

BOLETÍN ECONÓMICO

01/200(

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, 2008
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 11
- 2 Entorno exterior del área del euro 21
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 28
- 4 La economía española 43
- 5 Evolución financiera 66

Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008 79

La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa 91

Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo 105

Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario 113

Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007 125

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

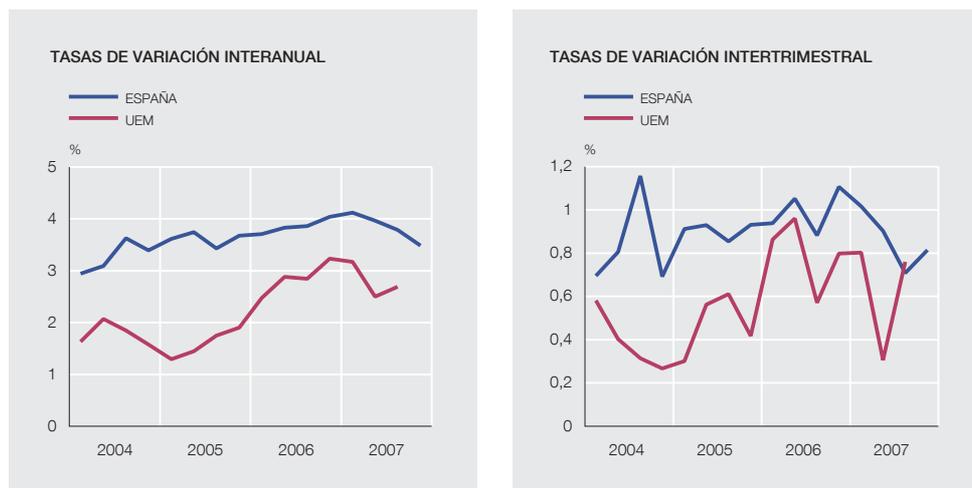
1 Rasgos básicos

A lo largo de los tres primeros trimestres de 2007, la economía española mantuvo elevadas tasas de crecimiento, aunque con una tendencia ligeramente descendente, que la llevó a alcanzar una tasa de variación anual del 3,8% en el tercer trimestre del año. Según la información disponible más reciente, esta pauta se habría mantenido en los últimos meses del ejercicio, para el que se estima un avance interanual del PIB del 3,5%. Detrás de la suave desaceleración de la actividad a lo largo del año se encuentran un descenso en el ritmo de aumento de la demanda nacional, hasta una tasa interanual del 3,6% en el último trimestre, y una mejora de la aportación de la demanda exterior neta, que se situó en -0,3 puntos porcentuales (pp) en ese mismo período.

Las estimaciones del PIB para el cuarto trimestre sitúan el crecimiento del PIB, en el conjunto de 2007, en el 3,8%, una décima por debajo del registrado en 2006, como resultado de una aminorción del ritmo de crecimiento de la demanda nacional, ligeramente más intensa que la que se observó en 2006, y de una nueva y significativa corrección de la aportación negativa de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,7 pp. Todos los componentes de la demanda interna experimentaron incrementos algo inferiores a los de 2006, con la excepción de la inversión residencial —que mostró una desaceleración algo más acusada— y de la inversión en bienes de equipo —que, en el conjunto del año, intensificó el ya elevado ritmo de crecimiento que había registrado el año previo—. Por el lado de la oferta, el empleo mantuvo altas tasas de crecimiento, en el entorno del 3% en el promedio del año, si bien exhibió un perfil de desaceleración a lo largo del ejercicio, al hilo de la pérdida de vigor de la actividad en el sector de la construcción. La notable generación de empleo en 2007 permitió absorber, un año más, los importantes incrementos de la población activa, al tiempo que se producían nuevos recortes en la tasa de paro, que alcanzó un mínimo del 8% en los meses centrales del año, aunque en el último trimestre repuntó hasta el 8,6%. En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IPC se situó, en el promedio del año, en el 2,8%, por debajo del valor medio del año anterior (3,5%), si bien a partir del verano mostró un perfil de progresiva aceleración, hasta concluir el año registrando un crecimiento interanual del 4,2%, que situó el diferencial de inflación con la UEM en 1,2 pp. El repunte de los precios del petróleo en los últimos meses del pasado año y los elevados incrementos de determinados productos alimenticios se han sumado a los efectos del perfil heredado del año anterior y han conducido a un deterioro de la situación inflacionista en la parte final de 2007.

En el panorama económico internacional, a lo largo del último trimestre de 2007 destacan la prolongación y la acentuación de las turbulencias financieras que se iniciaron en el verano, a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, donde se han empezado a detectar síntomas de un claro debilitamiento de la actividad económica, impulsado por la crisis del sector inmobiliario y por las tensiones financieras que la acompañan. Pese a ello, los datos publicados relativos al último trimestre del año apuntan al mantenimiento del dinamismo de la economía mundial en su conjunto, apoyado en la fortaleza que continúan mostrando las economías emergentes y en la resistencia de la mayoría de economías europeas. No obstante, el clima de incertidumbre se ha extendido a buena parte de los países industrializados, con especial incidencia en aquellos en los que el ciclo económico es más dependiente de la actividad inmobiliaria. En este contexto, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han revisado a la baja y se ha acentuado la incertidumbre que las rodea.

En los mercados financieros internacionales, uno de los aspectos más destacados de este episodio de inestabilidad ha sido la persistencia de las tensiones en los mercados monetarios,



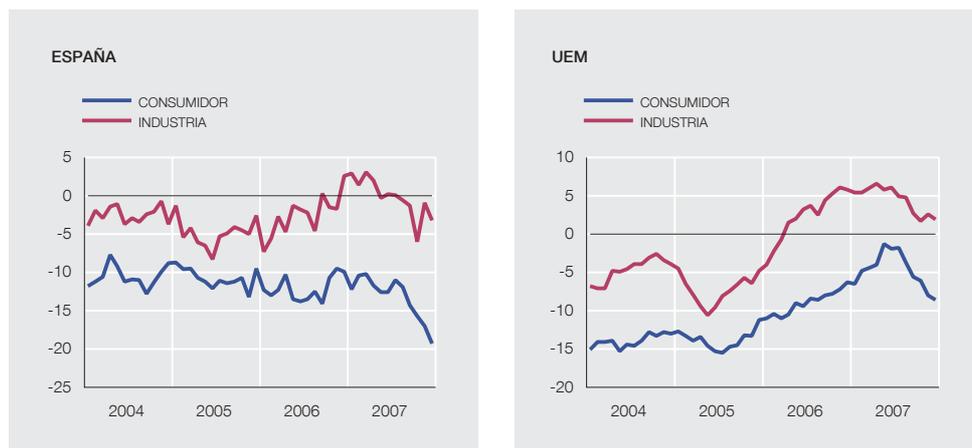
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

a pesar de las excepcionales operaciones de suministro de liquidez que efectuaron los principales bancos centrales, en ocasiones de forma coordinada, acompañadas, en algunos casos, de recortes en los tipos de intervención. La Reserva Federal redujo el tipo de intervención en diciembre en 25 puntos básicos (pb) (y volvió a recortarlo en 75 pb el 22 de enero, de modo que los descensos acumulan 175 pb desde el inicio de este episodio) mientras el Banco de Inglaterra disminuyó también en ese mismo mes los tipos oficiales en 25 pb. Simultáneamente, a lo largo del trimestre continuó la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio y se observaron nuevamente caídas en las valoraciones bursátiles, movimientos que se han intensificado en los días transcurridos de enero. Por su parte, en los mercados cambiarios el dólar mantuvo la trayectoria de depreciación que había seguido desde principios de año. Por último, el precio del petróleo acumuló nuevos aumentos en los últimos meses de 2007 y en los primeros días del presente año, hasta alcanzar cotizaciones máximas superiores a los 90 dólares por barril al finalizar el año, aunque en las últimas semanas ha flexionado ligeramente a la baja.

Como se comentó anteriormente, a pesar del fuerte deterioro del clima financiero en los países desarrollados, la economía mundial siguió dando muestras de dinamismo en el último trimestre. En Estados Unidos, por el contrario, tras el dato relativamente favorable del PIB en el tercer trimestre, la información parcial disponible para el cuarto apunta a un sustancial debilitamiento de la actividad, sumándose a la mayor intensidad del ajuste inmobiliario la desaceleración del consumo y del empleo. Por consiguiente, las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres en Estados Unidos se han deteriorado significativamente, lo que ha llevado a anunciar a las autoridades la adopción de un importante paquete de medidas fiscales. También en Japón y el Reino Unido las perspectivas económicas han empeorado.

Pese a este debilitamiento de la actividad, las tasas de inflación aumentaron en los meses finales del año, debido al repunte de los precios del petróleo y al alza de los precios de los alimentos, que han respondido a un período prolongado de incrementos sustanciales de los precios de las materias primas agrícolas. Tras este último desarrollo se hallan diversos factores, unos de naturaleza más coyuntural, ligados a factores climatológicos, y otros de carácter más estructural, vinculados a cambios en los patrones de consumo o en la distribución de las superficies de cultivo. Todo ello ha determinado un exceso de demanda de este tipo de productos, cuyo efecto sobre los precios de las materias primas agrícolas se puede prolongar durante algún tiempo.



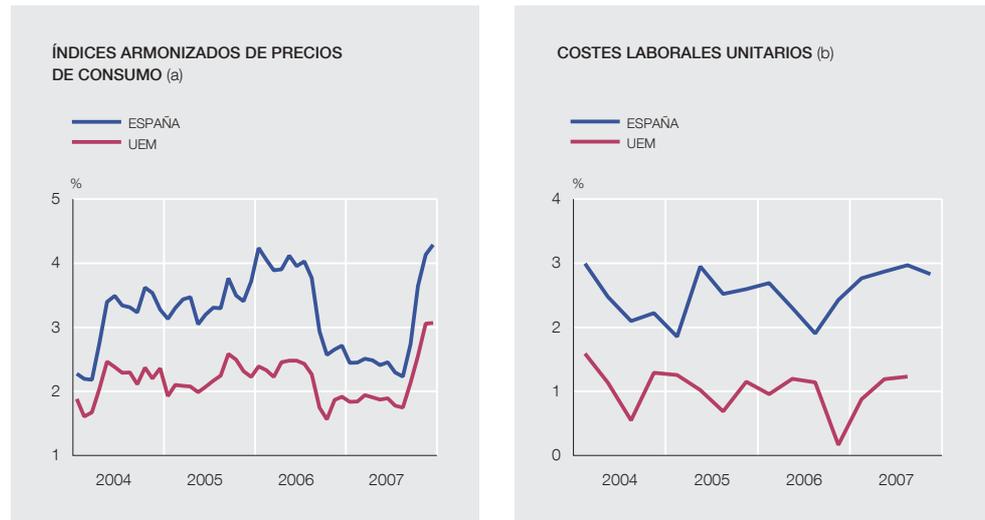
FUENTE: Comisión Europea.

En la zona del euro, el tercer trimestre resultó relativamente expansivo, apoyado en el dinamismo de la demanda interna —en particular, de la inversión en equipo—, en la fortaleza de la actividad industrial y en la favorable evolución del empleo. Los indicadores más recientes apuntan a una moderación del ritmo de avance del PIB en el cuarto trimestre, con una pérdida de dinamismo del consumo privado y de las exportaciones, si bien la inversión en equipo habría mantenido un tono algo más dinámico.

Al igual que en otras áreas geográficas, la inflación experimentó un notable repunte en la zona del euro en los últimos meses del año, debido al impacto sobre los precios de consumo de las elevaciones en los precios de la energía y de las materias primas alimenticias, que fueron compensados solo parcialmente por la apreciación del tipo de cambio del euro. En conjunto, y a pesar de la mayor estabilidad de los precios de los servicios, a lo largo del trimestre se acentuó la trayectoria alcista de la inflación subyacente, que concluyó el año con una tasa de variación anual del 2,3%. El IAPC, por su parte, registró en diciembre una tasa de variación interanual del 3,1%.

El análisis de las perspectivas de inflación que ha venido realizando el BCE en los últimos meses arroja un panorama poco favorable, pues se prevé que los incrementos del IAPC todavía se mantengan por encima del 2% durante un cierto número de meses. Pero, además, el BCE percibe riesgos elevados de que se produzcan incrementos adicionales de precios, que, unidos a la posible aparición de presiones salariales y al fuerte dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, podrían suponer una amenaza para la estabilidad de precios a medio plazo. No obstante, la prolongación del episodio de turbulencias financieras introduce notables incertidumbres sobre la magnitud del impacto que el mismo pueda tener sobre la economía de la zona del euro. Este conjunto de consideraciones ha llevado al BCE a mantener los tipos de interés de intervención en el 4%, invariados desde agosto de 2007, pero manteniendo, a la vez, su determinación para actuar de forma preventiva, con el fin de evitar que se materialicen efectos de segunda vuelta sobre los salarios y mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación.

La economía española, por tanto, se ha desenvuelto, a lo largo del último trimestre, en un contexto de desaceleración del entorno internacional y de prolongación de las tensiones financieras. Con pequeñas oscilaciones a lo largo de este período, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios han permanecido en niveles relativamente elevados y los



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

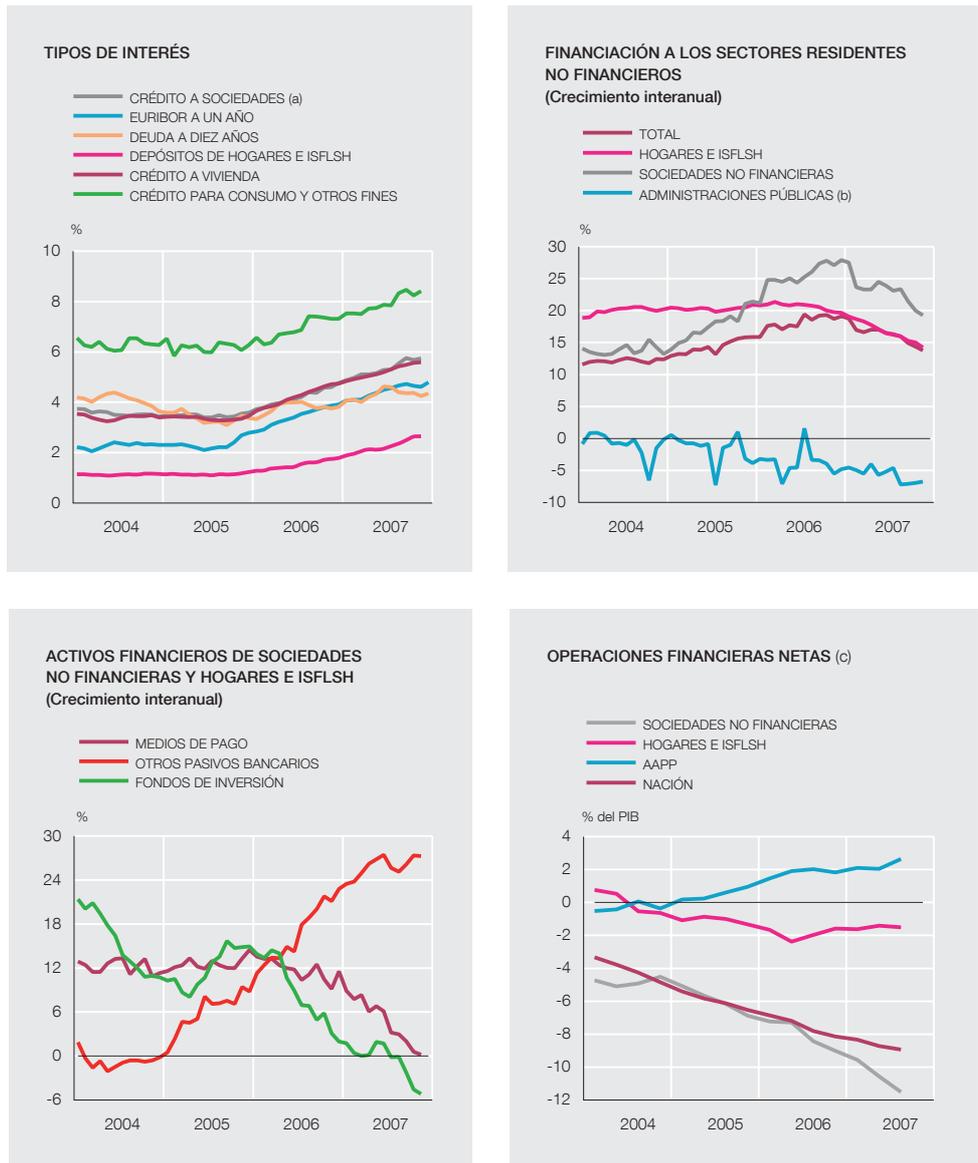
a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

diferenciales crediticios de las empresas han vuelto a repuntar. Por su parte, las cotizaciones bursátiles, que habían mostrado una elevada resistencia en el último trimestre de 2007, dentro de una trayectoria de elevada volatilidad, registraron en las primeras semanas de enero importantes descensos, que se corrigieron parcialmente con posterioridad. Con todo, la prolongación de este episodio de inestabilidad en los mercados financieros en el último trimestre ha tenido, hasta el momento, un impacto relativamente limitado sobre las condiciones de financiación del sector privado. Por su parte, en el sector inmobiliario continuó el ajuste iniciado unos trimestres antes, con lo que los precios de la vivienda continuaron desacelerándose gradualmente, hasta concluir el año registrando una tasa de incremento interanual del 4,8% en el último trimestre y un crecimiento promedio del 5,8% (frente a tasas del 9,1% y del 10,4%, respectivamente, en igual período del año anterior).

A pesar de un cierto deterioro del clima de incertidumbre y de la confianza de los agentes, el gasto de los hogares registró, a lo largo del trimestre, una moderación de similar intensidad a la del período previo, que, nuevamente, fue más acusada en el componente de inversión residencial. De este modo, el ritmo de crecimiento del consumo de los hogares continuó aproximándose al de la renta disponible, en un contexto en el que los incrementos de la riqueza tanto financiera como inmobiliaria fueron más acotados. A su vez, la renta disponible recortó moderadamente su ritmo de expansión, a pesar del dinamismo de las rentas salariales, dado que el elevado crecimiento de la recaudación directa y el aumento de los pagos por intereses actuaron contractivamente, al tiempo que el repunte de la inflación reducía la capacidad adquisitiva de los hogares en los últimos meses del año.

La inversión residencial, por su parte, continuó desacelerándose en el cuarto trimestre, confirmando el cambio de ciclo del sector inmobiliario. A los factores desencadenantes de este ajuste —básicamente, el endurecimiento en las condiciones de financiación y las expectativas decrecientes de revalorización del precio de los inmuebles— se han podido sumar, en los últimos meses, y en el contexto del episodio de turbulencias financieras ya descrito, el incremento de la incertidumbre y el deterioro de la confianza de los agentes. Lógicamente, en este entorno de ralentización del gasto de los hogares, la demanda de crédito mostró una nueva



FUENTE: Banco de España.

a. 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.

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

moderación, de manera que el crecimiento interanual del crédito a los hogares se situaba, en noviembre, en el entorno del 14%, un punto porcentual menos que en septiembre. Esta disminución se explica por el descenso en el ritmo de avance de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que el de los destinados al consumo y otros fines no experimentó cambios apreciables. Como resultado de este conjunto de decisiones, cabe esperar que 2007 cierre con una estabilización en la tasa de ahorro de los hogares, y aumentos de sus ratios de carga financiera y, en menor medida, de endeudamiento.

La inversión empresarial, por su parte, continuó avanzando a buen ritmo en el último trimestre, si bien tanto la inversión en bienes de equipo como, sobre todo, la realizada en construcción no residencial recortaron su ritmo de avance con respecto al trimestre precedente. Con

todo, el gasto en bienes de equipo volvió a ser el componente más dinámico de la demanda interna, sustentado en las elevadas tasas de crecimiento de los beneficios empresariales, el mantenimiento de unas expectativas de rentabilidad favorable tras los buenos resultados del tercer trimestre y el dinamismo de la demanda final. También en este caso, se observa una moderación en la expansión de la financiación ajena, que alcanzó en noviembre una tasa interanual de crecimiento próxima al 19%. La ralentización de los pasivos empresariales durante el tercer trimestre reflejó la pérdida de vigor de los fondos captados para financiar los servicios inmobiliarios y las actividades de construcción, pues la financiación destinada al resto de actividades mantuvo un gran dinamismo, sobre todo en relación con la industria. Pese a esta desaceleración en la apelación a la financiación ajena, los ratios de endeudamiento y de carga financiera aumentaron moderadamente en los últimos meses de 2007, y se prevé para el conjunto del ejercicio un incremento en las necesidades de financiación del sector, que se situó en el tercer trimestre en el 11,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses).

