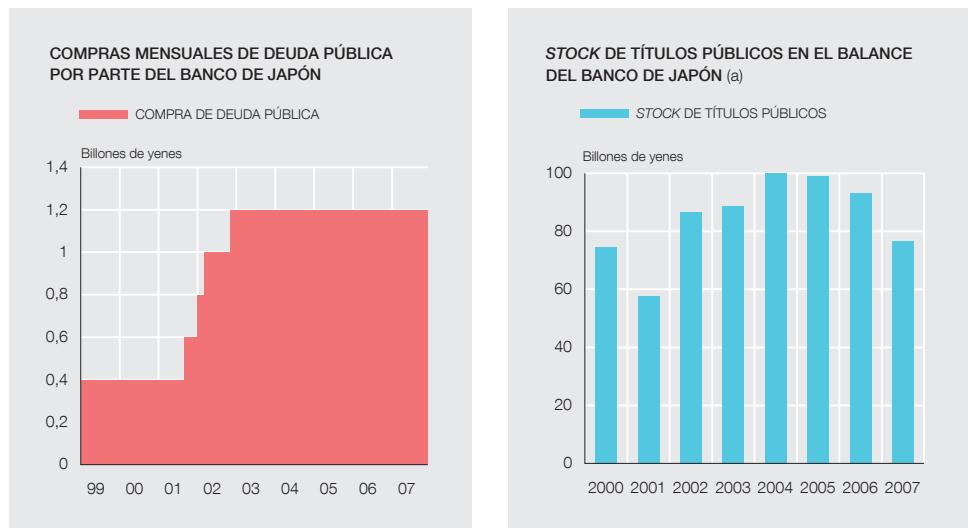


plementos variables suponen en torno a un 20% del salario total y las empresas los tienden a ajustar en función de la productividad (véase gráfico 2, panel izquierdo). También se ha producido un ajuste en las demandas de los sindicatos, que se han mostrado dispuestos a ajustar los salarios a cambio de preservar el empleo.

En segundo lugar, fruto del intenso proceso de reestructuración atravesado por la economía nipona en los últimos años, el nivel de endeudamiento tanto de las familias como de las empresas se ha reducido (véase gráfico 2, panel derecho). En consecuencia, el impacto de una eventual deflación sobre la riqueza neta de los agentes sería más reducido que en el pasado, contribuyendo a mitigar sus costes. Sin embargo, esta visión positiva de la salud financiera del sector privado se ve en parte compensada por el notable incremento de la deuda pública desde los años noventa. En este caso, el retorno de la deflación contribuiría a inflar aún más el stock de pasivos públicos, que ya suponen un porcentaje muy elevado del PIB (150%).

En cualquier caso, aunque los riesgos de deflación fueran reducidos —lo que no es tan evidente, dada la evolución reciente de la inflación—, la experiencia japonesa subraya los costes que tiene un período prolongado de reducción de precios, las dificultades de salir de él y los desafíos estratégicos que implica para la política monetaria. Conscientes de ello, las autoridades monetarias han manifestado la necesidad de disponer de un margen de maniobra en términos de una «referencia» positiva para la tasa de inflación, en función de 5 factores: i) el grado de rigidez nominal de los salarios; ii) el nivel de crecimiento potencial; iii) la salud del sistema financiero; iv) la flexibilidad de la política fiscal, y v) la efectividad del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En conclusión, los fundamentos de la economía japonesa son más sólidos que hace una década: la salud financiera de las familias y de las empresas ha mejorado sustancialmente, se ha avanzado en la liberalización y desregulación de la economía y la expansión económica parece estar consolidándose, pues la demanda interna contribuye al crecimiento de una forma más decidida. Sin embargo, la amenaza de la deflación aún no ha desaparecido del todo, como lo confirma el hecho de que los últimos datos de inflación todavía permanezcan muy cercanos al territorio negativo. Si bien en parte la actual atonía de los precios puede ser



FUENTE: Banco de Japón.

a. Los datos hacen referencia al año fiscal de Japón, que va desde el 1 de abril hasta el 31 de marzo del siguiente año.

catalogada como benigna, puesto que está determinada por factores estructurales, como la introducción de las nuevas tecnologías de la información, la globalización y la desregulación de algunos sectores, esta situación incrementa la probabilidad de que una perturbación negativa de cierta intensidad sobre la actividad (y/o los precios) acabe afectando a las expectativas de inflación y resulte en un nuevo período de estancamiento económico y deflación moderada —más, si cabe, si se tienen en cuenta los sesgos del IPC estimados por algunos autores—.

#### LA NORMALIZACIÓN DEL MERCADO MONETARIO Y DE LAS COMPRAS DE DEUDA PÚBLICA

La reducción de los tipos de interés hasta niveles cercanos al 0% implicó, como se ha mencionado, el bloqueo del mercado monetario, cuyo papel fue asumido por el banco central. En este nuevo contexto, las compras de deuda pública contribuyeron decisivamente a incrementar la liquidez del sistema, bajo unas circunstancias en las cuales las instituciones financieras no tenían incentivos para mantener cuantías excedentes de reservas bancarias —que no se remuneran—. Con unos tipos tan reducidos era difícil obtener márgenes en la gestión de la liquidez, así que la operativa con títulos públicos de largo plazo, con rendimientos positivos, ofrecía un claro atractivo, al que había que añadir el hecho de que el Banco de Japón garantizaba la liquidez en muchos segmentos de este mercado. La operativa con estos instrumentos permitió mitigar el riesgo de mercado del balance de los bancos, en un período en el que estaban sufriendo tensiones como consecuencia de la crisis bancaria, puesto que las entidades podían contener las pérdidas asociadas a las oscilaciones en los precios de sus tenencias de deuda pública mediante la venta de estos activos al banco central.

Las compras periódicas de títulos públicos en el mercado secundario comenzaron en 1995. Inicialmente suponían en torno a 0,4 billones de yenes mensuales. Posteriormente, con la introducción de la política monetaria ultraexpansiva, estas cantidades fueron incrementándose gradualmente, hasta 1,2 billones, en noviembre de 2002, cifra que se ha mantenido hasta hoy día (véase gráfico 3). En todo caso, las compras de deuda pública de largo plazo están sujetas a la limitación de que el saldo en su balance no puede superar el stock de efectivo en circulación [Maeda et ál. 2005].

Desde marzo de 2005, el stock de títulos públicos en el balance del Banco de Japón ha presentado una trayectoria descendente, pues se está amortizando más deuda de la que se adquiere (véase gráfico 3, panel derecho), y a finales de junio de 2007 se situó en 70,5 billones de yenes (49 billones en deuda a medio y largo plazo y 21,5 billones en deuda a corto plazo), es decir, unos 590.000 millones de dólares. A diciembre de 2006, estos títulos suponían un 11,2% del total de bonos públicos, que sumaban 676,3 billones de yenes (unos 5,7 billones de dólares), aproximadamente un 18,5% del PIB<sup>9</sup>.

A medida que se reactive el funcionamiento del mercado monetario, se espera que el Banco de Japón limite sus compras periódicas de deuda de largo plazo, para dar más peso a otros instrumentos más apropiados, como los *repos*<sup>10</sup>. Además, no es conveniente depender en exceso de las compras directas de deuda pública para lograr los objetivos de oferta monetaria por otros dos motivos [Maeda et ál. (2005)]. En primer lugar, porque resta flexibilidad a la autoridad monetaria, ya que son activos que permanecen en su balance por muchos años y podría haber problemas en el futuro para deshacer estas posiciones sin distorsionar el mercado de deuda pública. Y, en segundo lugar, para evitar la percepción de que se está actuando como sostén de los precios de los bonos públicos o financiando al Gobierno, por las distorsiones que ello implica sobre la curva de tipos. De hecho, el mantenimiento del objetivo mensual de compras de títulos públicos por el BdJ se ha interpretado como una «concesión» al Gobierno, por haber terminado la política ultraexpansiva antes de lo que este hubiera deseado<sup>11</sup>.

ENDEUDAMIENTO EN YENES  
PARA INVERTIR EN DIVISAS  
DE MAYOR RENTABILIDAD:  
LOS CARRY TRADES EN YENES

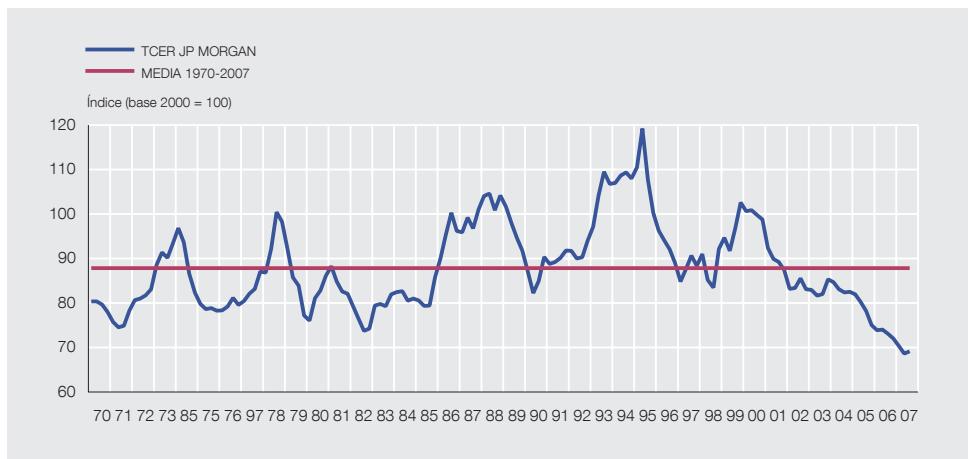
Una de las principales consecuencias de los reducidos tipos de interés nipones ha sido la pérdida de atractivo como inversión de algunos de los activos denominados en yenes, resultado de lo cual la divisa japonesa ha tendido a depreciarse en los últimos años, tanto en términos reales como nominales. De hecho, la depreciación ha sido tan acusada que el tipo de cambio real se ha situado en niveles mínimos desde los años setenta, un 20% por debajo de su media histórica (véase gráfico 4). A medida que se consolide la recuperación económica y se normalice la política monetaria, cabe esperar una apreciación de la divisa japonesa hacia niveles más coherentes con el nuevo contexto económico.

El menor deseo de invertir en yenes tiene su contrapartida en el mayor atractivo de las denominadas estrategias de *carry trade* en esta moneda. En el caso que nos ocupa, esta estrategia consiste en que un inversor adopta una posición corta en yenes, aprovechando su reducido coste, y larga en activos denominados en otras divisas, que ofrecen un rendimiento mayor, típicamente mediante el mercado de derivados financieros. Estas inversiones suelen ser rentables en tanto que las ganancias derivadas de los diferenciales de tipos de interés no son compensadas por los movimientos del tipo de cambio. En consecuencia, el atractivo de estas operaciones depende inversamente de los incrementos en la volatilidad cambiaria y de las reducciones súbitas en las expectativas de diferenciales de tipos de interés.

A pesar de la importancia de estas estrategias, no existe una medida precisa de su cuantía. Sin embargo, se puede obtener una aproximación indirecta analizando varios tipos de estadísticas. Por el lado de la financiación, una parte de las operaciones de *carry trade* en yenes debería quedar reflejada en las estadísticas de los activos bancarios en yenes de las entidades

---

9. A modo de comparación, la Reserva Federal posee en torno al 9% del total de deuda pública, es decir, un 5,5% del PIB. 10. Los *repos* se prefieren a las compras directas [Borio (2001)] porque i) no requieren un mercado líquido para el subyacente, ii) tienen un impacto indirecto sobre el precio del activo intercambiado, y iii) rompen el vínculo entre el plazo de vencimiento del título y de la transacción. 11. En cualquier caso, el Banco de Japón tiene prohibido por ley la extensión de crédito a las Administraciones Públicas.



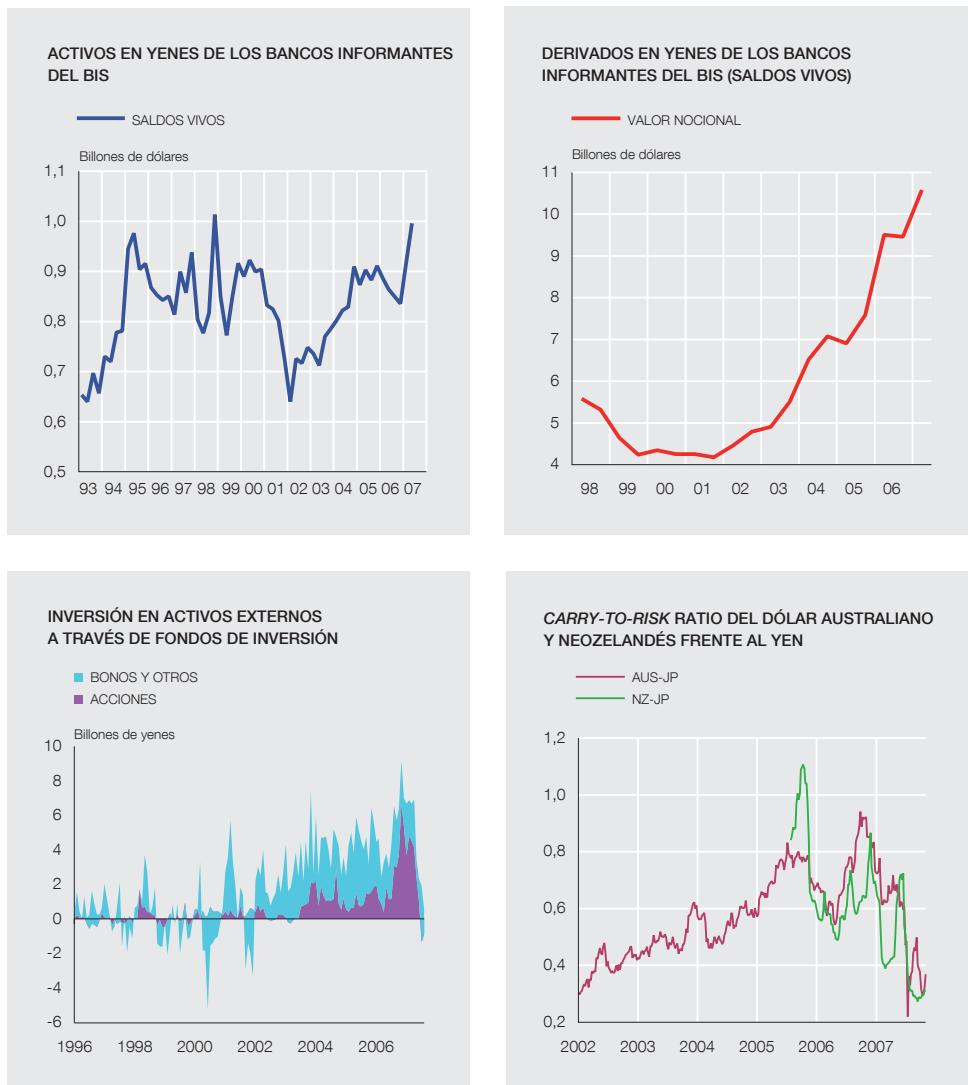
FUENTE: JP Morgan.

que informan al BIS (véase gráfico 5, panel superior izquierdo), que muestran que las posiciones en yenes han aumentado considerablemente desde 2002, situándose cerca de los niveles de 1998<sup>12</sup>. Asimismo, según datos del BIS, el valor nocial de los contratos sobre los derivados de divisas en yenes ha crecido exponencialmente en los últimos años, multiplicándose por dos desde 2003, hasta cerca de 10 billones de dólares (véase gráfico 5, panel superior derecho), aunque como porcentaje del total de derivados en divisas pasó de un 30% a finales de 1998 a un 25% a finales de 2006.

Por el lado de la inversión, se puede obtener una aproximación indirecta al valor de los *carry trade* a través de los flujos de inversión exterior japonesa canalizados mediante fondos de inversión (véase gráfico 5, panel inferior izquierdo). Como se puede apreciar, estos flujos han aumentado notablemente en los últimos años. También es interesante analizar el atractivo de estas inversiones, en términos de su rentabilidad ajustada por el riesgo. Una medida de esto es la ratio *carry-to-risk*, que mide la rentabilidad relativa ajustada por la volatilidad del tipo de cambio bilateral (véase gráfico 5, panel inferior derecho). La ratio calculada para el dólar australiano y el neozelandés muestra que las estrategias de *carry trade* financiadas en yenes e invertidas en estas divisas se beneficiaron de un contexto muy favorable de diferenciales de tipos de interés y de reducida volatilidad cambiaria, sobre todo a lo largo de 2005 y 2006.

En definitiva, existe una elevada incertidumbre con respecto al tamaño y el alcance de estas inversiones —aunque es probable que ronden varios cientos de miles de millones de dólares—, lo que genera inquietud acerca del posible impacto que una reversión súbita de este tipo de operaciones puede tener sobre los precios de los activos financieros y, en consecuencia, sobre la actividad y la estabilidad financiera. El hecho de que los principales inversores —los institucionales— suelen estar muy apalancados implica que podrían verse forzados a deshacer sus posiciones rápidamente en respuesta a cambios en las condiciones de mercado, generando fuertes oscilaciones en los tipos de cambio, a pesar de que hoy en día cuenten con un mayor contrapeso de los inversores minoristas domésticos<sup>13</sup>. Durante el

12. Aunque no todos estos activos tienen por qué estar vinculados a las operaciones de *carry trade*. Probablemente, una parte de estas inversiones estén vinculadas a la expansión de las bolsas japonesas en 2005 y parte de 2006. 13. Estos inversores tienen un horizonte de inversión más largo y suelen perseguir la diversificación de sus carteras, lo que dota de cierta estabilidad a sus inversiones y contribuye a moderar la volatilidad cambiaria.



FUENTES: Ministerio de Finanzas de Japón, BIS y Bloomberg.

a. La ratio frente al dólar neozelandés se calcula con la volatilidad realizada.

período de turbulencia financiera de agosto, como ya ocurriera, por ejemplo, en 1998 (crisis rusa y LTCM), la reversión de los *carry trades* en yenes resultó en una notable apreciación de la divisa nipona frente al dólar —de un 6% frente al dólar—, y aún más acusada, en torno al 15%, frente a las monedas de destino de los *carry trades*, como el dólar neozelandés o el australiano.

Aunque el *pass-through* de los tipos de cambio a los precios internos se ha reducido notablemente en la última década, una apreciación súbita del yen podría tener un impacto depresivo sobre los precios<sup>14</sup> y, a través del canal comercial, sobre la actividad. Además, reverisiones súbitas de numerosas posiciones de *carry trade* pueden afectar severamente a las magnitudes y variables financieras. Todos estos elementos pondrían en riesgo la sostenibilidad de la expansión actual.

14. Véanse, entre otros, Ihrig, Marazzi y Rothenberg (2006), que estiman que una apreciación real del 10% tendría un impacto aproximado de -0,5 pp sobre la tasa de inflación.

## Conclusiones

La situación económica previa a la actual fase de expansión, caracterizada por el estancamiento económico, una deflación moderada y una grave crisis bancaria, ha determinado el curso de la política monetaria de la última década y media. Una de las características de esta política ha sido la coexistencia, durante un período de tiempo prolongado, de unos tipos de interés oficiales nulos y una sustancial expansión de la liquidez interna. Tras superar buena parte de los problemas estructurales que desencadenaron la fase de estancamiento económico, la normalización monetaria de la economía —entendida como la absorción del exceso de liquidez, la recuperación del tipo de interés como instrumento de la política monetaria y el establecimiento de unos tipos de interés más acordes con los fundamentos— ha de hacer frente a una serie de desafíos.

El primero de ellos es la implementación de una política monetaria compatible con una referencia para la tasa de inflación relativamente baja, comparada con otras economías desarrolladas. En vista de los sesgos (al alza) en la medición del IPC y de los riesgos que entraña para la economía el mantenimiento de tasas de inflación reducidas, en caso de sufrir perturbaciones significativas, esta opción no está exenta de riesgos. El episodio de volatilidad financiera global, la cercanía de la inflación a tasas negativas y las incertidumbres remanentes sobre la fortaleza de la recuperación subrayan estos riesgos, que se han reflejado recientemente en la interrupción del proceso de subidas de tipos oficiales.

En cuanto al resto de cuestiones y desafíos analizados en este artículo —es decir, la normalización del mercado monetario y, en particular, de las compras de deuda pública, así como la atención a los acontecimientos del mercado cambiario y, más en concreto, a la evolución de las estrategias de *carry trade*—, llevará tiempo acomodarlos. No obstante, el enfoque graduista adoptado por el banco central nipón parece prudente y adecuado.

17.12.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- BABA, N., S. NISHIOKA, N. ODA, M. SHIRAKAWA, K. UEDA y H. UGAI (2005). *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, BIS Working Papers, n.º 188.
- BANCO DE JAPÓN (2006a). *The Introduction of a New Framework in the Conduct of Monetary Policy*.
- (2006b). «The Bank's Thinking on Price Stability», nota de referencia para *The Introduction of a New Framework in the Conduct of Monetary Policy*.
- BERNANKE, B., y V. REINHART (2004). *Conducting monetary policy at very low short-term interest rates*, AER Papers and Proceedings, vol. 94, n.º 2.
- BORIO, C. (2001). «A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy procedures in the United States, Japan and the euro area», documento preparado para la conferencia organizada por el BCE *The operational framework of the Eurosystem and financial markets*, Fráncfort, 5-6 de mayo de 2000.
- BRODA, C., y D. WEINSTEIN (2007). *Defining price stability in Japan: A view from America*, mimeo.
- HUTCHISON, M., T. ITO y F. WESTERMANN (2006). «Introduction», en *The Great Japanese Stagnation: Financial and monetary Policy Lessons for Advanced Economies*, MIT Press, pp. 1-32.
- IHRIG, J., M. MARAZZI y A. ROTHENBERG (2006). *Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries*, FRB International Finance Discussion Paper n.º 851.
- MAEDA, E., B. FUJIWARA, A. MINESHIMA y K. TANIGUCHI (2005). *Japan's open market operations under the quantitative easing policy*, Bank of Japan Working Paper n.º 05-E-3.
- NISHIMURA, K. (2006). *The new policy framework of the Bank of Japan: central banking in an uncertain world*, discurso en la Universidad de Uppsala.
- VIÑALS, J. M. (2001). *Monetary policy issues in a low inflation environment*, Documento de Trabajo 0107, Banco de España.

## 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. Deflactores 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).

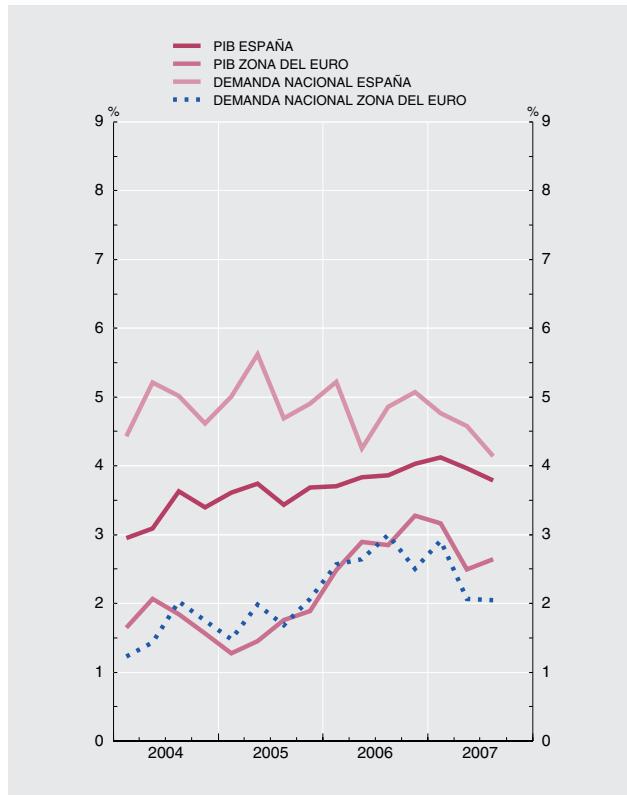
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

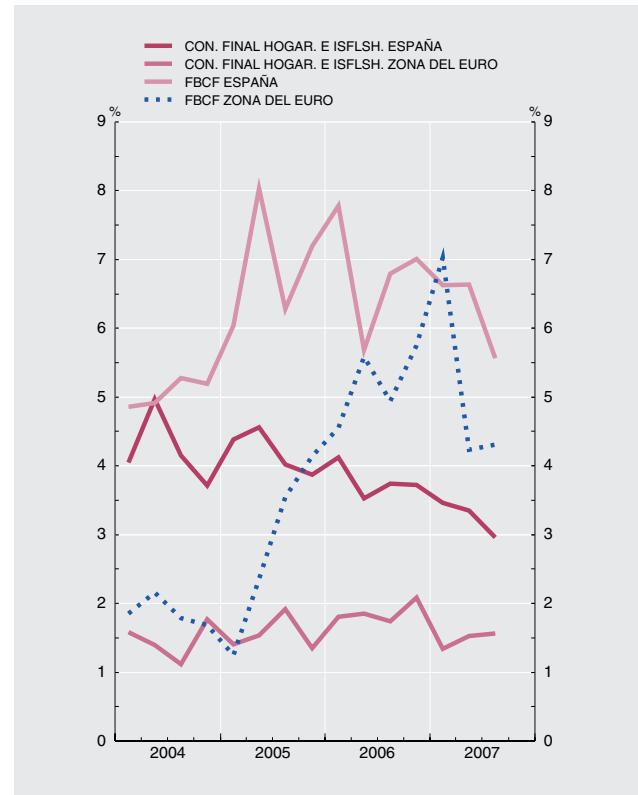
Tasas de variación interanual

	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	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	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	6,5	9,6	6,3	841	7 748	
05	P	3,6	1,6	4,2	1,6	5,5	1,4	6,9	2,8	5,1	1,8	2,6	4,7	7,7	5,5	908	8 024	
06	P	3,9	2,9	3,8	1,9	4,8	1,9	6,8	5,2	4,9	2,7	5,1	7,9	8,3	7,6	981	8 410	
04 /V	P	3,4	1,6	3,7	1,8	6,4	0,7	5,2	1,7	4,6	1,6	3,7	6,3	8,1	7,1	216	1 958	
05 /	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	5,0	220	1 974	
II	P	3,7	1,5	4,6	1,5	5,9	1,5	8,0	2,4	5,6	1,5	3,1	3,8	9,7	5,5	225	1 995	
III	P	3,4	1,8	4,0	1,9	5,1	1,4	6,3	3,5	4,7	1,8	3,7	5,5	8,0	5,5	229	2 016	
IV	P	3,7	1,9	3,9	1,4	5,4	1,6	7,2	4,1	4,9	1,9	3,4	5,2	7,7	5,9	234	2 038	
06 /	P	3,7	2,5	4,1	1,8	4,9	2,2	7,8	4,5	5,2	2,5	5,7	8,5	10,6	9,1	238	2 061	
II	P	3,8	2,9	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	5,6	4,3	2,9	4,9	7,8	6,1	7,3	243	2 092	
III	P	3,9	2,8	3,7	1,7	4,8	1,9	6,8	4,9	4,9	2,8	4,2	6,6	7,5	7,1	247	2 115	
IV	P	4,0	3,3	3,7	2,1	5,7	2,1	7,0	5,7	5,1	3,3	5,7	8,8	8,9	6,9	252	2 142	
07 /	P	4,1	3,2	3,5	1,3	5,7	2,0	6,6	7,0	4,8	3,2	3,6	6,5	5,9	6,0	257	2 181	
II	P	4,0	2,5	3,3	1,5	5,0	2,0	6,6	4,2	4,6	2,5	4,8	5,8	6,6	4,8	261	2 202	
III	P	3,8	2,6	3,0	1,6	5,8	2,1	5,6	4,3	4,1	2,6	8,0	7,3	8,3	5,9	264	2 228	

**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 rubrica 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.

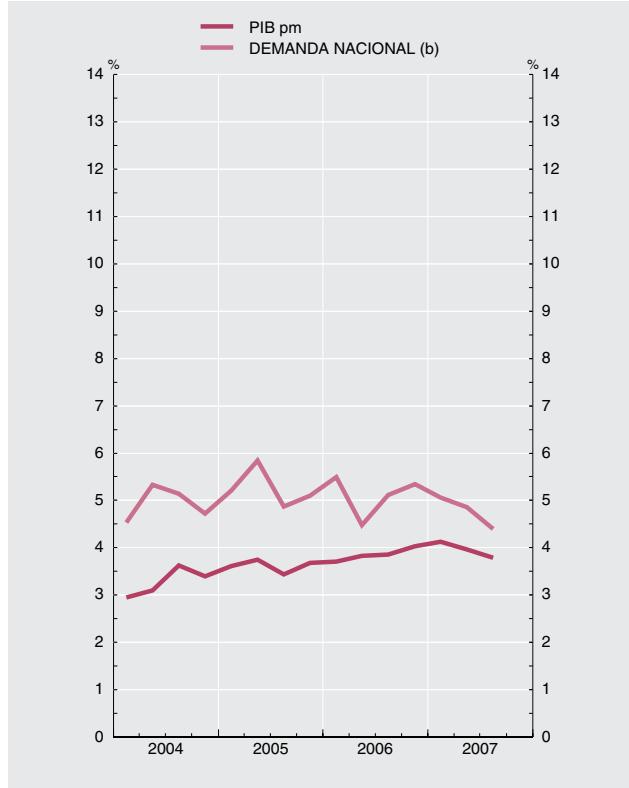
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