Las AAPP contribuyeron en 2007 a la expansión del gasto, tanto por la vía del consumo público como del componente de inversión; en este último caso, concentrado en los primeros meses del ejercicio, cuando se finalizaron cuantiosos proyectos de obra civil, coincidiendo con la celebración de elecciones autonómicas y locales. El dinamismo de la actividad a lo largo de 2007 se reflejó también en un incremento notable de la recaudación, principalmente de la procedente de la imposición directa, a pesar de la reforma de sus dos figuras impositivas principales. Con ello, según las últimas cifras oficiales, en 2007 el saldo de las AAPP alcanzó un superávit del 1,8%, por encima del presupuestado. Para los tres próximos ejercicios, las proyecciones fiscales avanzadas por el Gobierno en la Actualización del Programa de Estabilidad aprobado a finales de 2007 apuntan a la consecución de superávits fiscales del 1,2% del PIB en cada uno de los años del horizonte de previsión (2008-2010).

Por su parte, en el cuarto trimestre de 2007 la demanda exterior neta mejoró en 0,3 pp adicionales su aportación al crecimiento del producto, de manera que su contribución al avance del PIB se situó en -0,3 pp, dando continuidad al proceso de corrección iniciado en 2005. Esta mejora de la aportación de la demanda exterior neta a lo largo de 2007 se produjo en un entorno en el que los flujos de comercio mundial mantuvieron un dinamismo apreciable, aunque algo inferior al del año precedente, debido al crecimiento algo más atenuado de la demanda procedente de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas. Por su parte, los indicadores habituales de competitividad-precio mostraron un deterioro de magnitud similar al de los últimos años, debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio del euro a lo largo del ejercicio, con la importante excepción de los que se calculan a partir de costes laborales unitarios, que experimentaron una pequeña mejora.

En el cuarto trimestre, la información parcial disponible apunta a un mantenimiento del dinamismo de las exportaciones, sustentado en el sólido avance de los países emergentes, y a un tono algo menos expansivo de las importaciones, ante la suave desaceleración de la demanda final. Por su parte, habría proseguido el comportamiento relativamente diferenciado de las exportaciones de bienes y de servicios, en particular de las exportaciones de servicios turísticos, que volvieron a mostrar una relativa atonía, que podría estar reflejando el efecto de la pérdida de competitividad. Como resultado de esta evolución de los intercambios de bienes y servicios, el déficit comercial continuó aumentando en los últimos meses del año, aunque a ritmos más reducidos que en el pasado, al igual que las necesidades de financiación de la nación, que se situaron en el tercer trimestre en un valor equivalente al 9% del PIB (en datos acumulados de cuatro trimestres).

Por el lado de la oferta, la desaceleración del valor añadido de la economía de mercado en el último trimestre se debió a la pérdida de dinamismo de la actividad en el sector de la cons-

trucción y, en menor medida, en la industria manufacturera, prolongándose en ambos casos la tendencia que se había empezado a definir en trimestres previos. En el caso de la construcción, la ralentización de la actividad se produjo, sobre todo, en el componente de construcción residencial, que habría empezado a responder a la pérdida de dinamismo de la demanda de vivienda. En el caso de la industria, la pérdida gradual de empuje que se observa desde principios de año podría deberse al propio proceso de desaceleración de la demanda final, en comparación con los registros alcanzados el año pasado, y, sobre todo, al ciclo del sector de la construcción, que ha podido determinar un descenso apreciable de la demanda de algunos productos industriales. Cabe destacar, por último, el fuerte crecimiento que ha mostrado la actividad en el sector servicios a lo largo de 2007, con tasas de crecimiento superiores al 4%, tanto en su componente de mercado como de no mercado.

La desaceleración del PIB en el conjunto del ejercicio se trasladó con intensidad similar al ritmo de creación de empleo, de manera que en el promedio del año 2007 el crecimiento de la ocupación podría situarse en el entorno del 3%, dos décimas por debajo de la tasa registrada en 2006. Por ramas productivas, la pérdida de dinamismo en la creación de empleo en el último trimestre fue más intensa en la rama de la construcción, mientras que en la industria y en los servicios no de mercado la ralentización fue más moderada. Por su parte, el empleo en la rama de servicios de mercado mantuvo una notable fortaleza. Según los datos de la EPA, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el cuarto trimestre, hasta el 30,9% (33,8% un año antes).

La evolución de los costes laborales a lo largo del ejercicio determinó un repunte de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el promedio del año, que se habría situado en el 3,8%, frente al 3,3% en 2006. Según esta estimación, y a diferencia de lo ocurrido en los últimos años, el aumento de la remuneración por ocupado fue superior al de los salarios de convenio, que se elevó hasta el 3,2% —un 2,9% de aumento pactado para el año y 0,3 pp más por la aplicación de las cláusulas de salvaguarda—, con lo que la deriva salarial habría dejado de actuar como factor de moderación salarial, a pesar de que en 2007 no se han alterado sustancialmente las características de los nuevos entrantes en el mercado laboral. La aceleración de la remuneración por asalariado se ha trasladado a los costes laborales unitarios en cuantía similar, pues repuntaron hasta el 2,5% (frente al 2% de 2006), si bien sus tasas de crecimiento se han aproximado a los crecimientos de los costes en los países con los que España compite internacionalmente. Este comportamiento de los costes laborales, junto con la continuación en el proceso de ampliación de márgenes, aunque con intensidad inferior a la de los últimos años, y la sucesión de perturbaciones que han afectado a precios de productos básicos para los procesos productivos y para el consumo, ha determinado que en 2007 no se produjeran mejoras apreciables en la situación inflacionista. En este sentido, la tasa de inflación subyacente ha permanecido en el 2,7% en el promedio del año (frente al 2,9% en 2006), aunque hay que valorar positivamente la importante desaceleración que han registrado los precios industriales no energéticos a lo largo del ejercicio. Pero, además, el repunte del IPC al concluir el año, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual del 4,2%, constituye un elemento de preocupación, pues, a pesar de deberse a factores, en principio, temporales, puede terminar generando efectos permanentes sobre los procesos de formación de costes y precios a través de los mecanismos de indiciación vigentes.

La economía española ha finalizado el año 2007 con un crecimiento notable, tras haber experimentado una suave desaceleración, de intensidad similar a la que se preveía al comienzo del año. A lo largo de este ejercicio se han producido nuevos avances en el reequilibrio de sus fuentes de crecimiento, con una corrección significativa de la contribución de la deman-

da exterior neta a la expansión del producto y una recomposición del gasto interno hacia la inversión productiva. Se ha iniciado, asimismo, un proceso de desaceleración del crédito concedido a empresas y familias, en línea con la evolución de sus determinantes fundamentales, lo que permite pronosticar una evolución más sostenible del endeudamiento del sector privado. Todo ello suministra suficientes resortes para que la economía española pueda afrontar la previsible desaceleración en los próximos trimestres, de manera que discurra a través de una senda gradual. No obstante, estas perspectivas están rodeadas de mayor incertidumbre que en el pasado, debido al alcance y a la duración que está empezando a mostrar el episodio de turbulencias financieras que afecta a la economía mundial desde el pasado verano.

2 Entorno exterior del área del euro

Durante el último trimestre, el entorno económico internacional siguió estando marcado por el comportamiento del sector financiero. Desde mediados de octubre, tuvo lugar un agravamiento de las tensiones en los mercados de crédito y en los mercados monetarios, espoleadas, entre otras razones, por el anuncio de cuantiosas pérdidas ligadas a las hipotecas de alto riesgo por parte de importantes instituciones financieras mundiales — sobre todo, americanas, que confirmaban así su considerable exposición a activos relacionados con el mercado hipotecario de alto riesgo y otros productos estructurados —, nuevas revisiones a la baja de las calificaciones crediticias de esos productos y la continuación del deterioro del mercado de la vivienda en Estados Unidos. En este contexto, la Reserva Federal decidió dos bajadas, de 25 pb cada una, en sus reuniones de octubre y noviembre. Además, con el fin de aliviar las tensiones en los mercados monetarios, agudizadas por factores estacionales relacionados con el fin de año, los principales bancos centrales llevaron a cabo suministros excepcionales de liquidez, en algunos casos de modo coordinado, y la Reserva Federal anunció la creación de una nueva subasta de liquidez a plazo (*TAF, Term Auction Facility*). Tras un breve paréntesis, a comienzos de enero se recrudeció la volatilidad financiera, ante los datos negativos de actividad y la publicación de resultados bancarios negativos para el cuarto trimestre en Estados Unidos. En esta ocasión, el impacto en las bolsas y en los diferenciales de crédito corporativos fue particularmente acusado. En conjunto, el debilitamiento de los indicadores y las perspectivas de crecimiento y el deterioro en las condiciones financieras propiciaron un significativo recorte adicional de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, de 75 pb, una semana antes de su reunión ordinaria. Los mercados emergentes, que han venido mostrando una mayor resistencia a las turbulencias que en episodios pasados, también registraron un deterioro de las condiciones financieras, de tal modo que los tres últimos meses se saldaron con una ampliación de los diferenciales soberanos, hasta niveles máximos de los últimos dos años, y con caídas acusadas en las bolsas. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent registró un fuerte aumento, alcanzando niveles máximos históricos en torno a 98 dólares/barril a principios de enero, si bien el deterioro de las perspectivas de actividad en Estados Unidos ha propiciado un ajuste por debajo de los 90 dólares en los últimos días. El incremento del precio de la energía y, sobre todo, de los alimentos se trasladó a las tasas de inflación, que registraron un repunte generalizado (véase recuadro 1).

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 4,9%, superior a la estimación inicial. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de desaceleración en el cuarto trimestre. Así, los índices de confianza del consumidor siguieron deteriorándose, si bien el gasto en consumo no se vio afectado significativamente hasta diciembre, mes en el que las ventas al por menor registraron una acusada caída. Todos los indicadores del mercado de la vivienda reflejaron la profundidad del ajuste que está experimentando el sector residencial; en particular, los indicadores de confianza en la construcción descendieron hasta mínimos históricos. Por su parte, el índice ISM de servicios continuó en zona expansiva y la producción industrial se mantuvo estable en noviembre y diciembre, aunque el ISM de manufacturas se situó en zona contractiva en ese último mes, alcanzando su nivel más bajo desde abril de 2003. Por último, el mercado laboral, que había mostrado una notable resistencia a la desaceleración, apuntó síntomas de debilitamiento en diciembre. La creación de empleo se redujo a 18.000 puestos de trabajo netos, la menor cifra desde agosto de 2003, y la tasa de paro se incrementó del 4,7% al 5%, la mayor desde noviembre de 2005. La inflación repuntó notablemente, impulsada por el precio de la energía y de los alimentos, cerrando el año en una tasa interanual del 4,1%, frente al 2,7% de

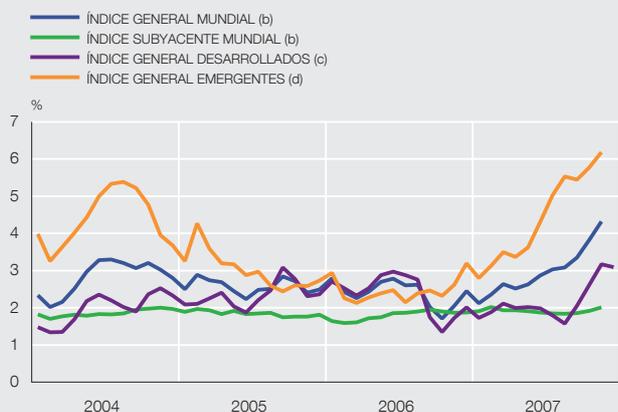
Una de las características más destacables de los últimos trimestres ha sido el repunte de la inflación a escala global, impulsada por el elevado crecimiento de los precios internacionales de las materias primas. En el actual contexto de incertidumbre que rodea el panorama económico internacional, este repunte podría originar dilemas de política monetaria en algunos países, tanto desarrollados como emergentes. En este recuadro se revisan el repunte de la inflación mundial en 2007 y su relación con la evolución del precio de los alimentos y la energía.

A lo largo de 2007, la inflación mundial ha crecido de manera significativa, pasando de un 2,4% a finales de 2006, a un 4,3% en noviembre, en tasa interanual (véase gráfico 1). Por el contrario, la inflación subyacente —que excluye el precio de la energía y de los

alimentos¹— se mantuvo en un estrecho rango, en torno al 2%, y con poca diferencia entre países desarrollados y emergentes. Un episodio parecido, de repunte de la inflación total y mantenimiento de la inflación subyacente, ocurrió en la primera mitad de 2004, pero en aquella ocasión la brecha fue menor. De hecho, la diferencia entre ambas tasas en la actualidad, de 2,3 pp, es la mayor de los últimos cinco años.

Según se observa en el gráfico 1, la trayectoria de los precios en las economías emergentes explica aproximadamente dos tercios (1,1 pp)

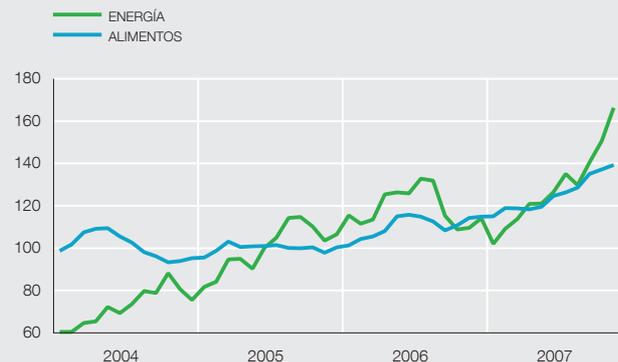
1 IPC: ÍNDICES TOTAL Y SUBYACENTE (a)



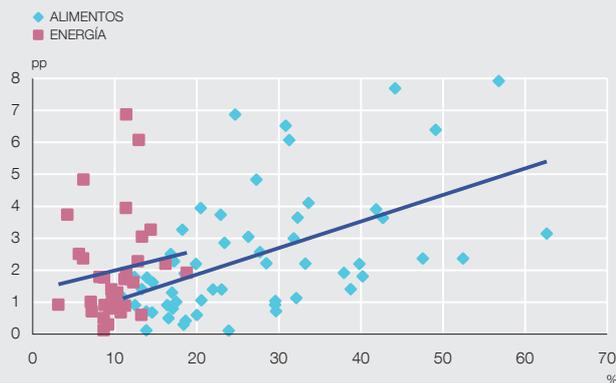
2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. DIFERENCIAL



3 ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (f)



4 VARIACIÓN EN LA INFLACIÓN Y PESO DE LOS ALIMENTOS Y ENERGÍA EN EL IPC (Eje X) (g)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. Agregado calculado a partir de datos de 39 países que representan más del 70% del PIB mundial.
- c. Estados Unidos, Canadá, Japón, zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
- d. Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú, Polonia, Hungría, Bulgaria, Rumanía, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovaquia, China, Corea, Tailandia y Sudáfrica.
- e. Noviembre de 2007 en emergentes y en el total mundial, y diciembre en el resto.
- f. Índices «Commodity Food Price Index» y «Commodity Fuel (energy) Index», del FMI. Este último incluye petróleo, carbón y gas natural. Ambos índices toman como base 100 el año 2005.
- g. La variación de la inflación representada resulta de restar la tasa interanual del IPC en el último mes de 2007 para el que estaba disponible a la fecha de cierre de este recuadro, de la tasa interanual del IPC en diciembre de 2006. La muestra incluye 58 países con datos sobre el peso de alimentos y 33 con datos sobre peso de la energía.

del aumento de la inflación global hasta noviembre de 2007. Cabe aclarar que la mayor parte de la subida que se observa en el gráfico 1 para las economías emergentes —que fue de 3 pp— viene explicada por la evolución de la inflación en China, dado el elevado peso de esta economía en el conjunto de emergentes (60%) y el fuerte repunte de la inflación en ese país. En concreto, China explica 2,5 pp del incremento de la inflación en los países emergentes y 0,9 pp del total mundial. No obstante, en otras economías emergentes, como Chile o algunos países de Europa del Este, también se han producido repuntes significativos de los precios, mientras que en otros no han sido tan acusados, aunque resultan de interés desde un punto de vista cualitativo. Por ejemplo, la inflación total de Brasil, tras varios años siguiendo una tendencia descendente, comenzó a elevarse en la segunda mitad de 2007, superando a la inflación subyacente.

En la mayoría de áreas y países se observa un aumento de la brecha entre la inflación total y la subyacente desde finales de 2006 (véase gráfico 2). La diferencia pasó de 0,6 pp a finales de 2006, a 2,3 pp en noviembre del año pasado. En las economías desarrolladas, la brecha ha aumentado en 1,1 pp, hasta alcanzar 1,4 pp en ese período. En Estados Unidos la ampliación fue de 1,7 pp, mientras que en la zona del euro alcanzó los 0,5 pp. El Reino Unido constituye una excepción, pues la brecha se ha reducido respecto a la existente a finales de 2006. En las economías emergentes, el aumento de la brecha fue de 2,7 pp (con datos hasta noviembre), destacando el caso de China, con una ampliación muy acusada, de 4,2 pp. Sin ese país, el aumento en el agregado de economías emergentes fue menor que en las desarrolladas, ya que en América Latina la inflación total y la subyacente mantuvieron una evolución similar, y en Europa del Este la inflación subyacente también repuntó en 2007.

El aumento de la brecha entre la inflación total y la subyacente se explica por el encarecimiento de los alimentos y de la energía, cuyos precios han registrado subidas significativas en los mercados internacionales. Los precios de los productos alimenticios han crecido a tasas interanuales superiores al 10% desde mediados de 2006, mientras que los de la energía han sido más volátiles, estabilizándose

en los dos primeros tercios del año, pero acabando el ejercicio con un crecimiento interanual próximo al 45% (véase gráfico 3). El impacto de estas subidas en la inflación de cada país depende de dos cosas: i) en qué medida se trasladan a los precios internos de consumo, y ii) el peso de los alimentos y de la energía en el IPC, es decir, el efecto composición.

Respecto al primero, existe cierta evidencia de que los precios de consumo de los alimentos han crecido más en las economías emergentes que en las industrializadas. En concreto, según el FMI², durante los primeros cuatro meses de 2007 la tasa interanual de los precios de los alimentos aumentó en torno a 2 pp más en los países emergentes.

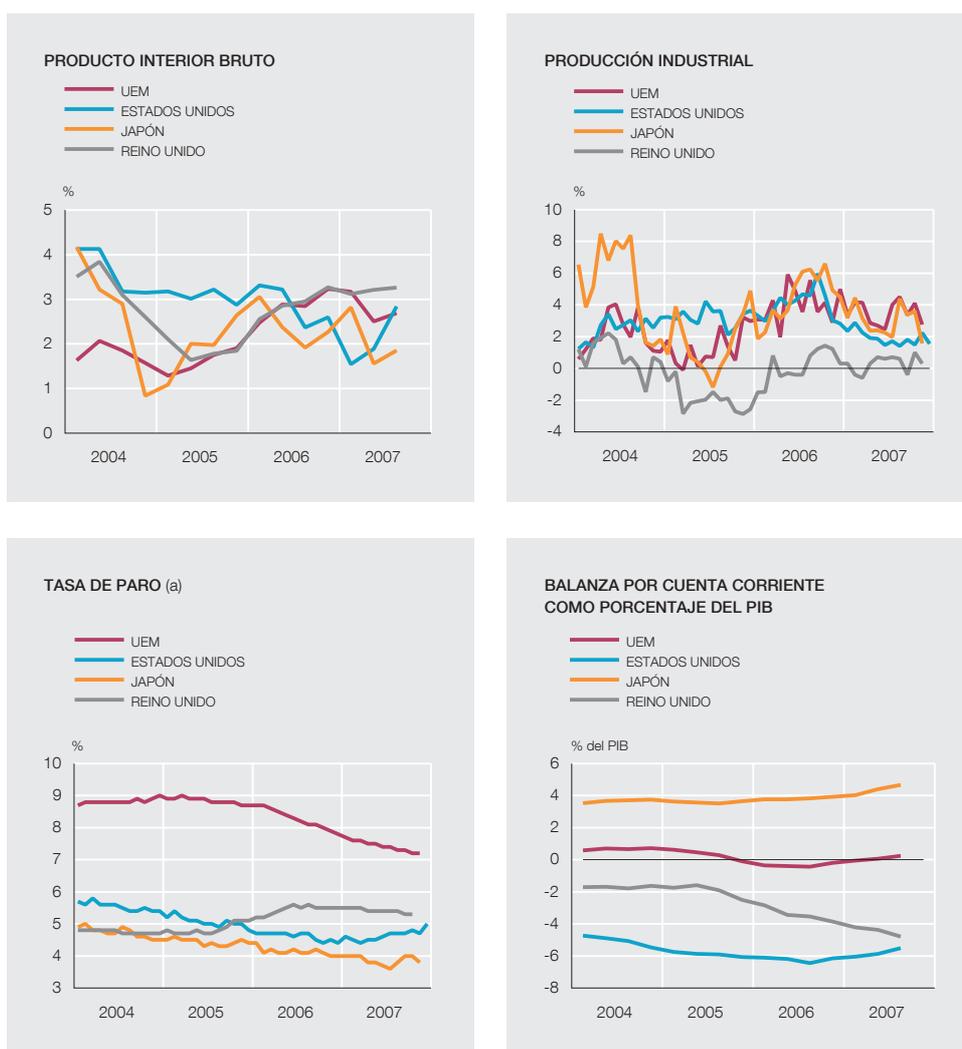
Por otra parte, el gráfico 4, que muestra la relación entre el repunte de la inflación en el último año y el peso de los alimentos y la energía en el índice de precios, aporta evidencia respecto al efecto composición. La muestra recoge datos sobre el peso de los alimentos en 58 países —19 industrializados y 39 emergentes y en desarrollo— y datos sobre el peso de la energía en 33 países —18 industrializados y 15 emergentes y en desarrollo—. El gráfico ilustra la relación positiva y estadísticamente significativa entre el peso de los alimentos y el repunte en la inflación total a lo largo de 2007. Cabe señalar, sin embargo, que esta relación podría estar afectada por el hecho de que el peso de los alimentos es mayor en las economías menos desarrolladas, que suelen tener también una mayor inflación estructural. Además, a mayor inflación, cabe esperar una mayor variabilidad y, por tanto, un repunte más intenso.

En el caso de la energía, la disponibilidad de datos es menor y la relación, aunque positiva, tiene una pendiente menor y no es significativa, por lo que, con la muestra disponible, no podría afirmarse que a mayor peso de la energía en el IPC, mayor haya sido el repunte. A esta falta de relación estadística puede haber contribuido la evolución moderada del precio de la energía durante la mayor parte del año.

2. *World Economic Outlook*, septiembre de 2007: recuadro 1.1, «Who is Harmed by the Surge in Food Prices?».

septiembre, mientras que la subyacente se situó en el 2,4%. En este contexto, como ya se ha señalado, la Reserva Federal redujo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 75 pb con antelación a la reunión del FOMC programada para finales de enero, lo que supone una reducción de 175 pb desde el inicio de la turbulencia, y se esperan recortes adicionales.

En Japón, los indicadores más recientes apuntan a cierta pérdida de dinamismo de la actividad industrial en los últimos meses, destacando el deterioro de los índices de confianza empresarial del cuarto trimestre y la caída de la producción industrial en noviembre. Sin embargo, el índice de directivos de compras en el sector manufacturero repuntó en diciembre. Por el lado de la demanda, los indicadores de gasto de consumo mantuvieron una evolución positiva en noviembre, pero los indicadores de confianza del consumidor se redujeron hasta niveles mínimos de los últimos cuatro años, en un contexto de deterioro del mercado de trabajo, con

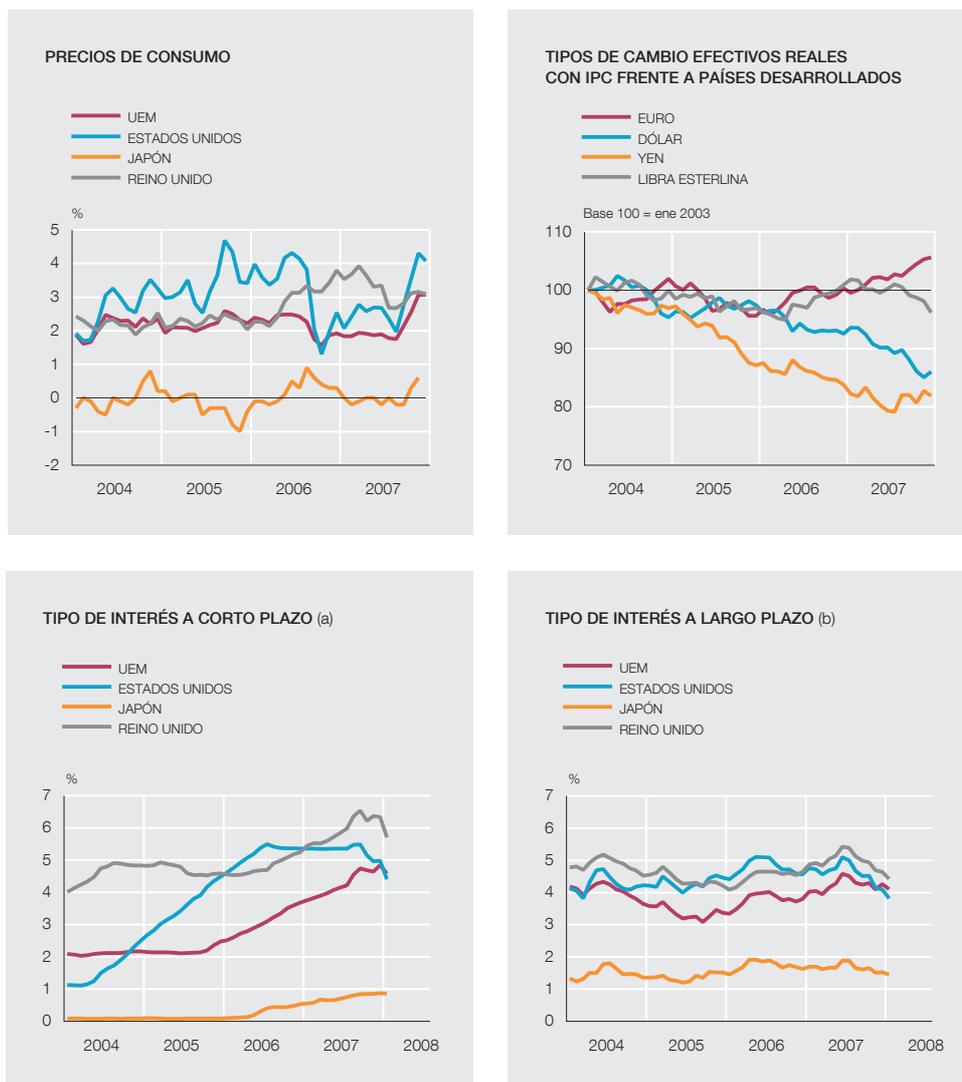


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

una nueva caída de la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo, que resulta indicativa de una posible moderación en el ritmo de creación de empleo, y un moderado descenso de los salarios. Por su parte, el sector de la construcción siguió contrayéndose, como consecuencia de la aplicación de una nueva normativa, aunque se observaron indicios de que el ajuste podría estar próximo a su fin, lo que permitiría una cierta normalización en los próximos meses. En el ámbito externo, en noviembre se observó una ralentización de las exportaciones y un repunte de las importaciones, ligado al encarecimiento del petróleo. La tasa de variación interanual de los precios de consumo repuntó en ese mes, situándose en el 0,6% para el índice general y en el 0,4% para el subyacente, como consecuencia del alza de los precios del petróleo y sus derivados y, en menor medida, de los alimentos. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,50%.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% trimestral —un 3,3% interanual—. En el cuarto trimestre el crecimiento fue del 0,6% respecto al trimestre previo, lo que redujo la tasa interanual al 2,9%, algo mejor de lo que se esperaba. En efecto, tras un comienzo del cuarto trimestre relativamente débil, los indicadores de actividad y demanda más recientes

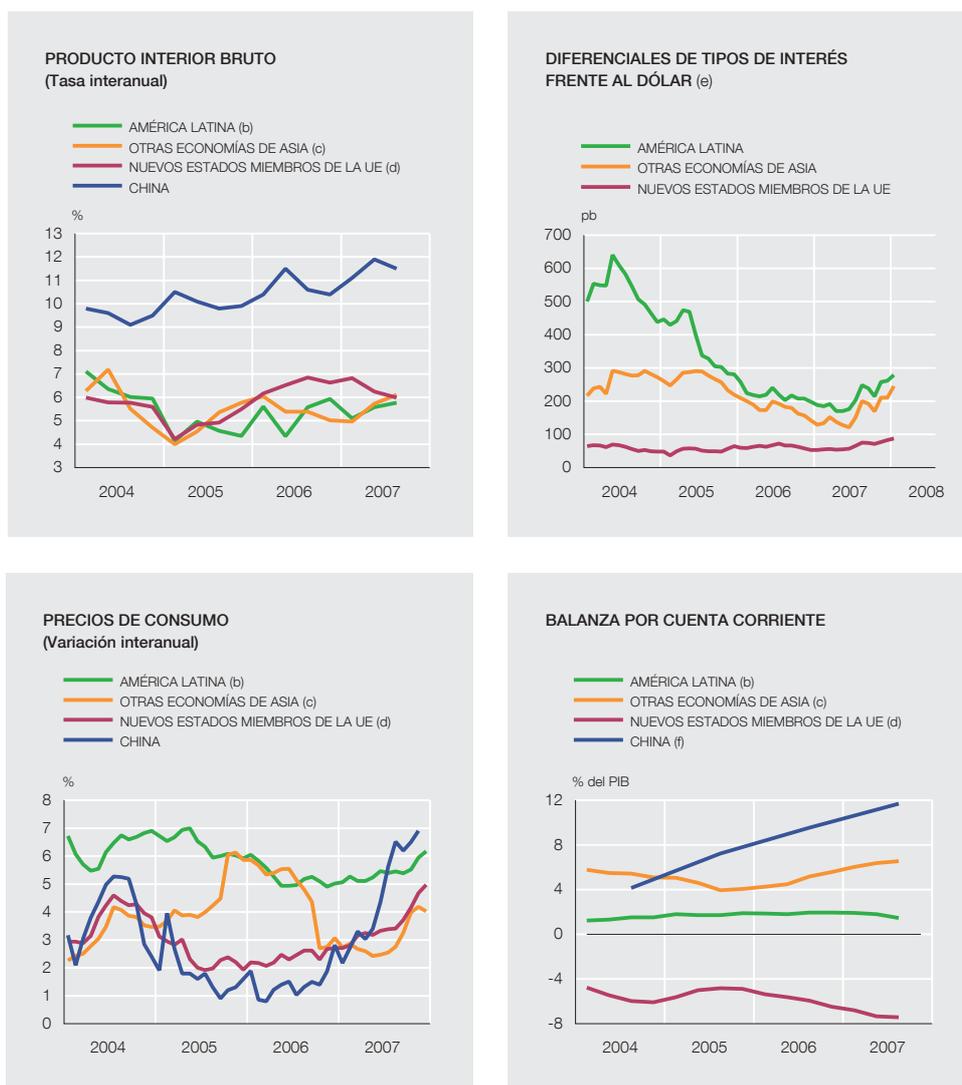


FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

mostraron una inesperada mejoría, como muestran el aumento de las ventas al por menor de noviembre y las subidas de los índices de directivos de compras (PMI) del sector servicios y de la construcción en diciembre. En sentido contrario, el PMI de manufacturas se redujo en diciembre y los pedidos descendieron fuertemente. Por otro lado, persiste la incertidumbre en el mercado de la vivienda, donde los precios se han moderado hasta tasas del 5,2% y del 4,8%, según los índices Halifax y Nationwide, respectivamente. Los últimos datos de préstamos hipotecarios muestran un estancamiento en los bajos niveles alcanzados en octubre, muy inferiores a los de hace un año. El Banco de Inglaterra redujo los tipos oficiales en diciembre en 25 pb, hasta el 5,5%, manteniéndolos en dicho nivel en la reunión de enero.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea, el PIB agregado se desaceleró ligeramente, tal como se esperaba, hasta una tasa interanual del 5,7%, frente al 6,2% del trimestre anterior, destacando la debilidad de Hungría, cuyo PIB solo creció un 0,9% interanual. Los indicadores de producción industrial y ventas al por menor del cuarto trimestre muestran que continúa la moderación. Las tasas de inflación —y su dispersión— siguieron aumentando en noviembre, situándose entre el 2,3% en Eslovaquia y el 13,7% en Letonia. En el último mes se



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del Banco Mundial.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales, con la única excepción de Rumanía, donde aumentaron en 50 pb, hasta el 8%. Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambios (ERM II) evolucionaron en torno a su paridad central, con la excepción de la corona eslovaca, que registra una apreciación cercana al 5%. En el ámbito político, el 1 de enero de 2008 Chipre y Malta adoptaron el euro, ampliándose a 15 los países miembros de la UEM.

En China, el PIB creció un 11,2% interanual en el cuarto trimestre de 2007, tres décimas menos que en el anterior. Con ello, la tasa para el conjunto del año se situó en el 11,4%, frente al 11,1% de 2006. La producción industrial y la inversión en activos fijos mostraron signos de moderación a finales de año, mientras que las ventas al por menor se aceleraron. El superávit

comercial continuó avanzando, de manera que en el conjunto de 2007 fue superior en un 47,4% al de 2006, si bien cabe destacar la suave desaceleración de las exportaciones en los últimos meses del año. Los precios de consumo moderaron levemente su crecimiento interanual en diciembre, hasta el 6,5%, cuatro décimas menos que en noviembre, reflejando en parte un efecto base. En este contexto, las autoridades económicas anunciaron un cambio de tono en la política monetaria para 2008 (que pasó de moderada a restrictiva), incrementaron los tipos de interés de referencia de préstamos y depósitos (en 18 y 27 pb, respectivamente), elevaron el coeficiente de reservas bancarias en tres ocasiones (hasta el 15%), permitieron una apreciación algo más rápida del renminbi e introdujeron impuestos a la exportación de cereales y algunos controles de precios. En el resto de Asia, la actividad tendió a desacelerarse ligeramente en el cuarto trimestre de 2007 y la inflación continuó elevándose gradualmente, impulsada por el aumento del precio de la energía y de los alimentos. En diciembre, Hong Kong y Filipinas redujeron sus tipos oficiales en 25 pb.

En América Latina el crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre fue del 5,8%, frente al 5,6% del trimestre previo, con una aceleración de la demanda interna —manteniéndose la inversión como el componente más dinámico en todos los países— y una aportación más negativa de la demanda exterior. Todos los países, excepto Chile y Colombia, registraron un mayor crecimiento, que fue especialmente notable en México, Venezuela y Uruguay. Los primeros datos referidos al cuarto trimestre del año apuntarían a un mantenimiento del dinamismo económico en la mayoría de los países. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de diciembre la inflación regional se situó en el 5,8%, como resultado de un repunte generalizado por países, especialmente notable en Chile y, sobre todo, Venezuela. La tasa subyacente pasó del 5,3% en septiembre al 6,1% en diciembre. En cuanto a la política monetaria, a lo largo del trimestre se produjo un incremento de los tipos oficiales de 50 pb en Chile, y de 25 pb en Colombia, México, Perú y Uruguay. Finalmente, Chile y Ecuador obtuvieron sendas mejoras en sus calificaciones crediticias. En Brasil, el gobierno anunció medidas de recorte de gasto y subidas de impuestos para compensar la derogación del Impuesto a las Transacciones Financieras. México acudió en condiciones favorables a los mercados internacionales de capitales. En Argentina se produjeron nuevos episodios de la crisis energética.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

La información disponible acerca de la evolución de la actividad en el último trimestre del año pasado es coherente con una moderación significativa del ritmo de avance del PIB. La persistencia de precios del petróleo elevados, la fortaleza del euro, el menor dinamismo de las economías de los principales socios comerciales y la prolongación de las tensiones financieras configuran un escenario para el año 2008 algo menos favorable que el considerado en la edición de octubre de este Boletín, como de hecho recogen las previsiones más recientes de organismos privados, que apuntan a que el ritmo de crecimiento del PIB podría situarse ligeramente por debajo del potencial en los próximos trimestres. No obstante, el área del euro sigue gozando de unos fundamentos sólidos, el empleo muestra una evolución favorable y, en la vertiente exterior, las economías emergentes continúan impulsando las exportaciones del área (véase recuadro 2). La incertidumbre sobre el ritmo de expansión de la actividad en el medio plazo es, en todo caso, muy elevada y está dominada por riesgos a la baja, que han ido en aumento en los últimos meses. Entre ellos hay que destacar la posibilidad de que se prolongue el proceso de reevaluación de los riesgos en los mercados financieros y tenga un impacto macroeconómico mayor de lo esperado, la potencial aparición de nuevas subidas en los precios de las materias primas o el ajuste desordenado de los desequilibrios internacionales (véase recuadro 3).

Durante el cuarto trimestre de 2007 la inflación experimentó un notable repunte, como consecuencia de los nuevos incrementos en el precio de la energía y de las materias primas alimenticias. Esto último afectó a la evolución de la inflación subyacente, que se situó por encima del 2% en diciembre. La presencia, además, de efectos de base importantes en los precios energéticos amplificó el impacto de los *shocks* alcistas del trimestre, compensados tan solo parcialmente por una apreciación del euro. En los próximos meses se espera que la inflación permanezca en tasas significativamente superiores al 2%, si bien es previsible que comience a moderarse de forma gradual en la segunda mitad de 2008. No obstante, esta moderación dependerá, por una parte, de que los precios de las materias primas no registren alzas adicionales y, por otra, de que no se desencadenen efectos generalizados de segunda vuelta en la fijación de salarios y precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés de intervención en el 4%, reiterando la presencia de riesgos al alza sobre la estabilidad de precios a medio plazo. Asimismo, el BCE señaló su determinación para actuar de forma preventiva para evitar que se materialicen efectos de segunda vuelta sobre los salarios y mantener firmemente ancladas las expectativas de inflación, en línea con el objetivo de estabilidad de precios. En el ámbito de la política fiscal, el déficit de las Administraciones Públicas se redujo en 2007 en siete décimas, hasta el 0,8%, de acuerdo con la agregación de los déficits presentados en los programas de estabilidad. Según estas fuentes, por vez primera desde 2000 ningún país de la zona registrará un déficit superior al 3% en 2007. No obstante, la implementación del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha sido insuficiente, ya que, mientras que la bonanza económica y los ingresos extraordinarios han creado condiciones propicias para avanzar hacia los objetivos de medio plazo (MTO), la consolidación fiscal ha tenido un alcance limitado en términos estructurales.