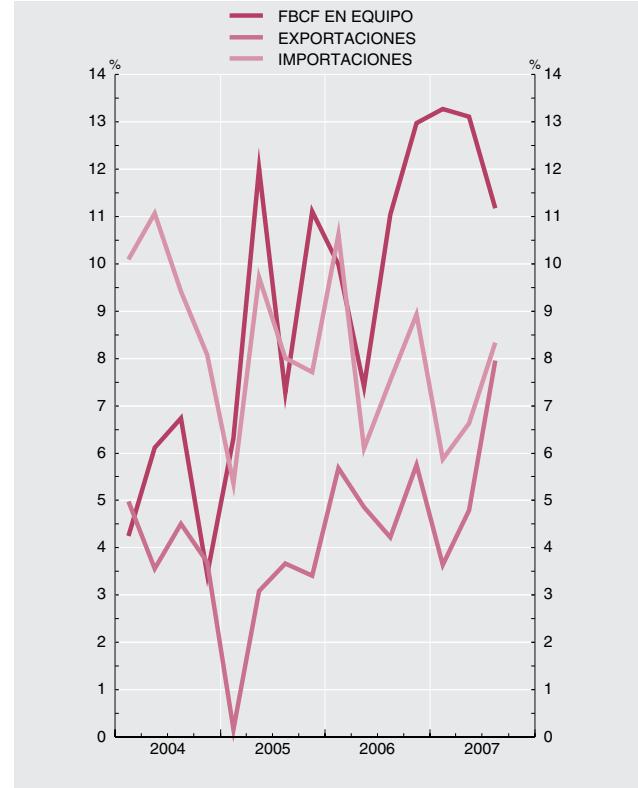
Tasas de variación interanual

	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	Demandada 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 /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	P	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	P	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	P	6,6	13,3	5,2	2,2	0,0	3,6	3,4	1,5	6,5	5,9	5,7	7,0	6,7	5,1	4,1
II	P	6,6	13,1	4,6	4,2	0,0	4,8	4,8	-2,2	11,9	6,6	6,2	4,5	9,3	4,9	4,0
III	P	5,6	11,2	3,8	3,5	-0,0	8,0	6,4	-0,7	22,8	8,3	7,2	6,0	14,3	4,4	3,8

**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.

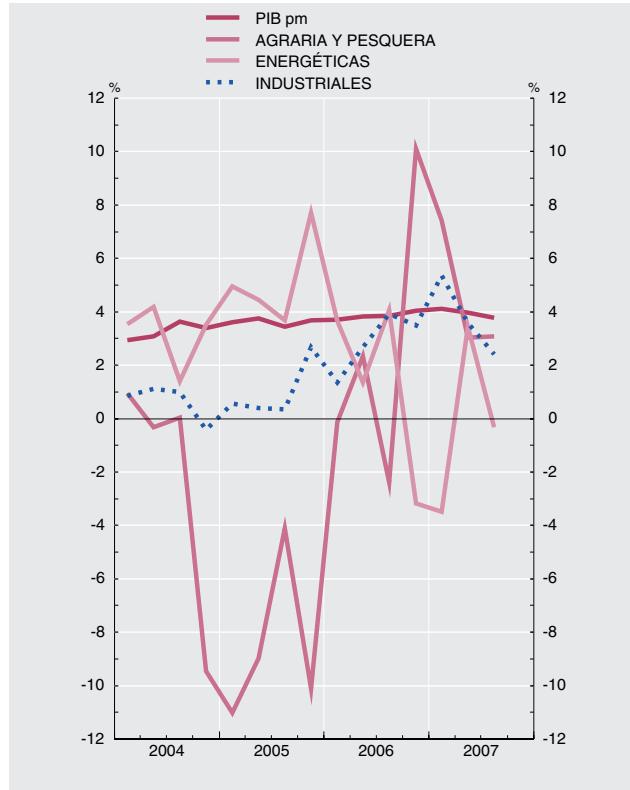
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

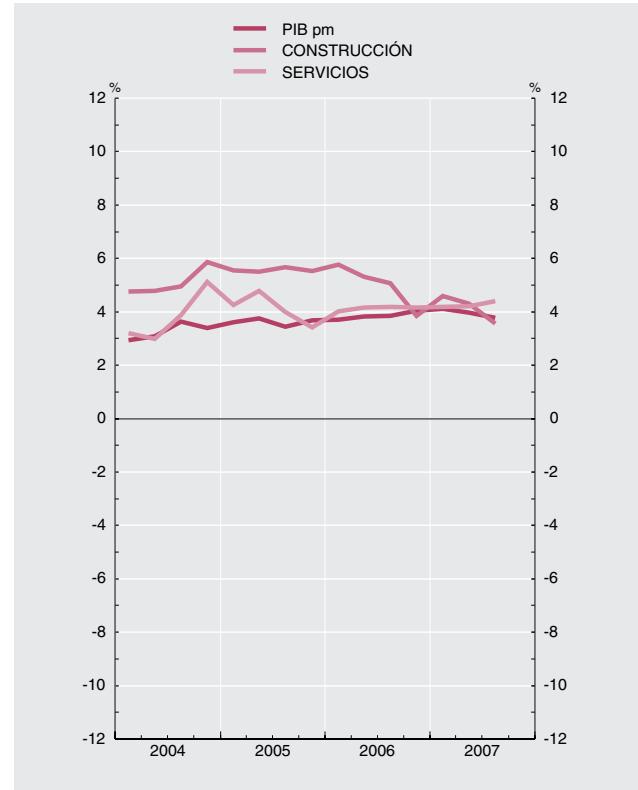
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			IVAs que gravan los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos	Tasas de variación interanual				
							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 /V	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					
//	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4					
///	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4					
/V	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					
//	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,1	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3					
///	P	3,9	-2,4	4,1	3,9	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4					
/V	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	7,4	-3,5	5,4	4,6	4,2	4,2	4,2	3,9	-1,8	1,8					
//	P	4,0	3,0	3,4	3,6	4,3	4,2	4,1	4,5	3,5	-2,4	3,0					
///	P	3,8	3,1	-0,3	2,4	3,6	4,4	4,2	5,0	2,5	0,9	5,5					

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

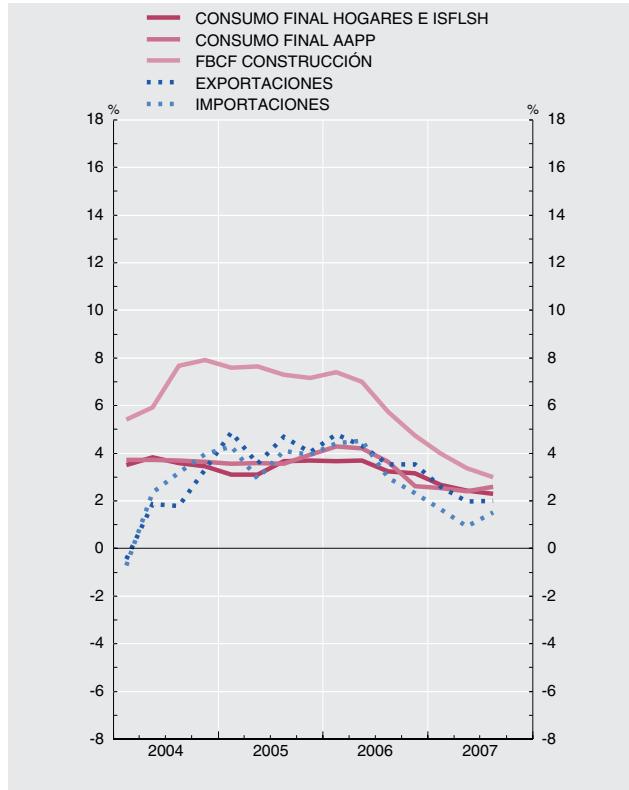
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

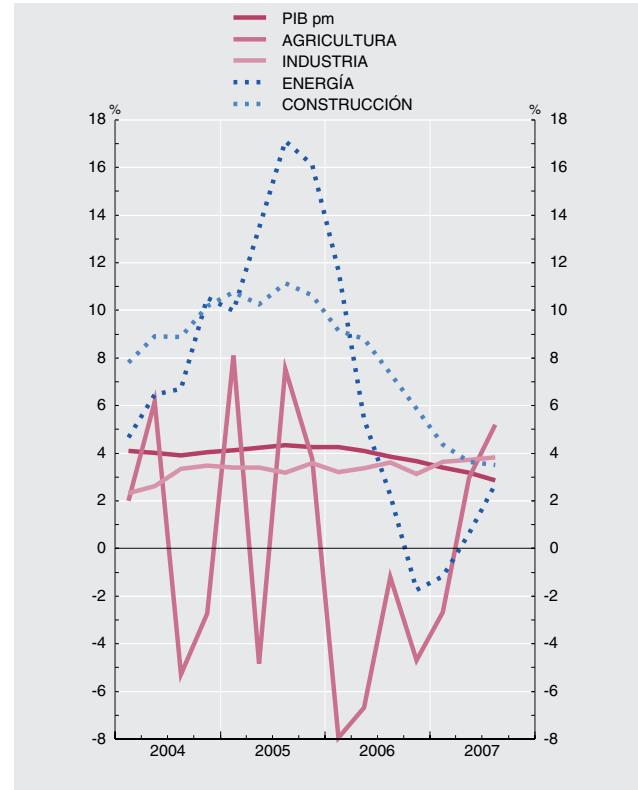
Tasas de variación interanual

	1	2	3	Componentes de la demanda					8	Ramas de actividad					14	
				Formación bruta de capital fijo			6	7	8	9	10	11	12	13		
				Bienes	Construcción	Otros productos				Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	Ramas de los servicios		
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 /V	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	
II	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3	
III	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5	
IV	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9	
06 /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	
II	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,5	4,1	-6,7	5,4	3,4	8,8	3,0	2,8	
III	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3	
IV	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,5	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,1	5,9	2,8	2,7	
07 /I	P	2,7	2,5	3,2	4,0	6,1	2,6	1,7	3,4	-2,7	-1,2	3,6	4,4	3,3	3,3	
II	P	2,4	2,4	2,9	3,4	5,7	2,0	0,9	3,2	3,0	0,6	3,7	3,6	3,4	3,4	
III	P	2,3	2,6	2,6	3,0	5,5	2,0	1,5	2,9	5,2	2,7	3,8	3,5	3,4	3,4	

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



#### PIB. DEFLECTORES 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).

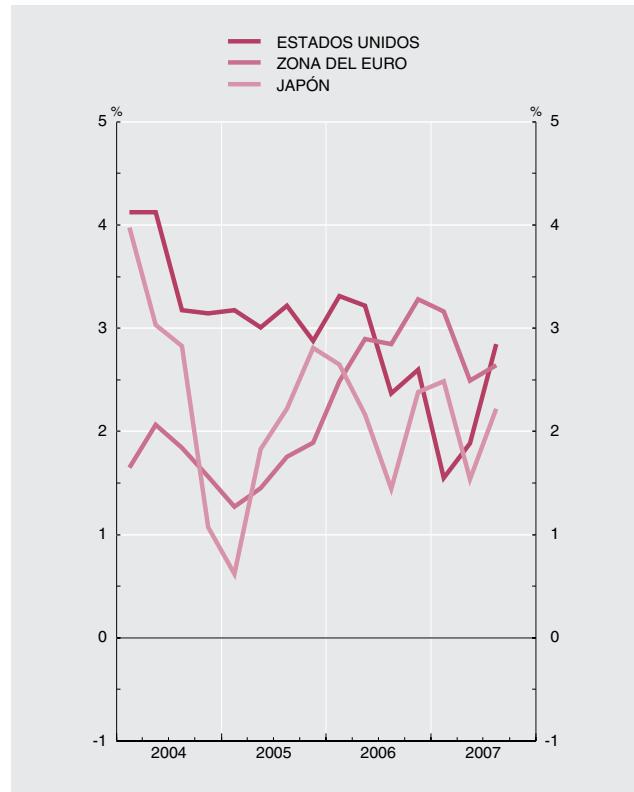
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

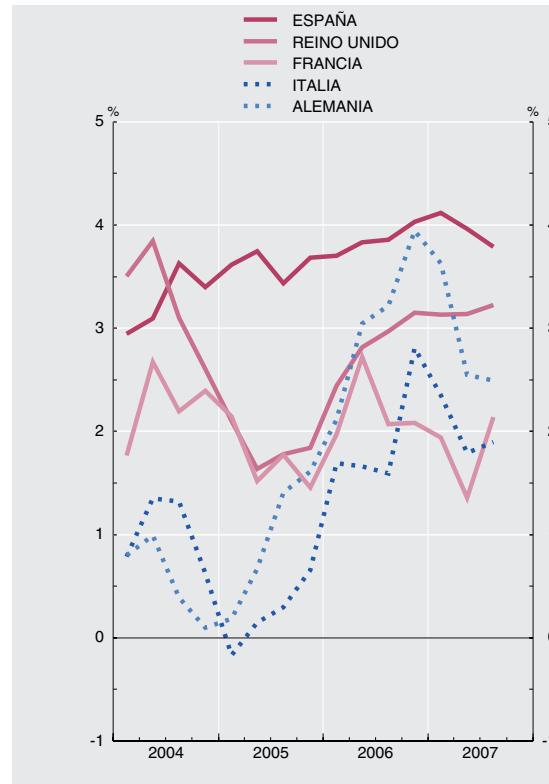
■ Serie representada gráficamente.

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

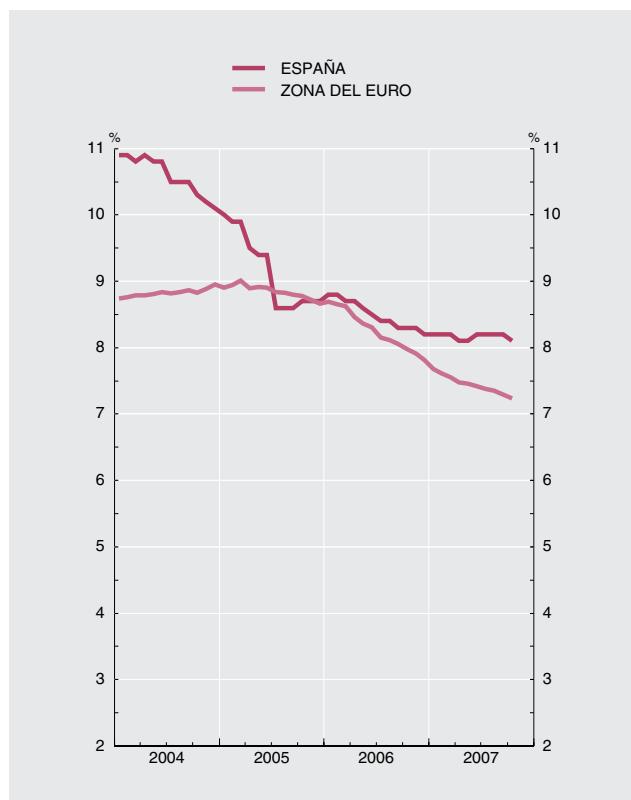
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

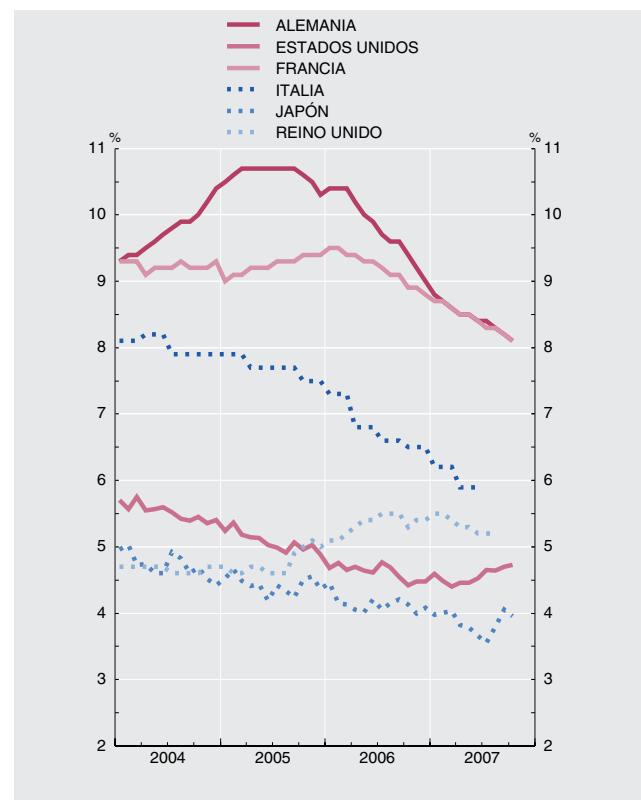
■ Serie representada gráficamente.

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

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



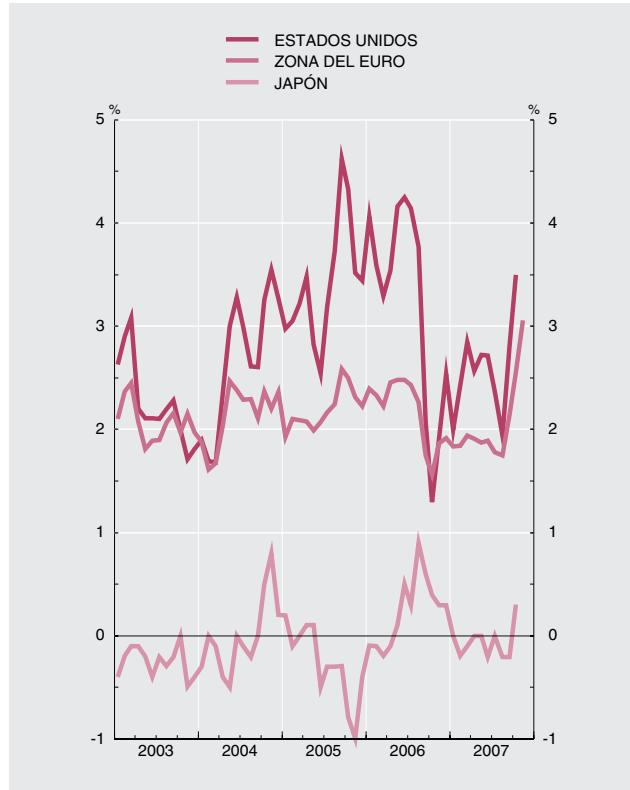
FUENTES: BCE y OCDE.

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

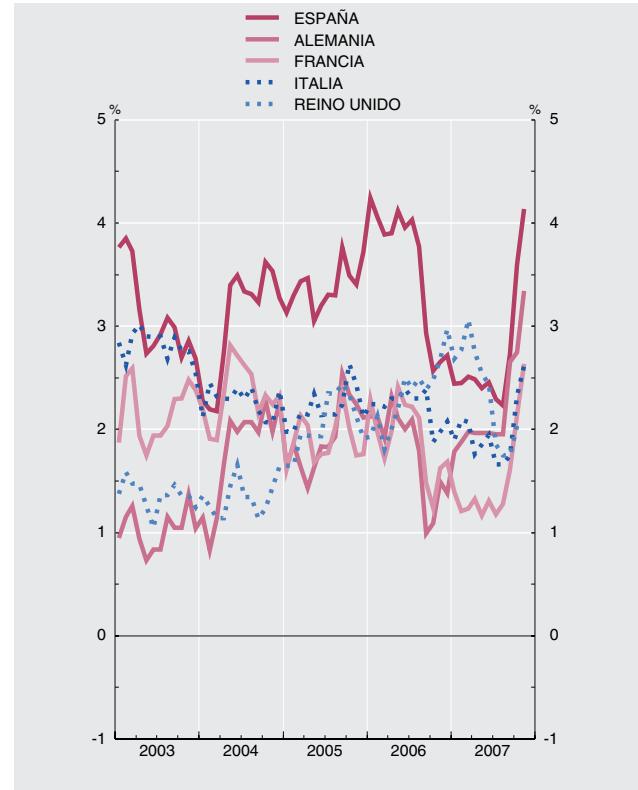
■ Serie representada gráficamente.

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

### 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.

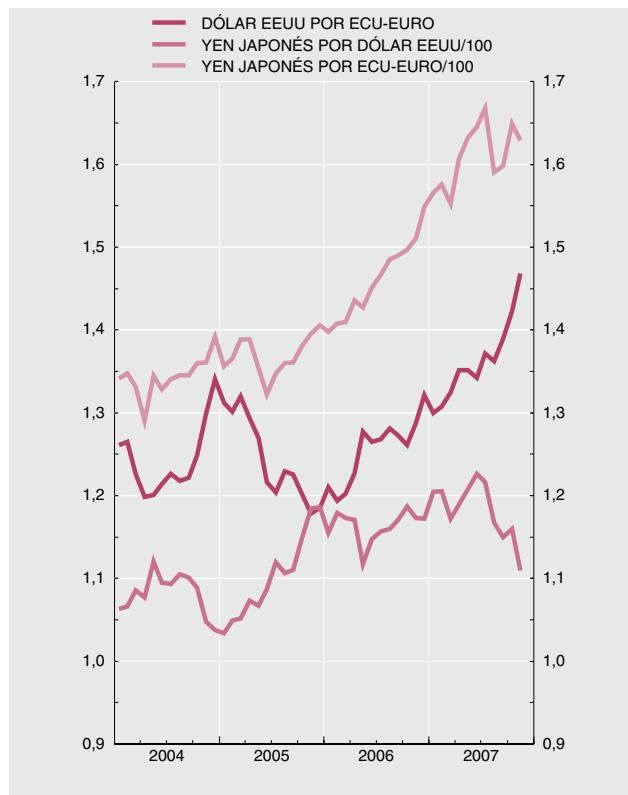
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

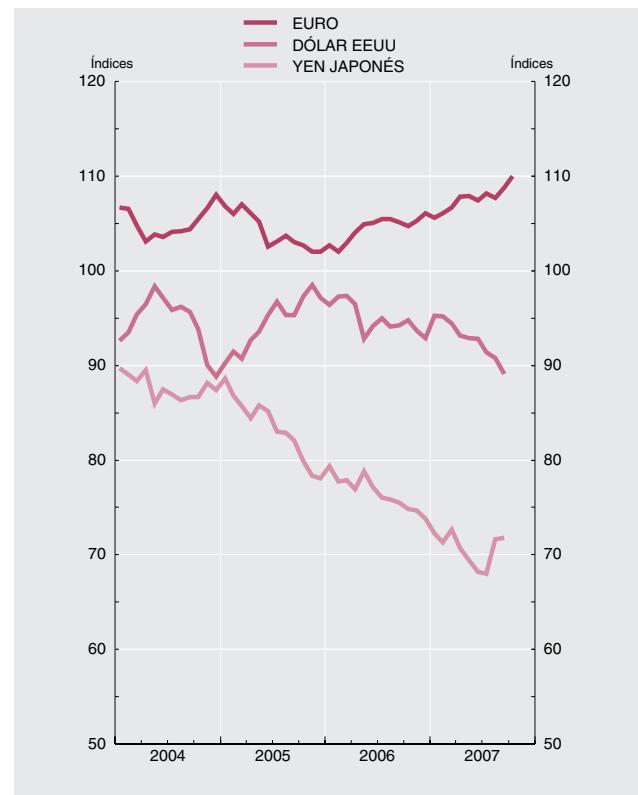
Media de cifras diarias

	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 euro/pecu	Yen japonés por pecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							7	8	9	10	11	12
04	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,2	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
06	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,5	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
06 E-N	1,2500	145,28	116,24	103,5	87,0	94,0	104,4	95,1	76,8	102,7	96,4	78,2
07 E-N	1,3630	161,05	118,25	107,4	82,8	88,6	107,6	92,8	70,7	104,8	93,8	73,0
06 Sep	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
Oct	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,7	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
Nov	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,3	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
Dic	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,1	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
07 Ene	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,6	95,2	72,3	104,4	95,2	74,3
Feb	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	106,1	95,2	71,3	104,5	95,3	73,6
Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,7	94,5	72,7	104,6	95,0	74,8
Abr	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,8	93,2	70,7	105,0	94,1	72,9
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,9	92,9	69,4	104,5	94,2	71,6
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	85,9	107,4	92,8	68,2	104,2	94,2	70,5
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,6	108,2	91,4	68,0	104,6	93,2	70,5
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	82,0	89,7	107,7	90,8	71,6	104,5	92,0	74,1
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,2	108,8	89,1	71,8	105,4	90,8	74,2
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,4	88,2	110,0	...	...	106,6	...	...
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,0	...	...	...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

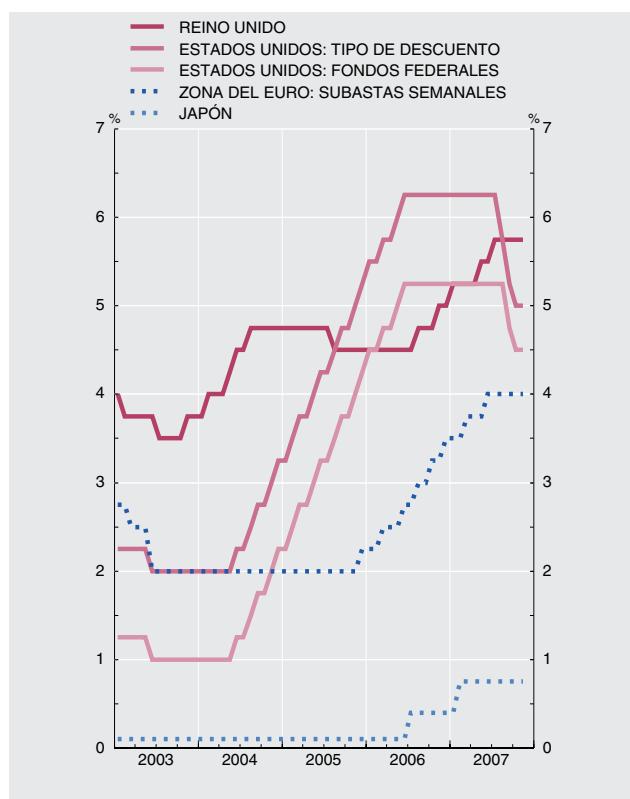
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

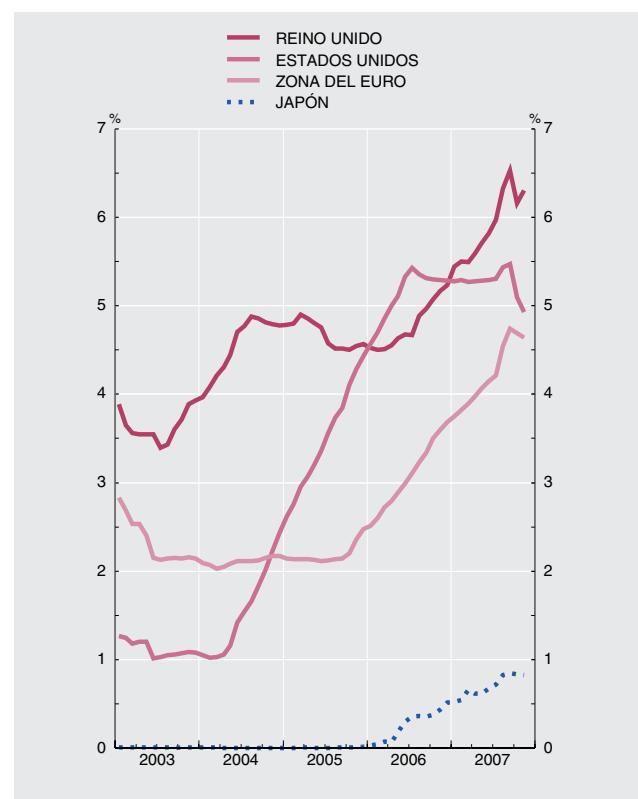
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
06 Jun	2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
Jul	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
Ago	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
Sep	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
Oct	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
Nov	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
Dic	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
07 Ene	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
Feb	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
Mar	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
Abr	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31

### 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

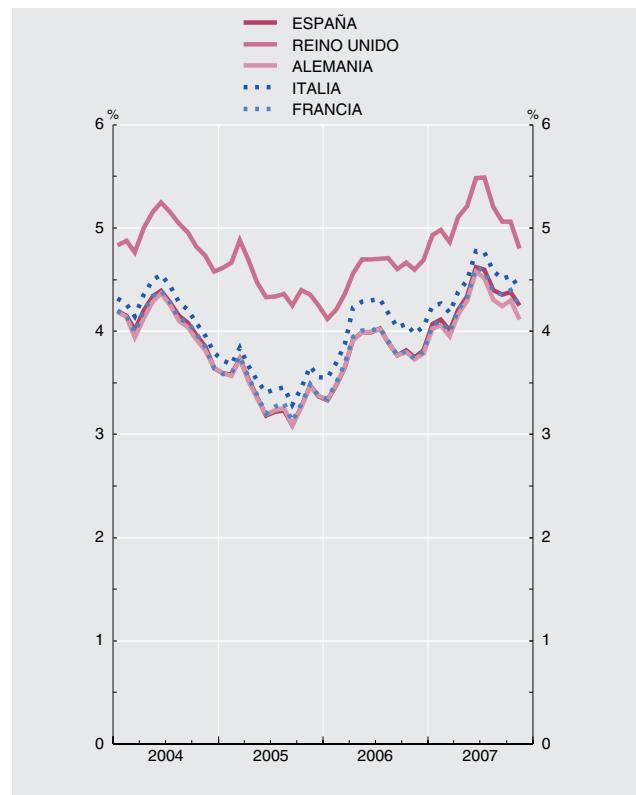
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93	
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47	
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55	
06 Jun	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70	
Jul	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70	
Ago	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71	
Sep	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60	
Oct	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67	
Nov	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60	
Dic	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69	
07 Ene	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93	
Feb	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98	
Mar	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86	
Abr	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10	
May	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21	
Jun	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49	
Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49	
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20	
Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06	
Oct	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06	
Nov	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80	

### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

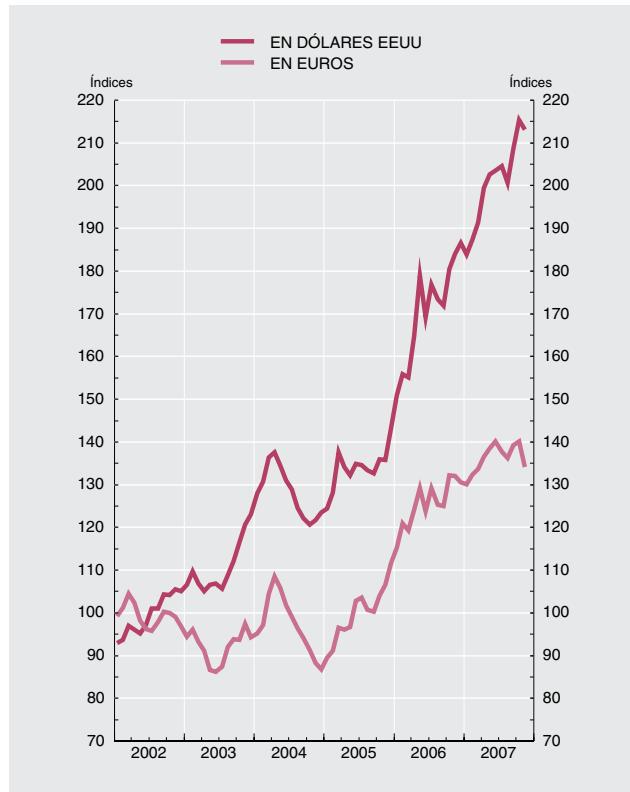
**2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO**

■ Serie representada gráficamente.