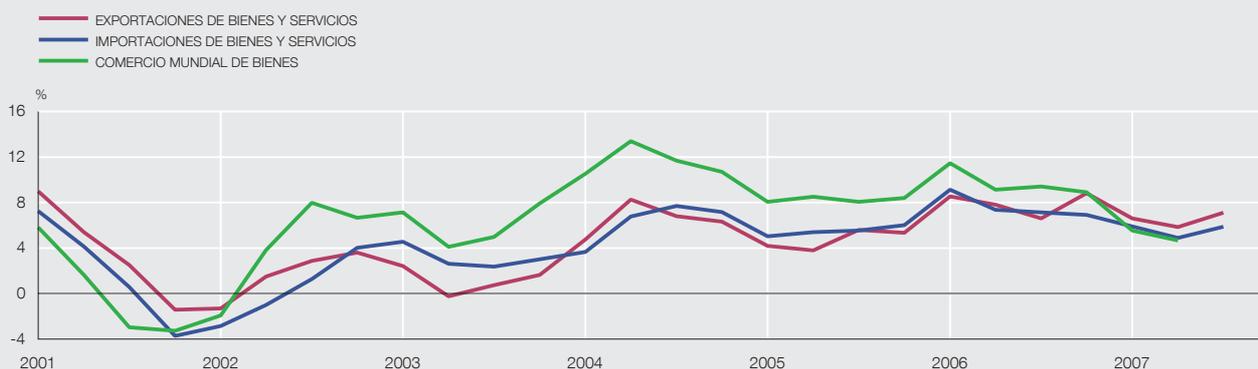
El pasado 1 de enero de 2008, Chipre y Malta entraron a formar parte de la Unión Monetaria. La adopción del euro en ambos países se completó con éxito a lo largo del mes de enero.

De acuerdo con los datos de Contabilidad Nacional disponibles hasta el tercer trimestre, los flujos de comercio exterior de la UEM se ralentizaron en 2007, tras el excepcional dinamismo del año anterior (véase gráfico 1). Así, las exportaciones de bienes y servicios se desaceleraron, hasta registrar una tasa de avance del 6,5% de media entre enero y septiembre (7,6% en el mismo período de 2006), como consecuencia del menor crecimiento del comercio mundial y de la materialización de los efectos de la apreciación cambiaria del euro, que en términos efectivos nominales acumulaba desde comienzos

de 2006 hasta septiembre de 2007 una revalorización superior al 6%. Las importaciones, por su parte, sufrieron una mayor pérdida de dinamismo en el mismo período, ya que pasaron de una tasa de crecimiento del 7,9% en 2006 al 5,6% en 2007. Ello obedeció al menor incremento de la demanda final de la UEM, ya que, por el contrario, la apreciación del euro abarató su precio relativo.

En relación con las exportaciones de bienes, y con datos hasta septiembre, la pérdida de vigor fue más acusada en el caso de las ventas

1 COMERCIO EXTERIOR (a)



2 EXPORTACIONES DE BIENES. DESGLOSE POR ÁREAS

	2006			2007				
	(%)	E-Dic	E-Sep	(%)	E-Sep	I TR	II TR	III TR
TOTAL	6,6	6,3		4,9	5,8	4,1	4,9	
INTRA-ÁREA	48,2	4,7	4,8	47,7	3,3	4,6	2,3	3,0
EXTRA-ÁREA	51,8	8,3	7,7	52,3	6,5	7,1	5,9	6,6
Reino Unido	8,1	2,3	2,5	8,0	1,9	1,8	0,2	3,6
Estados Unidos	7,8	4,6	4,5	7,5	-1,5	-0,9	-1,7	-1,8
Rusia	2,0	22,7	18,9	2,2	19,3	22,4	22,7	14,1
Japón	1,4	1,4	1,1	1,4	1,0	0,4	7,0	-3,9
China	2,0	19,4	17,6	2,1	10,1	7,6	15,0	8,1
Sudeste asiático	1,6	9,0	6,0	1,6	10,5	10,9	15,6	5,4
Latinoamérica	2,2	14,0	14,1	2,3	11,4	11,1	10,9	12,2
Suiza	2,7	6,0	3,3	2,7	5,2	9,2	4,2	2,3

3 IMPORTACIONES DE BIENES. DESGLOSE POR PRODUCTOS

	2006			2007				
	(%)	E-Dic	E-Sep	(%)	E-Sep	I TR	II TR	III TR
TOTAL	6,2	6,0		4,0	4,8	3,1	4,1	
EXTRA-UEM	51,3	6,8	6,7	51,5	4,2	5,8	2,8	4,1
Alimentos	7,6	3,6	3,9	7,5	3,2	4,4	2,8	2,5
M. Primas	4,1	9,6	7,5	4,1	4,2	10,3	4,6	-2,0
Petróleo	9,6	1,6	1,7	9,0	-4,5	-7,0	-3,0	-3,5
Manufacturas	78,1	7,4	7,2	79,2	5,6	6,9	4,1	5,9
- P. Químicos	14,0	7,2	6,6	14,8	9,5	11,4	7,5	9,7
- Maq. Transp.	38,4	7,2	7,5	37,9	4,0	4,1	2,3	5,7
- Otros	25,9	7,8	7,0	26,5	5,8	8,5	4,9	4,0

4 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES EN TÉRMINOS NOMINALES. EVOLUCIÓN RECIENTE (a)

	2006		2007				
			I TR	II TR	III TR	Oct	Nov
EXPORTACIONES	10,7		8,4	7,5	8,0	8,6	
INTRA-ÁREA	9,4		8,0	6,3	6,7	6,6	
EXTRA-ÁREA	12,1		8,8	8,9	9,3	9,6	4,5
IMPORTACIONES	12,4	6,0	5,1	6,4	8,2		
INTRA-ÁREA	10,2		7,2	7,4	7,7	8,6	
EXTRA-ÁREA	14,5		4,8	2,9	5,2	7,4	6,7

5 INDICADORES DE CONFIANZA



FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a. Tasas de variación interanual.
b. Series normalizadas.

intra-UEM que en el de las realizadas al exterior de la UEM, con lo que el peso de las primeras dentro de las exportaciones totales continuó descendiendo. Por destinos geográficos, los datos desvelan que, entre los países más desarrollados, las ventas a Estados Unidos se contrajeron, mientras que las dirigidas al Reino Unido y a Japón crecieron a ritmos similares a los del año anterior, muy por debajo de la media. Por otro lado, las exportaciones a regiones emergentes experimentaron un elevado dinamismo, con lo que han mantenido, o intensificado en algunos casos, su papel como principales receptores de productos europeos. Dentro de este grupo, destacan las exportaciones a China, Latinoamérica, sudeste asiático y Rusia, cuyas tasas de variación superan el 10%.

Con datos todavía provisionales y que solo alcanzan la primera mitad del año 2007, la desaceleración del comercio mundial fue más intensa que la de las ventas al exterior de la UEM, con lo que la pérdida de cuota de la UEM en los mercados internacionales de bienes se habría frenado en 2007, a pesar de la apreciación del euro. A este fenómeno ha podido contribuir positivamente la diversificación de las exportaciones europeas en términos geográficos hacia países emergentes con altas tasas de expansión económica, en detrimento de otras regiones más desarrolladas, cuyos mercados son menos dinámicos y, además, están sufriendo en mayor medida la desaceleración económica mundial.

Por su parte, las importaciones de bienes perdieron dinamismo en el período analizado, tanto las intra-área como las procedentes del ex-

terior de la UEM. Atendiendo al tipo de producto, todas las categorías de bienes, con la excepción de las compras de productos químicos, aminoraron su ritmo de avance (véase cuadro 3). Destacan la caída experimentada por las importaciones de bienes petrolíferos, concentrada especialmente en los tres primeros meses del año, y el menor dinamismo de los productos manufacturados y de la maquinaria y el transporte. De hecho, han sido los bienes de capital los que han experimentado una mayor corrección a la baja de su tasa de expansión en el período enero-septiembre de 2007, lo que podría ser indicativo de que las empresas esperan un menor aumento de la demanda futura.

Los datos, todavía incompletos, referidos al cuarto trimestre apuntan al mantenimiento de la fortaleza del sector exterior en dicho período. Así, las exportaciones e importaciones nominales procedentes de la balanza comercial y los indicadores cualitativos, como la valoración de la cartera de pedidos de exportación y las expectativas de exportación de los productores de la zona del euro realizados por la Comisión Europea, mantuvieron registros elevados en el último trimestre de 2007 (véanse cuadro 4 y gráfico 5). Más a medio plazo, la fortaleza de las exportaciones dependerá en gran medida de la evolución futura del entorno exterior del área del euro, el cual está actualmente sujeto a incertidumbres relacionadas con el alcance de los efectos de las turbulencias financieras. Las compras al exterior de la UEM, por su parte, continuarán expandiéndose en línea con la evolución de la demanda final y se beneficiarán de la apreciación del euro.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional del tercer trimestre de 2007, el PIB de la UEM creció un 0,8% intertrimestral, cinco décimas más que en el período precedente (véase gráfico 8). La aceleración del producto obedeció a la acumulación de existencias, cuya contribución alcanzó 0,2 pp, tras haber detruido tres décimas del aumento del PIB en el trimestre anterior, y a la aportación de la demanda interna, que se incrementó hasta los 0,7 pp (0,4 pp en el trimestre previo). La fortaleza de esta última se asentó en la evolución de la formación bruta de capital fijo, resultado de la recuperación de la inversión en construcción y del mantenimiento del dinamismo de la inversión en equipo, ya que el consumo público y el privado se expandieron a ritmos en torno al 0,5%. Finalmente, la demanda exterior neta restó una décima de punto al crecimiento del producto, frente a la aportación positiva, de 0,2 pp, del período anterior, dado que las importaciones se aceleraron en mayor medida que las exportaciones. En términos interanuales, el ritmo de expansión del PIB mostró también una mayor pujanza, del 2,7%. El desglose del producto por ramas de actividad revela una fortaleza especialmente notable en la industria (1,4%) y en los servicios de mercado, mientras que la construcción mantuvo un tono débil.

La evolución de la actividad en los principales países del área del euro ha seguido un perfil similar al de la zona en su conjunto. Así, a excepción de España, donde la actividad se desaceleró moderadamente desde tasas de avance muy elevadas, el PIB de los países de mayor tamaño se expandió a un ritmo superior al del trimestre previo. La formación bruta de capital fijo mostró, en general, un elevado dinamismo. En Alemania, el producto creció un 0,7% y su

En los últimos meses de 2007, las tensiones en los mercados de crédito y de productos estructurados globales iniciadas el pasado verano se intensificaron. Este agravamiento se produjo en un contexto de empeoramiento del mercado inmobiliario americano y de gran incertidumbre sobre las pérdidas que finalmente podrían experimentar los intermediarios financieros expuestos a las hipotecas *sub-prime* y los productos derivados. Los indicadores de riesgo se deterioraron, especialmente los referidos a empresas financieras (véase gráfico 1). Pero, además, esta nueva revisión de riesgos afectó también a los *covered bonds* y a los bonos de titulización hipotecaria emitidos en el área, cuyo diferencial de rentabilidad se incrementó. Estos son, ambos, instrumentos que han venido desempeñando un papel relevante en la financiación del crédito hipotecario.

El aumento del coste de la deuda dificultó la obtención de fondos a medio y largo plazo en los mercados por parte del sector privado de la zona del euro. Así, con información disponible hasta noviembre, los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras se redujeron (véase gráfico 2). En el caso de las instituciones financieras monetarias, el encarecimiento de las emisiones a largo plazo ha provocado un mayor recurso a instrumentos de corto

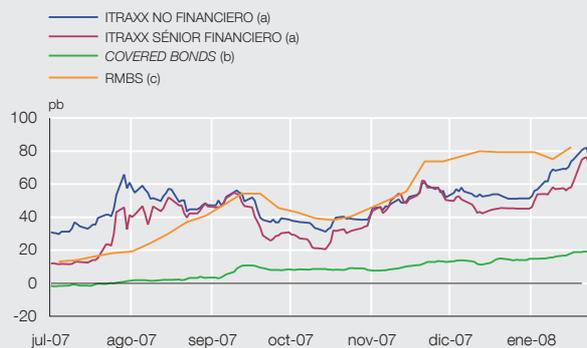
plazo. En cambio, las instituciones no monetarias mantuvieron unos volúmenes de emisión a largo plazo relativamente elevados, principalmente titulizaciones, que podrían estar siendo adquiridas por las propias entidades originadoras de los préstamos, disponiendo así de mayor cantidad de activos válidos como colateral en las operaciones con el Eurosistema.

De nuevo, el agravamiento de las tensiones tuvo un particular reflejo en los mercados monetarios¹, ya que las mayores necesidades de recursos a finales de año agudizaron el temor de las entidades a experimentar una falta de liquidez y los tipos de los depósitos interbancarios repuntaron notablemente desde mediados de noviembre, especialmente cuando su plazo comenzaba a cubrir el cambio de año (véase gráfico 3).

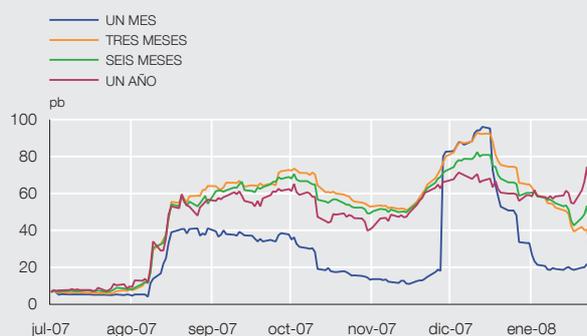
Esta situación provocó nuevas intervenciones del BCE, algunas de forma coordinada con otros bancos centrales, como la posibilidad de ofrecer financiación en dólares a través de una línea de *swaps*

1. Para una descripción de los desarrollos en el mercado interbancario desde el verano véase el Recuadro 3 del informe trimestral de octubre.

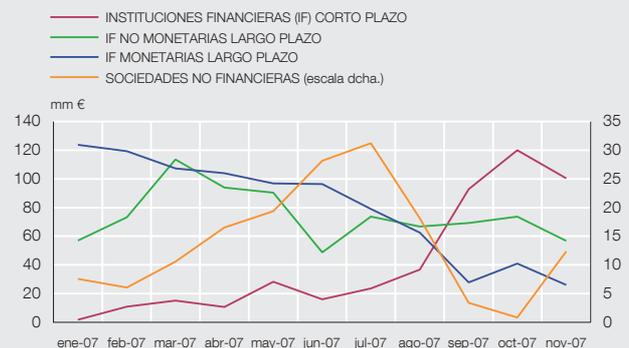
1 INDICADORES DE RIESGO



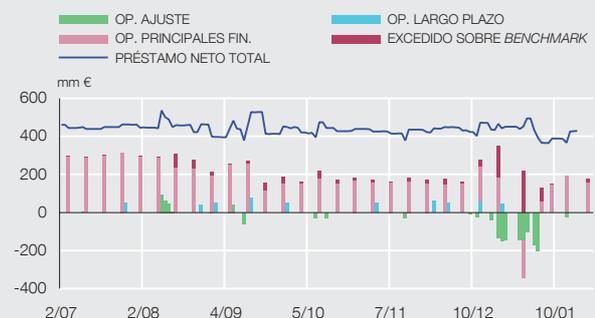
3 DIFERENCIAL EURIBOR – REPO



2 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA EN 2007 (d)



4 VOLÚMENES ADJUDICADOS EN LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (e)



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream y JP Morgan.

- a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.
- b. Diferencial con respecto a *swaps*. Medias móviles de cinco días.
- c. Bonos de titulización hipotecaria en euros y con calificación AAA. Diferencial con EURIBOR a tres meses. Media sin ponderar de los índices disponibles para países.
- d. Datos acumulados de tres meses.
- e. Incluye operaciones periódicas con vencimiento semanal (operaciones principales de financiación) y a tres meses (operaciones a plazo más largo), así como operaciones no periódicas de ajuste fino.

abierta con la Reserva Federal. En noviembre, el BCE comunicó que satisfaría demandas de liquidez por encima de las cantidades neutrales o *benchmark* en las operaciones principales de financiación, al menos hasta final de año. Además, la subasta del 19 de diciembre, cuyo plazo fue excepcionalmente de dos semanas, fue precedida del anuncio de que se atenderían todas las pujas iguales o por encima del tipo medio ponderado de la anterior subasta, es decir, el 4,21%, lo que conllevó una adjudicación por un importe de 168 mm de euros superior al de la referencia neutra² (véase gráfico 4). Estas intervenciones se combinaron con posteriores operaciones de drenaje, de tal forma que el préstamo total concedido en las operaciones de mercado abierto no experimentó cambios significativos con respecto al de

los meses anteriores. En este sentido, las inyecciones de liquidez del BCE realizadas desde el verano han supuesto un cambio en los plazos y en el ritmo con el que las entidades acumulan liquidez dentro de los períodos de mantenimiento, pero no han contribuido de forma expansiva sobre las condiciones monetarias, más allá de lo que pueda desprenderse de su impacto sobre los tipos del mercado monetario.

Los anuncios y la ejecución de las actuaciones atenuaron las presiones al alza sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados, especialmente sobre los plazos más cortos. Esta relajación gradual ha continuado al inicio de 2008, aunque el diferencial con respecto a los depósitos a plazo respaldados por títulos de deuda pública (*repos*) se mantiene todavía en registros elevados, similares a los alcanzados el pasado verano. Asimismo, los diferenciales de la deuda privada y los indicadores de riesgo han continuado deteriorándose en enero.

2. El cálculo mecánico habitual del *benchmark* para la última subasta de 2007 arrojó una cifra negativa y el BCE tuvo que reiterar que esto no supondría una restricción. Véase comunicación del BCE del 27 de diciembre.

composición siguió pautas análogas a las del agregado del área, mientras que en Francia —donde se observó un aumento del 0,8%— destacó la fortaleza del consumo privado. En Italia, el PIB se aceleró hasta el 0,4%, muy por debajo de la media de la zona del euro.

El empleo creció en el tercer trimestre de 2007 a una tasa del 0,3%, la mitad de la registrada en el segundo (véase gráfico 9). No obstante, en términos interanuales mantuvo un ritmo próximo al 2%, el mayor desde comienzos de 2001. De esta forma, la productividad del trabajo se incrementó un 0,8%, de modo que se detuvo la ralentización observada en la primera parte del año. Por su parte, los costes laborales siguieron sin reflejar presiones salariales. Así, la remuneración por asalariado aumentó un 2% en términos interanuales, por lo que los costes laborales unitarios crecieron al 1,2%, tasa similar a la del trimestre precedente e inferior a la del deflactor del PIB. Ello supuso una ampliación adicional de los márgenes empresariales.

Los indicadores más recientes señalan una disminución del pulso de la actividad real en el último trimestre de 2007 (véase gráfico 10). En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial (con datos hasta noviembre) se desaceleró respecto a los tres meses precedentes. Como nota positiva, el debilitamiento de la industria vendría matizado, en parte, por el notable incremento de los pedidos industriales en el mismo período de tiempo. Los indicadores de opinión procedentes de las encuestas de confianza también disminuyeron en el cuarto trimestre, y de forma más acusada en la rama de servicios que en la industria. No obstante, estos índices de opinión se sitúan en la actualidad en el entorno de su media de largo plazo y sus niveles son compatibles con una expansión de la actividad cercana a su ritmo potencial. Finalmente, los indicadores de empleo se comportaron más favorablemente que los de producción. Así, en el cuarto trimestre se produjo una nueva reducción de la tasa de paro de la UEM, hasta el 7,2%, y los componentes de las encuestas de opinión referidos a las intenciones de creación de puestos de trabajo solo retrocedieron ligeramente.

Los indicadores de corto plazo relacionados con el gasto señalan una pérdida de dinamismo del consumo privado (véase gráfico 10). En concreto, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron caídas en los meses de octubre y noviembre. En el mismo

	2006				2007			2008
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR (a)	I TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,9	2,9	3,2	3,2	2,5	2,7		
Crecimiento intertrimestral	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3	0,8		
IPI (c)	4,3	4,2	4,0	3,9	2,7	4,0	3,4	
Sentimiento económico	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6	109,3	105,2	
Confianza industrial	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	
PMI manufacturas	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,6
Confianza servicios	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3	20,0	15,0	
PMI servicios	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	52,0
Tasa de paro	8,4	8,1	7,9	7,6	7,5	7,3	7,2	
Confianza consumidores	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3	-4,0	-7,7	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	5,8	4,6	4,1	2,8	2,3	2,7	4,2	
Precio del petróleo en dólares (d)	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	92,4
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	11,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,2
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,36
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,466
Apreciación/depreciación del euro (d)	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	7,7	11,8	-0,4
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	4,9	-13,0

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

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

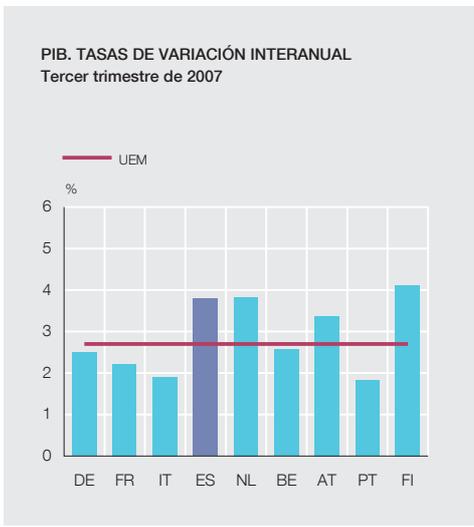
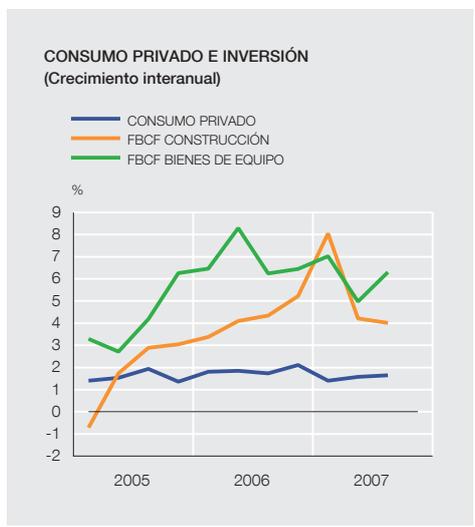
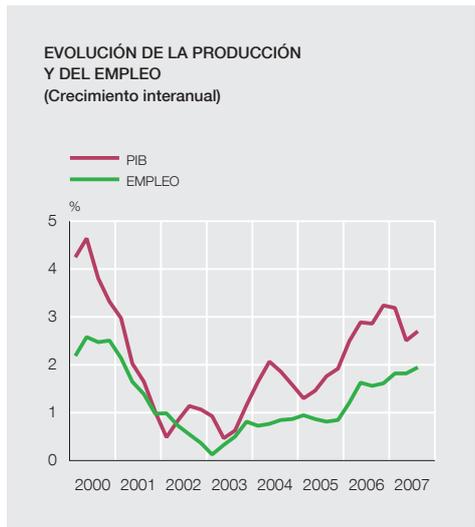
b. Información disponible hasta el día 24 de enero de 2008.

c. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

d. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

sentido, la confianza de los minoristas y la de los consumidores empeoraron a lo largo de los últimos tres meses de 2007. En el segundo de estos dos indicadores destaca el componente de disposición de compra de bienes de consumo duradero, que se sitúa en valores muy bajos, lo que podría estar reflejando el endurecimiento en las condiciones de concesión de crédito que recogen las encuestas de préstamos bancarios más recientes y la persistente incertidumbre sobre la resolución del episodio de turbulencias financieras. Los indicadores de inversión, como la cartera de pedidos y, en menor medida, el grado de utilización de la capacidad productiva, prolongaron la trayectoria descendente iniciada hace seis meses, cuando alcanzaron registros muy elevados, pero su nivel es coherente con una relativa fortaleza de la inversión en equipo. Por último, los indicadores relacionados con el sector exterior revelan que tanto la valoración de las carteras de pedidos como las expectativas de exportación empeoraron, lo que señalaría la posibilidad de una caída adicional de los pedidos exteriores en el trimestre próximo y de una eventual desaceleración de las exportaciones (véase recuadro 3).

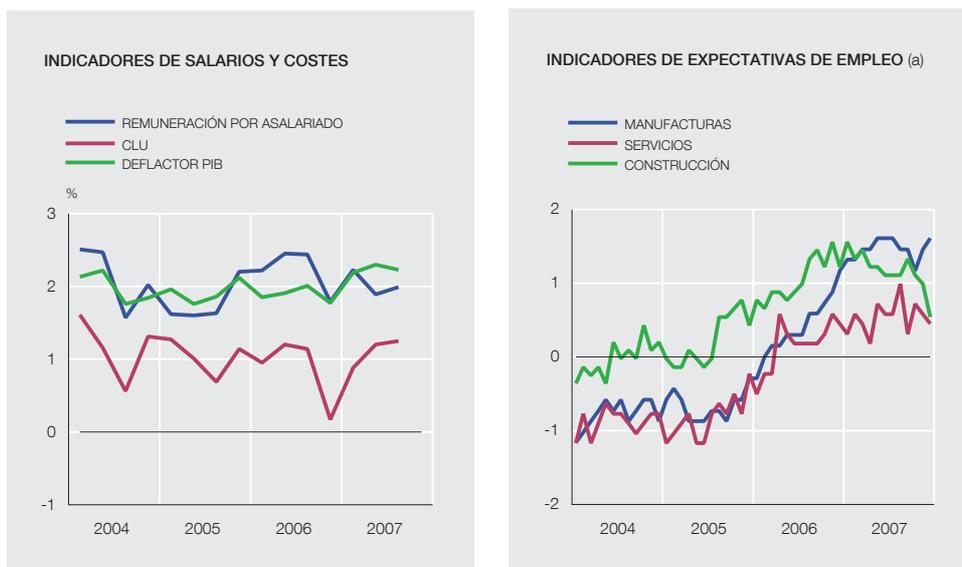
El deterioro de los indicadores de actividad observado en el último trimestre de 2007 refleja la acción conjunta de diversos factores: el encarecimiento del petróleo, la apreciación del euro, el empeoramiento de las perspectivas de la economía mundial y los efectos que los episodios de inestabilidad financiera pueden estar teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes económicos. Para el año 2008, tal como apuntan las previsiones más recientes de los analistas privados, el producto podría avanzar a un ritmo algo más reducido que el potencial, si se ahondan las consecuencias negativas de las perturbaciones mencionadas, aunque permanecen algunos factores propicios para el crecimiento, tales como la resistencia de las economías emergentes, la buena situación patrimonial de las empresas no



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

financieras o la favorable evolución del empleo. Por su parte, la reciente encuesta de préstamos bancarios recoge un significativo endurecimiento de las condiciones del crédito, que, de intensificarse o perdurar en el tiempo, podría ejercer un freno sobre el gasto superior al esperado.

El aumento del IAPC alcanzó el 3,1% en los dos últimos meses del año, un punto porcentual más que en septiembre (véase gráfico 11). Este notable repunte de la inflación ha estado determinado por el componente energético y por la evolución de los precios de los alimentos elaborados. En el caso de la energía, al efecto base derivado del buen comportamiento registrado a finales de 2006 se ha unido la reciente escalada del precio del petróleo, que en la actualidad se sitúa en el entorno de 100 dólares/barril del tipo Brent. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados se aceleraron de forma continuada en los últimos cinco meses, pasando del 1,9% de julio al 5,1% de diciembre, debido a los notables aumentos en los precios de las materias primas alimenticias. Esto, a su vez, obedeció al incremento de la demanda (tanto la procedente de las economías emergentes, principalmente China e India, como, en menor medida, la derivada de la elaboración de biocombustibles), pero también a algunas restricciones en la oferta (por ejemplo, en los cereales, debidas a las sequías). Por ello, aunque



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

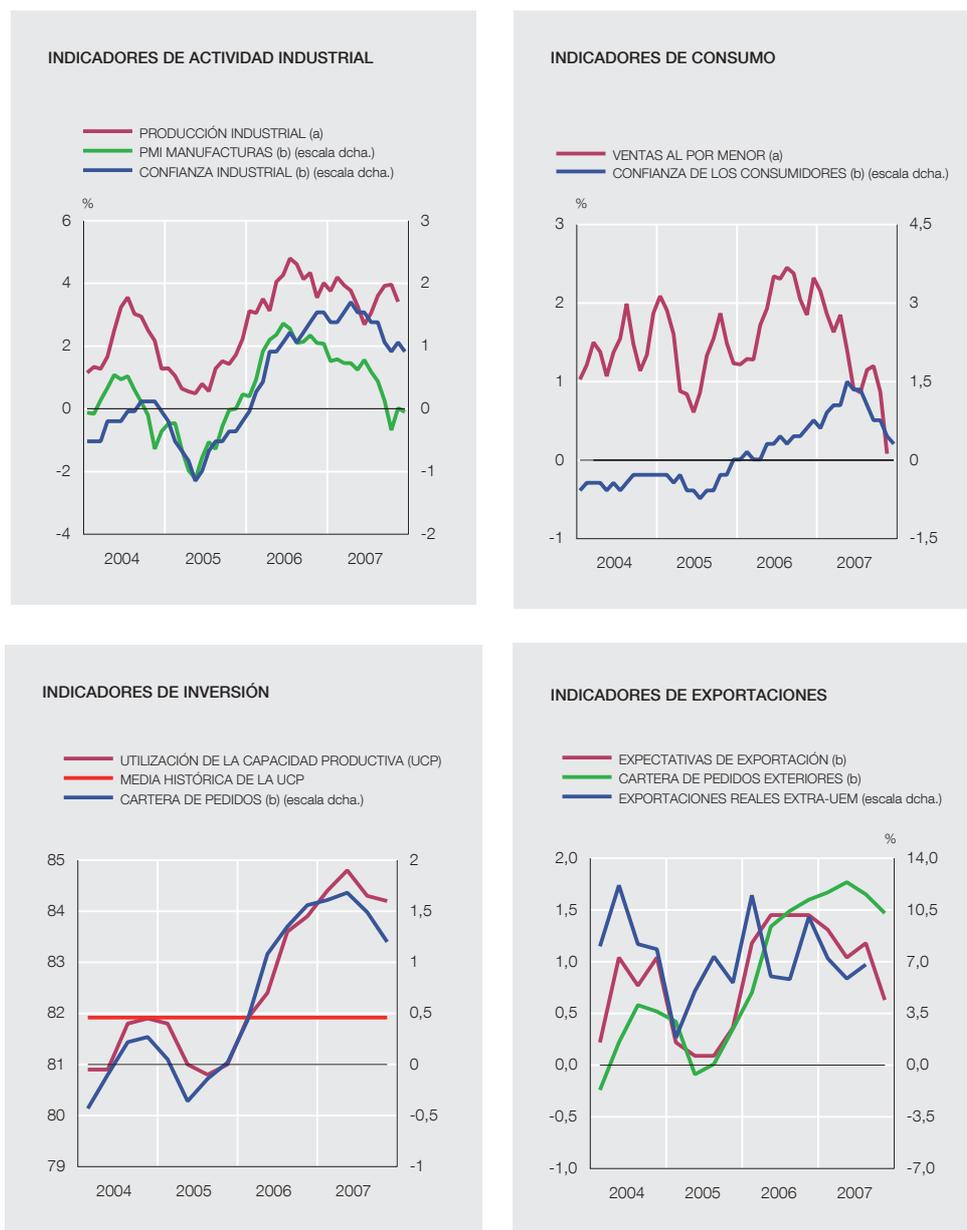
a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea. Series normalizadas.

el crecimiento de los precios de los servicios se mantuvo estable en los últimos meses, se ha acentuado la tendencia al alza de la inflación subyacente, que comenzó a evidenciarse a comienzos de 2006. Así, la inflación subyacente, medida por la tasa de variación interanual del IPSEBENE, ha terminado el año 2007 en el 2,3%, 0,7 pp por encima de la tasa de diciembre de 2006.

Los precios industriales se aceleraron en el segundo semestre, hasta alcanzar un crecimiento interanual del 4,1% en noviembre, lo que se debió, principalmente, al fuerte repunte de los precios de la energía. No obstante, también los bienes de consumo no duradero se fueron encareciendo a ritmos progresivamente mayores, a raíz del comportamiento de los precios de producción en la industria de la alimentación. Sin embargo, la ralentización de los precios de los bienes intermedios y, en menor medida, de los bienes de capital a lo largo del año contrarrestó la evolución de los componentes más inflacionistas.

Se espera que la inflación observada se mantenga elevada en los próximos meses y vaya reduciéndose de forma gradual a lo largo de 2008 hasta niveles más acordes con la estabilidad de precios, siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones. No obstante, en un contexto económico de holgura relativamente escasa en el mercado de trabajo, el mantenimiento de la inflación en registros elevados podría deteriorar las expectativas de los agentes y activar efectos de segunda vuelta sobre los salarios. En un tono más positivo, es posible que las reformas estructurales de los mercados laborales en los últimos años hayan permitido reducir la tasa de desempleo compatible con la ausencia de presiones inflacionistas (NAIRU), lo que aminoraría la presión sobre los salarios procedente de la caída registrada por la tasa de paro observada.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado desde enero hasta octubre de 2007 registró un superávit de 12,4 mm de euros (en torno al 0,2% del PIB), en comparación con el déficit en torno al 0,4% del PIB en el mismo período del año anterior. Este aumento fue el resultado, principalmente, de un mayor

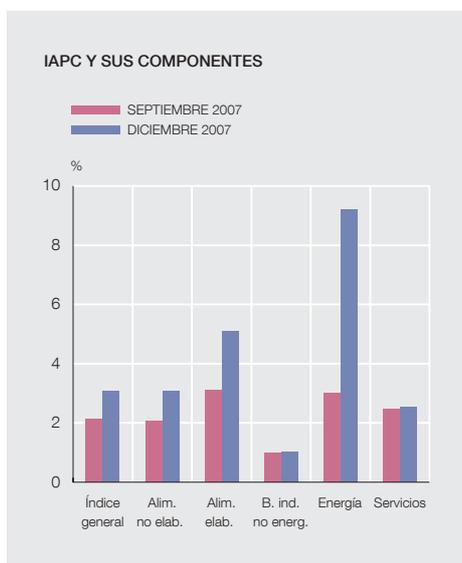
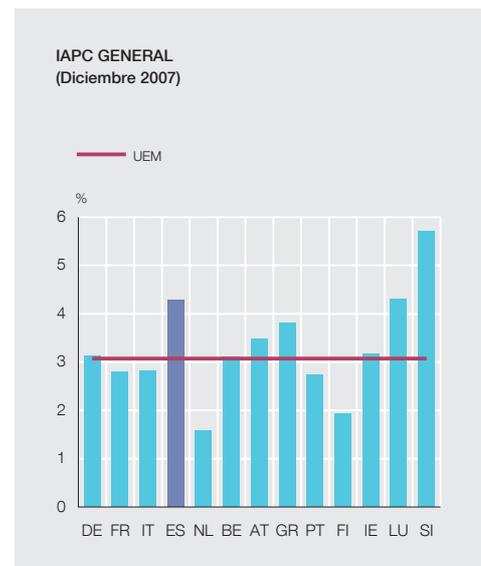
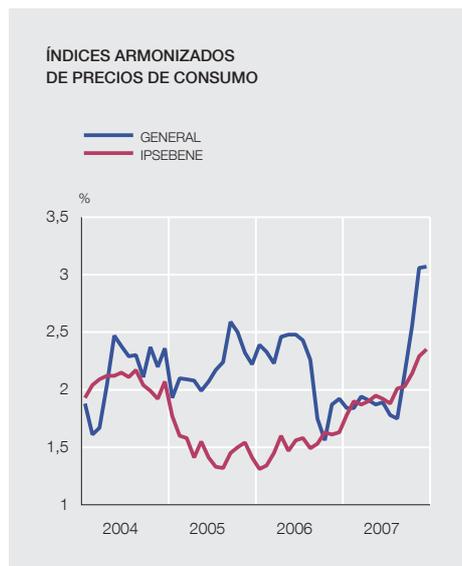


FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

superávit de la balanza de bienes — como consecuencia del mayor incremento de las exportaciones que de las importaciones (9% y el 5,2% en tasa interanual, respectivamente)— y, en menor medida, de la mejora de la balanza de servicios, que compensaron con creces el aumento del déficit acumulado de las balanzas de renta y de transferencias corrientes. Por otra parte, entre enero y octubre de 2007 se produjeron entradas netas de capital en forma de inversiones de cartera de 243 mm de euros, un 25% más elevadas que en el mismo período de 2006. Las salidas netas en concepto de inversiones directas (92,3 mm de euros) fueron similares a las registradas el año anterior. De esta forma, el superávit de la balanza básica acumulado entre enero y octubre de 2007 registró un aumento notable respecto al observado en igual período hace un año (véase gráfico 14).



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Según la agregación de los programas de estabilidad de cada país actualizados en diciembre de 2007, se estima que el déficit presupuestario en la zona del euro para ese año se reduzca 0,7 puntos con respecto al año anterior, hasta situarse en el 0,8% del PIB (véase cuadro 2). Este dato coincide con las últimas previsiones de la Comisión, de otoño de 2007. La disminución del déficit se debe en gran medida a una caída del gasto público por factores cíclicos y transitorios (en 2006 el gasto en la zona del euro fue un 0,3% más elevado, por la devolución imperativa de ingresos por IVA aplicado a algunos productos y la asunción de la deuda de los ferrocarriles por parte de Italia). Los ingresos se mantuvieron, ya que el recorte de impuestos directos y contribuciones a la Seguridad Social se contrarrestó por un aumento de la imposición indirecta. En cuanto al déficit estructural, la corrección es menor, pasando del 1,1% del PIB en 2006 al 0,7% en 2007.

Es reseñable que, por primera vez desde 2000, el saldo presupuestario no supera en ningún país de la zona del euro el límite establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (incluidos Italia y Portugal, que tienen procedimientos de déficit excesivo abiertos). Sin embargo, de

	% del PIB							
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)						DEUDA (b)	
	2006	2007 (c)	2007 (d)	2008 (c)	2008 (d)	2009 (d)	2007 (d)	2008 (d)
Bélgica	0,4	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	84,6	81,7
Alemania	-1,6	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,2	64,5	62,6
Grecia	-2,5	-2,7	-2,9	-1,6	-1,8	-1,8	93,7	91,1
España	1,8	1,8	1,8	1,2	1,2	0,6	36,3	34,6
Francia	-2,5	-2,4	-2,6	-2,3	-2,6	-2,7	64,3	64,1
Irlanda	2,9	0,5	0,9	-0,9	-0,2	-0,6	25,2	26,9
Italia	-4,4	-2,4	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3	104,3	102,9
Luxemburgo	0,7	1,0	1,2	0,8	1,0	1,4	6,6	6
Holanda	0,6	-0,2	-0,4	0,5	0,5	1,3	46,8	44,8
Austria	-1,4	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7	-0,4	60	58,4
Portugal	-3,9	-3,0	-3,0	-2,4	-2,6	-2,4	64,4	64,7
Eslovenia	-1,2	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	25,6	24,5
Finlandia	3,8	4,5	4,6	3,7	4,2	4,0	35,7	32,4
Malta	-2,5	-1,6	-1,8	-1,2	-1,6	-1,0	63,1	61,3
Chipre	-1,2	1,5	-1,0	0,5	-0,8	-0,6	60,5	53,3
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)								
Saldo primario	1,3	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0		
Saldo total	-1,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8		
Deuda pública	68,6	66,6	66,5	64,8	65,0	63,4		