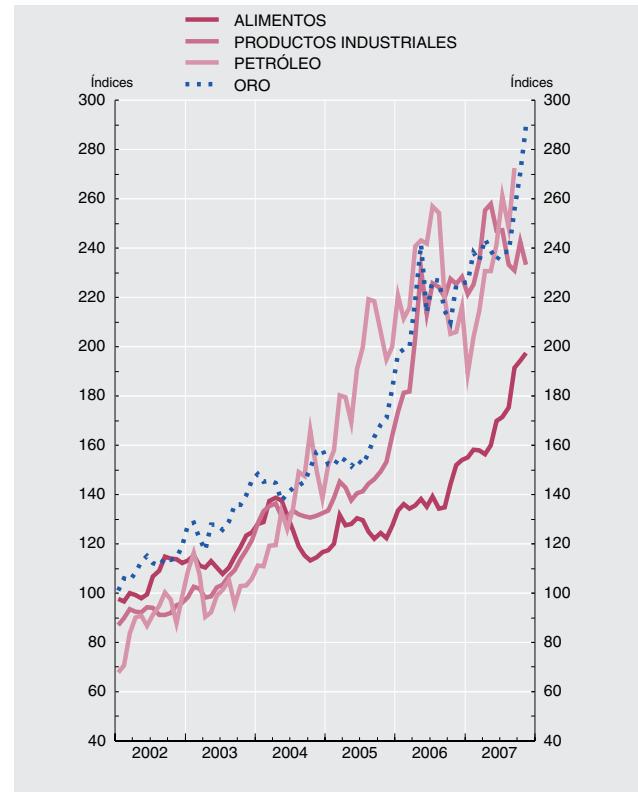
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro					
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Petróleo		Euros por gramo			
		General	General	Alimentos	Productos industriales					Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy				
					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-N	125,1	169,3	137,9	210,0	148,0	243,6	228,9	65,1	215,9	602,2	15,46				
07 E-N	136,3	201,0	171,6	239,1	161,1	281,6	...	71,3	246,3	687,0	16,18				
06 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	272,4	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	17,05				
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	...	93,0	289,6	807,8	17,65				

**ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS**



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

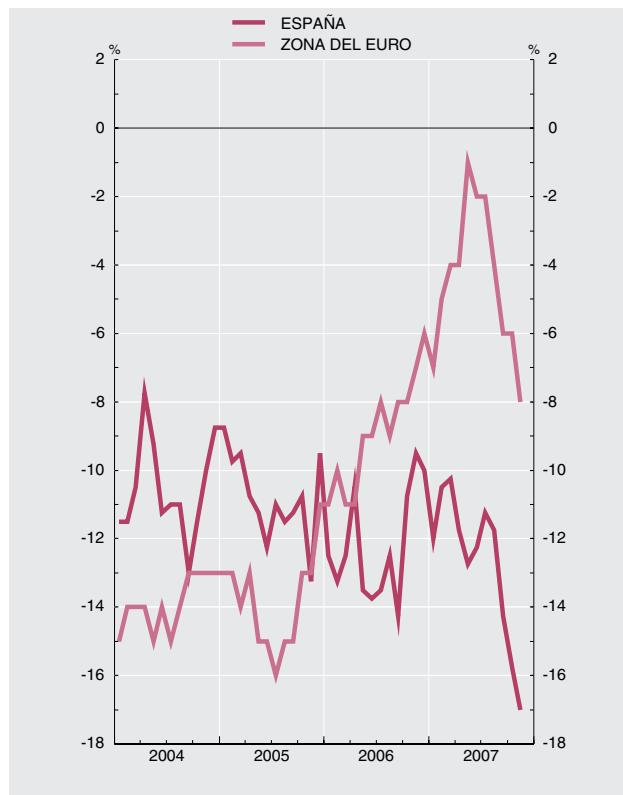
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

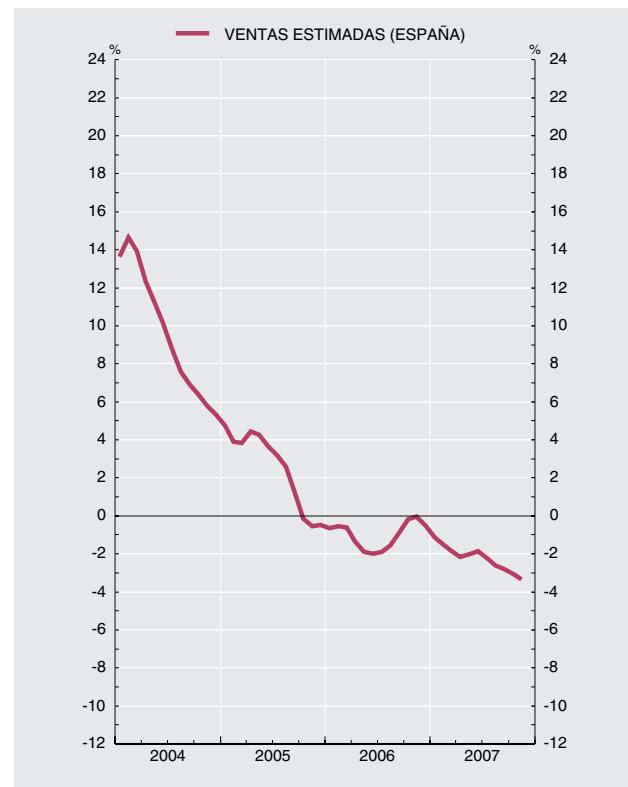
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)							Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado			
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Del cual	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
04		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,5	
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,7	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3	
06	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,3	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,1	
06 E-N	P	-12	-12	-3	-9	-9	-9	-0,6	-0,3	-0,6	2,4	5,0	1,4	2,6	0,5	2,1	2,0	
07 E-N	A	-13	-11	-3	-12	-4	0	-1,9	-2,6	-1,9	...	...	...	...	...	...	...	
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	2,8	
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	0,9	
Feb	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	-4,3	-4,7	-4,4	-3,7	5,3	3,6	2,9	1,8	4,8	1,2	
Mar	P	-10	-8	-	-12	-4	-	-0,4	-6,6	-0,2	0,7	7,1	5,4	7,8	4,6	5,9	2,6	
Abr	P	-12	-12	-3	-11	-4	-	-5,9	-2,2	-6,0	-5,8	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	1,6	
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	0,3	
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	1,0	
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	1,3	
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	0,5	
Sep	P	-14	-14	-5	-18	-6	-3	-8,2	-7,3	-7,7	0,3	2,4	0,3	-1,6	-1,8	1,7	1,6	
Oct	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	-0,4	6,6	3,0	2,9	3,0	3,1	0,3	
Nov	A	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	...	...	...	...	...	...	...	

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Suplement 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.

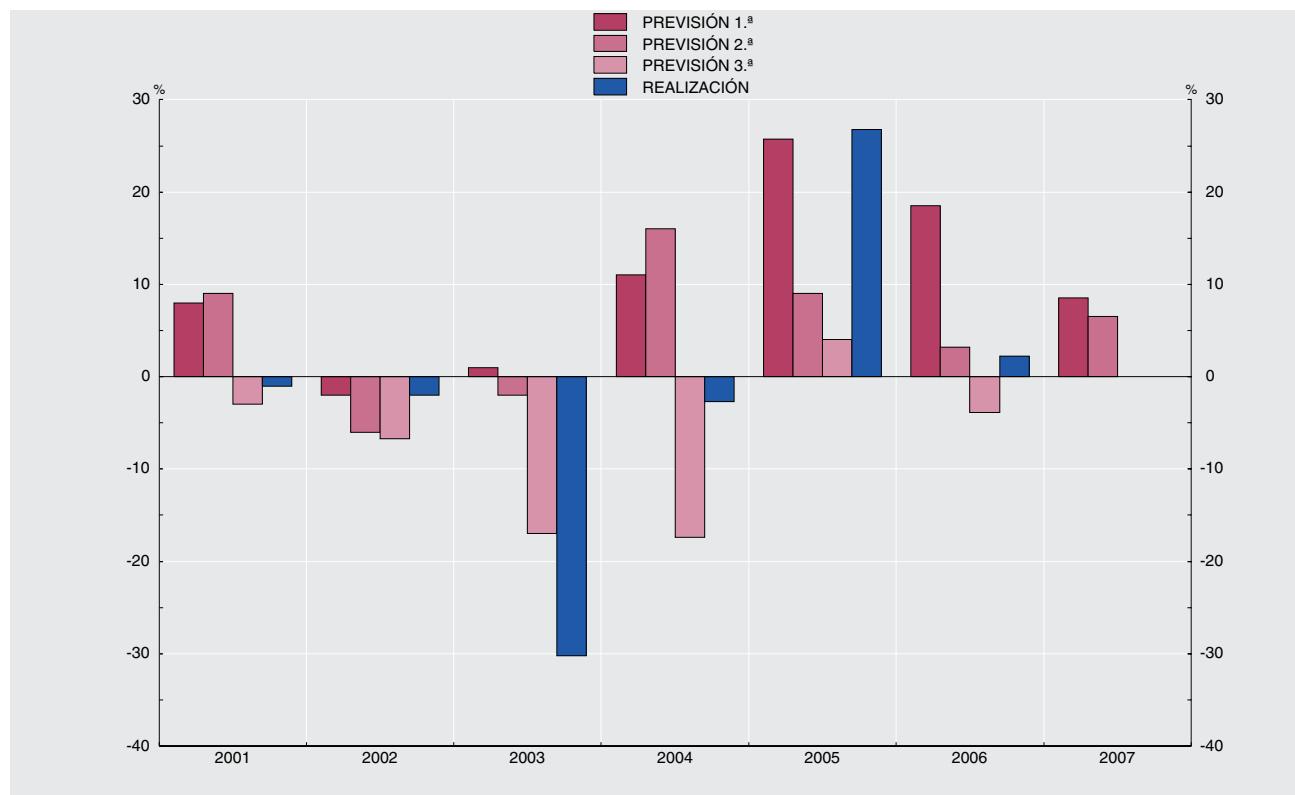
c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

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

■ Serie representada gráficamente.

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

### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

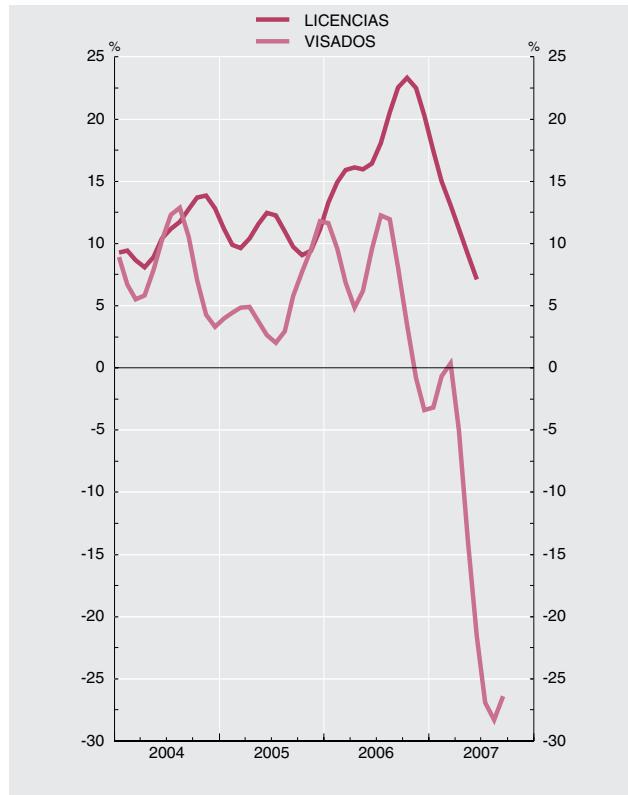
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

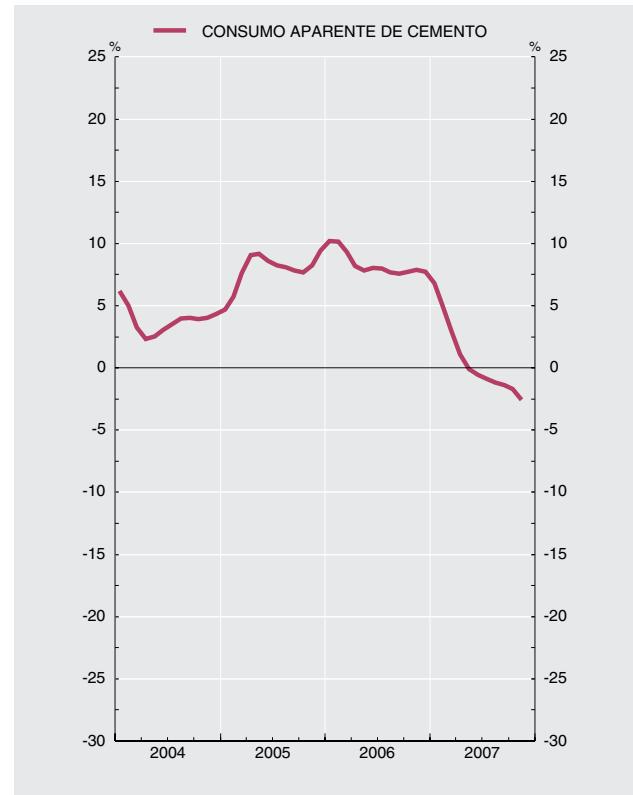
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir				Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento		
	Total	De la cual			Total	De la cual			Total		Edificación								
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil						
	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-N	22,2	19,8	20,1	34,4	16,9	19,6	28,3	28,3	27,0	56,1	62,3	17,8	28,9	8,8					
07 E-N	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...					
06 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	3,9	3,9	-16,9	-68,4	-16,2	33,2	14,1	15,1					
Feb	-2,5	-2,3	-1,8	-3,6	-5,4	-5,3	56,3	20,5	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	13,3	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	6,4	-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	2,0	-3,4	-46,1	-24,4	18,4	-11,5	-1,9					
Jun	P	-2,4	-2,3	-3,7	-3,0	-25,2	-28,2	18,2	4,7	-1,1	-54,2	-35,6	12,8	29,1	-3,3				
Jul	P	...	...	...	...	-33,9	-38,1	21,8	7,0	-24,4	-13,7	-51,6	-27,5	43,1	3,7				
Ago	P	...	...	...	...	-36,5	-40,3	-55,8	-3,9	-56,4	-76,4	-78,5	-48,3	-55,5	-2,7				
Sep	P	...	...	...	...	-64,2	-66,4	-42,4	-7,3	-50,0	-68,3	-89,5	-40,5	-38,6	-5,6				
Oct	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	5,2				
Nov	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-1,8				

#### 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.

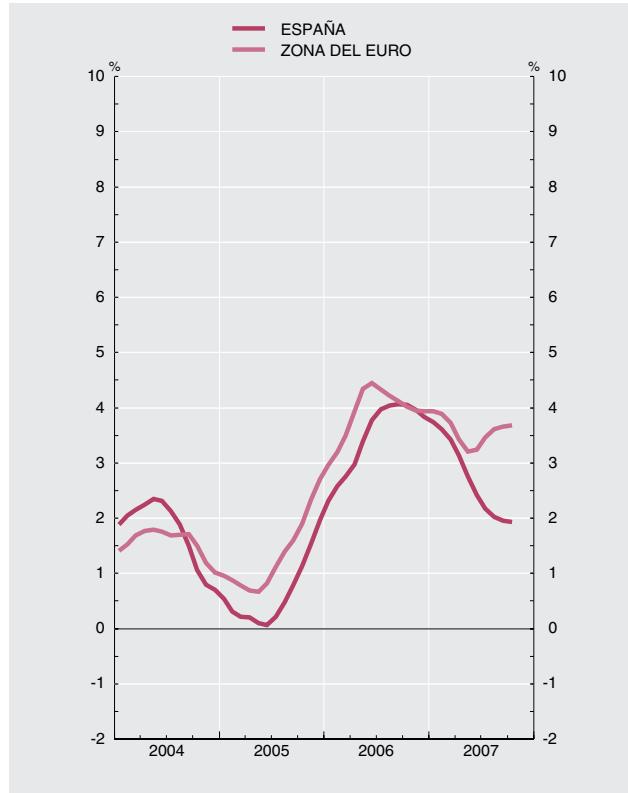
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

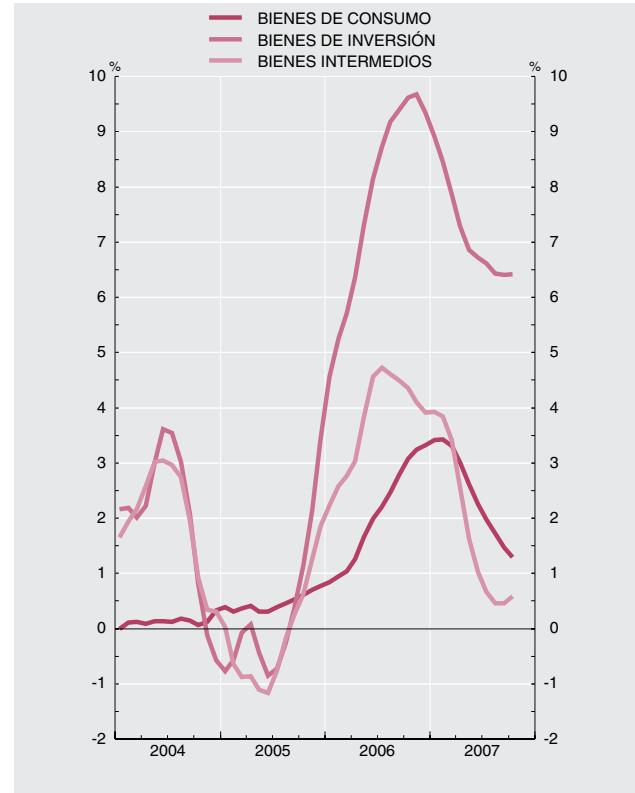
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Serie original	1 T 12	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-O	MP	106,1	4,0	2,1	7,9	4,1	2,1	2,5	4,2	2,4	4,0	4,2	2,3	5,6	4,8
07	E-O	MP	109,3	2,9	2,8	7,2	2,1	-0,5	0,0	3,3	-	3,5	4,3	3,0	6,0	4,1
06	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	3,9	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	3,1	6,0	5,4	
Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	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	7,7	
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	2,8	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	2,5	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	4,0	4,7	3,0	7,1	4,0	
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,4	4,7	5,0	7,1	3,2	
Sep	P	107,9	-1,1	-2,4	2,9	-2,8	1,1	0,9	-1,3	0,3	3,3	3,0	1,6	5,1	2,5	
Oct	P	117,6	4,7	3,4	9,7	3,5	4,1	1,6	4,5	7,0	3,8	3,6	1,7	6,6	2,7	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

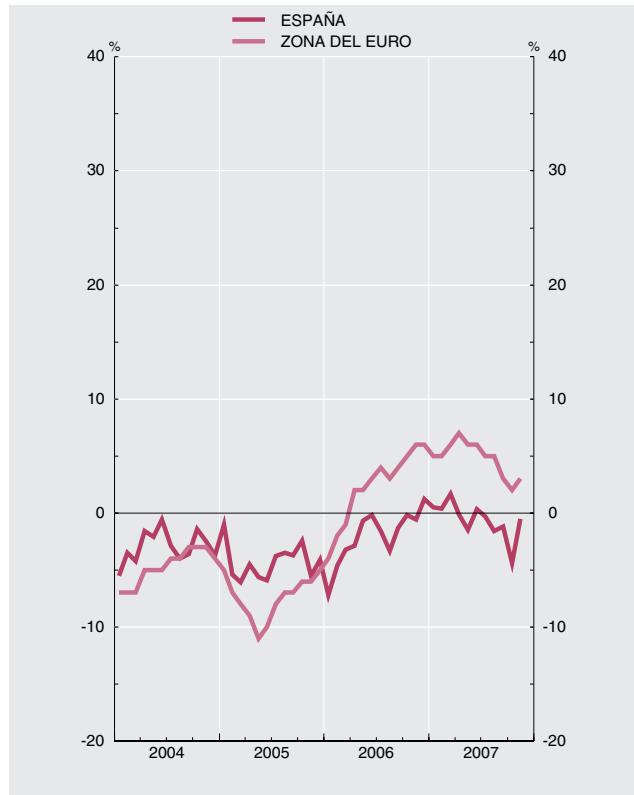
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

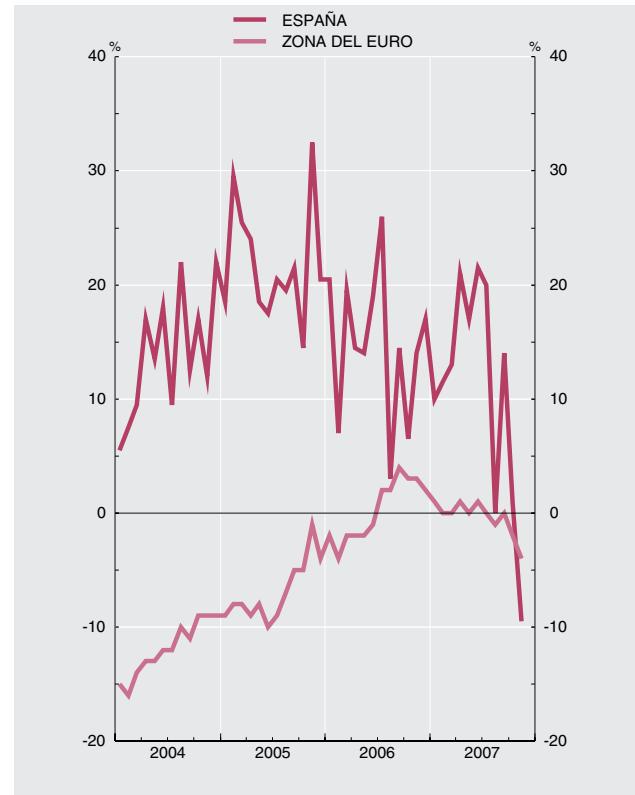
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro					
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción	Indicador del clima en la construcción	
								Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores				Producción	Contratación			
								(a)	(a)	(a)	(a)				14	15	16	17	18
		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	30	15	2	-	0
06	E-N	-2	6	6	-2	-11	12	-3	0	-3	-1	14	29	21	25	13	2	-1	0
07	E-N	-1	7	6	2	-5	10	-2	5	-2	-3	11	22	13	21	22	5	6	-0
06	Ago	-3	12	2	-0	-9	12	-6	-4	-0	1	3	38	-1	7	3	3	3	2
	Sep	-1	9	10	-1	-11	13	-1	3	-4	1	15	51	21	21	5	4	4	4
	Oct	-0	10	8	2	-9	10	-4	6	-0	-2	7	10	13	12	3	5	5	3
	Nov	-1	10	8	3	-10	13	-0	1	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6	6
	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	-	-1	10	19	9	28	8	5	6	1
	Feb	0	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	7	-
	Mar	2	7	8	5	-8	9	-2	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	-0	13	5	2	-1	8	-1	8	-4	-4	20	53	25	19	29	5	6	-
	Ago	-2	7	7	2	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	7	-1
	Sep	-1	6	5	1	-4	9	-4	7	-3	-7	14	17	21	-4	21	3	3	-
	Oct	-4	5	3	-4	-3	12	-5	6	-10	-7	-1	-10	2	11	14	2	1	-2
	Nov	-1	4	7	2	-2	10	-2	10	-4	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-4

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

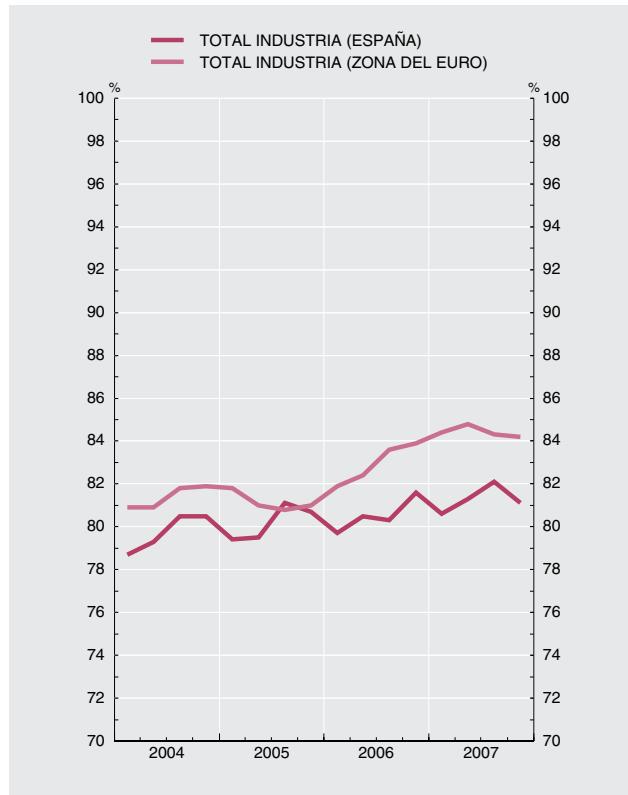
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

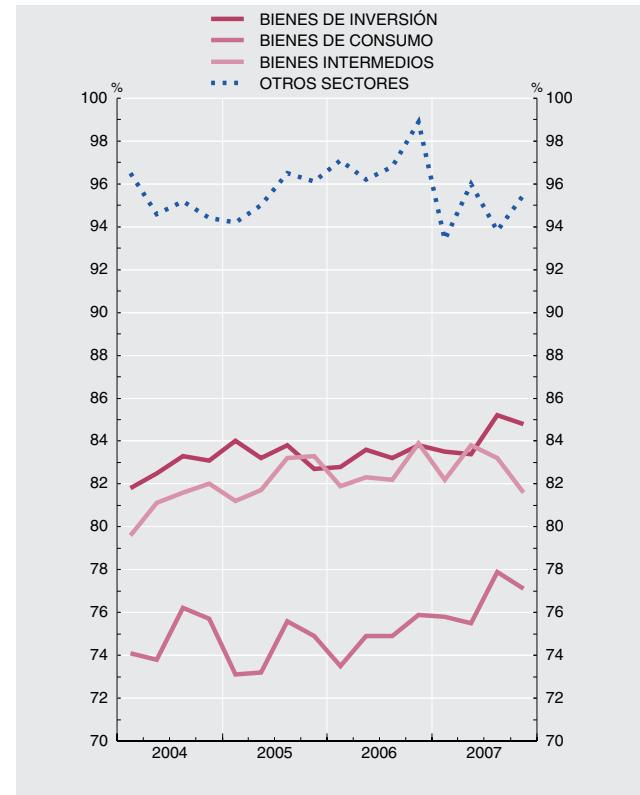
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		
	1	2		4	5		7	8		10	11		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 //	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
///	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
///	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
///	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.

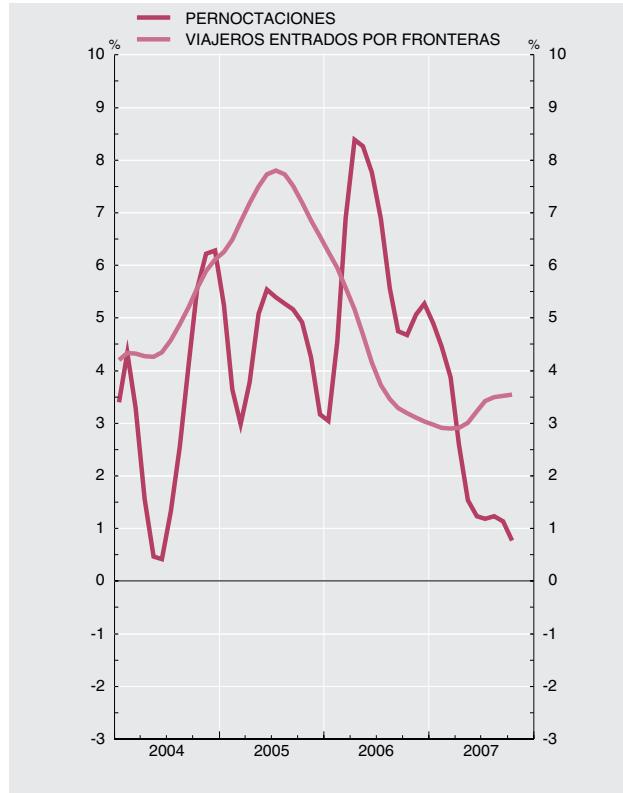
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

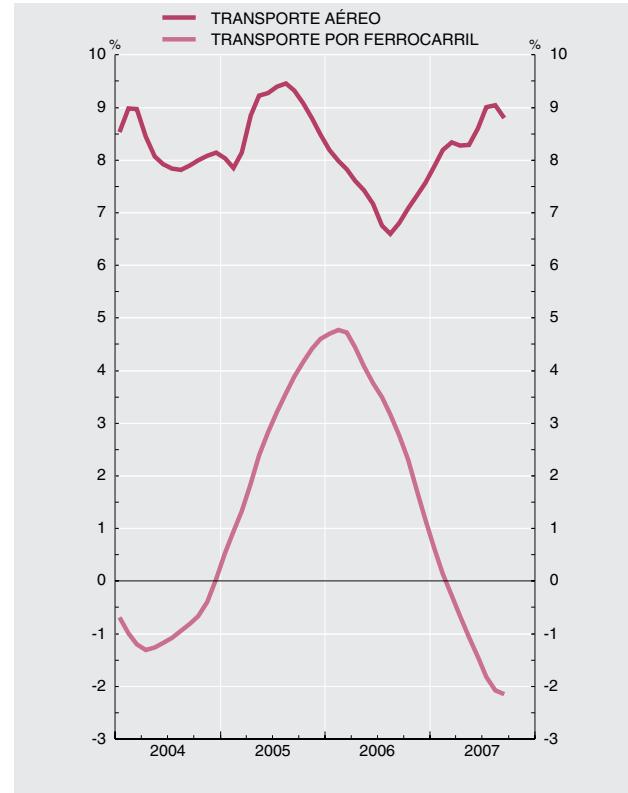
Tasas de variación interanual

	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	
								Total	En vuelos nacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,2
05	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,7	3,8	3,5	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	1,3	2,0	-3,1
06 E-O	5,9	6,5	6,2	6,7	3,7	4,1	3,0	6,6	6,3	6,8	-6,0	9,0	4,8	2,2	-1,9
07 E-O	3,3	3,8	1,8	2,1	3,5	1,9	5,9	...	...	...	...	...	...	-1,4	...
06 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	4,4	2,6	4,1	1,8	2,8	3,1	2,2	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
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
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	-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
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
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	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
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
Jul	P	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-1,9
Ago	P	3,6	5,3	1,3	2,7	5,9	3,0	9,7	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9
Sep	P	2,7	4,6	1,1	1,9	4,5	1,8	9,3	9,7	8,9	10,3	5,5	...	-4,7	-0,9
Oct	P	2,5	3,6	0,7	1,9	1,5	0,0	3,9	...	...	...	...	...	-3,3	...

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



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



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

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

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

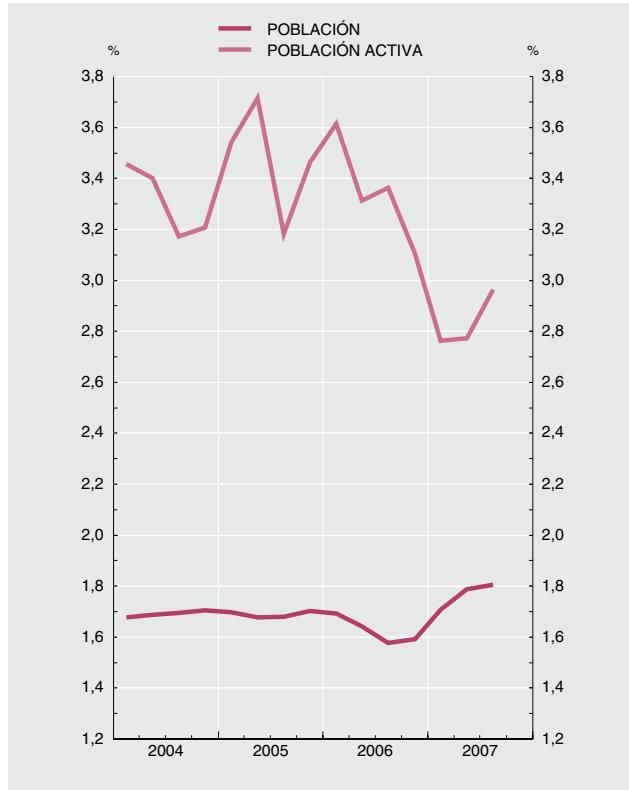
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

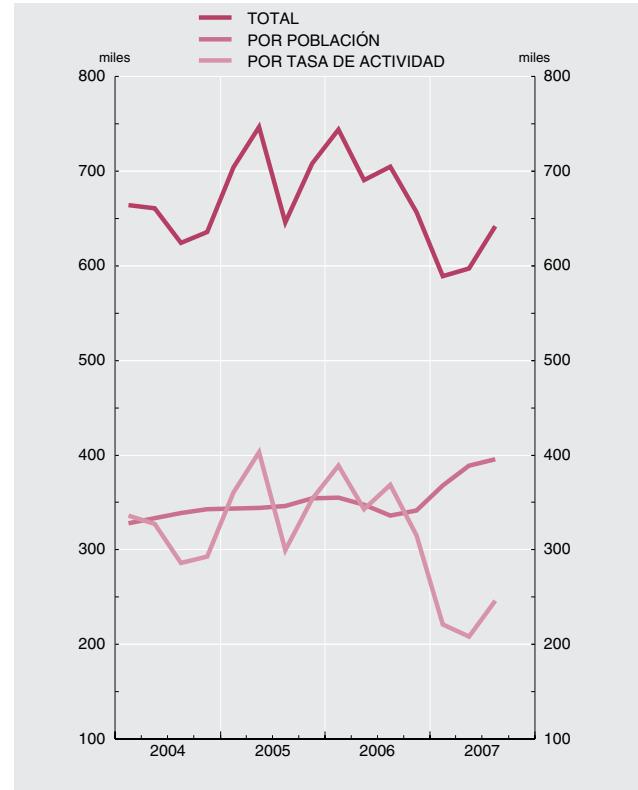
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Población activa				1 T 4	
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4				Variación interanual (b)					
			Tasa de actividad (%) (a)	Total (Miles de personas)			Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)				
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).

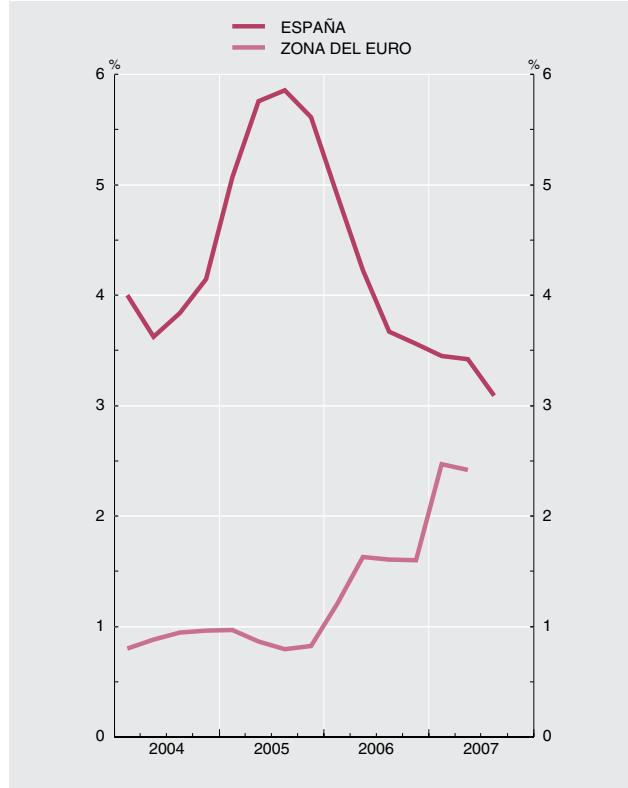
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

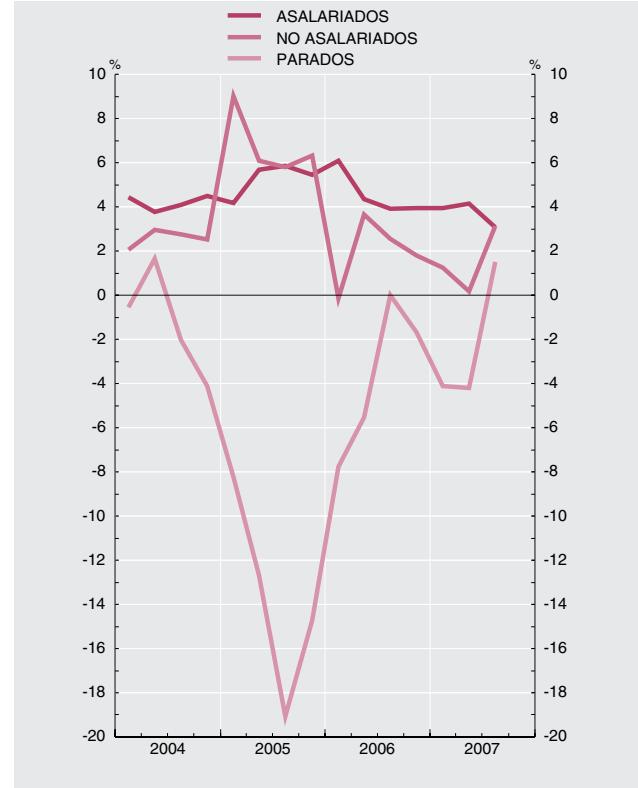
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados				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	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,9	8,83	
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,85	
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,5	8,26	
06	I-III	M	19 663	803	4,3	16 122	733	4,8	3 541	70	2,0	1 846	-90	-4,7	8,58	1,5	8,38
07	I-III	M	20 316	653	3,3	16 721	599	3,7	3 595	54	1,5	1 803	-43	-2,3	8,15	...	7,47
05	I		18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	8,95
	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	8,90
	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	8,82
	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	8,72
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	8,66
	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	8,38
	III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	8,11
	IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,90
07	I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,5	7,61
	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	7,45
	III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	...	7,34

### 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).

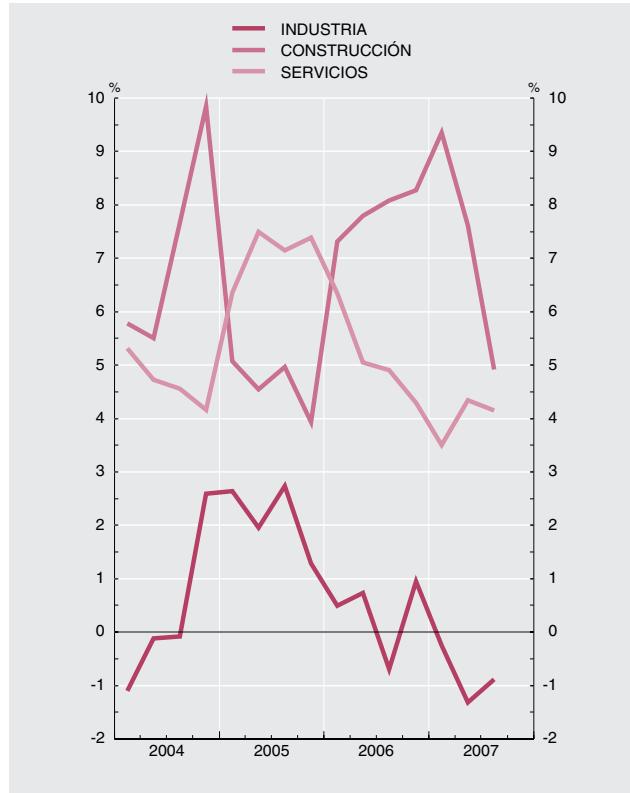
#### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

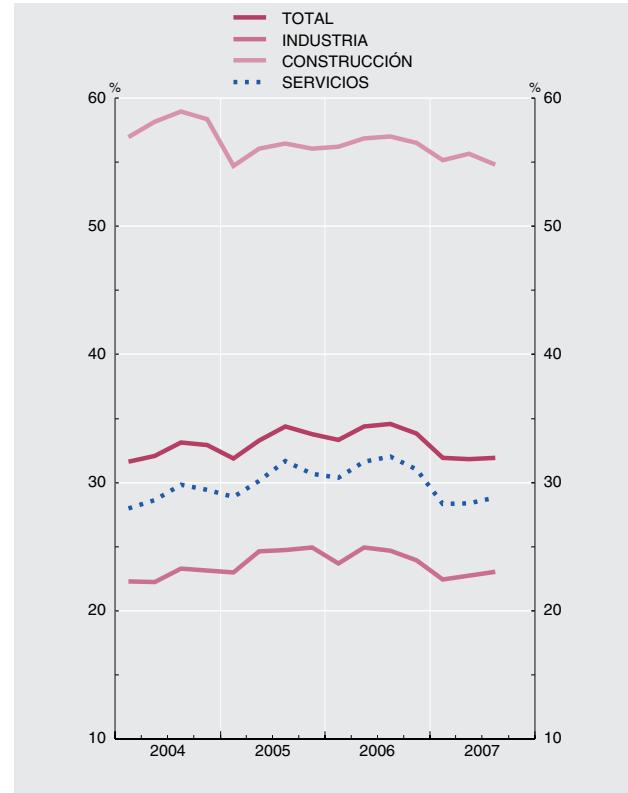
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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).

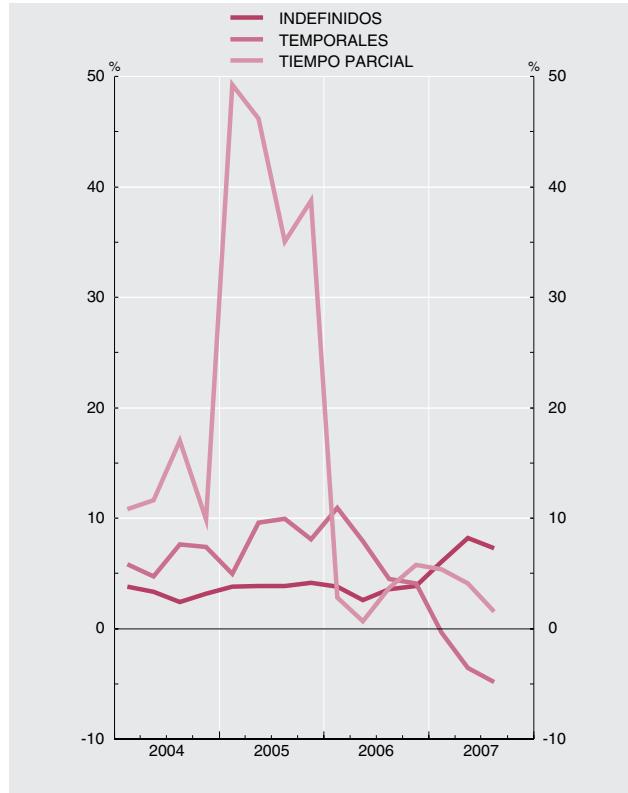
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

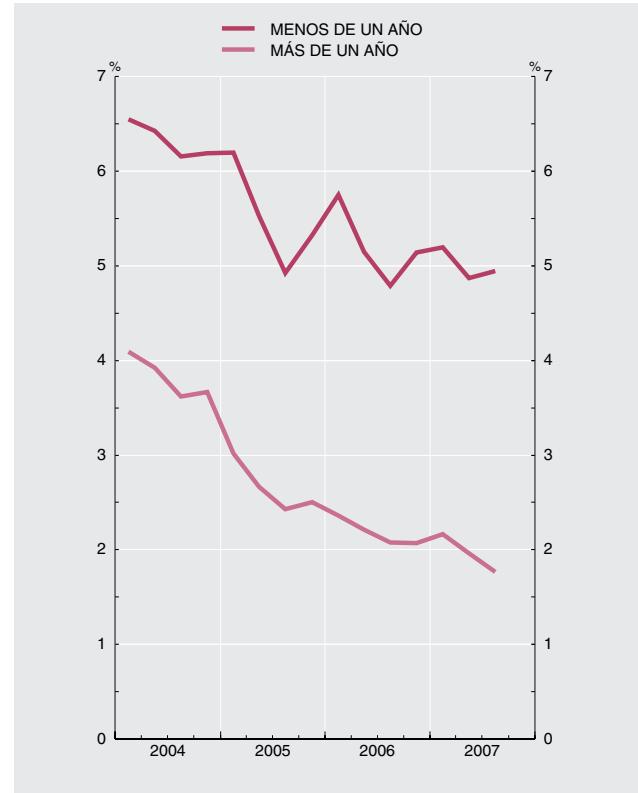
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	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 (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
06 I-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

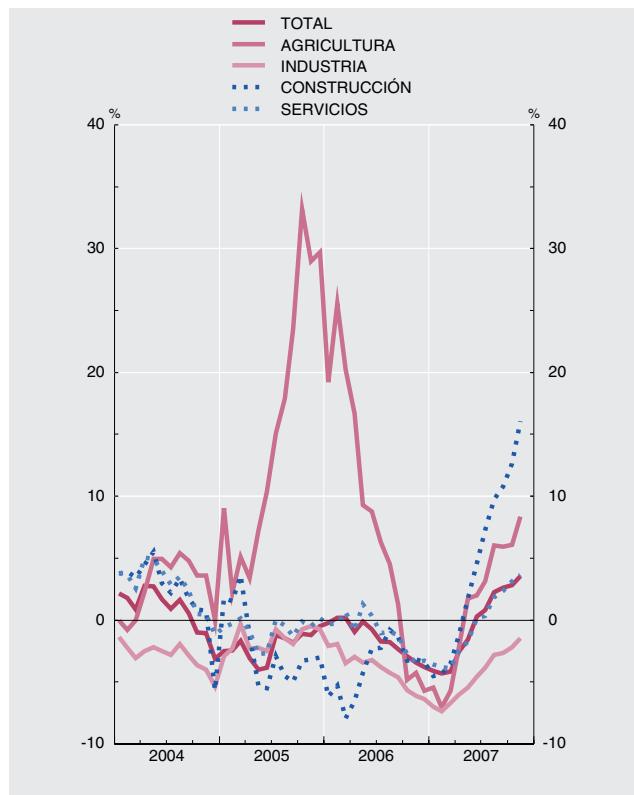
■ Serie representada gráficamente.

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 interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
						Total	Agricul-tura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios								
04	M	2 114	17	0,8		-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1		-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5		-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
06	E-N	2 041	-26	-1,3		-0,3	-1,4	8,7	-1,7	-3,8	-4,0	-0,8	1 558	8,2	11,30	23,35	88,70	1 496	6,8
07	E-N	2 031	-10	-0,5		-0,6	-0,5	1,0	-0,5	-4,6	4,3	-0,5	1 578	1,3	11,99	23,77	88,01	1 531	2,3
06	Oct	1 993	-60	-2,9		0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0
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	1 870	7,4
Nov		2 094	71	3,5		-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2

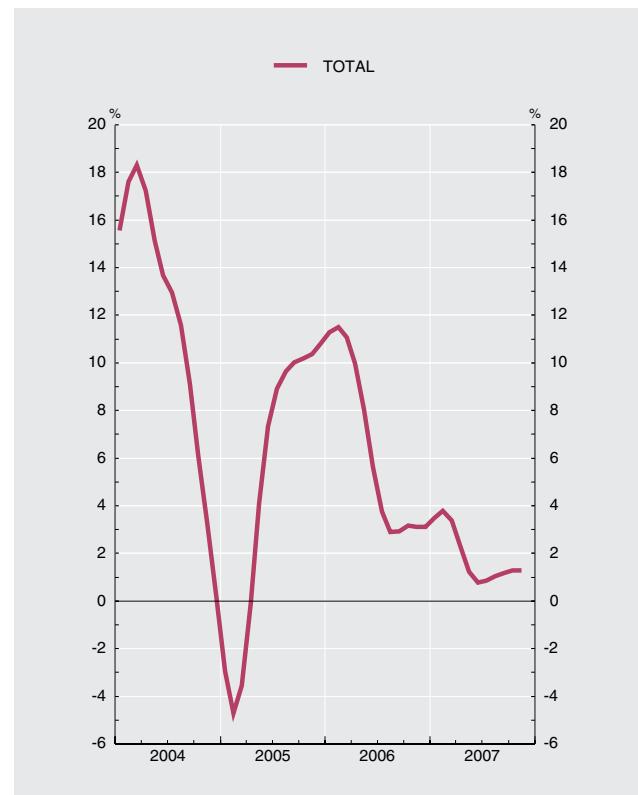
#### PARO REGISTRADO

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

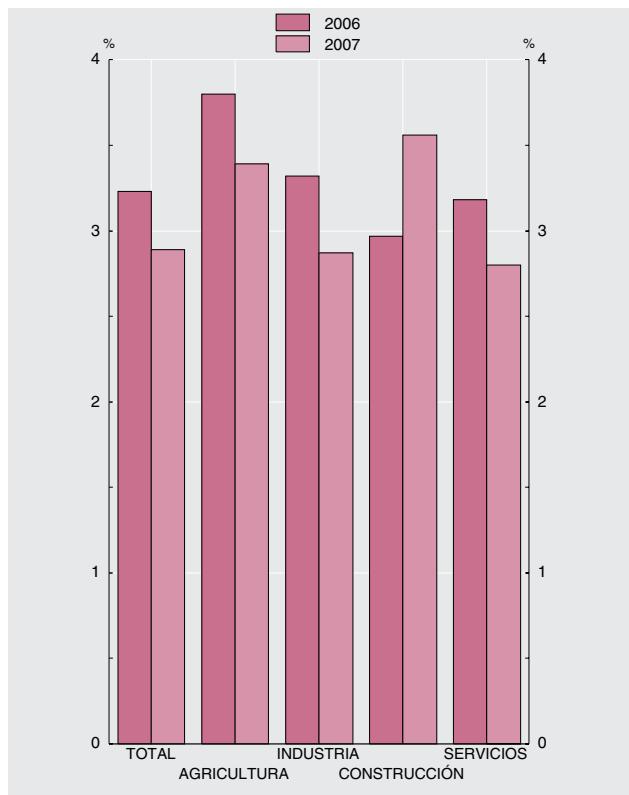
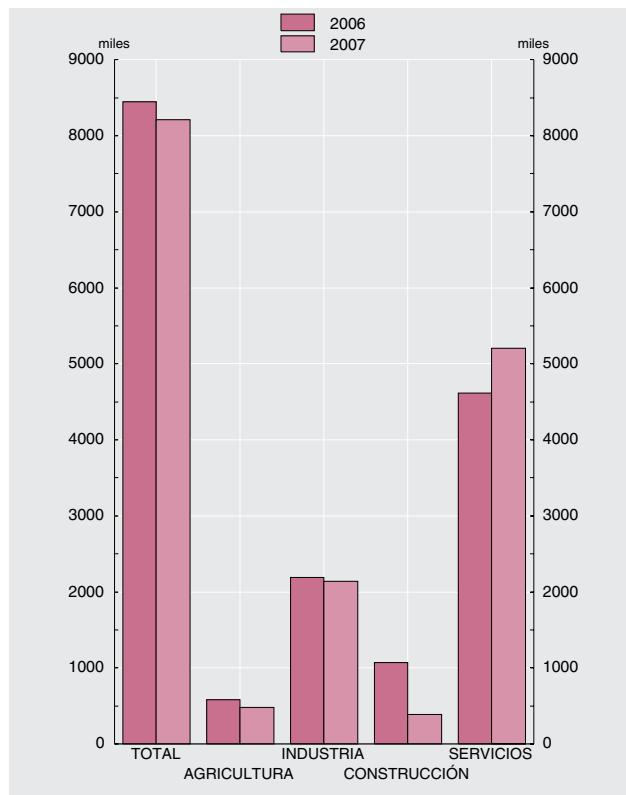
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado									
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
05	10 756	4,04	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	10 830	3,57	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
06 Jun	10 589	3,56	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
Jul	10 596	3,56	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
Ago	10 596	3,56	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
Sep	10 711	3,57	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
Oct	10 825	3,57	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
Nov	10 826	3,57	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
Dic	10 830	3,57	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07 Ene	7 811	2,89	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	
Feb	7 815	2,89	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
Mar	7 854	2,89	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
Abr	8 137	2,89	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
May	8 141	2,89	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
Jun	8 150	2,89	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
Jul	8 156	2,89	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
Ago	8 157	2,89	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
Sep	8 199	2,89	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
Oct	8 209	2,89	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
Nov	8 209	2,89	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-noviembre

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-noviembre



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

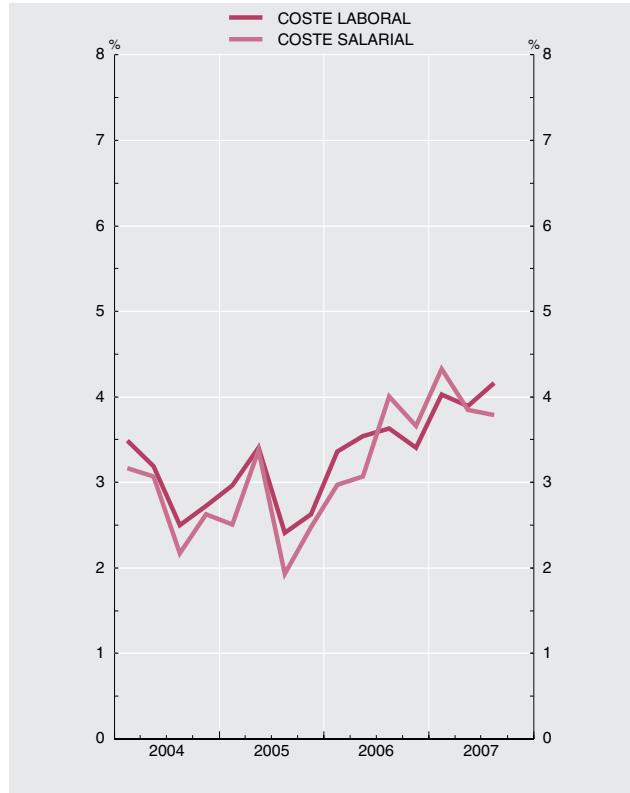
■ Serie representada gráficamente.

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-III	M	3,5	3,9	4,1	3,6	4,0	3,3	3,6	3,7	3,5	3,9	4,0	...	
07	I-III	M	4,0	3,3	4,9	4,3	4,5	4,0	3,0	4,7	4,3	4,5	4,1	...	
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	3,4	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	...	
	III		4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	...	

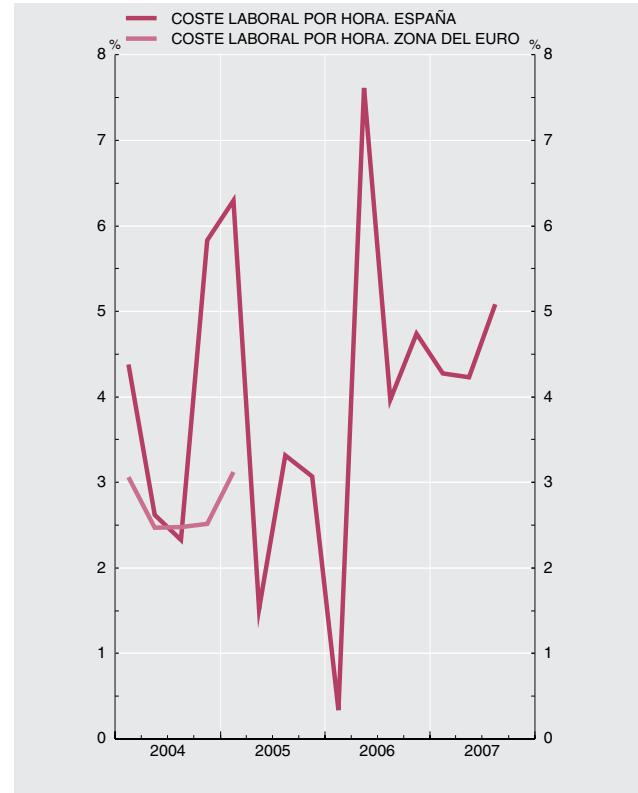
#### POR TRABAJADOR Y MES

Tasas de variación interanual



#### POR HORA EFECTIVA

Tasas de variación interanual



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

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

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

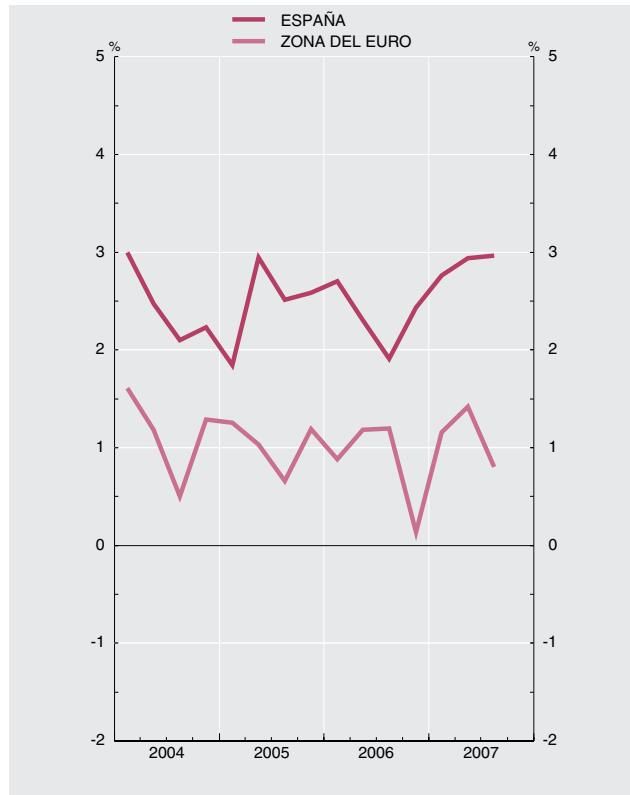
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

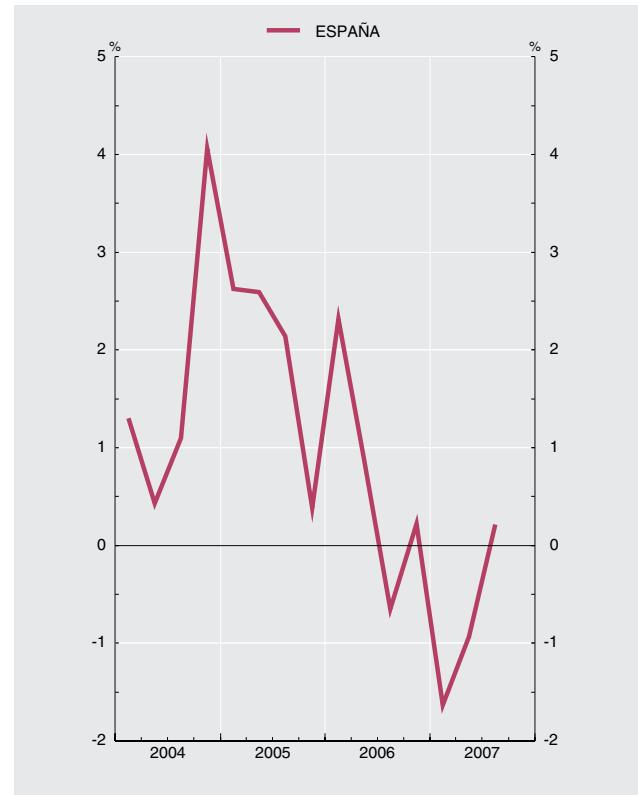
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

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

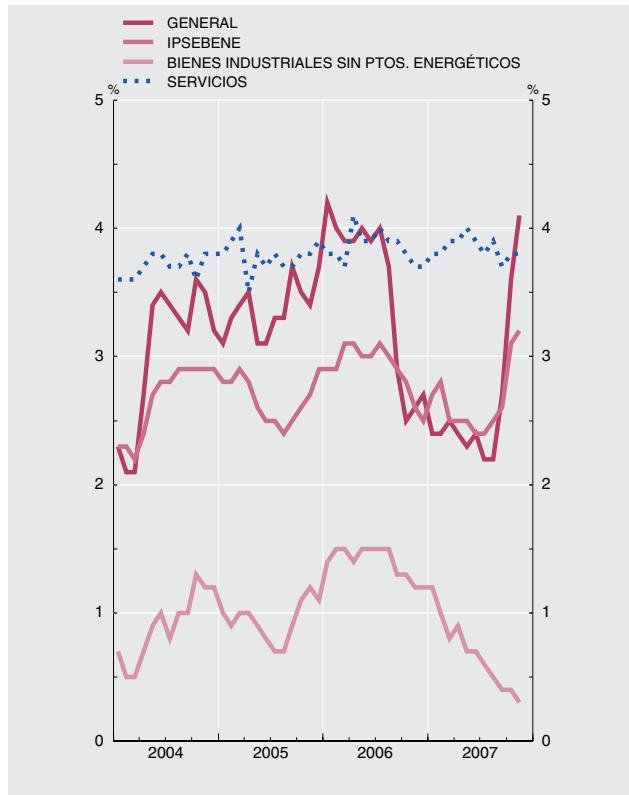
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ( $\frac{1}{12}$ )							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	$m_1$	$T_{12}^1$	$T_{12}^s$	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	$T_{12}^1$	
	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-N	99,9	0,2	3,6	1,4	4,4	3,7	1,4	8,7	3,9	2,9	110,2	-0,6
07	E-N	102,6	0,3	2,7	1,4	4,7	3,4	0,7	0,9	3,8	2,7	...	...
06	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	112,7	12,1
	Oct	104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	...	...
	Nov	105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	...	...