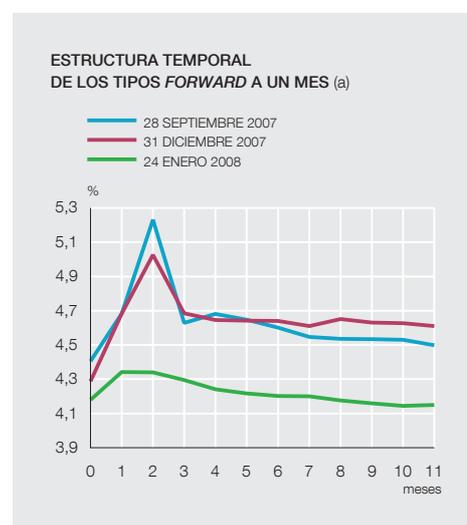
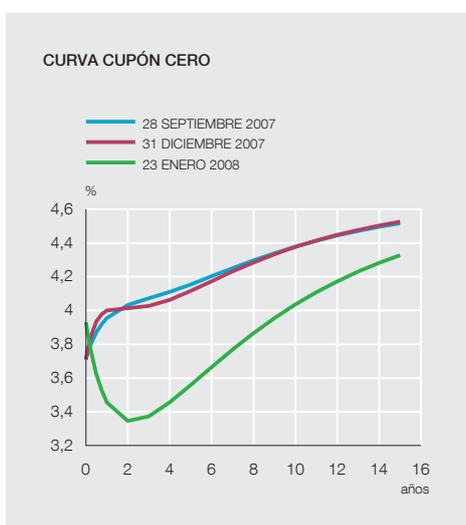
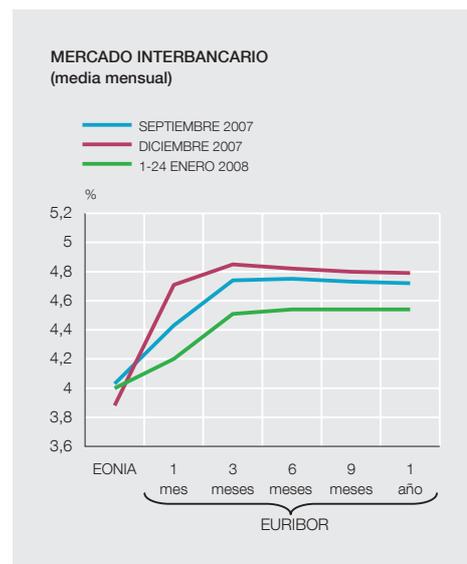
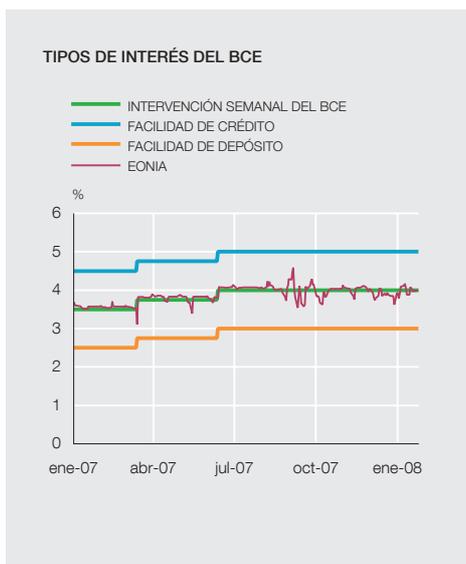
FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
 b. Deuda pública en % del PIB. Se han sombreado las celdas en las que la deuda supera el 60% del PIB.
 c. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008.
 d. Previsiones de otoño de 2007 de la Comisión Europea.

entre los diez países de la zona del euro que aún no han cumplido los objetivos de medio plazo, solo Alemania, Italia y Portugal han reducido su déficit estructural en, al menos, el 0,5%, tal y como se acordó en el PEC. En el caso de Francia, se mantiene un saldo presupuestario negativo, pese a la situación macroeconómica favorable, debido, en gran medida, a un recorte discrecional de los impuestos tras las elecciones presidenciales de mayo de 2007. En cuanto a Italia, la fuerte caída del déficit estimada para 2007 viene causada, principalmente, por factores temporales (ya mencionados en el párrafo anterior), así como por el incremento de la recaudación por impuestos directos. La ratio de deuda pública/PIB en el área del euro se estima que disminuirá en 2007 hasta el 66,5% (respecto al 68,6% de 2006).

Para el año actual, no se esperan mayores esfuerzos de consolidación fiscal. Según el informe de otoño de la Comisión y la agregación de los programas de estabilidad, se prevé que el déficit presupuestario se mantenga (0,9% del PIB). La reducción del gasto en porcentaje del PIB se verá compensada con una disminución de los ingresos por recortes impositivos (impuesto de sociedades en Alemania) y de las contribuciones a la Seguridad Social (tanto en Alemania como en Francia). Además, algunos gobiernos prevén utilizar parte de los ingresos extraordinarios para incrementar los gastos, en vez de reducir el déficit y la deuda.

Es de destacar, por lo tanto, la insuficiente implementación del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ya que, mientras que la bonanza económica y los ingresos temporales extraordinarios han creado unas condiciones favorables para progresar de forma rápida



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

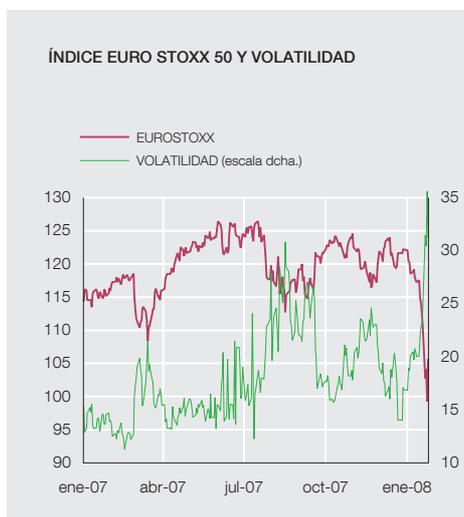
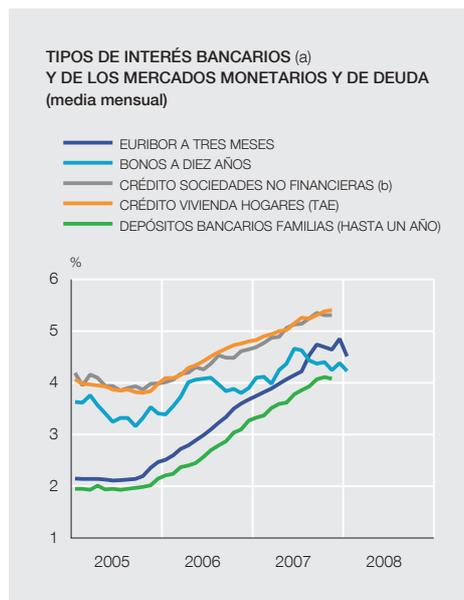
a. Estimados con datos del EURIBOR.

hacia los MTO en los países que aún no los han alcanzado, los esfuerzos de consolidación fiscal en términos estructurales están siendo limitados.

3.2 Evolución monetaria y financiera

En el último trimestre de 2007 las tensiones financieras, desencadenadas el pasado verano por los problemas del mercado de hipotecas de alto riesgo americano, se agudizaron. Durante dicho período, y especialmente a finales de año, predominó una elevada volatilidad en todos los mercados, el proceso de reevaluación de riesgos se intensificó y los problemas de liquidez en los mercados —particularmente, en el interbancario— se acentuaron. A estas perturbaciones se sumaron los repuntes en los precios de las materias primas energéticas y alimentarias, así como nuevos datos sobre la desaceleración de la economía norteamericana. Estos acontecimientos desencadenaron movimientos de corrección en las cotizaciones bursátiles y presiones depreciatorias sobre el dólar estadounidense.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo los tipos de interés de intervención en el 4%, dada la incertidumbre sobre el impacto potencial de la reevaluación en curso

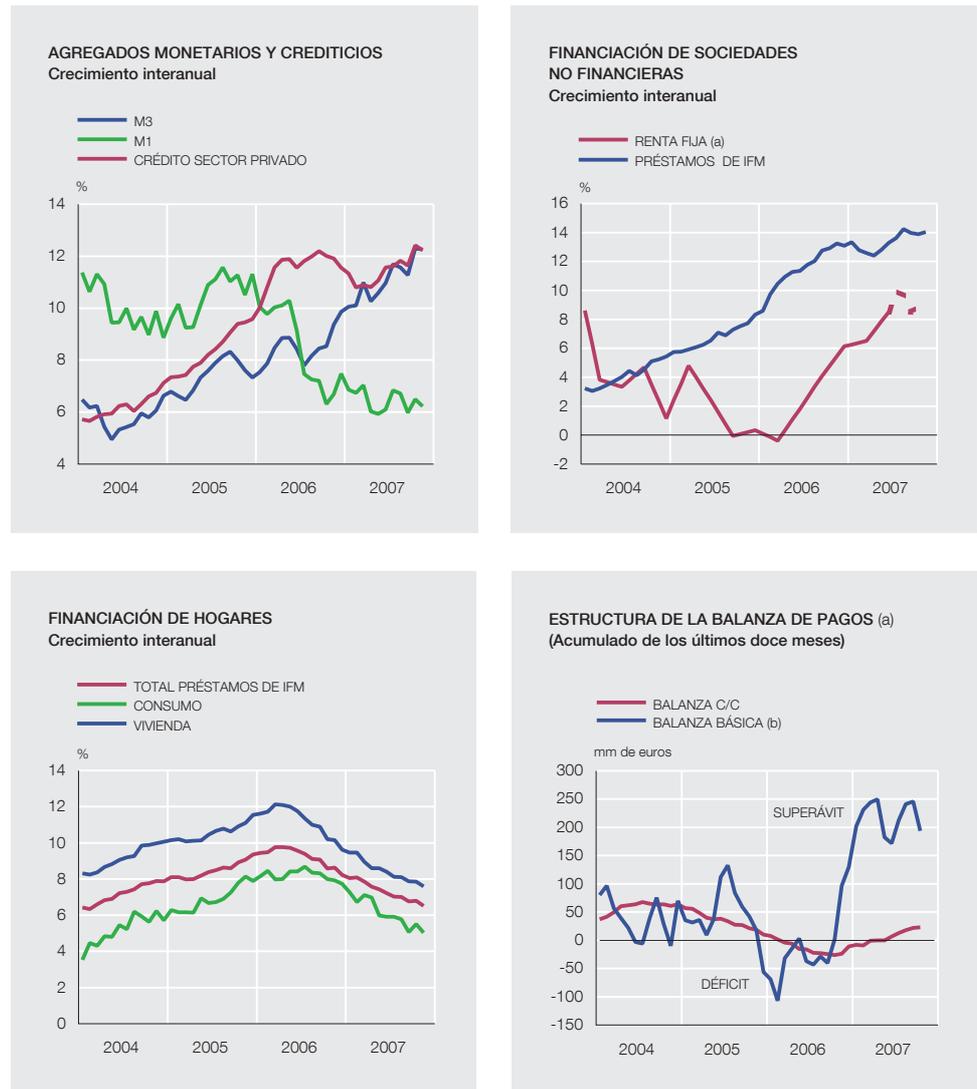


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
- c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
- d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

de los riesgos en los mercados financieros sobre la economía del área. No obstante, al mismo tiempo subrayó que la información disponible confirmaba plenamente los riesgos alcistas que se ciernen sobre la estabilidad de precios en el medio plazo, en un contexto de fundamentos económicos sólidos y de crecimiento muy vigoroso de los agregados monetarios y crediticios. Además, el Consejo de Gobierno indicó que se mantiene preparado para actuar preventivamente para evitar que se materialicen los efectos de segunda vuelta y, en consecuencia, para que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanezcan firmemente ancladas en niveles acordes con el objetivo de estabilidad de precios.

En los mercados interbancarios se produjo a lo largo del trimestre un recrudescimiento de las tensiones observadas desde agosto, provocadas por la escasa disposición de las en-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El tramo discontinuo es un avance calculado con la renta fija en poder de IFM.

b. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

tidades bancarias a prestarse fondos entre sí a plazos superiores a una semana (véase gráfico 12). Por ello, pese a que el EONIA osciló con cierta volatilidad en torno al 4%, los tipos de interés de los depósitos a plazos iguales o superiores a un mes llegaron a repuntar hasta el 4,9% a mediados de diciembre, debido, en parte, a un efecto calendario de fin de año. Como se detalla en el recuadro 3, estas tensiones motivaron la intervención del BCE, que consiguió corregir parcialmente la situación en los mercados, de forma que los tipos de interés de los depósitos a plazos superiores a un mes oscilan en la actualidad en el entorno del 4,3%, es decir, en niveles unos 30 pb más reducidos que los vigentes a finales de octubre.

Los rendimientos de la deuda pública a diez años experimentaron en los últimos meses de 2007 cierta volatilidad, en línea con los movimientos de fondos en búsqueda de un refugio seguro o del repunte en las expectativas de inflación (véase gráfico 13). Desde inicios de 2008 registraron un descenso de algo más de 30 pb y se situaron a la fecha de cierre de este Boletín en el entorno del 4,1%. En los mercados de bonos privados, tal y como se ilustra en el recua-

dro 3, prosiguió el gradual aumento de los diferenciales de rentabilidad, lo que, unido a la falta de liquidez, habría dificultado la obtención de fondos a medio y largo plazo.

En los mercados de renta variable, la evolución de los índices bursátiles durante el cuarto trimestre se caracterizó por la ausencia de tendencias claras y niveles de volatilidad relativamente elevados, aunque inferiores a los observados en el trimestre precedente. Así, en el conjunto de 2007 el índice EUROSTOXX amplió aumentó casi un 5%. No obstante, en los días transcurridos de enero se sucedieron varias jornadas de pérdidas, que arreciaron con la abrupta corrección de las bolsas mundiales desencadenada el 21 de enero. Solo en esa jornada, el EUROSTOXX amplió cayó un 6,5%, de forma que desde comienzos de año las pérdidas acumuladas superan el 13%. En cualquier caso, todavía es prematuro realizar una valoración ajustada de este último episodio de turbulencias. En los sectores de la construcción y de servicios financieros continuó el proceso de ajuste de las cotizaciones, de forma que desde octubre registraron caídas claramente superiores a las de los índices generales.

El tipo de cambio del euro también estuvo condicionado por los episodios de inestabilidad financiera, la desaceleración de la economía norteamericana y las perspectivas de evolución divergente de los tipos de interés en este país y en la UEM. Así, desde finales de septiembre hasta el cierre de este Boletín el euro se apreció en torno a un 2% en términos efectivos, y cerca de un 3,4% frente al dólar (véase gráfico 13).

La demanda de activos líquidos y seguros prosiguió siendo relativamente intensa, en un contexto de poca pendiente de la curva de rendimientos y de aumento de la percepción de riesgos. Con datos hasta noviembre, el agregado monetario M3 se expandió a ritmos elevados en términos interanuales, superiores al 12% (véase gráfico 14). Dentro del agregado más amplio, los componentes más líquidos —el efectivo y los depósitos a corto plazo— se desaceleraron, mientras que los valores negociables crecieron a tasas superiores al 20%.

El crédito al sector privado continuó mostrando un gran dinamismo en la última parte del año. Por componentes, los préstamos otorgados a las empresas no financieras aumentaron de ritmo, hasta el 14% en noviembre, mientras que los concedidos a hogares se ralentizaron en todas sus finalidades, hasta una tasa del 6,5%. Dentro de estos, los préstamos para la adquisición de vivienda crecieron un 7,6%, y los destinados al consumo, un 5%. Por su parte, los préstamos a instituciones financieras no monetarias se aceleraron, hasta una tasa superior al 23%. Este componente, cuyo peso en el total no es importante, debió probablemente su dinamismo a la dificultad de estas instituciones, en el contexto de la actual crisis de liquidez, para financiarse en el mercado y a su recurso a la renovación o prolongación de sus líneas de crédito con las entidades bancarias.

En cualquier caso, pese a la pujanza del crédito hasta noviembre, en la Encuesta de Préstamos Bancarios de enero —referida al cuarto trimestre de 2007— se constata un endurecimiento adicional de las condiciones de concesión de crédito aplicadas por las entidades tanto a las sociedades no financieras como a los hogares, en un contexto de empeoramiento de las expectativas sobre la situación económica general. La restricción afectó en mayor medida a las empresas de mayor tamaño y a los préstamos a plazos más dilatados. En cuanto a los hogares, las condiciones para la obtención de préstamos también se volvieron más estrictas, lo que se debió, además de a las expectativas económicas en general, al deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda —en el caso de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda— y a la percepción de un deterioro de la calidad crediticia de los consumidores —en el caso de los préstamos destinados al consumo—.

4 La economía española

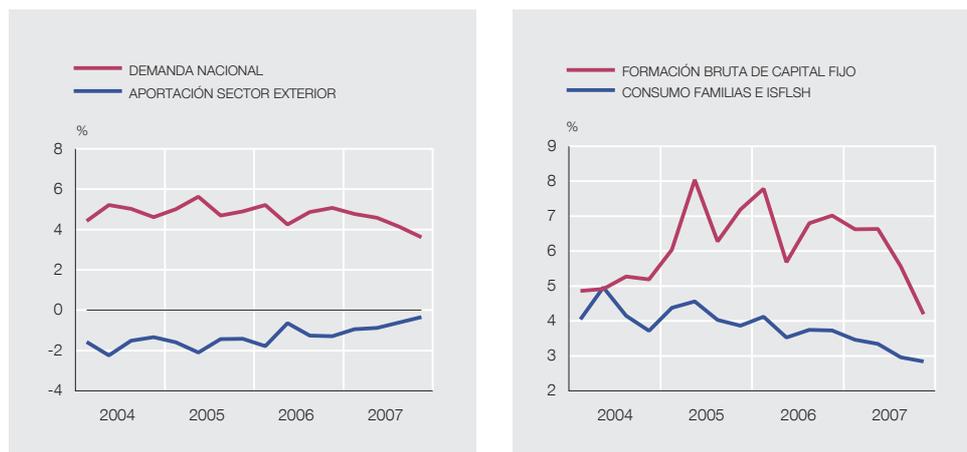
Según las estimaciones de la CNTR, el crecimiento interanual del PIB se situó en el tercer trimestre de 2007 en el 3,8%, dos décimas inferior al de los tres meses precedentes. Ello supuso una continuación de la ligera desaceleración mostrada desde el comienzo del año, que se vio acompañada por un nuevo avance en el proceso de reequilibrio entre las contribuciones respectivas de los componentes interno y externo del gasto. En términos intertrimestrales, la ralentización tuvo la misma magnitud, situándose la tasa de aumento en el 0,7%. La información disponible para el trimestre final del pasado ejercicio sugiere que esas tendencias apuntadas a lo largo del año se han mantenido, de modo que la tasa interanual de crecimiento del producto podría haber experimentado una ralentización adicional de tres décimas, hasta el 3,5%, con un ritmo de avance intertrimestral una décima superior al del tercer trimestre. Esta moderación del dinamismo de la actividad provendría de la pérdida de empuje de la demanda nacional (cuya tasa de crecimiento podría haber disminuido en 0,5 pp, hasta el 3,6%), en tanto que la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB habría seguido mejorando, hasta situarse en -0,3 pp (véase gráfico 15).

Con esta estimación para el trimestre final de 2007, el crecimiento del PIB en el conjunto del año habría sido del 3,8%, una décima por debajo de la tasa observada en 2006. Esta leve moderación del ritmo de expansión del producto de la economía vino determinada por el menor dinamismo de la demanda nacional, que creció a una tasa del 4,3%, inferior en medio punto porcentual a la observada en el ejercicio precedente, en tanto que la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del PIB mejoró en esa misma cuantía, hasta el -0,7% del PIB. Entre los componentes de la demanda nacional, la pérdida de impulso fue patente en el caso del consumo privado y, en particular, en el de la inversión en construcción, mientras que la inversión en bienes de equipo acrecentó su dinamismo en comparación con 2006. Por su parte, la mejora del saldo exterior neto fue fruto tanto de la notable pujanza de las exportaciones como de la desaceleración de las importaciones, en línea con el menor vigor mostrado por la demanda final.

Por el lado de la oferta, se estima que la desaceleración del valor añadido recayó en el cuarto trimestre sobre la totalidad de las ramas productivas, con la excepción de la energía. Con todo, la actividad en los servicios, tanto en los de mercado como en los no destinados a la venta, habría mostrado un notable vigor. Los indicadores de empleo apuntarían, asimismo, a una cierta pérdida de dinamismo, de magnitud algo superior a la del producto, de forma que la productividad aparente del trabajo habría repuntado, creciendo en el conjunto de la economía a tasas en torno al 1%. Además, se estima que la remuneración por asalariado se expandió también a un ritmo similar al que se viene observando desde el comienzo del año, de modo que los costes laborales unitarios habrían crecido por debajo del 3%. Por lo que respecta a los precios de consumo, en el cuarto trimestre del año tuvo lugar un fuerte repunte de la tasa de expansión interanual del IPC, hasta cerrar el año en el 4,2%, frente al 2,7% de septiembre. Esta evolución desfavorable se debió, como en otros países, al encarecimiento de los bienes energéticos y de los alimentos elaborados.