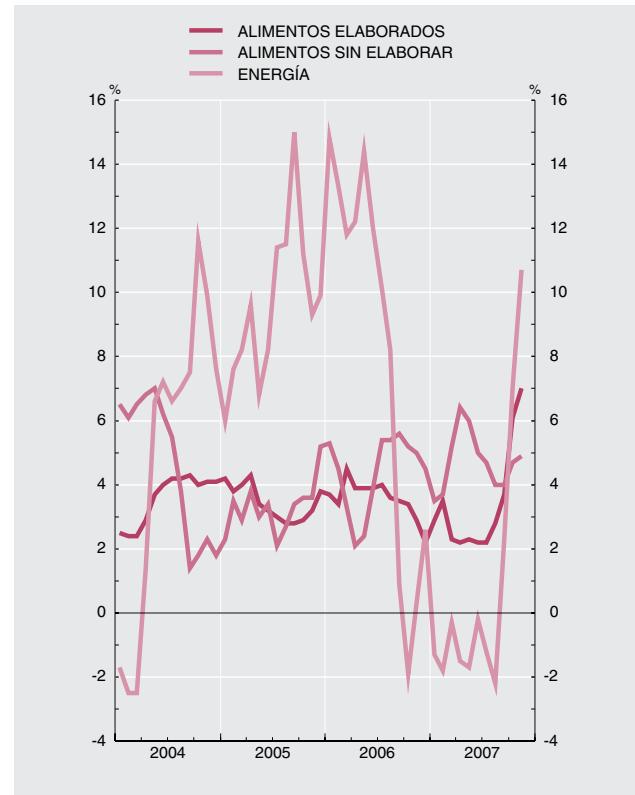
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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)

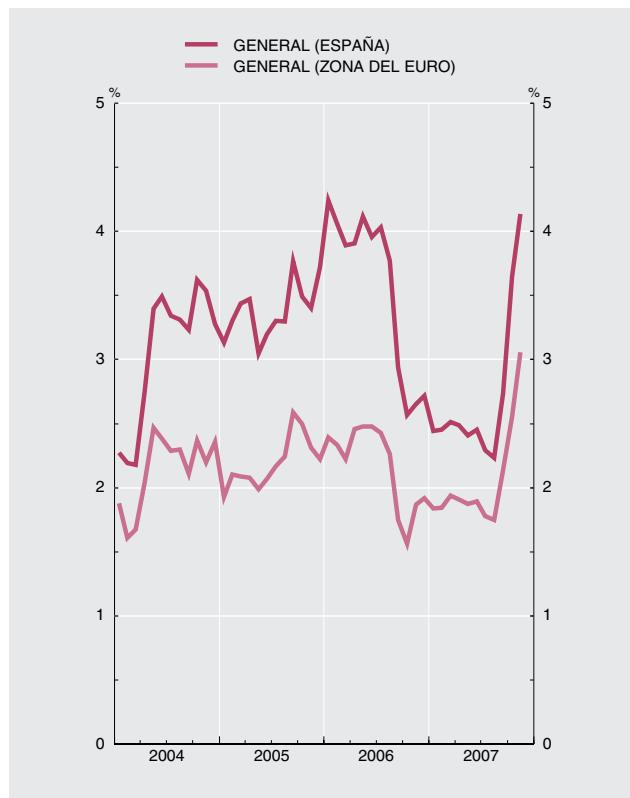
■ Serie representada gráficamente.

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		España					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro				
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-N	3,6	2,2	3,5	2,3	4,0	2,3	4,0	2,1	3,8	2,7	3,2	2,3	1,5	0,6	8,5	8,2	3,9	2,0		
07	E-N	2,7	2,1	2,0	1,8	3,8	2,7	3,5	2,6	4,2	3,0	0,8	1,3	0,7	1,0	0,8	2,0	3,9	2,5		
06	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	-1,7	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		
	Nov	P	4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5	

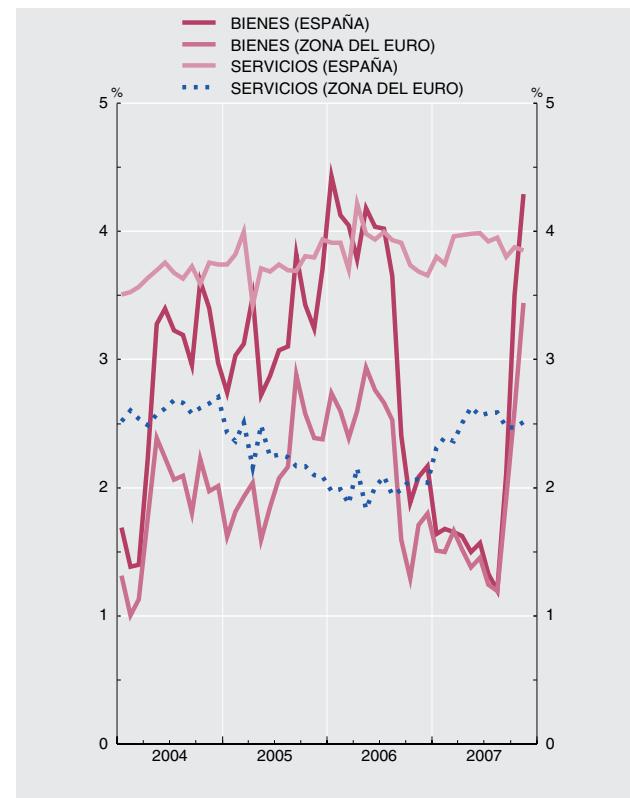
### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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.eurostat.eu.int](http://www.eurostat.eu.int))

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

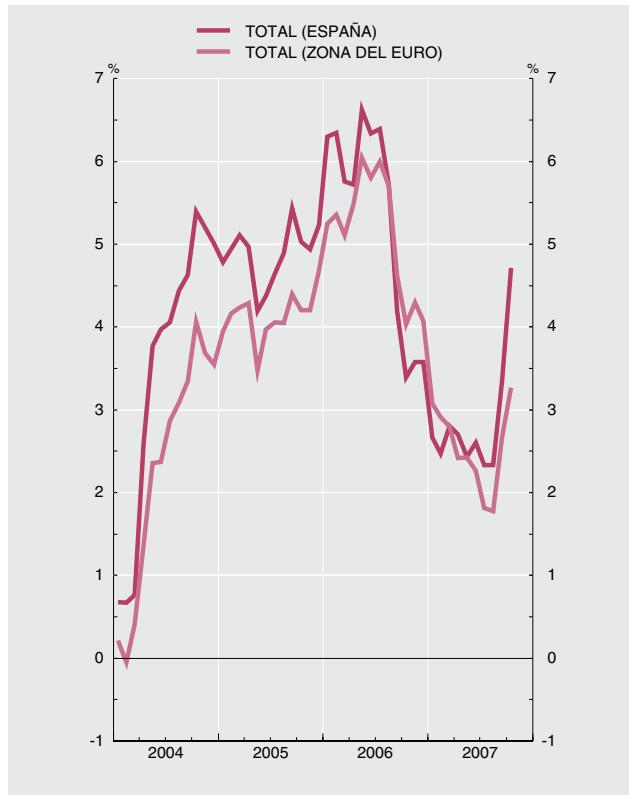
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
	Serie original	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	
												T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	
	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	4,0
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,6
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6
06 E-O	MP	118,6	—	5,7	—	3,2	—	2,3	—	5,8	—	13,0	5,3	1,7	1,3	4,6	15,1
07 E-O	MP	122,0	—	2,8	—	2,2	—	3,1	—	5,9	—	-1,1	2,5	2,0	1,8	5,1	0,4
06 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	1,5	6,2	15,0
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	12,7
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	1,6	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	1,7	6,4	5,1
Nov	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,8	6,2	6,8
Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,5	1,8	6,2	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	6,1	1,6
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	5,9	1,0
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	5,8	0,9
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	1,7	2,0	5,8	-0,7
May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,1
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	4,5	-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	1,7	4,2	-2,0
Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,1	1,7
Oct	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	1,5	3,9	4,1	

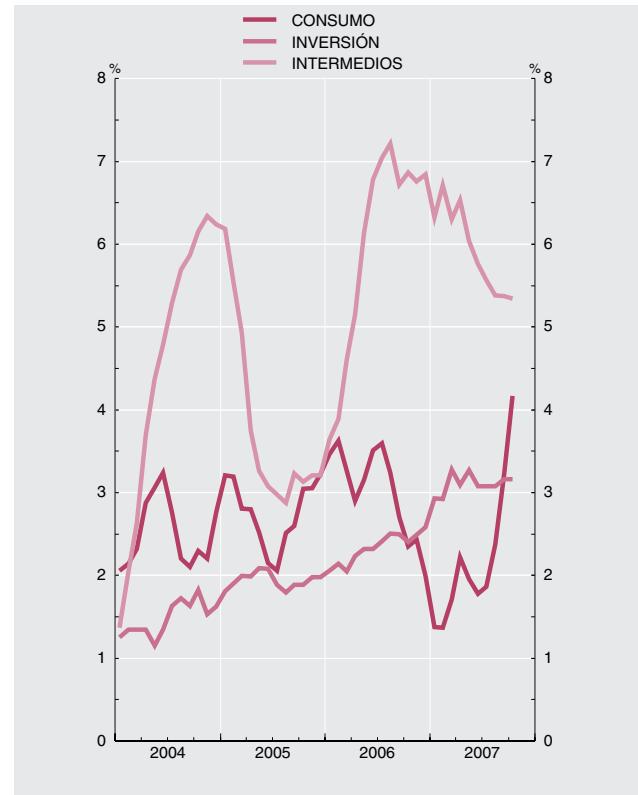
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

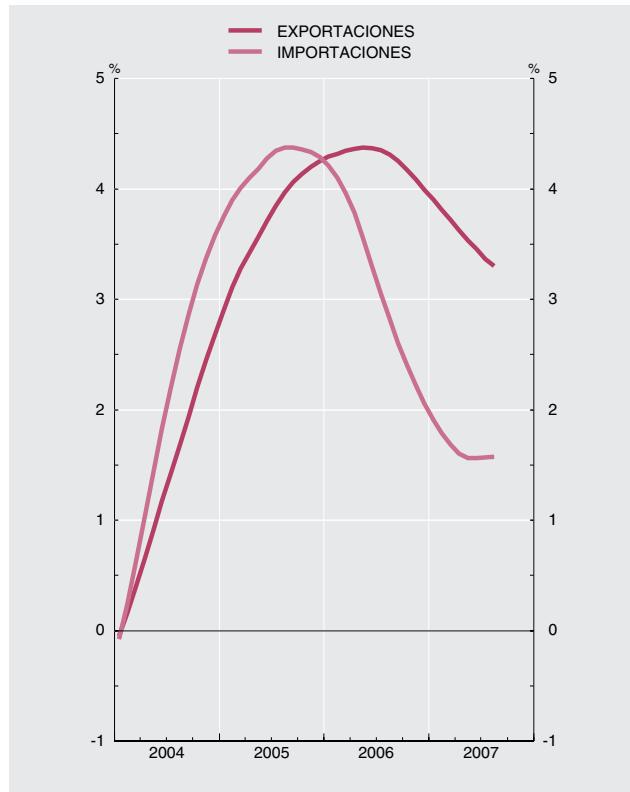
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

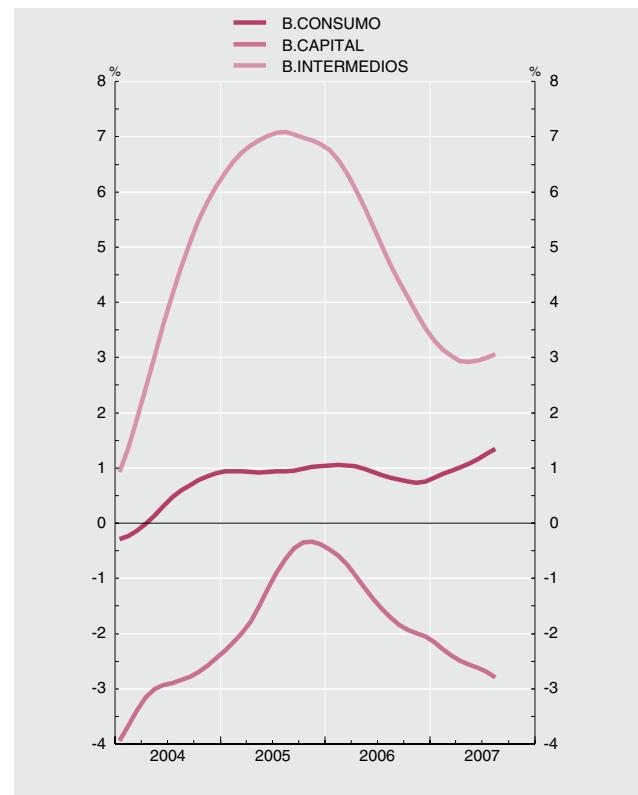
Tasas de variación interanual

	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-S	4,9	3,6	4,1	6,2	22,0	5,4	4,2	0,7	-1,7	7,1	26,7	1,9
07 E-S	3,0	2,6	0,2	3,9	-3,5	4,4	0,6	2,1	-1,9	0,5	-6,1	3,3
06 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
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

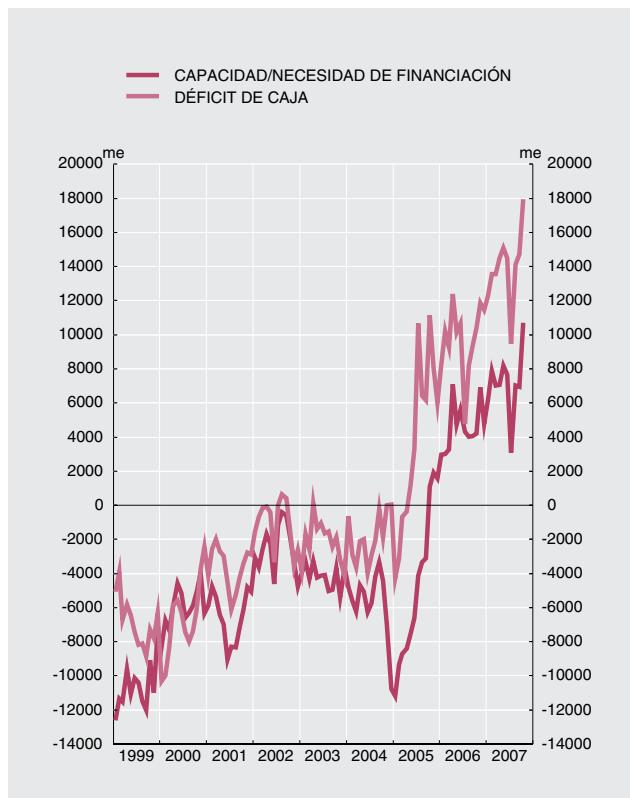
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

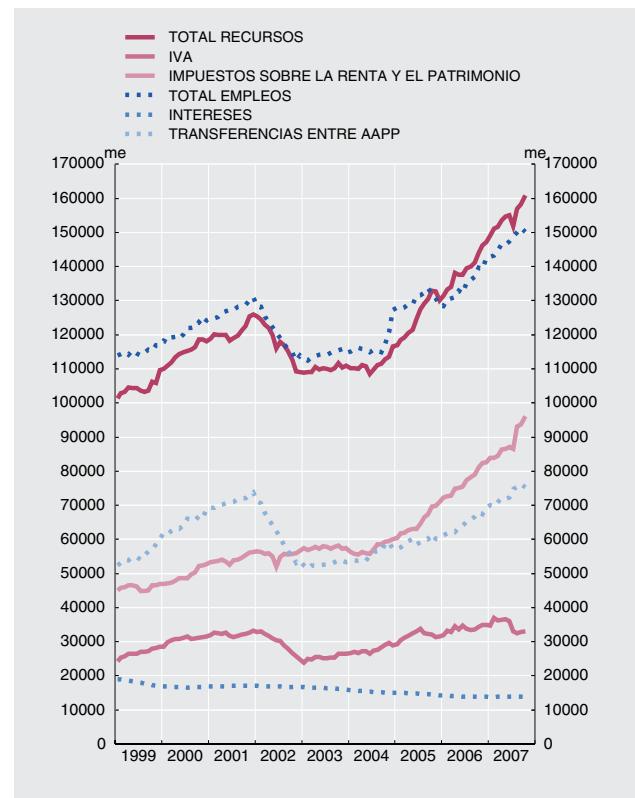
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) 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 so- bre los produc- tos y sobre impor- taciones excepto IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Payos líqui- dos	
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
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-O	P 22 285	127 301	33 368	9 291	3 357	71 966	9 319	105 016	13 284	11 528	54 723	3 289	22 192	18 587	123 850	105 263
07 E-O	A 28 240	140 977	31 448	10 703	4 363	85 611	8 852	112 737	14 227	11 670	60 658	2 506	23 676	25 079	138 328	113 249
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
Oct	A 15 365	26 994	6 751	1 000	242	18 407	594	11 629	1 345	1 210	6 229	355	2 490	14 910	26 804	11 894

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

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

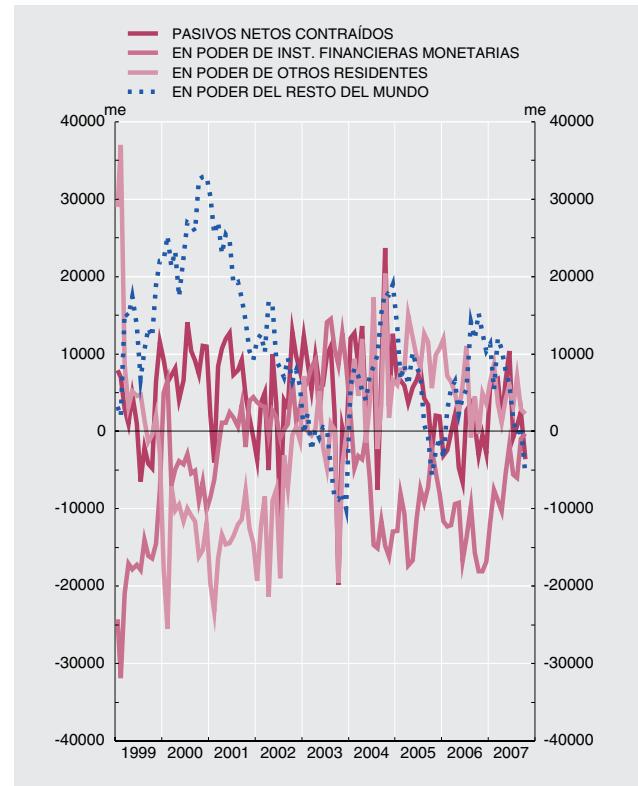
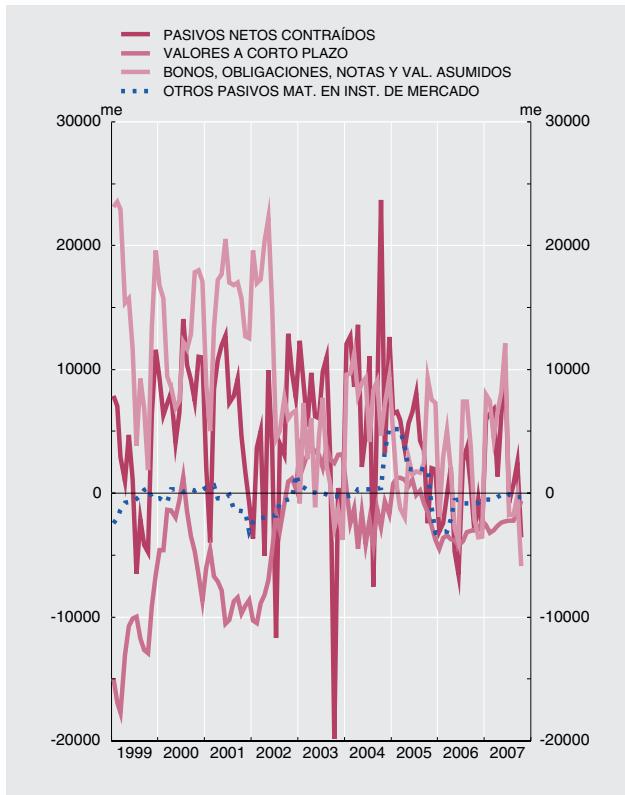
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual	Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Total	Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-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	-0 2057	-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-O	P 22 285	11 274	-200	-11 011	161	-2 156	-7 995	-	-559	-300	-21 589	-16 952	-4 636	10 578	-10 711
07 E-O	A 28 240	16 543	1 895	-11 697	-13	-566	-10 397	-519	-305	91	-6 350	-400	-5 950	-5 347	-11 788
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	-4 222	390	-5 366	-13 183
Ago	A 4 330	182	-301	-4 148	8	-1 606	1 040	-	27	-3 609	-1 815	204	-2 020	-2 333	-539
Sep	A 518	7 273	97	6 755	3	2 598	3 990	-	-195	362	3 344	4 331	-987	3 411	6 393
Oct	A 15 365	1 606	1 800	-13 759	4	-1 216	-12 696	-	18	135	-8 600	-2 780	-5 820	-5 159	-13 895

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil de 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.

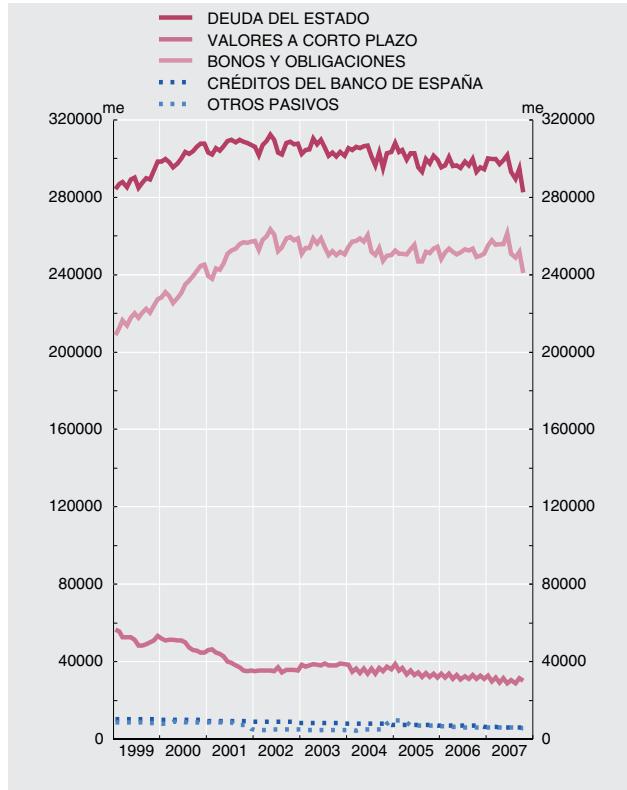
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Proto- colo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:					
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos presta- dos (saldo vivo)			
			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materiali- zados en instrumen- tos de mercado (a)	En poder de sectores residentes	Resto del mundo					
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 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	169 508	25 580	143 928	150 788	195	6 193
Oct	A	282 648	373	30 148	240 927	5 832	5 740	161 449	24 453	136 996	145 653	1 995	6 277

#### 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.

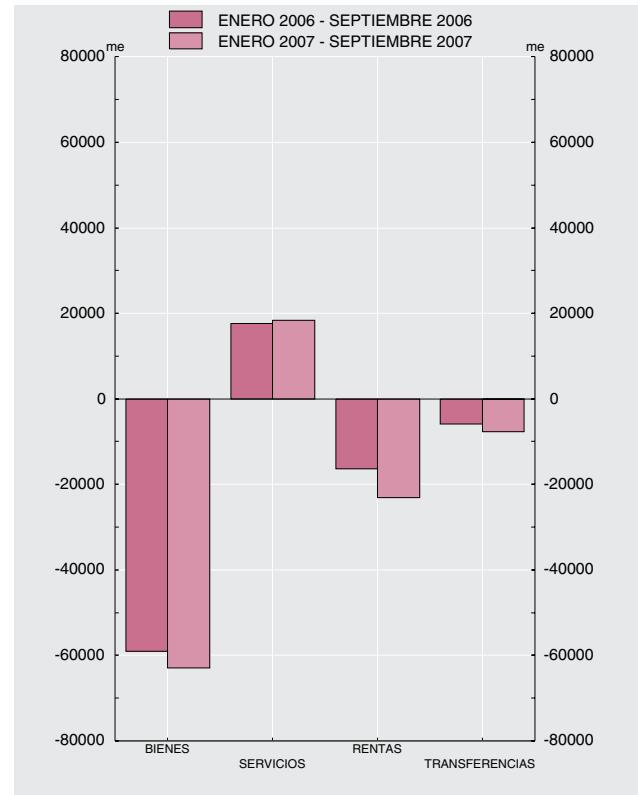
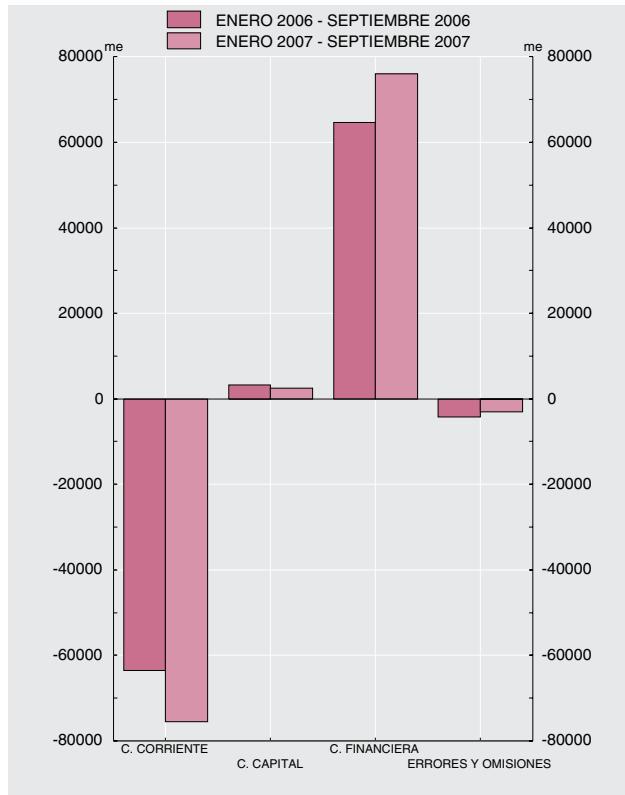
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

Cuenta corriente (a)																	Millones de euros	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta corriente más 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									
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10=11-						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-S	P -63 602	-59 043	126 876	185 919	17 607	63 516	31 886	45 909	9 903	-16 341	26 429	42 770	-5 824	3 241	-60 361	64 630	-4 269	
07 E-S	P -75 486	-63 004	136 106	199 110	18 316	70 303	32 976	51 987	10 698	-23 147	32 734	55 881	-7 650	2 523	-72 962	75 971	-3 009	
06 Jun	P -6 083	-6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	272	201	-5 882	5 588	294	
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	
Sep	P -8 669	-7 523	15 114	22 638	2 846	8 814	4 581	5 967	1 358	-2 863	2 912	5 775	-1 129	105	-8 564	10 077	-1 513	

### RESUMEN

### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

- 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).
- 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).

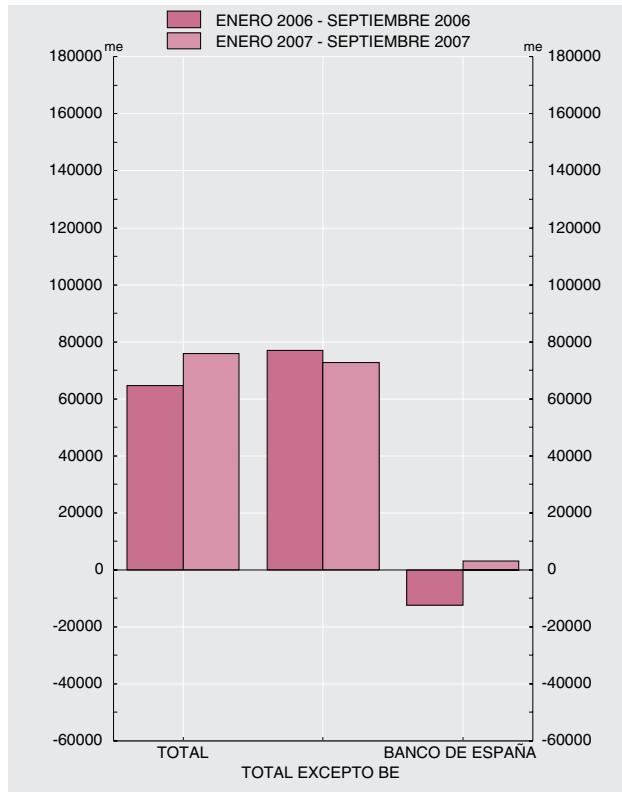
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

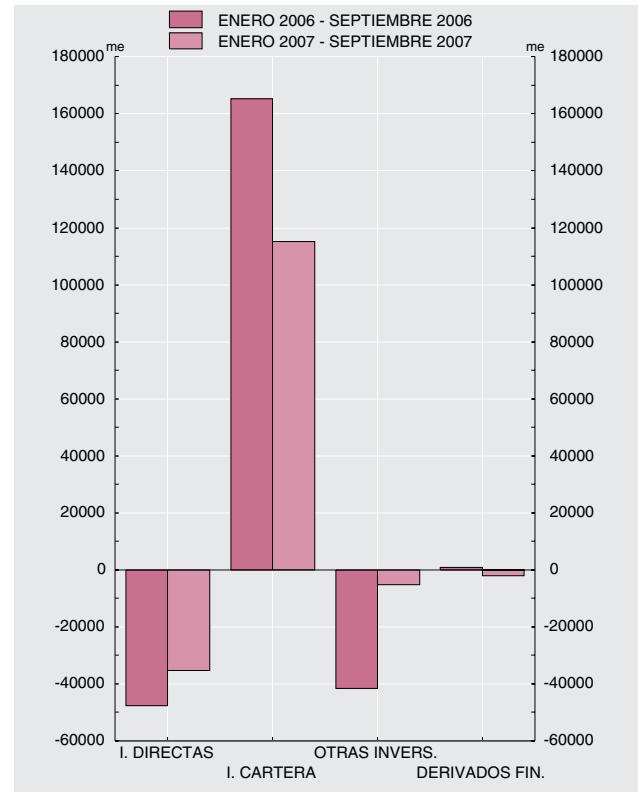
Millones de euros

Cuenta finan- ciaria (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)	
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+	14	15	16	
2+13	9+12	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	15+16	■	■	■	
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	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-S	P 64 630	77 029	-47 626	60 760	13 134	165 325	-7 854	157 471	-41 484	57 698	16 214	815	-12 399	-391	-8 351	-3 657
07 E-S	P 75 971	72 756	-35 267	51 972	16 705	115 212	3 788	119 000	-5 111	62 592	57 480	-2 077	3 215	-17	14 612	-11 381
06 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
Sep	P 10 077	1 080	-7 645	7 773	128	7 404	-8 087	-684	2 328	10 463	12 791	-1 007	8 996	336	9 339	-679

**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.<sup>a</sup> 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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.**  
**EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES**

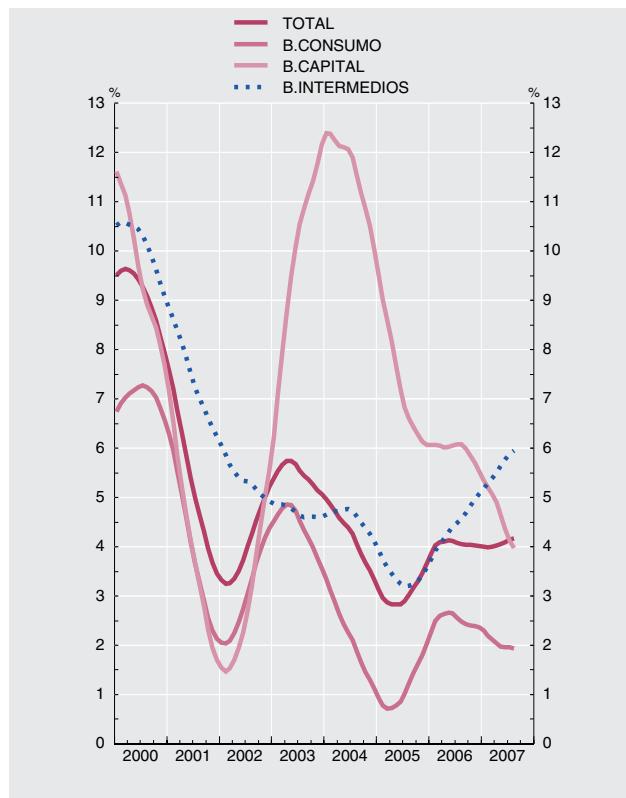
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	UE 15	Del cual:	Total	Estados Unidos				
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	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		
<b>06 Ago</b>	<b>11 264</b>	<b>13,5</b>	<b>7,5</b>	<b>6,5</b>	<b>26,1</b>	<b>5,1</b>	<b>-12,6</b>	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,3</b>	<b>26,3</b>	<b>25,2</b>	<b>79,4</b>	<b>4,1</b>		
<i>Sep</i>	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		
<i>Oct</i>	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		
<i>Nov</i>	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		
<i>Dic</i>	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9		
<b>07 Ene</b>	<b>13 969</b>	<b>9,5</b>	<b>6,0</b>	<b>9,7</b>	<b>-18,6</b>	<b>8,5</b>	<b>-15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,5</b>	<b>13,6</b>	<b>9,0</b>	<b>4,7</b>	<b>31,0</b>	<b>-16,4</b>	<b>76,6</b>		
<i>Feb</i>	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		
<i>Mar</i>	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		
<i>Abr</i>	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		
<i>May</i>	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		
<i>Jun</i>	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		
<i>Jul</i>	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		
<i>Ago</i>	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		
<i>Sep</i>	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	-0,1	-1,3	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	-0,7		

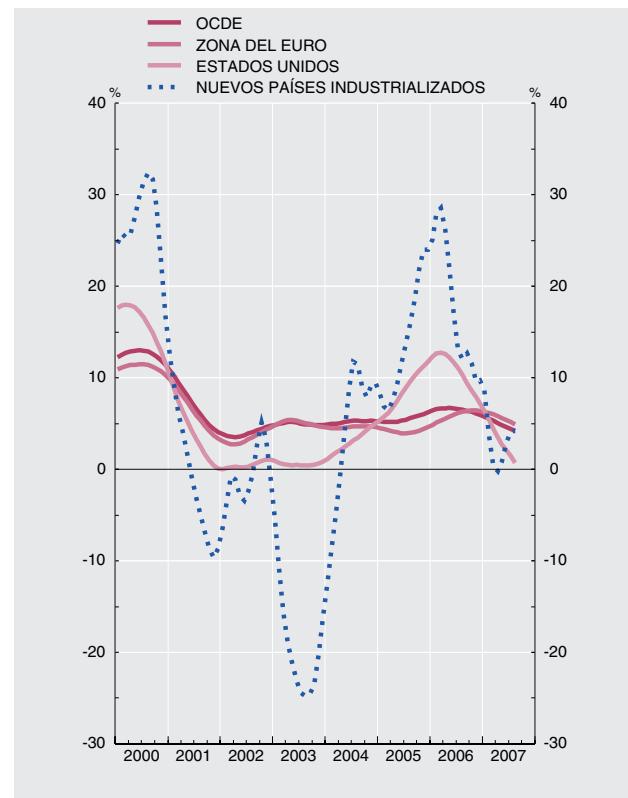
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

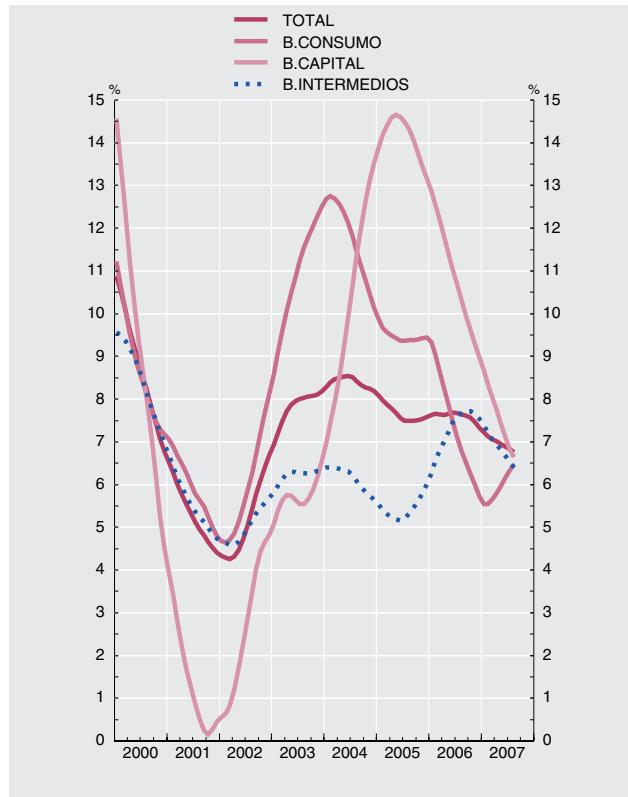
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	UE 15	Del cual:	Total	Estados Unidos				
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 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	-9,6		
Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	5,6	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	7,4		

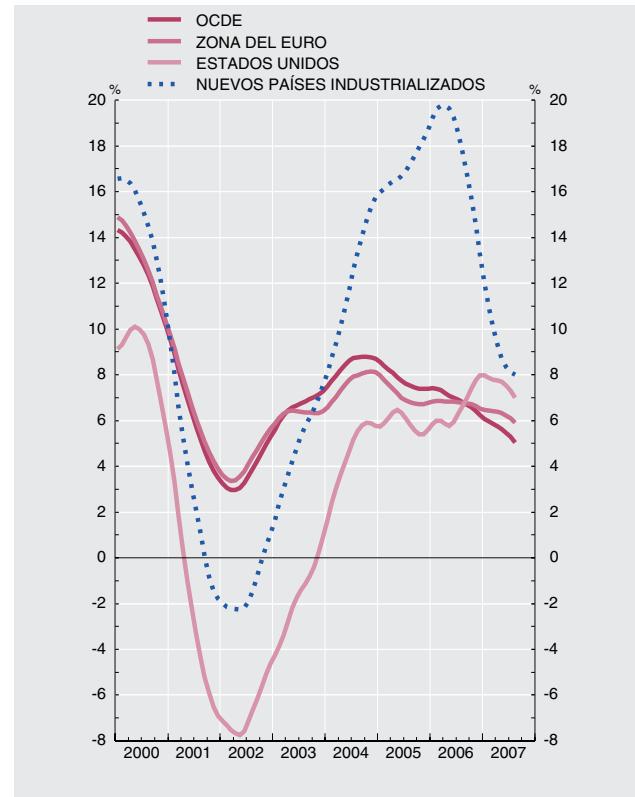
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

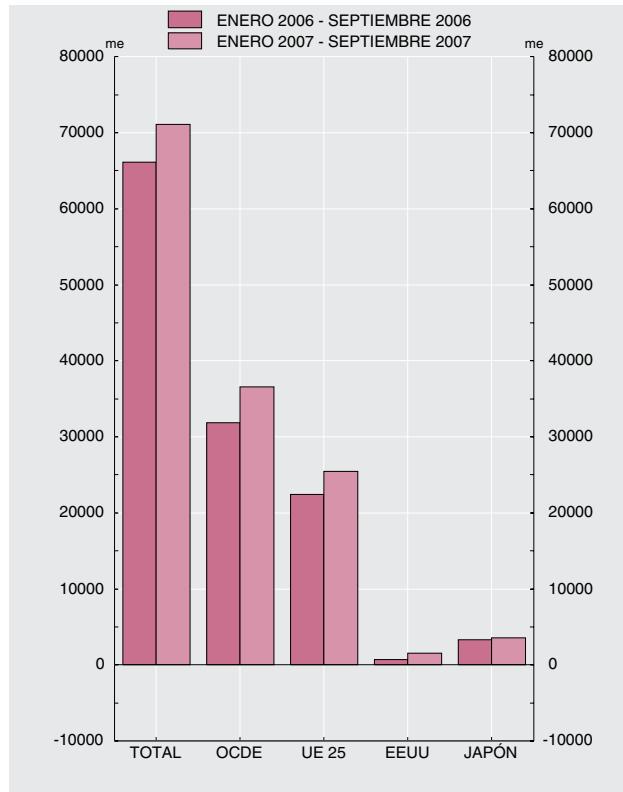
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

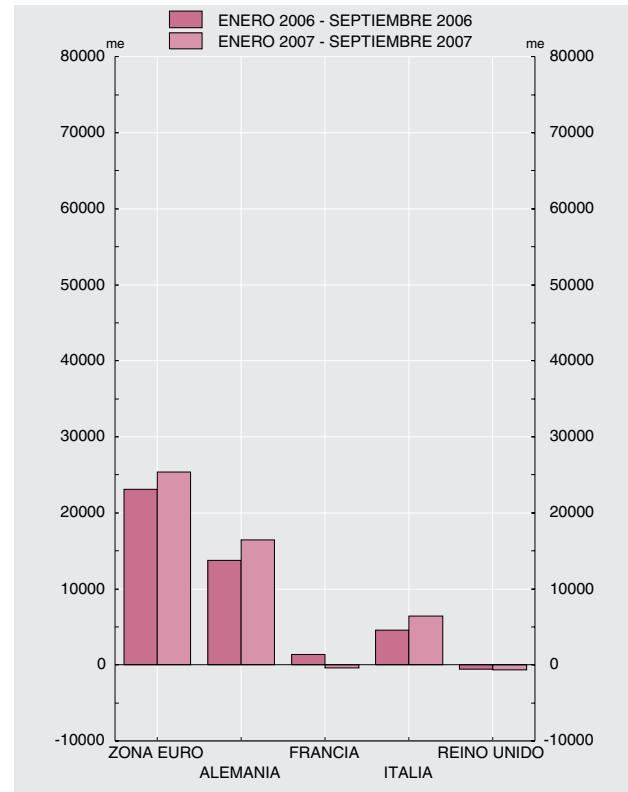
*Millones de euros*

	Total mundial	Unión Europea (UE 25)								OCDE			OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados									
		Total	Unión Europea (UE 15)							Del cual:														
			Zona del euro			Reino Unido	Resto UE 15	Total	Estados Unidos de América															
			Del cual:						Japón															
		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-S	-66 115	-23 537	-22 392	-23 080	-13 720	-1 358	-4 547	554	135	-31 895	-719	-3 303	-13 498	-2 063	-3 265									
07 E-S	-71 108	-26 667	-25 491	-25 377	-16 475	-1 364	-6 385	627	-741	-36 536	-1 509	-3 519	-11 713	-2 739	-3 237									
06 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									
Sep	-8 410	-3 181	-3 062	-2 996	-1 934	-45	-728	5	-71	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-357									

**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.

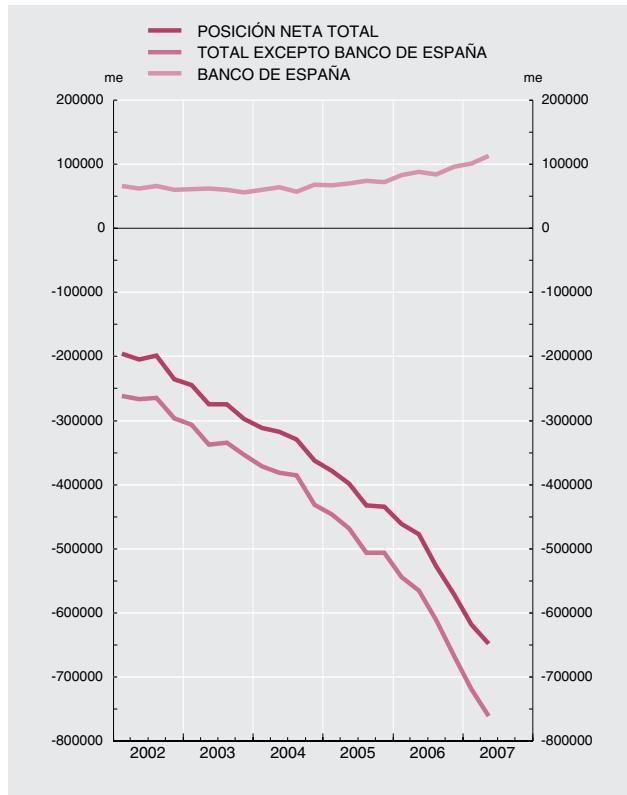
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

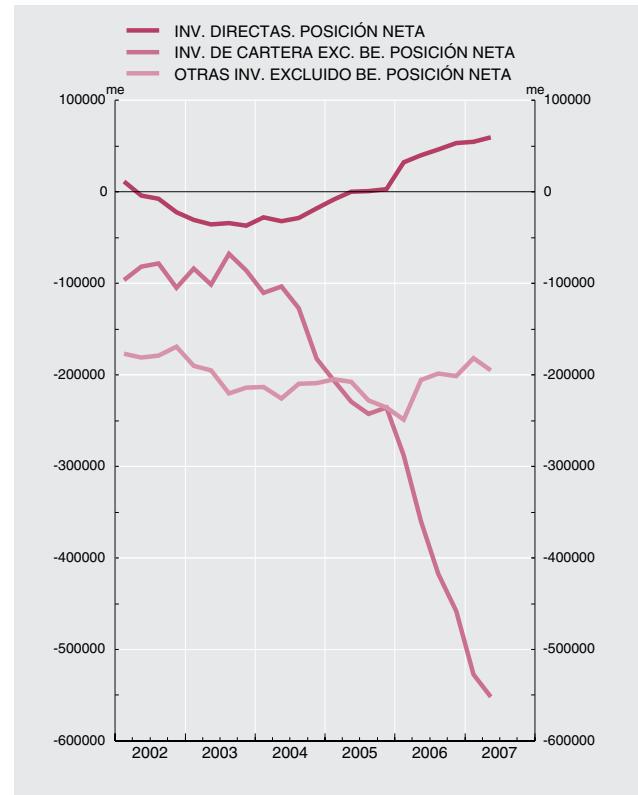
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (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=	3=6+9+12	4=3-4-5	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	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-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
///	-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
/V	-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 /	-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
//	-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
///	-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
/V	-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 /	-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
//	-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
///	-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
/V	-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 /	-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
//	-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 rubrica '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.

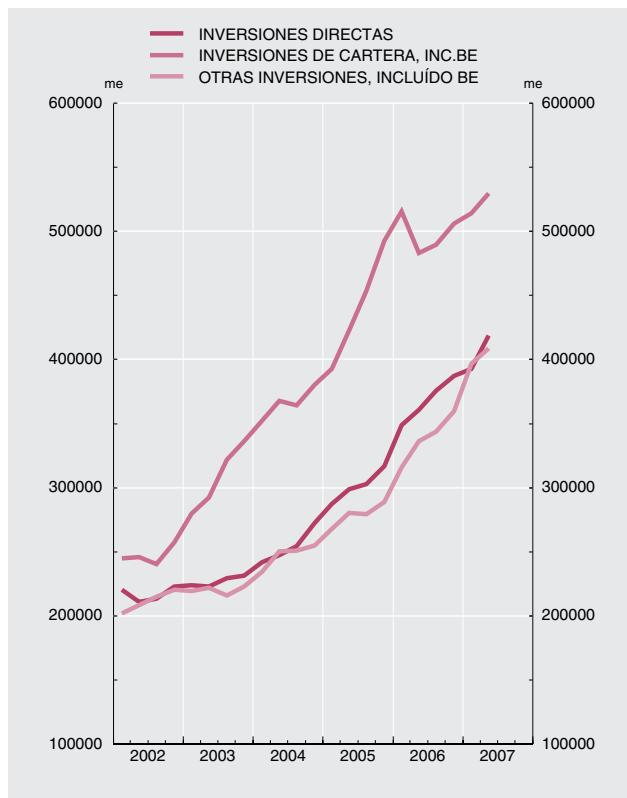
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

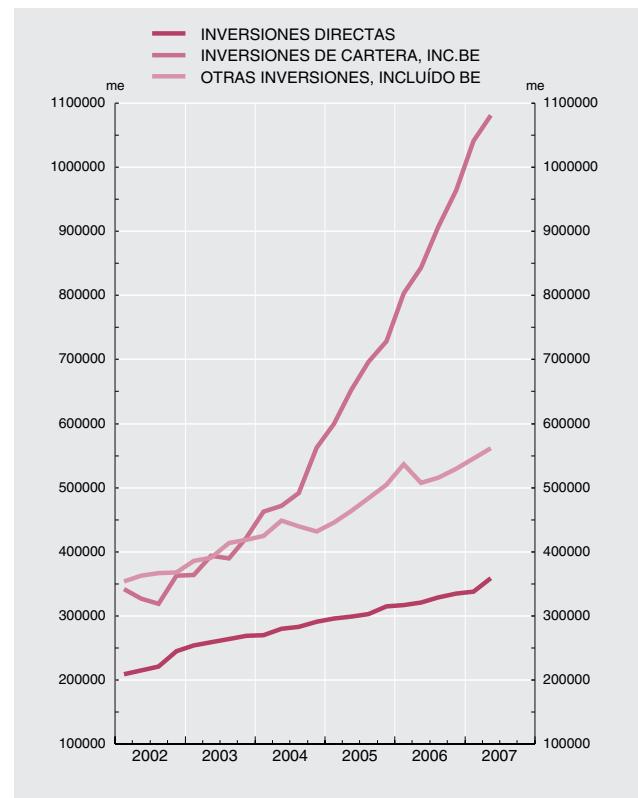
Saldos a fin de periodo en millones de euros

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

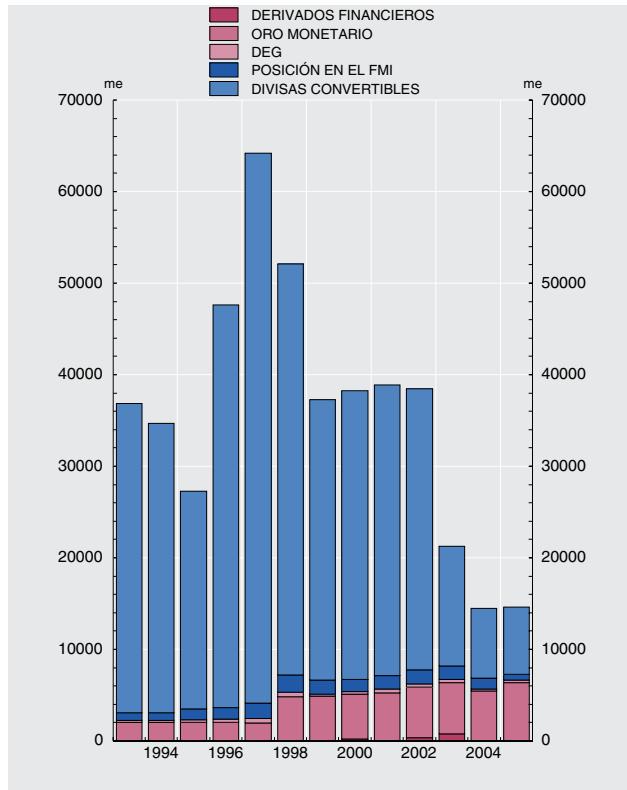
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

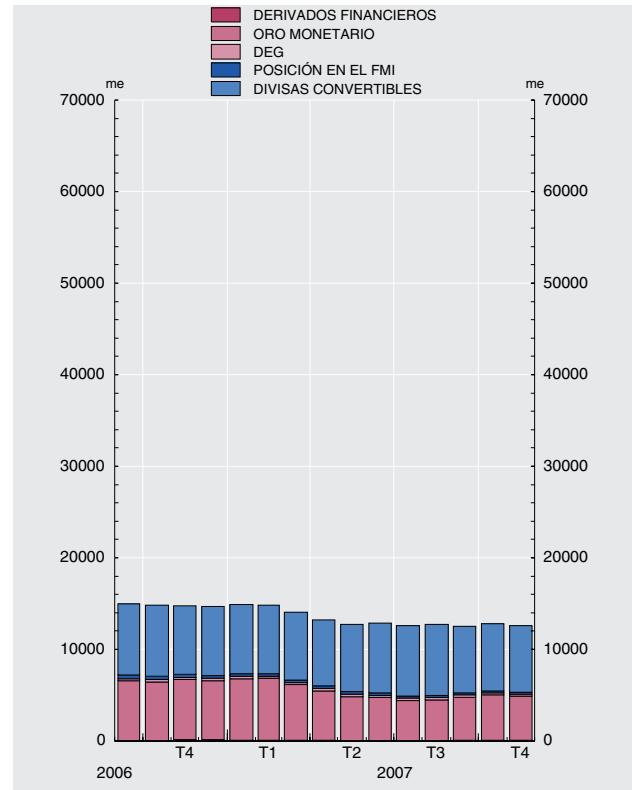
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
	1	2	3	4	5	6	7
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06 Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1

### 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 FRENTA 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	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo			Total		
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos	10	11	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
03 /I	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801			
IV	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693			
04 /I	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485			
II	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676			
III	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974			
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071			
05 /I	958 093	204 821	2 513	1 024	183 038	18 246	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301			
II	1 038 112	213 926	2 110	437	194 059	17 320	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810			
III	1 080 406	213 357	3 088	1 424	191 719	17 126	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776			
IV	1 144 519	213 399	2 465	65	192 798	18 072	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887			
06 /I	1 238 087	214 061	4 628	11	191 300	18 121	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115			
II	1 258 174	213 327	3 620	345	191 381	17 981	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443			
III	1 307 270	214 162	6 070	1 469	188 569	18 054	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224			
IV	1 369 701	215 553	4 836	662	191 871	18 183	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347			
07 /I	1 457 640	219 213	4 901	37	195 616	18 659	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026			
II	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 FRENTA 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		Inversores directos	Afiladas			
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
03 /I	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128		
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947		
04 /I	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088		
II	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075		
III	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331		
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307		
05 /I	0	0	194 372	4 274	20 554	787	98 620	68 943	405	788	98 399	39 311	59 088		
II	71	71	232 694	3 839	19 887	1 569	133 435	72 779	397	788	101 164	41 303	59 861		
III	42	42	244 375	3 401	19 249	1 636	142 932	76 146	365	646	104 752	42 350	62 402		
IV	126	126	273 260	3 380	17 906	996	166 955	83 133	363	527	108 842	43 381	65 462		
06 /I	462	462	321 300	2 905	19 004	408	195 679	102 435	359	510	112 741	46 957	65 784		
II	291	291	349 851	4 283	17 841	330	226 684	99 856	352	506	113 804	48 227	65 577		
III	158	158	372 845	4 641	21 393	830	244 071	101 063	349	499	117 758	51 471	66 287		
IV	154	154	410 438	4 786	22 266	694	275 114	106 750	340	489	120 749	51 718	69 031		
07 /I	154	154	452 611	5 303	21 082	541	315 618	109 275	325	467	127 787	51 935	75 851		
II	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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas							Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros					
	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 APP	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		
<b>06</b>																	
Jun	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 084	1 476	164 872	-		
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	-17 684	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	591 533	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-		
Nov	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 397	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	326 660	-33 284	5 152	175 819	-		
<b>07</b>																	
Ene	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 242	610 602	13 826	323 822	-43 364	3 374	175 024	49		
Feb	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-		
Mar	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-		
Abr	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-		
May	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-		
Jun	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 080	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-		
Jul	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-		
Ago	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-		
Sep	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918	256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-		
Oct	442 984	183 479	265 003	-4 978	-14	152	658	244 052	639 176	23 767	327 813	-91 078	8 229	190 703	-		
Nov	439 967	171 319	270 460	-1 261	-15	108	645	231 264	640 840	18 081	327 446	-100 211	11 263	197 440	-		

### 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

Total	Préstamo neto						Contrapartidas							Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros					
	Oper. principales de financiación (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 APP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
	16=17+18 +19+20 +21-22	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26+27	24	25	26	27	28=29+ +30	29	30	31	32
<b>06</b>																	
Jun	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-
Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-
Ago	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-
Sep	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-
Oct	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-
Nov	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-
Dic	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-
<b>07</b>																	
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	-
Nov	40 368	19 314	21 172	-90	-7	-	21	20 305	81 859	17 425	12 812	-66 167	-150	291	-442	20 214	-

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

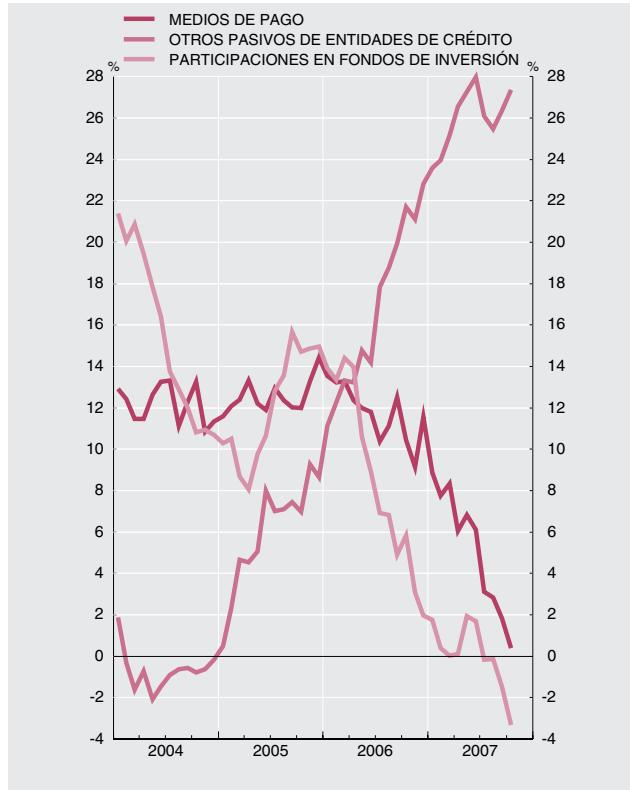
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

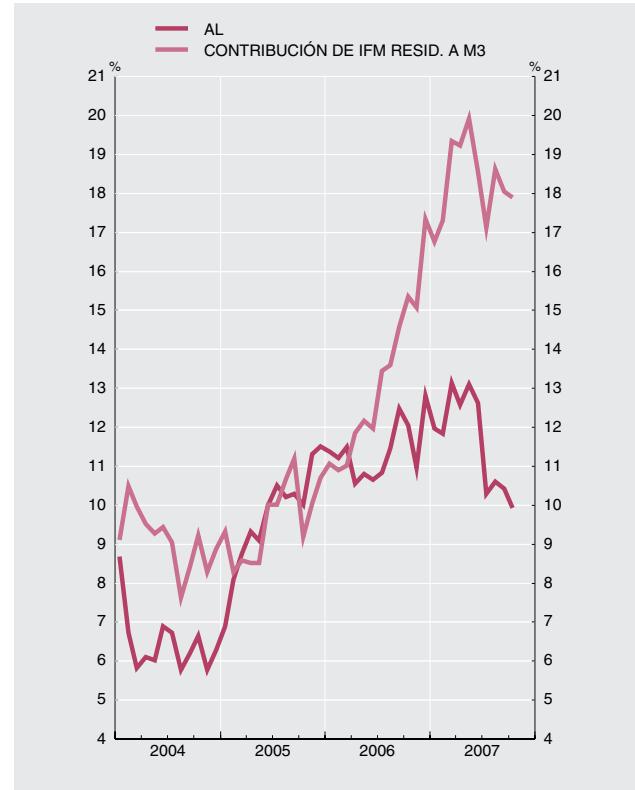
Millones de euros y porcentajes

	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- cursa- les en exte- rior			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	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	P 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	P 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	P 499 456	1,8	3,7	1,4	437 225	26,4	27,9	21,0	12,1	224 160	-1,5	-2,6	-0,7	10,4	18,0
	Oct	P 483 430	0,4	2,7	-0,2	446 943	27,4	29,8	18,3	5,6	221 514	-3,3	-5,3	-1,8	9,9	17,9