4.1 Demanda

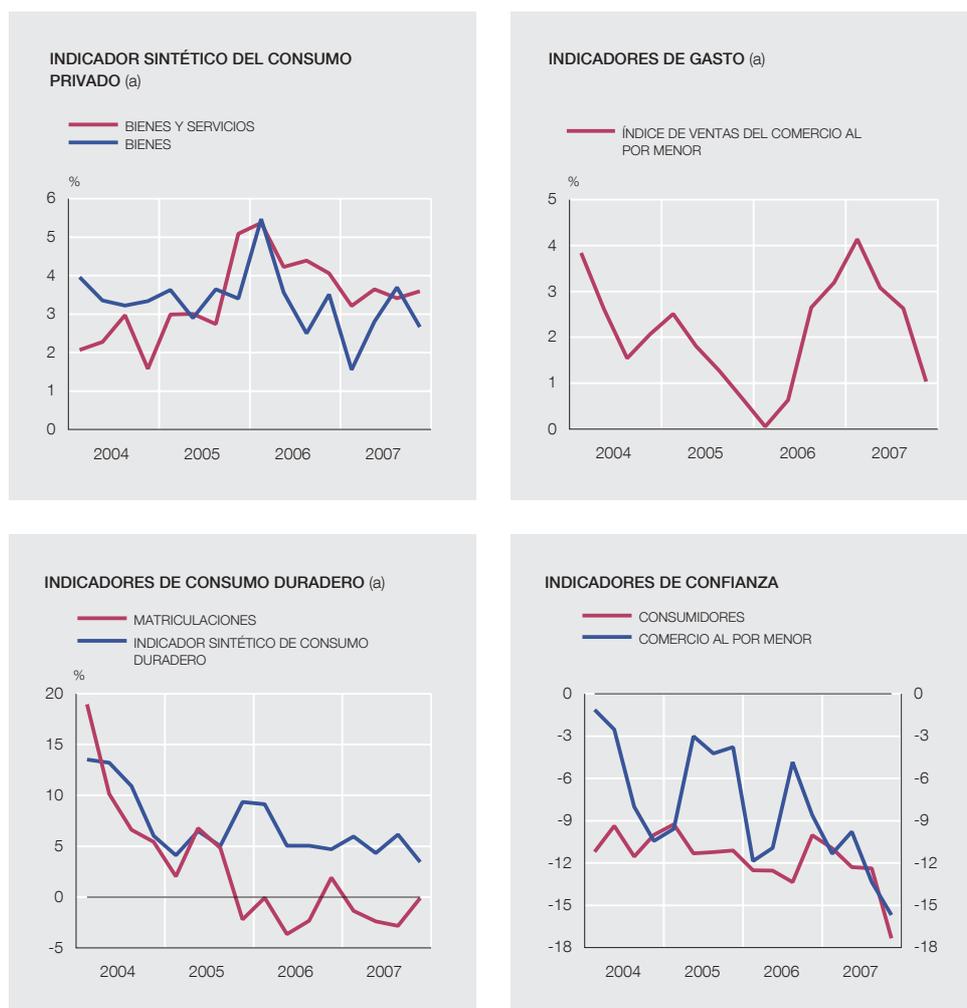
En el tercer trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3% interanual, 0,3 pp menos que en el trimestre anterior, con lo que se prolongó la gradual inflexión a la baja de los trimestres precedentes. La información coyuntural más reciente apunta a una continuación de esta tendencia en el trimestre final del año (véase gráfico 16). En concreto, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista registraron descensos significativos en el cuarto trimestre, en comparación con el tercero, probable-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

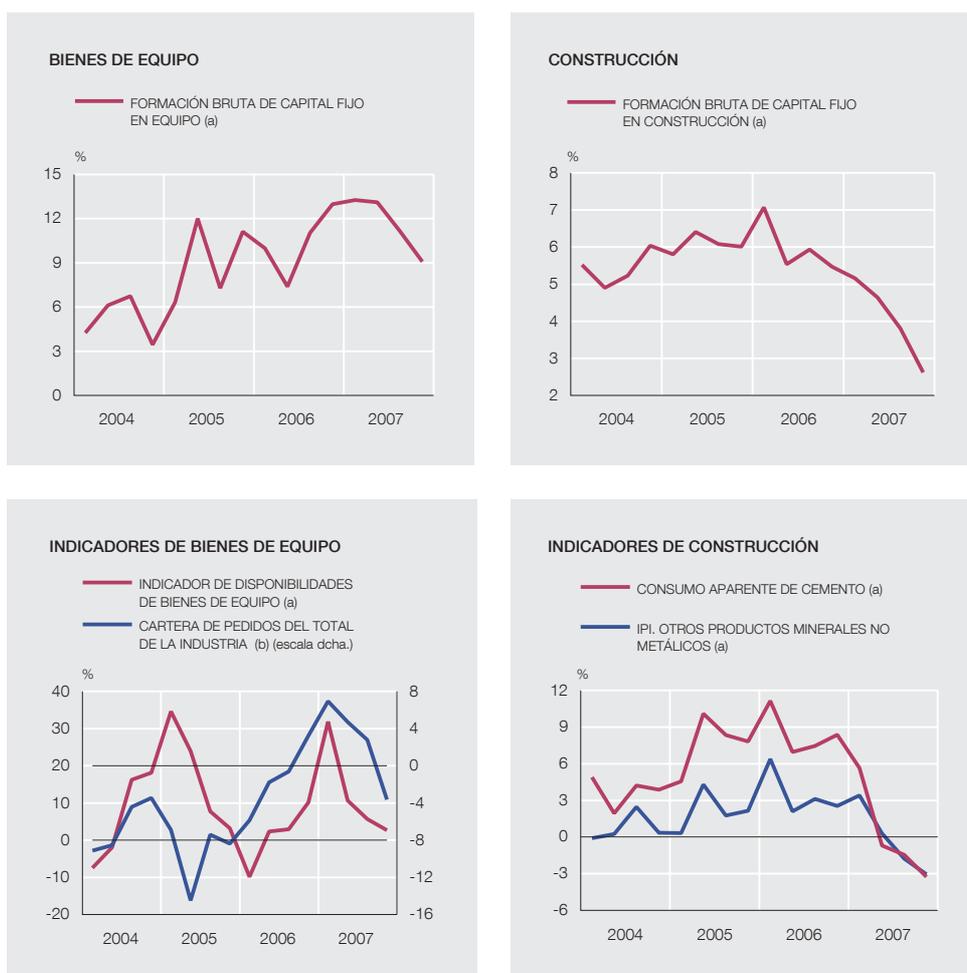
mente influidos por la incertidumbre creada por las turbulencias en los mercados financieros. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de las ventas interiores de grandes empresas de bienes y servicios destinados al consumo referidos a octubre y noviembre apuntan a un menor dinamismo, una vez corregidos de algunas anomalías observadas en ese período. Asimismo, el índice del comercio al por menor real registró en ese mismo período una desaceleración sustancial respecto al tercer trimestre, que resulta coherente con el descenso de la confianza de los comerciantes minoristas. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, las matriculaciones de automóviles mostraron un mejor comportamiento en el cuarto trimestre, aunque este resultado está afectado por el dato positivo de diciembre, mes en el que probablemente se anticiparon compras ante la entrada en vigor en 2008 del nuevo impuesto de matriculación.

El moderado deterioro de las perspectivas del consumo privado en el tramo final del año resulta coherente con la evolución de sus determinantes. Así, si bien la renta disponible de los hogares habría seguido experimentando un crecimiento sostenido en términos nominales como consecuencia de la fortaleza de la creación de empleo, el repunte inflacionista de los meses finales del año habría producido una merma en términos reales. Además, la disminución del ritmo de avance de su riqueza, tanto real como financiera, junto con la reducción de la confianza de las familias y el entorno de menor holgura financiera, podrían haber comenzado a favorecer una estabilización de la tasa de ahorro de las familias, tras el descenso que ha venido mostrando en los últimos años. No obstante, las cuentas no financieras de los sectores institucionales del tercer trimestre de 2007 revelan que, hasta ese momento, no se había truncado aún tal tendencia.

El consumo final de las Administraciones Públicas acrecentó su dinamismo en el tercer trimestre de 2007, hasta alcanzar un incremento interanual del 5,8% (ocho décimas más que en el segundo). La información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado permite prever una continuación del crecimiento vigoroso de este componente de la demanda en los tres meses finales del pasado ejercicio.

Dentro de una tónica de notable fortaleza, la formación bruta de capital fijo mostró una menor pujanza en el tercer trimestre de 2007, al crecer un 5,6%, un punto porcentual menos que en los tres meses anteriores. Este resultado fue fruto de la ralentización de todos sus componentes, algo más intensa en el caso de la inversión en bienes de equipo, cuya tasa de crecimiento se moderó en 1,9 pp, hasta el 11,2% (véase gráfico 17). Por su parte, la inversión en construcción y en otros productos se desaceleraron en ocho y siete décimas, respectivamente, registrando crecimientos del 3,8% y del 3,5%. La información que se desprende de los indicadores referidos al último trimestre de 2007 apunta a una prolongación de esta tendencia, con una moderación adicional del ritmo de avance de los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo.

Los indicadores referidos al gasto en bienes de equipo trazan unas perspectivas de continuación de la fortaleza de este componente, que sigue siendo el más dinámico de la demanda. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos para el cuarto trimestre de 2007, ha seguido evolucionando, en la etapa más reciente, dentro de la senda de moderación de su ritmo de avance iniciada al comienzo del año, fruto de la suavización de las tasas de expansión de la producción interior de este tipo de bienes y de la recuperación experimentada por las exportaciones. Por su parte, el indicador del clima en la industria de bienes de equipo repuntó en los meses de octubre y noviembre, como consecuencia de la mejora de las expectativas de producción futura. Además, también se produjo un avance en la cartera de pedidos prevista.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Nivel, serie original.

La evolución reciente de la inversión en bienes de equipo se sigue sustentando en la relativa fortaleza de la demanda final, en un contexto en que las elevadas tasas de crecimiento de los beneficios empresariales están facilitando la disponibilidad de recursos propios para la financiación del gasto. No obstante, la ligera reducción del nivel de utilización de la capacidad productiva en el cuarto trimestre representa un indicio de que la gradual desaceleración de la demanda podría comenzar a moderar los planes de inversión de las empresas. Adicionalmente, la ejecución de estos últimos podría verse dificultada por el aumento de la carga financiera resultante del recurso creciente a las fuentes de financiación ajenas — como pone de manifiesto el aumento paulatino de las necesidades de financiación del conjunto de empresas no financieras (que alcanzó el 10,6% del PIB en términos acumulados en los cuatro trimestres hasta el tercero de 2007) —, en un contexto de subidas de los tipos de interés del crédito. Finalmente, el entorno actual de inestabilidad de los mercados crediticios podría comportar un endurecimiento de las condiciones de concesión de esa financiación.

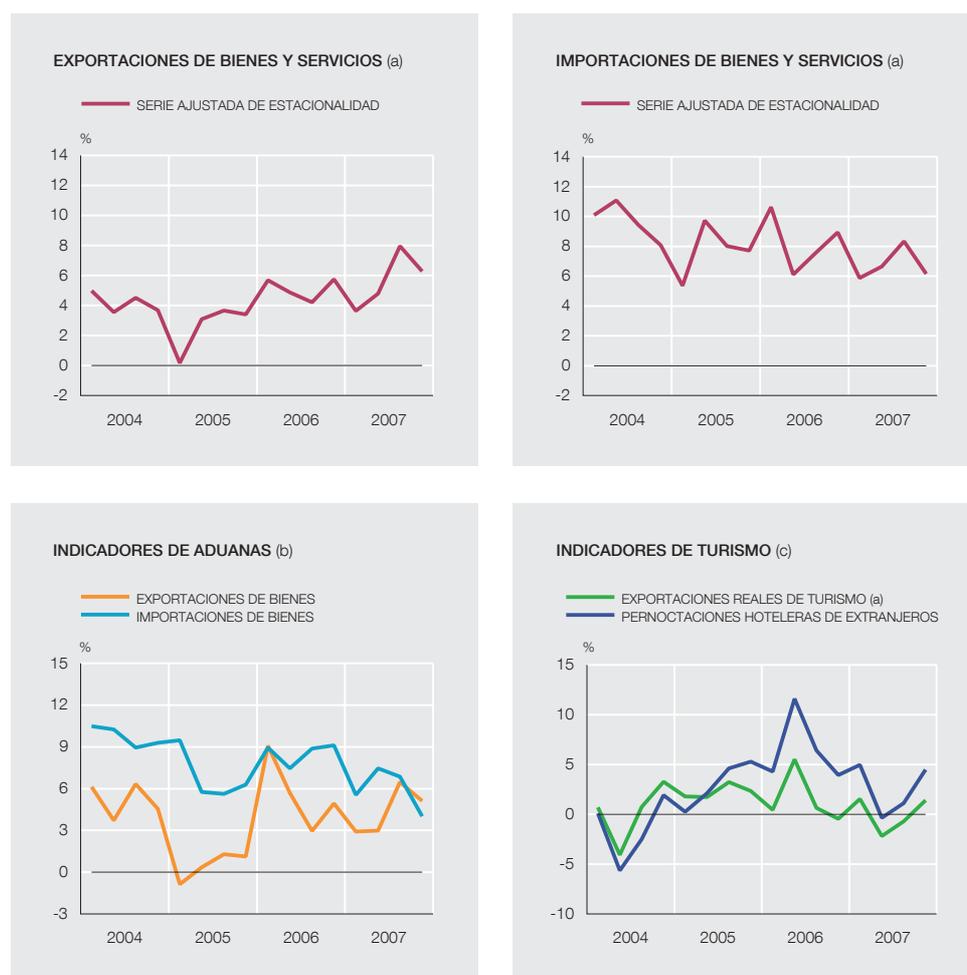
La inversión en construcción continuó prolongando en los meses de verano la tónica de debilitamiento que este componente de la demanda viene mostrando desde el segundo trimestre de 2006, a pesar de lo cual aún mantuvo un dinamismo apreciable. En concreto, según la

CNTR, el crecimiento registrado en el tercer trimestre de 2007 fue del 3,8%, ocho décimas menos que en los tres meses anteriores. Esta pérdida de tono fue común a la inversión residencial y al resto de construcciones, cuyas tasas de avance experimentaron disminuciones de ocho y nueve décimas, hasta situarse en el 2,9% y el 4,8%, respectivamente.

Los indicadores disponibles más recientes apuntan a una continuación de esas tendencias en el trimestre final del año, debido al menor dinamismo mostrado por la edificación, ya sea o no residencial. En esta dirección apuntan los indicadores de empleo y de consumos intermedios del sector, que sirven para evaluar, con carácter contemporáneo, la situación del conjunto del sector de la construcción. Por un lado, la ralentización del número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social en esta rama ya apuntada al final del tercer trimestre se intensificó en el cuarto, hasta registrarse una tasa interanual próxima a cero. Al mismo tiempo, el paro registrado en la construcción mostró un aumento significativo en el trimestre. Por otro lado, en octubre y noviembre se acentuó el ritmo de contracción de la fabricación de productos intermedios que venía observándose en meses anteriores, en tanto que el consumo de cemento mantuvo en el cuarto trimestre el tono deprimido del tercero. Finalmente, en los meses finales del año el indicador de confianza de los empresarios del sector experimentó un notable deterioro, hasta alcanzar su valor mínimo desde agosto de 2002.

En el caso de la inversión residencial, los datos de la serie de visados de nuevas viviendas, disponibles hasta octubre, continúan mostrando un intenso ritmo de contracción interanual, si bien todavía se encuentran distorsionados por la entrada en vigor en 2006 del Código Técnico de Edificación. Por otro lado, el descenso en el número de viviendas iniciadas augura una mayor moderación de la inversión en vivienda en el futuro, coherente con el menor tono de la demanda que se desprende del retroceso reciente en el número de transacciones. En el caso de la edificación no residencial, las perspectivas son algo más positivas, pues, aunque también se observa una contracción en el número de proyectos visados en los colegios profesionales, esta es menos intensa que en el caso de la vivienda. Finalmente, en el caso de la obra civil cabe esperar que se mantenga el dinamismo mostrado en los meses finales de 2007, aunque con un tono posiblemente más moderado, a juzgar por el retroceso observado recientemente en la licitación de nuevos proyectos.

Según los últimos datos de la CNTR, en el tercer trimestre de 2007 la demanda exterior neta detrajo 0,6 pp al crecimiento del PIB, tres décimas menos que en la primera mitad del año, lo que supone la continuación del proceso de corrección iniciado a mediados de 2005. Esta mejora se produjo en un contexto de mayor dinamismo de los flujos comerciales exteriores, especialmente de las exportaciones de bienes y servicios, que incrementaron 3,2 pp su tasa de variación interanual en el tercer trimestre, hasta situarse en el 8% (véase gráfico 18). Las importaciones, por su parte, también reflejaron cierta aceleración, aunque de menor magnitud, situando su tasa de crecimiento en el 8,3%, superior en 1,7 pp a la observada en el trimestre anterior. Estos resultados se han producido, no obstante, en un contexto de ralentización del comercio mundial, que, tras haber crecido por encima del 9% en el ejercicio previo, ha ido recortando su ritmo de avance hasta tasas en torno al 6% en el tercer trimestre de 2007, debido tanto al menor vigor de las importaciones de algunos de nuestros principales mercados —como Alemania y el Reino Unido— como a la moderación de la demanda del mercado norteamericano y de otras economías desarrolladas, mientras que los países emergentes han mantenido un elevado dinamismo. En un contexto de apreciación del euro, los indicadores de competitividad-precio calculados con precios de consumo se deterioraron en el tercer trimestre, si bien los elaborados con costes laborales unitarios, tanto de la economía total como de las manufacturas, registraron una mejora.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

La información disponible para el último trimestre de 2007, aún incompleta, apunta a un mantenimiento del dinamismo de las exportaciones, sustentado en el sólido avance de los mercados emergentes, si bien su ritmo de crecimiento podría haberse visto algo ralentizado por la apreciación del euro y cierta pérdida de impulso de los mercados europeos. Por su parte, a pesar del abaratamiento resultante de la apreciación cambiaria, las importaciones de bienes y servicios habrían mostrado un tono menos expansivo, en línea con la menor fortaleza de la demanda final. Como resultado de esta evolución de los flujos comerciales, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto podría haber registrado una mejora adicional en el cuarto trimestre de 2007, hasta situarse en -0,3 pp del PIB.

Según la CNTR, en el tercer trimestre de 2007 las exportaciones reales de bienes incrementaron su ritmo de avance interanual en 1,6 pp, hasta el 6,4%, prolongando el perfil de mejora que iniciaron en el trimestre previo. De acuerdo con las cifras de comercio exterior de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron un 8,2% el conjunto de octubre y noviembre, lo que supone una intensificación del comportamiento más expansivo mostrado por este indicador en el tercer trimestre de 2007 (en el que la tasa de aumento fue del 6,7%), tras la mayor atonía del primer semestre del año. Por áreas geográficas, las exportaciones tanto a

la UEM como al conjunto de la UE moderaron sus tasas de crecimiento en términos reales, hasta cifras inferiores al 2%. En los mercados no europeos, en cambio, los incrementos fueron mucho mayores, destacando las elevadas tasas observadas en las exportaciones dirigidas a China, Rusia, Estados Unidos y los países de la OPEP, áreas que, no obstante, representan en conjunto una proporción inferior al 10% del total de ventas al exterior. Por grupos de productos, destaca el mayor dinamismo de las exportaciones de bienes de equipo, al tiempo que las ventas de bienes intermedios prolongaron el tono expansivo del tercer trimestre. De acuerdo con los datos de Aduanas, en el conjunto de los diez primeros meses del año las exportaciones reales de bienes moderaron ligeramente su ritmo de avance, hasta el 4,8%, frente al 5,6% que aumentaron en el promedio de 2006, lo que, por grupos de productos, responde al tono menos expansivo de las ventas al exterior de bienes de consumo y de equipo.