**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.

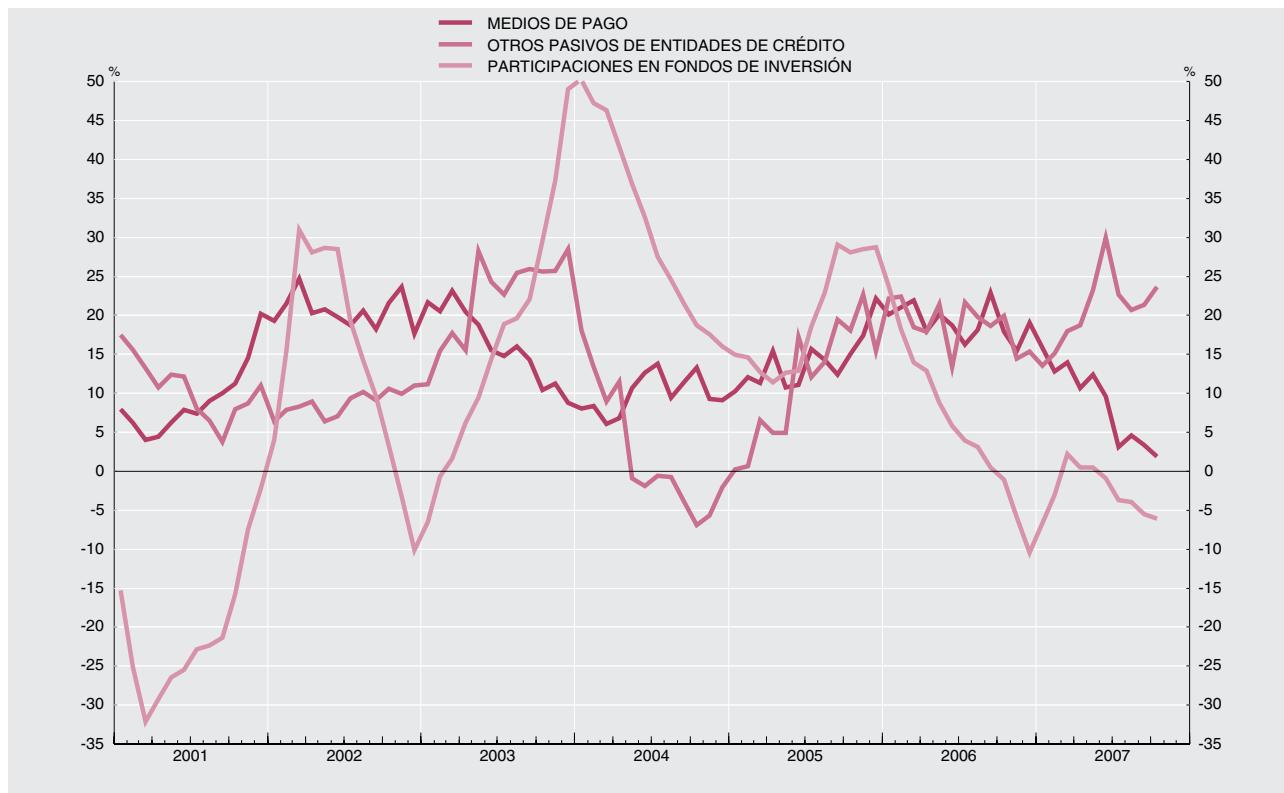
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ 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 interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	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	
04	93 249	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5	
05	113 928	22,2	72 002	15,4	30,5	-0,1	30 552	28,7	14,8	42,8	
06	135 637	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4	
<b>06 Jul</b>	<b>122 855</b>	<b>16,2</b>	<b>74 640</b>	<b>21,6</b>	<b>21,1</b>	<b>22,4</b>	<b>28 654</b>	<b>3,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>15,2</b>	
<i>Ago</i>	119 085	18,1	77 780	19,8	21,8	17,0	29 057	3,1	-8,9	14,3	
<i>Sep</i>	126 645	22,9	78 383	18,6	24,3	11,3	29 075	0,5	-10,0	9,8	
<i>Oct</i>	121 704	17,9	77 920	20,0	22,0	17,1	28 899	-1,0	-9,8	6,7	
<i>Nov</i>	124 657	15,4	79 092	14,4	19,5	7,5	28 178	-5,9	-12,0	-0,7	
<i>Dic</i>	135 637	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4	
<b>07 Ene</b>	<b>127 160</b>	<b>15,9</b>	<b>81 579</b>	<b>13,6</b>	<b>24,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>28 093</b>	<b>-6,7</b>	<b>-12,6</b>	<b>-2,0</b>	
<i>Feb</i>	128 151	12,8	82 331	15,1	28,2	-1,3	28 740	-3,1	-6,4	-0,5	
<i>Mar</i>	132 866	13,9	85 940	18,0	30,7	1,8	29 765	2,2	2,4	2,0	
<i>Abr</i>	127 169	10,7	85 073	18,7	28,8	5,1	29 234	0,5	1,5	-0,3	
<i>May</i>	131 861	12,4	89 324	23,2	29,8	14,2	28 803	0,5	-1,9	2,2	
<i>Jun</i>	135 571	9,6	95 421	29,9	36,9	20,0	28 110	-0,9	-4,7	2,0	
<i>Jul</i>	P 126 703	3,1	91 527	22,6	30,3	11,8	27 581	-3,7	-8,1	-0,5	
<i>Ago</i>	P 124 543	4,6	93 899	20,7	27,4	11,3	27 903	-4,0	-3,7	-4,2	
<i>Sep</i>	P 130 923	3,4	95 133	21,4	30,7	7,9	27 473	-5,5	-2,9	-7,4	
<i>Oct</i>	P 123 987	1,9	96 367	23,7	35,7	5,9	27 149	-6,1	-6,2	-6,0	

**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 interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			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	11	12
04	308 320	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
05	345 622	12,1	15,2	11,2	229 890	6,7	7,3	1,8	190 753	13,0	6,7	19,6
06	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
06 Jul	363 997	8,5	12,4	7,4	261 144	16,8	16,0	23,5	196 733	7,4	-5,8	20,8
Ago	357 772	9,0	12,2	8,0	265 669	18,5	17,0	31,4	198 912	7,4	-6,4	21,8
Sep	363 922	9,3	11,3	8,7	267 628	20,3	18,3	38,7	198 501	5,6	-7,4	18,7
Oct	359 836	8,1	10,4	7,5	273 033	22,2	20,2	40,5	200 224	6,9	-7,0	20,9
Nov	361 500	7,1	10,7	6,1	279 315	23,1	21,8	34,9	197 950	4,5	-9,2	17,8
Dic	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5
07 Ene	363 387	6,6	9,4	5,8	297 369	26,7	26,2	30,0	197 705	3,1	-8,5	13,3
Feb	362 905	6,1	8,8	5,3	303 493	26,6	26,3	28,6	197 014	0,9	-7,2	7,6
Mar	368 884	6,5	8,5	5,9	312 003	27,3	27,1	28,5	198 308	-0,3	-3,8	2,4
Abr	364 017	4,5	7,4	3,6	317 679	28,8	28,4	31,5	199 340	0,1	-2,6	2,1
May	366 540	4,9	7,4	4,2	321 729	28,4	27,7	34,2	201 270	2,1	-3,9	6,8
Jun	380 922	4,9	6,8	4,4	325 589	27,4	26,9	31,2	201 241	2,1	-6,2	8,9
Jul	P 375 254	3,1	5,3	2,4	331 892	27,1	26,3	32,9	197 456	0,4	-7,7	6,8
Ago	P 365 869	2,3	5,4	1,3	336 981	26,8	26,1	32,7	199 766	0,4	-3,2	3,4
Sep	P 368 533	1,3	3,8	0,5	342 092	27,8	27,4	31,4	196 687	-0,9	-2,5	0,4
Oct	P 359 444	-0,1	2,8	-1,0	350 577	28,4	28,7	26,1	194 365	-2,9	-5,2	-1,2

**HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

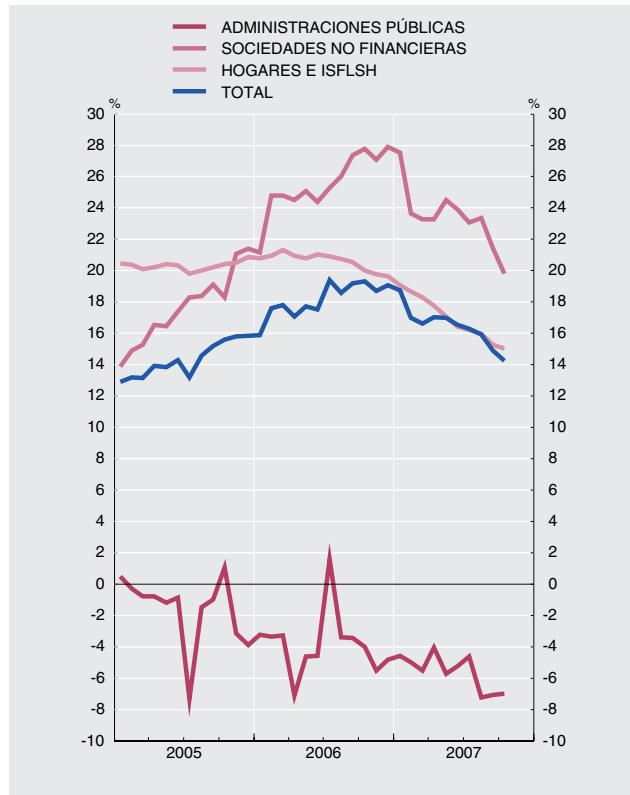
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

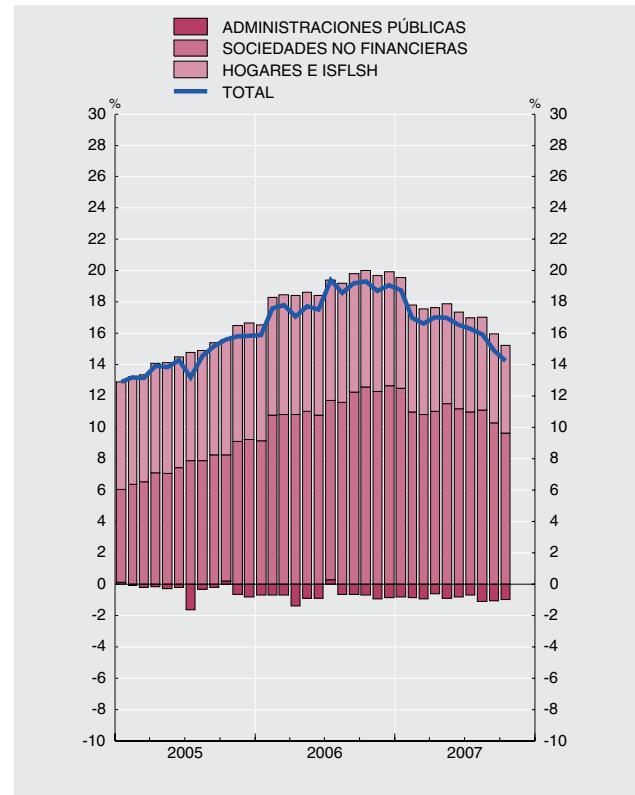
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total					
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores	
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores	
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.
	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	2 096 108	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 Jul	1 964 347	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	1 969 270	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	1 999 795	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	2 014 209	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	2 047 507	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	2 096 108	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	2 120 279	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	2 132 051	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	2 166 061	29 741	16,6	-5,5	21,1	23,3	18,3	23,3	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	16,2	0,7	0,7
Abr	2 173 042	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	2 210 898	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	2 262 971	43 532	16,5	-5,2	20,6	23,9	16,4	21,9	30,2	11,8	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4
Jul	P 2 292 178	35 957	16,3	-4,6	20,1	23,1	16,2	21,3	30,3	11,8	-0,7	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
Ago	P 2 292 979	-718	16,0	-7,2	20,1	23,4	16,0	21,3	30,7	12,0	-1,1	17,1	11,1	5,9	15,2	0,4	1,4
Sep	P 2 310 382	17 193	14,9	-7,0	18,8	21,5	15,3	19,9	28,5	10,6	-1,0	16,0	10,3	5,7	14,3	0,4	1,3
Oct	P 2 313 692	3 394	14,3	-7,0	17,7	19,8	15,0	18,7	24,4	10,8	-1,0	15,2	9,6	5,6	13,6	0,4	1,3

### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

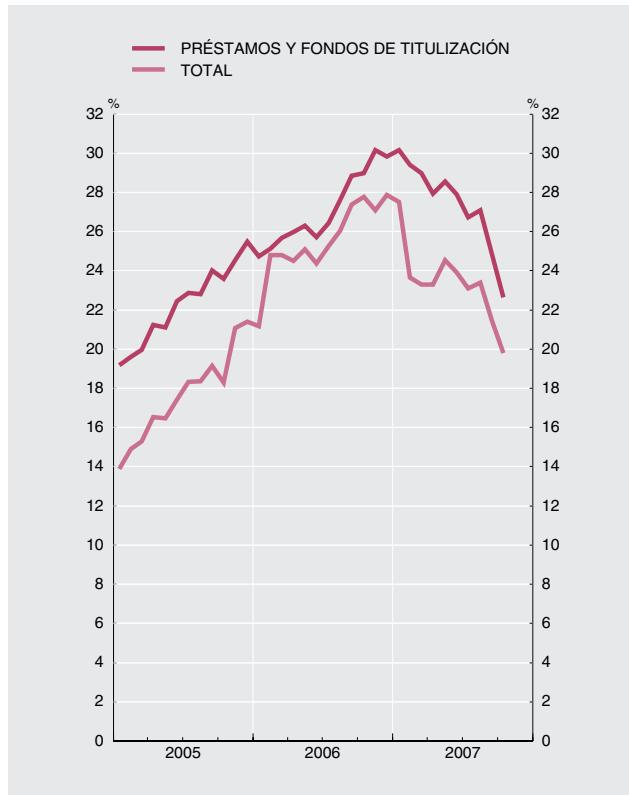
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

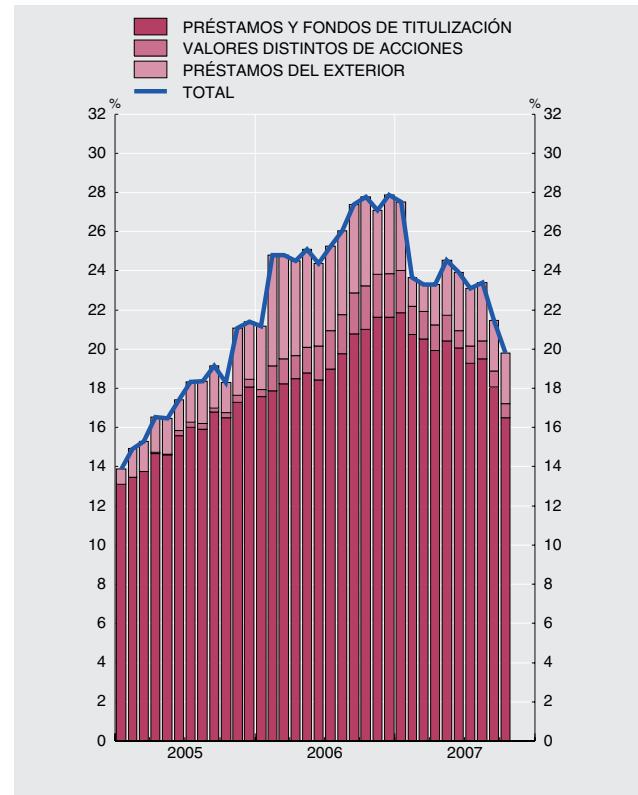
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emisiones de filial financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
04	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
05	797 581	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 145	10,7	2,9	5 581
06	1 024 303	222 367	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	243 122	15,6	4,0	3 230
06 Jul	936 012	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	16 252	112,3	2,0	234 005	16,3	4,3	4 434
Ago	935 576	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	16 436	112,6	2,0	234 002	16,1	4,3	4 345
Sep	959 269	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	17 203	123,3	2,1	234 174	17,1	4,5	4 245
Oct	979 426	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	18 149	132,5	2,2	236 607	17,6	4,6	3 844
Nov	997 776	16 315	27,1	729 232	30,1	21,6	30 111	18 282	131,0	2,2	238 433	12,3	3,3	3 824
Dic	1 024 303	25 147	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	243 122	15,6	4,0	3 230
07 Ene	1 039 134	11 069	27,5	761 073	30,2	21,8	31 055	19 630	132,0	2,2	247 006	13,5	3,5	3 162
Feb	1 050 032	10 052	23,7	767 344	29,4	20,7	32 189	20 925	61,5	1,5	250 499	5,4	1,5	3 090
Mar	1 069 617	15 215	23,3	783 187	29,0	20,5	32 465	21 277	58,9	1,4	253 965	5,1	1,4	3 008
Abr	1 086 749	21 102	23,3	798 348	27,9	19,9	31 998	21 154	56,7	1,3	256 402	7,8	2,0	3 032
May	1 110 299	22 701	24,5	812 942	28,6	20,4	32 672	21 242	55,9	1,3	264 685	10,7	2,8	2 691
Jun	1 136 734	17 759	23,9	832 475	27,9	20,1	33 507	21 494	30,2	0,9	270 751	11,8	3,0	2 932
Jul	P 1 160 401	30 383	23,1	854 128	26,7	19,3	36 006	23 426	30,3	0,9	270 267	11,7	2,9	2 688
Ago	P 1 164 672	2 708	23,4	855 984	27,1	19,5	35 999	23 408	30,7	0,9	272 689	11,9	3,0	2 593
Sep	P 1 178 489	13 340	21,5	869 102	24,9	18,1	36 529	23 127	28,5	0,8	272 858	10,5	2,6	2 228
Oct	P 1 186 737	8 273	19,8	873 991	22,7	16,5	36 904	23 443	24,4	0,7	275 842	10,7	2,6	2 091

### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

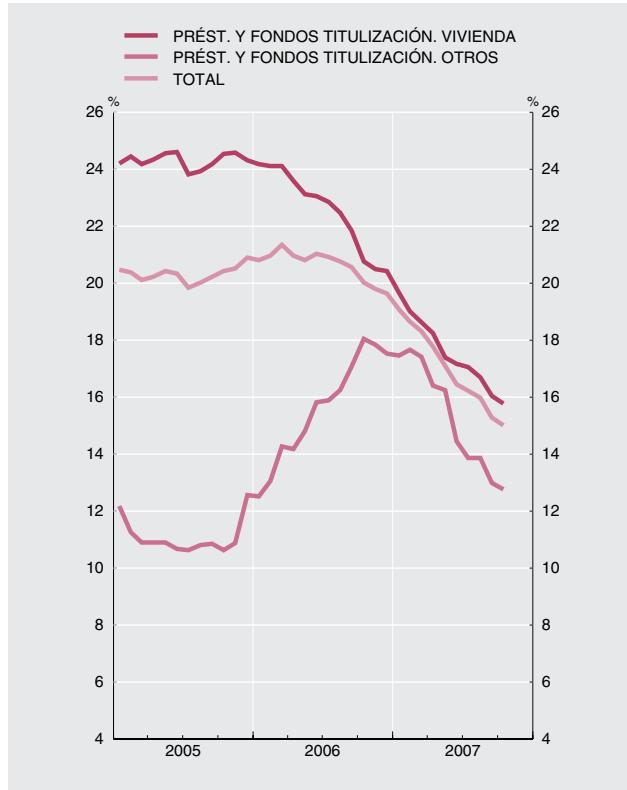
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

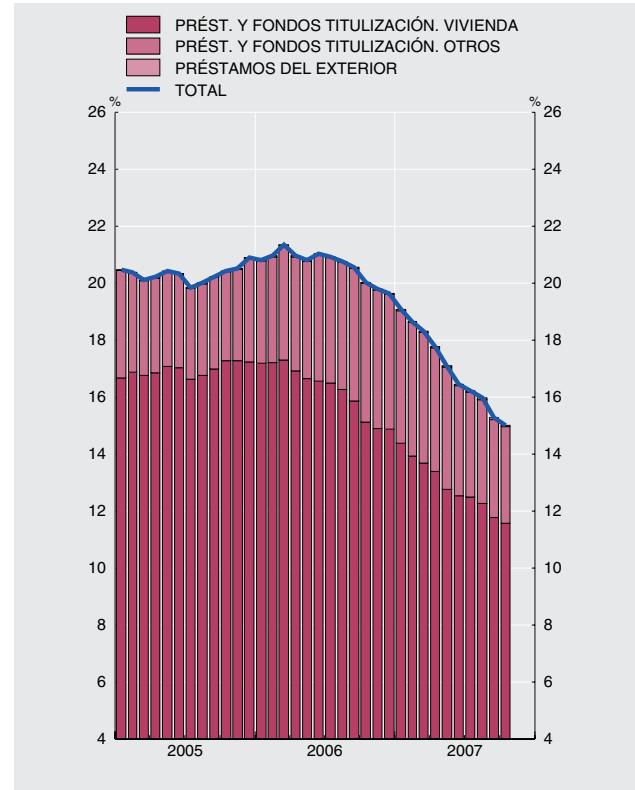
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
04	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,3	0,0	47 873	9 802
05	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030
06	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
06 Jul	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173
Ago	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,8	0,0	26 625	2 091
Sep	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216
Oct	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,3	0,0	25 903	3 431
Nov	767 682	15 940	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 211	23,9	0,0	26 587	3 250
Dic	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
07 Ene	782 874	4 477	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 269	19,8	0,0	26 423	3 416
Feb	790 612	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 276	19,8	0,0	25 735	3 638
Mar	803 744	13 233	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 333	24,0	0,0	25 708	3 196
Abr	812 374	8 730	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 348	20,8	0,0	26 108	3 333
May	821 292	8 929	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 388	22,3	0,0	25 294	5 101
Jun	838 695	17 538	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 407	21,0	0,0	27 819	5 143
Jul P	845 624	6 963	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 487	26,6	0,0	27 842	5 208
Ago P	849 691	4 110	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 591	33,7	0,1	28 675	5 120
Sep P	854 890	5 466	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 644	36,8	0,1	27 971	6 211
Oct P	863 645	8 813	15,0	638 097	15,8	11,6	223 871	12,8	3,4	1 676	39,8	0,1	27 802	6 191

### 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

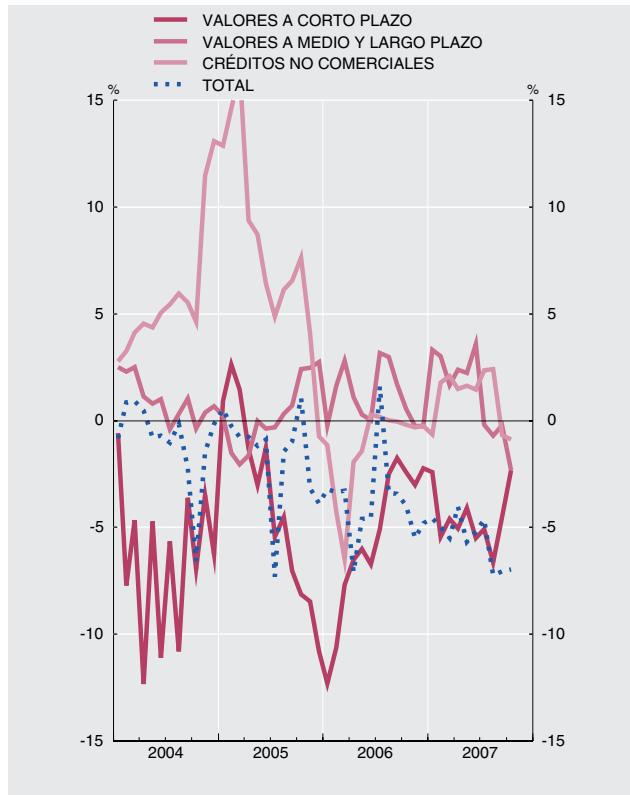
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Pasivos			Activos		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos			
	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
<b>06 May</b>																		
Jun	P 296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3	-3,9
Jul	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9
Ago	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9
Sep	P 297 994	-2 324	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9
Oct	P 283 002	-14 992	-4,0	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8
Nov	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8
Dic	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2
<b>07 Ene</b>																		
Feb	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	-7,2
Mar	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	-7,6
Abr	P 292 700	1 293	-5,5	1 089	2 379	-1 631	342	422	-626	1,2	-4,6	1,7	2,1	25,2	-0,5	1,6	0,4	-7,0
May	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	-6,2
Jun	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	-7,8
Jul	P 287 542	8 235	-5,2	2 955	-2 643	5 649	-51	-4 295	-985	2,5	-5,5	3,6	1,5	28,6	-0,6	3,5	0,3	-8,4
Ago	P 286 152	-1 390	-4,6	-8 076	1 892	-10 458	490	-6 321	-365	-0,2	-5,1	-0,2	2,3	13,7	-0,6	-0,2	0,5	-4,4
Sep	P 278 616	-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	-6,3
Oct	P 277 003	-1 613	-7,0	3 392	2 582	2 897	-2 087	-72	5 077	-0,7	-4,5	-0,2	-0,7	18,7	-0,5	-0,2	-0,1	-6,2
A	A 263 310	-13 693	-7,0	-11 457	-1 178	-10 315	37	1 859	378	-2,1	-2,3	-2,3	-0,9	10,8	-0,3	-2,4	-0,2	-4,1

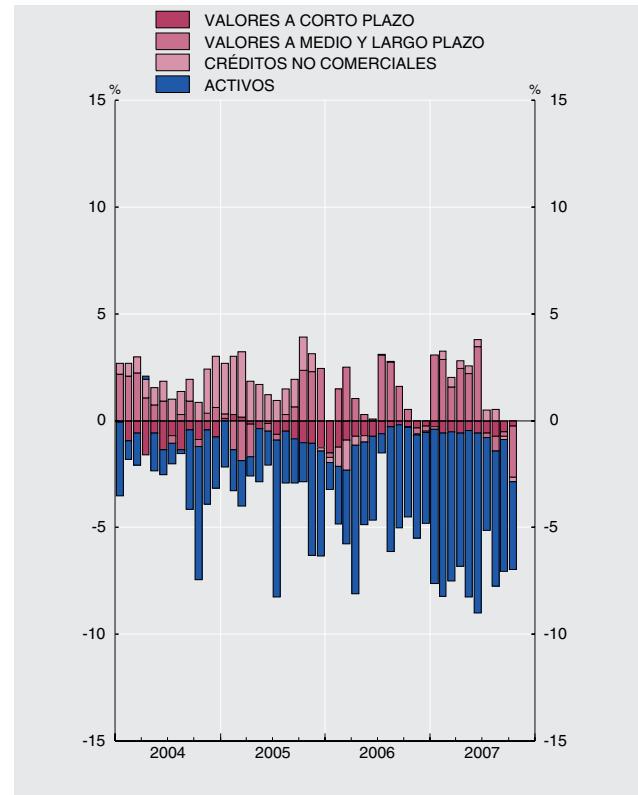
### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

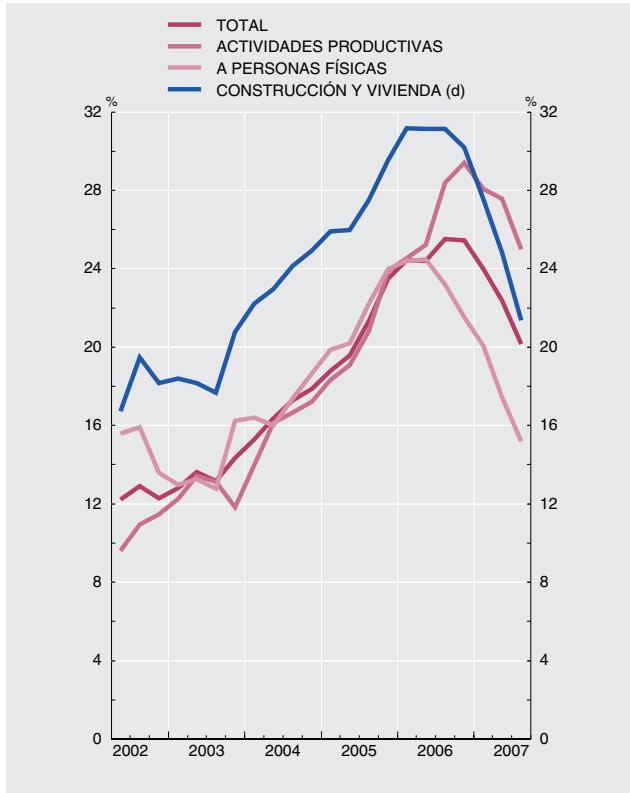
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

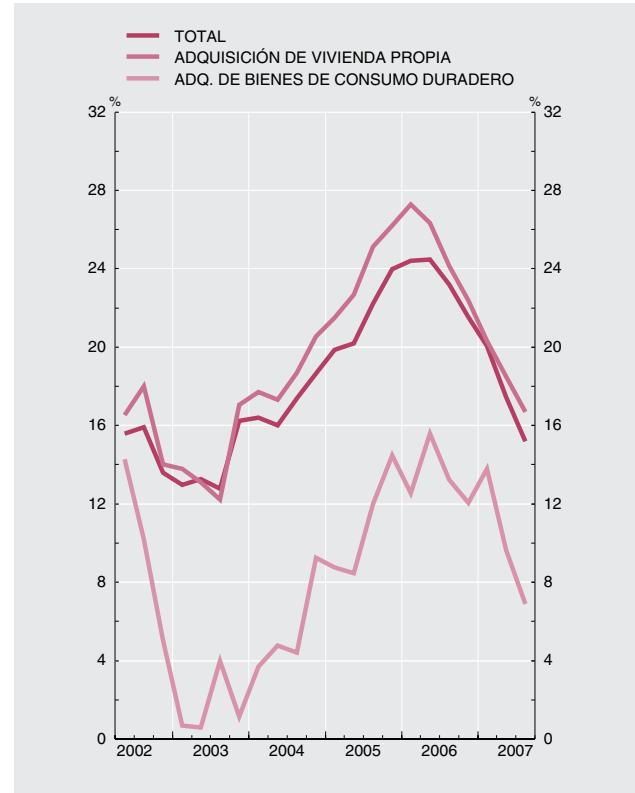
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto						Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
		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 //	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	
///	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	
///	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	93 815	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	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277	
///	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253	
/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	105 687	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	
///	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 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830	
//	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326	
///	1 706 116	909 991	25 023	140 365	150 368	594 235	292 588	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 580	

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

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

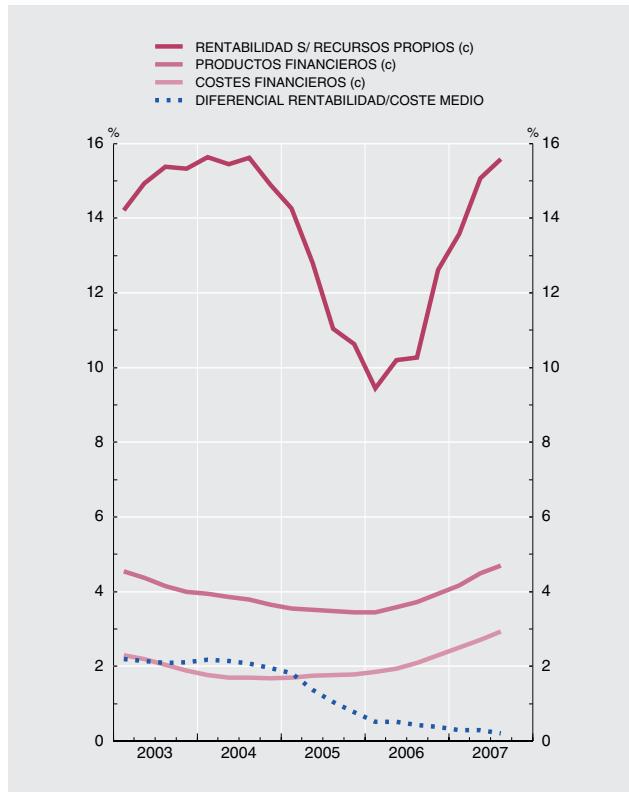
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

■ Serie representada gráficamente.

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

### 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.

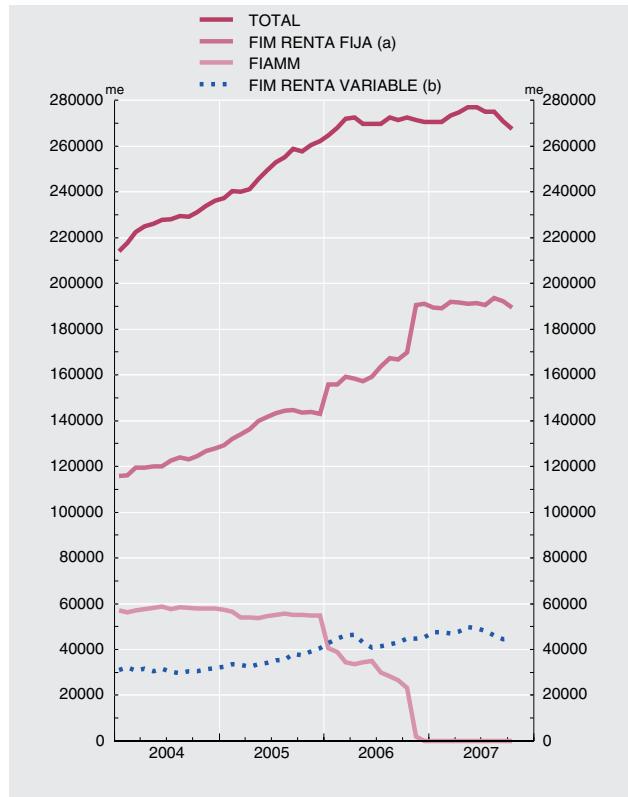
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

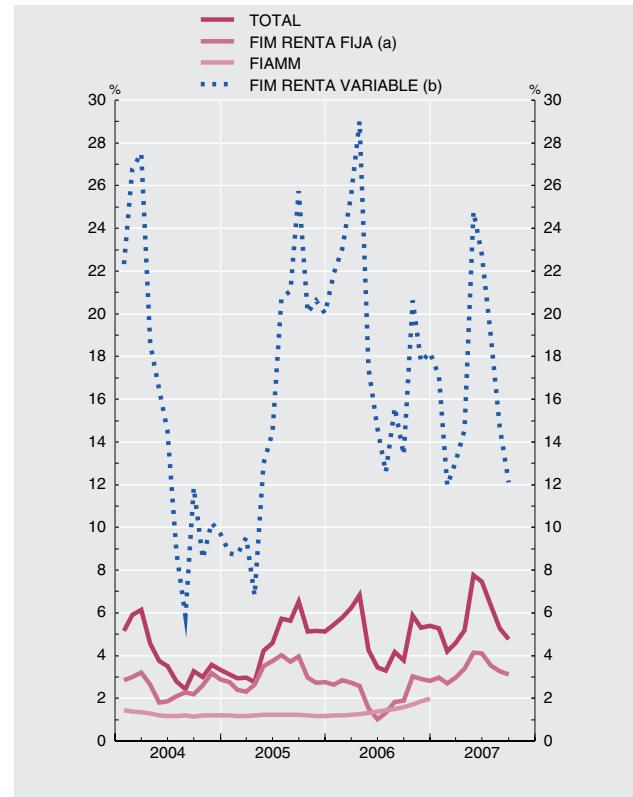
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	FIAMM		Patri- monio	De la cual		Patri- monio	FIM renta fija (a)		Patri- monio	De la cual		Patri- monio
			Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta		Varia- ción mensual	Sus- crip- ción neta		Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta		Varia- ción mensual	Sus- crip- ción neta		Renta- bilidad últimos 12 meses	Varia- ción mensual	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
06	270 407	8 206-10 861	5,4	106	-54 645-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934		
06 Jun	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943
Jul	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566
Ago	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491
Sep	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966
Oct	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742
Nov	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988
Dic	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07 Ene	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841
Feb	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
Mar	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
Abr	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
May	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
Jun	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
Jul	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	P 270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887

### 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

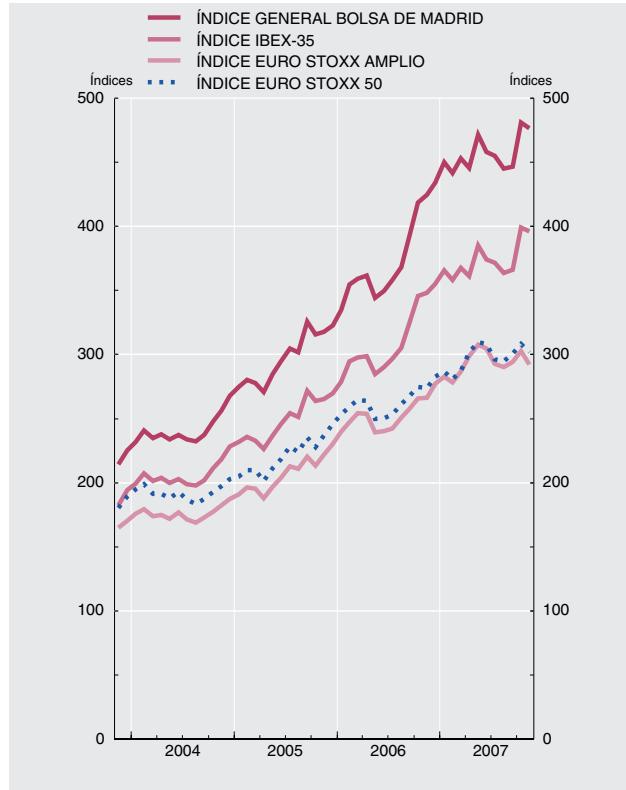
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

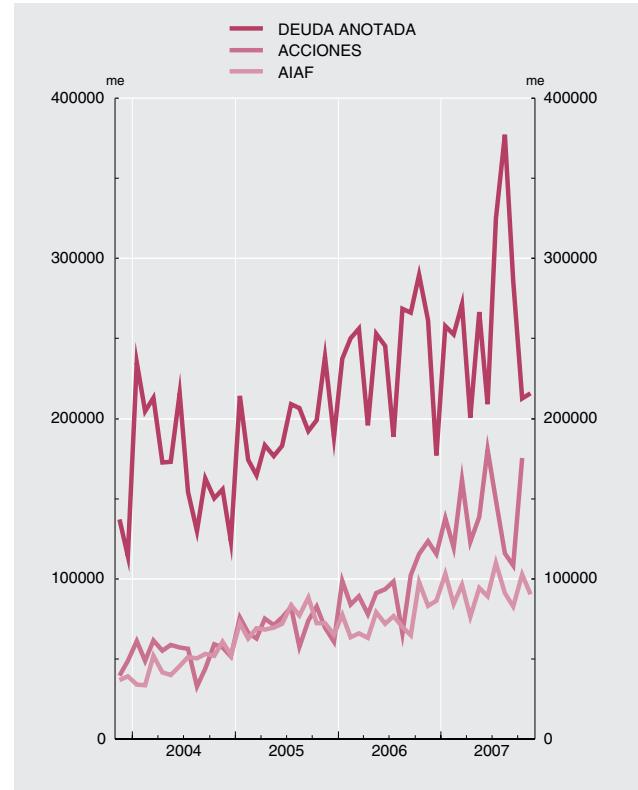
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (imports en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
07	A 1 637,08	14 873,21	419,40	4 339,35	1 410 190	75 166	2 874 599	1 020 173	-	12 442	-	8 173
06 Ago	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
Sep	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
Oct	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
Nov	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
Dic	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
07 Ene	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
Feb	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
Mar	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
abr	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
May	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
Jun	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
Jul	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
Ago	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
Sep	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
Oct	1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
Nov	P 1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	...	...	215 889	90 490	...	1 685	...	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)

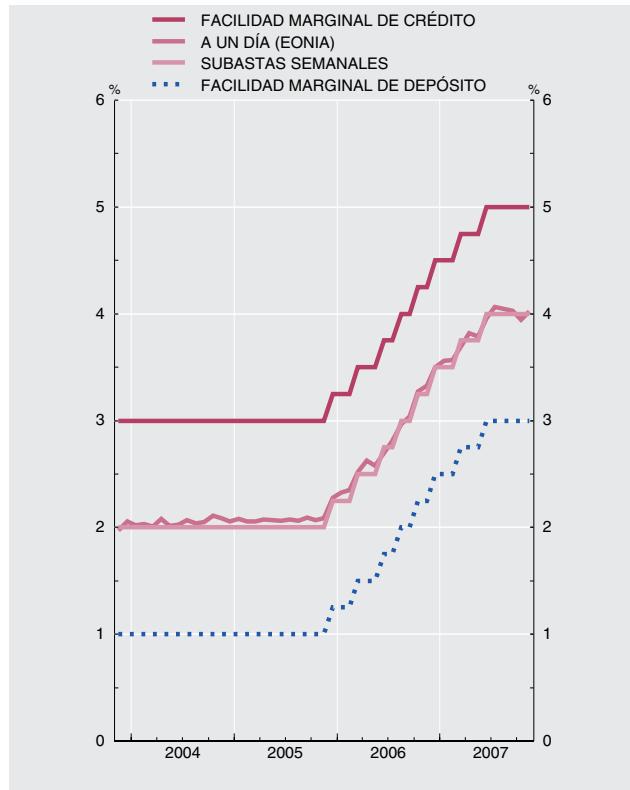
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

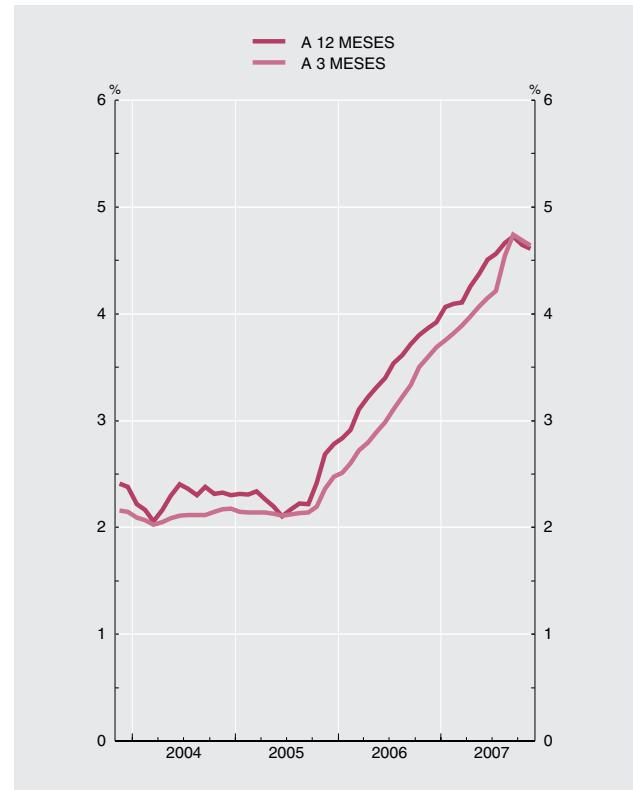
Medias de datos diarios. Porcentajes

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	-	4,65	5,00	3,00	3,864	4,03	4,23	4,31	4,42	3,85	4,02	4,22	4,41	3,78	3,84	3,90	4,11
<b>06 Ago</b>	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	-
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
<b>07 Ene</b>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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	-
<i>Abr</i>	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	-
<i>May</i>	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	-
<i>Jun</i>	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	-
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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	-
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

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

■ Serie representada gráficamente.

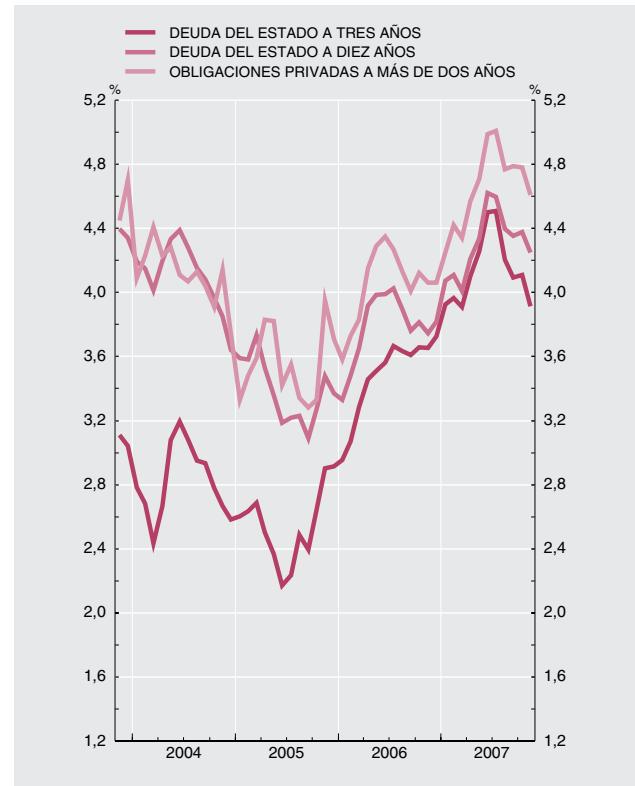
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								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					
	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	4,11	4,07	4,43	4,46	3,95	4,16	4,24	-	4,49	4,14	4,30	4,66	
06 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	
Nov		3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

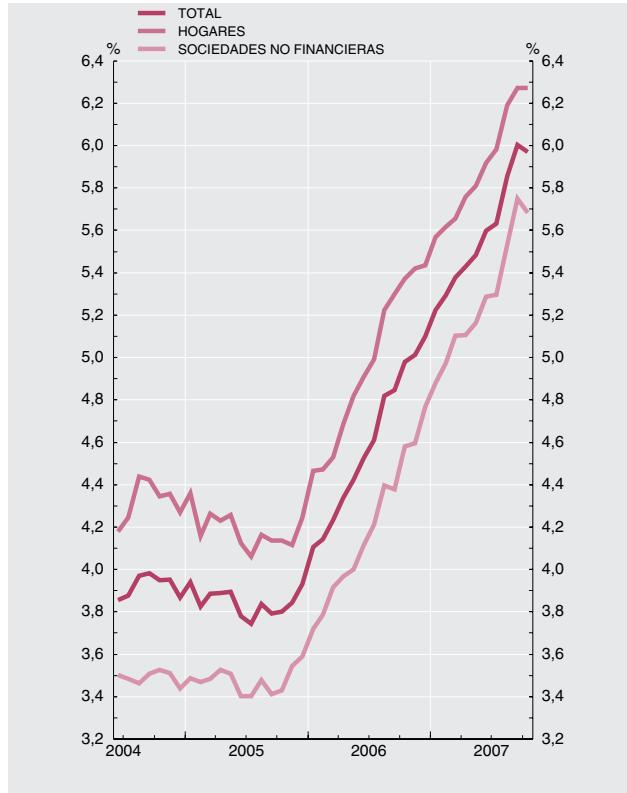
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

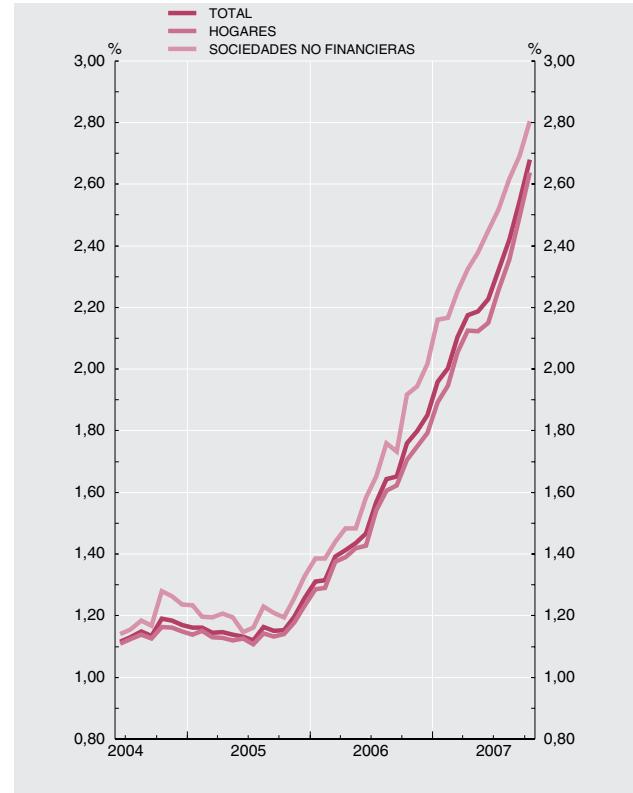
Porcentajes

Tipo sintético (c)	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)										
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras							
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22		
06	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48		
07	A	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97	
06	Mar	4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47	
	Abr	4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52	
	May	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48	
	Jun	4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65	
	Jul	4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78	
	Ago	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89	
	Sep	4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	4,03	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98	
	Oct	4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19	
	Nov	5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27	
	Dic	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48	
07	Ene	5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54	
	Feb	5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53	
	Mar	5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70	
	Abr	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78	
	May	5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78	
	Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96	
	Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04	
	Ago	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99	
	Sep	6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02	
	Oct	P	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97

#### 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.

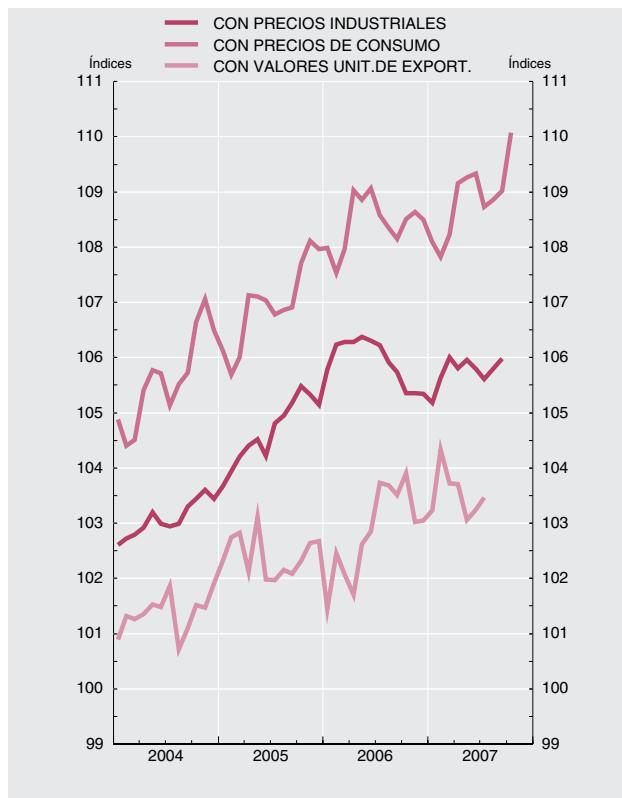
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

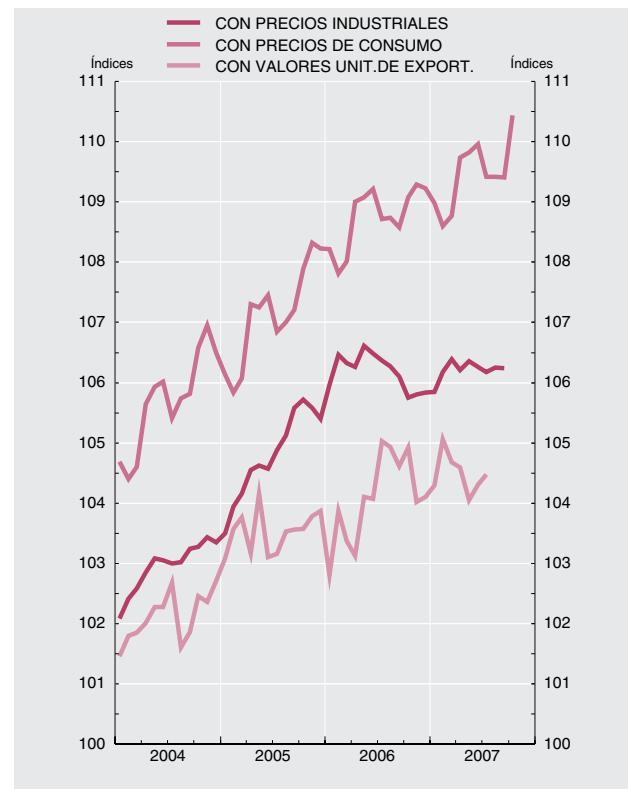
Base 1999 I = 100

	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 totales	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con costes laborales unitarios de manufac-	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	(a) 5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14			
04	103,1	105,6	104,2	101,4	100,1	102,9	105,5	104,1	101,2	102,9	105,7	105,0	106,9	102,1			
05	104,7	107,0	105,4	102,4	100,1	104,6	106,9	105,3	102,3	104,8	107,1	106,5	110,1	103,5			
06	105,9	108,4	106,6	102,8	100,0	105,9	108,5	106,6	102,9	106,2	108,8	108,0	112,1	104,1			
05 /V	105,3	107,9	105,6	102,5	100,0	105,3	107,9	105,5	102,5	105,6	108,1	106,8	110,7	103,7			
06 /I	106,1	107,8	106,3	102,0	100,1	106,0	107,8	106,2	101,9	106,2	108,0	107,5	113,3	103,3			
II	106,3	109,0	106,5	102,4	100,1	106,2	108,9	106,4	102,3	106,5	109,1	107,7	112,3	103,8			
III	106,0	108,4	106,3	103,6	100,0	106,0	108,4	106,3	103,7	106,2	108,7	107,7	111,0	104,9			
IV	105,4	108,5	107,2	103,3	99,8	105,6	108,8	107,5	103,6	105,8	109,2	109,0	111,9	104,4			
07 /I	105,6	108,1	107,4	103,7	99,7	105,9	108,4	107,6	104,0	106,1	108,8	109,2	112,1	104,7			
II	105,9	109,3	107,8	103,3	99,8	106,0	109,4	108,0	103,5	106,3	109,8	109,5	111,6	104,3			
III	105,8	108,9	107,6	...	99,9	105,9	109,0	107,7	...	106,2	109,4	109,3	111,4	...			
07 Feb	105,6	107,8	...	104,3	99,7	106,0	108,2	...	104,7	106,2	108,6	...	...	105,1			
Mar	106,0	108,2	...	103,7	99,9	106,1	108,4	...	103,8	106,4	108,8	...	...	104,7			
Abr	105,8	109,2	...	103,7	99,8	106,0	109,3	...	103,9	106,2	109,7	...	...	104,6			
May	106,0	109,3	...	103,1	99,9	106,1	109,4	...	103,2	106,4	109,8	...	...	104,0			
Jun	105,8	109,3	...	103,2	99,8	106,0	109,5	...	103,4	106,3	110,0	...	...	104,3			
Jul	105,6	108,7	...	103,5	99,7	105,9	109,0	...	103,8	106,2	109,4	...	...	104,5			
Ago	105,8	108,9	...	...	99,8	106,0	109,0	...	...	106,3	109,4	...	...	...			
Sep	106,0	109,0	...	100,0	106,0	109,0	...	...	...	106,2	109,4	...	...	...			
Oct	...	110,1	...	...	100,1	...	110,0	...	...	...	110,4	...	...	...			
Nov	...	...	...	...	100,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...			

#### 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.

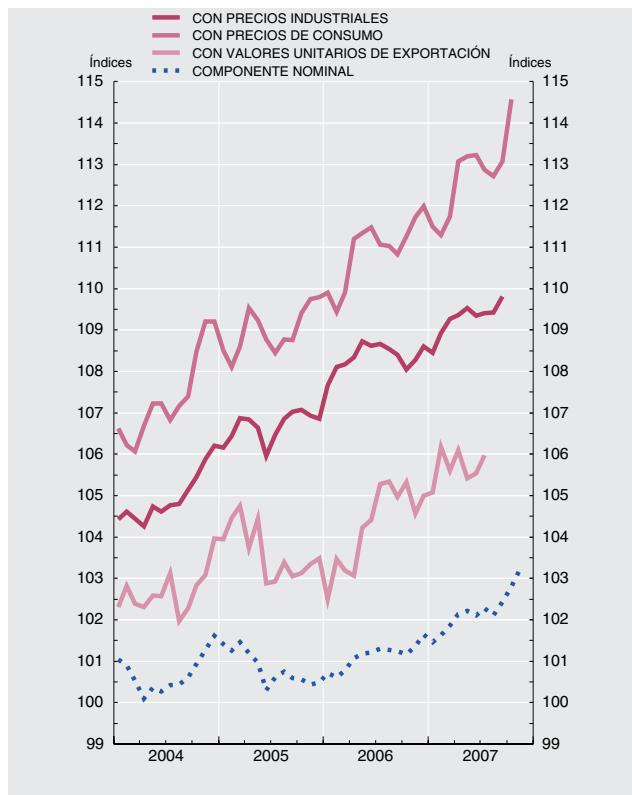
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

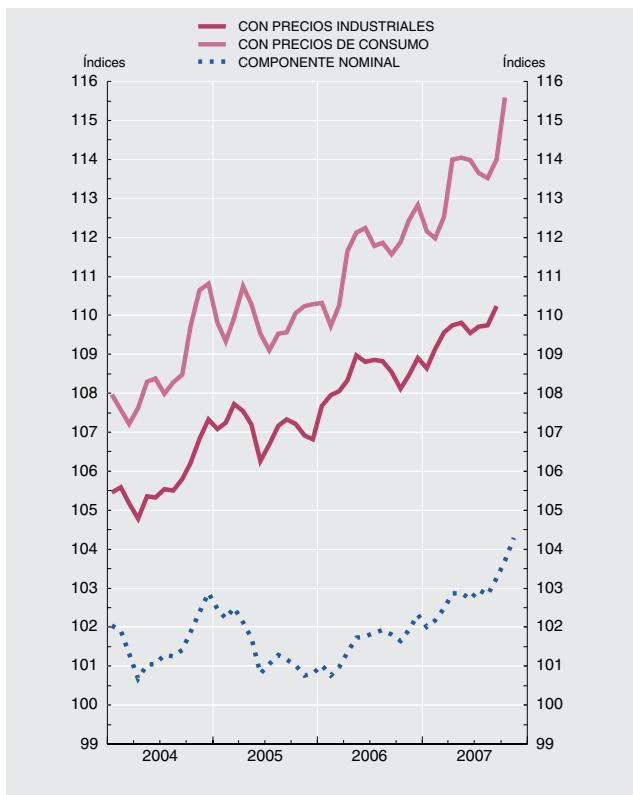
Base 1999 I = 100

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

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

	Evolución reciente de la economía española	19
	Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007	37
	Actualización del modelo trimestral del Banco de España	55
	Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España	67
	Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM	83
	El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real	101
	Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006	113
JUL-AGO 2007	Informe trimestral de la economía española	11
	Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España	79
	La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta	89
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006	103
	Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006	115
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2007	131
SEP 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	Evolución reciente de la economía española	21
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007	41
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA	59
	La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokaldoriana	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
DIC 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005	31
	Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros	67
	El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española	77
	La titulización en España: principales características	89
	La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM	99
	Los desafíos de la política monetaria en Japón	111

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### *Estudios e informes*

### PERIÓDICOS

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

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

- 0633 RUBÉN SEGURA-CAYUELA: *Inefficient policies, inefficient institutions and trade*.
- 0634 RICARDO GIMENO Y JUAN M. NAVÉ: *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. 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 MASCİANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Oil and the great moderation.
- 0736 MICHAEL VAN LEEUENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs.
- 0738 LAURA HOSPIDO: Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Firm productivity dynamics in Spain.

## DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

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

## Legislación financiera y registros oficiales

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

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

## Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

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

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: <a href="mailto:publicaciones@bde.es">publicaciones@bde.es</a> <a href="http://www.bde.es">www.bde.es</a>
---------------------------------------	---