Las exportaciones reales de servicios turísticos volvieron a registrar, de acuerdo con los datos de la CNTR, un comportamiento contractivo en el tercer trimestre de 2007, aunque más atenuado que en los tres meses anteriores, en línea con el perfil de cierta mejora que registraron los principales indicadores reales de turismo durante el verano. En concreto, el descenso fue del 0,7%, frente a la tasa del -2,2% del segundo trimestre. Los indicadores del sector apuntan a una prolongación de este tono más expansivo en los meses finales del año. En este sentido, tanto las entradas de turistas extranjeros en territorio español como el número de pernoctaciones realizadas en hoteles mantuvieron una senda ascendente en el cuarto trimestre. No obstante, el gasto total de estos turistas creció en ese período a una tasa nominal interanual idéntica a la mostrada en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaceleración del gasto medio por turista.

Las exportaciones reales de servicios no turísticos mostraron un gran dinamismo en el tercer trimestre de 2007, en que crecieron un 22,8%, muy por encima del 11,9% del trimestre previo. En particular, de acuerdo con el indicador nominal de Balanza de Pagos, en ese período destacó el notable impulso registrado por los ingresos por servicios prestados a las empresas, así como el vigor adquirido por otras rúbricas de menor peso en la estructura exportadora, como los servicios informáticos, financieros y de seguros. La escasa información disponible acerca de la evolución de los otros servicios en el último trimestre del año, que se limita a los datos nominales de la Balanza de Pagos correspondientes a octubre, apunta a una continuación del comportamiento fuertemente expansivo de los ingresos por este concepto.

En el tercer trimestre de 2007, el ritmo de avance de las importaciones reales de bienes se intensificó en un punto porcentual, hasta el 7,2%, de acuerdo con los datos de la CNTR. La información de Aduanas correspondiente a los meses de octubre y noviembre apunta a una notable desaceleración —hasta el 3,5%—, como consecuencia de la pérdida de vigor de las compras al exterior de bienes de consumo e intermedios (tanto energéticos como no energéticos). Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo cobraron una mayor pujanza, retornando a tasas positivas de avance, tras el descenso experimentado en el tercer trimestre. Esta moderación de las importaciones en el tramo final del año resulta coherente con la ralentización de la demanda final y de la producción industrial. Por lo que se refiere al conjunto de los diez primeros meses de 2007, las importaciones reales de bienes crecieron, según los datos de Aduanas, un 6%, 2,6 pp por debajo del aumento medio observado en 2006. Esta desaceleración se debió a los componentes de bienes intermedios —tanto energéticos como no energéticos— y de consumo no alimenticio. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo experimentaron un fuerte repunte en el conjunto del período.

Por último, los datos de la CNTR arrojan una aceleración de las importaciones reales de servicios en el tercer trimestre del pasado ejercicio, hasta el 12,8% en tasa interanual (lo que

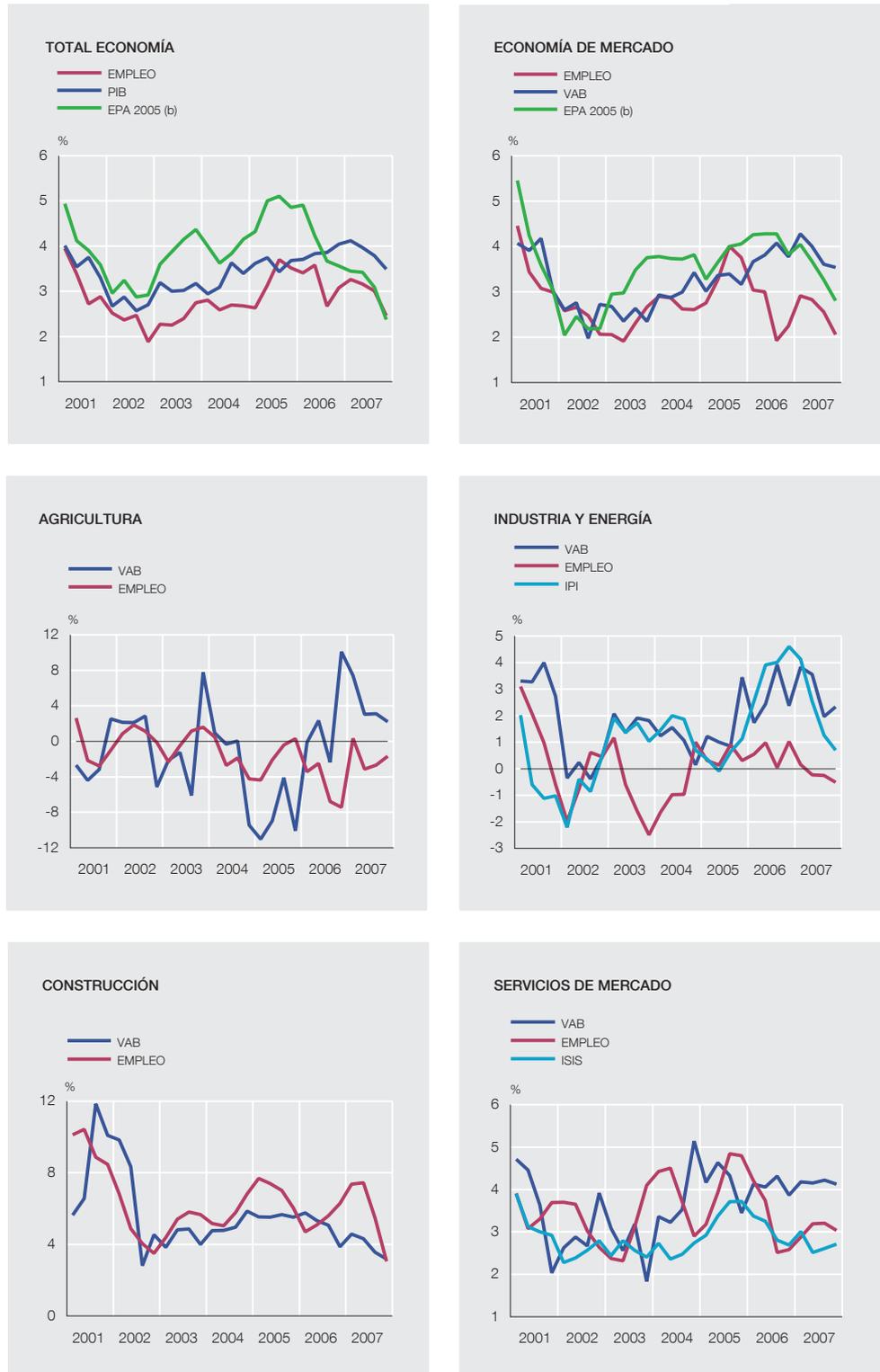
supone 4,3 pp más que en el trimestre precedente). El tono más vigoroso de este componente de las compras al exterior se debió, fundamentalmente, al notable impulso experimentado por el componente de servicios no turísticos, cuya tasa interanual se aceleró en 5 pp, hasta el 14,3%. De acuerdo con la evolución del indicador de Balanza de Pagos, el dinamismo de los pagos nominales por otros servicios se vio impulsado por las rúbricas de transporte y servicios prestados a las empresas, al tiempo que repuntaron otras partidas menores, como los servicios financieros o los servicios de construcción. Del mismo modo, los pagos por *royalties* mostraron un notable incremento, en contraste con la tónica de retroceso que habían mantenido en los últimos cuatro trimestres. Según las cifras más recientes de Balanza de Pagos, correspondientes al mes de octubre, los pagos nominales por otros servicios habrían acrecentado su dinamismo en ese mes. En cuanto a las importaciones reales de servicios turísticos, también exhibieron cierta aceleración en el tercer trimestre, situando su tasa de crecimiento interanual en el 6% —tras el 4,5% del segundo—.

4.2 Producción y empleo

En el tercer trimestre de 2007, la actividad de la economía de mercado registró una desaceleración, de modo que la tasa de crecimiento de su valor añadido bruto disminuyó, según la CNTR, en 0,4 pp con respecto al segundo trimestre, hasta situarse en el 3,6% (véase gráfico 19). Esta pauta vino determinada por el debilitamiento del ritmo de expansión de las ramas de industria y energía y de construcción, mientras que las ramas agraria y pesquera y la de servicios de mercado crecieron a tasas muy similares a las del segundo trimestre. La información disponible para el cuarto trimestre apunta a una moderación adicional del valor añadido de las ramas de mercado, que habría revestido una mayor intensidad en los sectores de la construcción y de la industria.

En las ramas agraria y pesquera se observó, en el tercer trimestre de 2007, un dinamismo análogo al mostrado en los tres meses anteriores, frente a los cuales la tasa de avance aumentó en una décima, hasta el 3,1%. A falta de los datos del último trimestre, el pasado ejercicio presenta un balance expansivo, sustentado tanto en una cierta expansión de la producción vegetal como en la recuperación de la producción animal. No obstante, se registraron retrocesos con respecto al año 2006 en algunos cultivos (tales como las leguminosas, las hortalizas, las frutas o el viñedo), como consecuencia de algunos fenómenos meteorológicos adversos.

La producción de las ramas industrial y energética intensificó notablemente, en el tercer trimestre del pasado ejercicio, el perfil de desaceleración que ya se había observado, de forma mucho más modesta, en el segundo, registrándose un descenso de 1,6 pp en su tasa de avance interanual, hasta el 2%. La pérdida de dinamismo fue más marcada en el caso del sector energético, cuyo valor añadido se desaceleró en 3,7 pp, hasta registrar una caída del 0,3%. Este retroceso responde a un efecto base motivado por las altas temperaturas del verano de 2006, que requirieron un mayor consumo de electricidad para climatización. En cuanto al sector industrial, el descenso en su tasa de avance fue de 1,2 pp, hasta el 2,4%, lo que fue consecuencia del menor pulso de la demanda nacional. En esta rama, el perfil de ralentización ha tenido continuidad en el trimestre final de 2007, según se desprende de la información coyuntural disponible. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, destaca el comportamiento del índice de producción industrial, cuyo componente no energético se desaceleró en el conjunto de los meses de octubre y noviembre, hasta situarse en tasas de crecimiento negativas en este último mes, evolución similar a la seguida por las ventas interiores de bienes industriales de las grandes empresas en ese mismo período. Además, las encuestas de opinión también proporcionan señales de debilidad sobre la evolución de la actividad industrial. Así, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea se redujo en dos puntos en el cuarto trimestre, mientras que el índice de directores de compras (PMI) de ma-



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios según la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

nufacturas lo hizo en 2,2 pp. En todo caso, el contexto exterior continúa contribuyendo al sostenimiento de las perspectivas del sector industrial. Así, la valoración que hacen los empresarios españoles de su cartera de pedidos extranjeros se mantiene en los valores más elevados de los últimos años.

En el tercer trimestre, la actividad constructora continuó evolucionando dentro de la senda de desaceleración iniciada en el segundo. En concreto, en los meses de verano creció a un ritmo del 3,6%, siete décimas menos que en el período comprendido entre abril y junio. Tal y como se ha indicado al analizar la inversión en construcción, esta tendencia a la pérdida de vigor ha persistido en los meses finales del año, al disminuir la iniciación de nuevos proyectos de edificación, tanto residencial como no residencial, y comenzar a descender el impulso en la obra civil, a pesar de lo cual aún mantiene un dinamismo elevado.

La tasa de avance del valor añadido bruto del conjunto de la rama de servicios repuntó hasta el 4,4% en el tercer trimestre de 2007, tras haber permanecido estabilizada en el 4,2% en los cuatro trimestres precedentes. Aunque tanto los servicios de mercado como el resto fueron partícipes de este mayor dinamismo, la aceleración de la actividad (de cinco décimas, hasta el 5%) fue mayor en el segundo caso. Por lo que respecta a los servicios de mercado, el crecimiento registrado fue del 4,2%, con una ganancia de una décima con respecto al trimestre precedente. En el cuarto trimestre del año, el empuje de los servicios de mercado se mantuvo en niveles similares a los del tercero, si se atiende a la estabilidad observada en el ritmo de creación de empleo, según el número de afiliados a la Seguridad Social. Otra información coyuntural, como los indicadores de actividad del sector servicios o el indicador sintético integral de servicios de mercado, presentan, asimismo, un panorama favorable para los meses finales del año. En contraposición, las ventas de servicios de las grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, redujeron su ritmo de crecimiento en los meses de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre. Además, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor, elaborados por la Comisión Europea, y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras experimentaron retrocesos en los meses finales del año. En conjunto, el crecimiento de los servicios de mercado podría haber permanecido prácticamente estable en el cuarto trimestre, pues el menor dinamismo mostrado por el comercio y el transporte se habría visto compensado por la mayor pujanza observada en los sectores de comunicaciones y hostelería.

Según la información de la CNTR, el ritmo de creación de empleo prolongó en el tercer trimestre de 2007 la suave moderación observada en el segundo. En concreto, la tasa de avance interanual del empleo se situó en el 3% en el total de la economía y en el 2,6% en la economía de mercado. Ello supuso, en ambos casos, un crecimiento inferior en dos décimas al registrado en el trimestre anterior. Esta suave desaceleración del empleo tuvo una magnitud algo inferior a la observada en la actividad económica, de forma que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se redujo en una décima, hasta situarse en el 0,8% en el caso del conjunto de la economía y en el 1% en la economía de mercado.

La información correspondiente al último trimestre de 2007 muestra una cierta intensificación de la tendencia a la moderación del crecimiento del empleo. En concreto, el aumento interanual de la afiliación a la Seguridad Social, calculado con datos medios, se desaceleró en tres décimas en los tres meses finales del pasado ejercicio, hasta situarse en el 2,6%. Además, la contratación registrada en el INEM aceleró en el cuarto trimestre su ritmo de caída, mostrando una tasa interanual del -2,1% (frente al descenso del 0,7% del trimestre precedente). Finalmente, la información de la EPA correspondiente al último trimestre de 2007 refleja una desaceleración del ritmo de creación de empleo —de siete décimas, hasta el 2,4%—.

En cuanto a la desagregación por ramas productivas de los datos de la CNTR referidos al tercer trimestre, cabe destacar la intensidad de la desaceleración del empleo en la construcción, cuya tasa interanual se vio recortada hasta el 5,5%, casi 2 pp menos que al finalizar la primera mitad del año. No obstante, esta rama continuaba siendo la que presentaba un ritmo de generación de empleo más elevado. En los servicios, el número de ocupados creció, al igual que en el segundo trimestre, un 3,2% en las ramas de mercado, mientras que se aceleró en tres décimas, hasta el 4,9%, en las ramas no destinadas a la venta. Finalmente, en la industria y la agricultura el empleo experimentó, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento interanual negativo. A tenor de los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, el menor dinamismo de la actividad en ese período originó una desaceleración del empleo, que revistió una mayor intensidad en el caso de la construcción. Así, según las cifras de la EPA, la ocupación en esta rama se desaceleró en 2,2 pp en el último trimestre de 2007, hasta el 2,7%. En los servicios, la desaceleración fue más atenuada, de siete décimas, hasta el 3,5%, como consecuencia, esencialmente, de la evolución de los servicios de no mercado, ya que los de mercado mantuvieron un vigor notable (5%). Asimismo, los datos de la EPA confirman la pauta de caídas moderadas del empleo en la industria que se viene observando a lo largo de este año (-1,2% en el cuarto trimestre). Por último, en la agricultura la ocupación registró una pequeña mejoría, aunque continuó descendiendo en términos interanuales, hasta situarse en el -1,7%. En conjunto, el empleo en la economía de mercado avanzó a una tasa del 2,8% durante el cuarto trimestre, mostrando una pauta de desaceleración ligeramente menos acusada que la observada en el conjunto de la economía.

En el tercer trimestre del año, según la CNTR, el empleo asalariado mantuvo un dinamismo mayor que el empleo por cuenta propia. En concreto, en ese período el crecimiento del empleo asalariado fue del 3,4% en el total de la economía y del 3% en la economía de mercado, mientras que el aumento de los trabajadores no asalariados ascendió al 0,5%. De acuerdo con las estadísticas de afiliaciones a la Seguridad Social correspondientes al cuarto trimestre, en este último período se mantuvo la mayor intensidad de creación de empleo asalariado (2,6%) frente al no asalariado (1,6%), si bien las afiliaciones de asalariados han tendido a desacelerarse, observándose la tendencia opuesta en el caso de los afiliados por cuenta propia. Los datos de la EPA del cuarto trimestre muestran, sin embargo, una pérdida de dinamismo también en el caso de los no asalariados.

De los datos de la EPA del cuarto trimestre se desprende que, si bien la desaceleración del empleo afectó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, estos últimos mantuvieron ritmos de crecimiento muy superiores. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo un elevado impulso durante el cuarto trimestre de 2007, con una tasa de crecimiento interanual del 7%, que, no obstante, es tres décimas inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -6,3%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 30,9%, tasa que es casi 3 pp inferior a la observada un año antes. Esta comparación interanual refleja aún parcialmente los efectos del proceso de bonificación de las conversiones de contratos temporales en indefinidos que tuvo lugar en la segunda mitad de 2006. Por último, por lo que se refiere a la duración de la jornada laboral, la contratación a tiempo parcial se ralentizó en menor medida que la correspondiente a tiempo completo, dando lugar a un incremento de cinco décimas en la ratio de parcialidad, hasta el 11,6%.

El ritmo de avance interanual de la población activa se situó en el 2,7%, tres décimas menos que en el tercer trimestre, pero similar al de la primera mitad del año. Por su parte, la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar y la tasa de actividad se mantuvieron en el 1,8% y

el 59,1%, respectivamente. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la tasa de actividad de las mujeres contrarrestó la disminución de la correspondiente a los hombres, hasta situarse, respectivamente, en el 49,4% y el 69,2%.

Finalmente, la desaceleración del empleo se tradujo en un crecimiento de 135.700 personas en el número de desempleados en el cuarto trimestre. Este incremento supone una aceleración de la tasa de variación anual del número de parados hasta el 6,5%, que situó la tasa de paro en el 8,6%, seis décimas por encima del trimestre anterior. El paro registrado también mostró una evolución desfavorable en los meses finales del año, acelerándose las tasas positivas de aumento interanual observadas desde los meses estivales hasta el 3,9% en el promedio del cuarto trimestre y el 5,3% en diciembre.

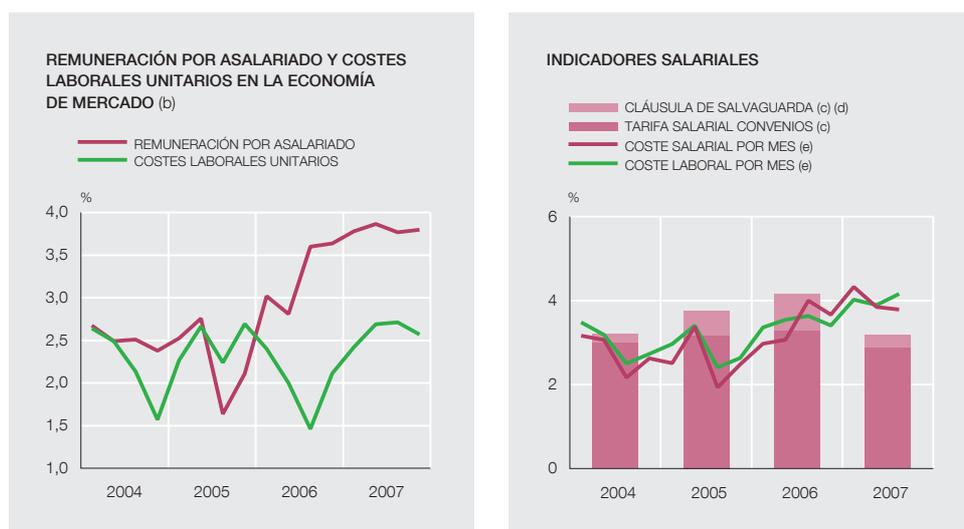
4.3 Costes y precios

En el tercer trimestre de 2007, la remuneración por asalariado del total de la economía mantuvo el ritmo de crecimiento interanual del 3,7% alcanzado en el trimestre precedente, tras la revisión al alza de los datos de esta variable correspondientes a la primera mitad del año (véase gráfico 20). En la economía de mercado, el avance de la compensación por asalariado fue del 3,8%, descendiendo en una décima con respecto al segundo trimestre. Por ramas de actividad, destacan el perfil creciente en los servicios, donde esta variable repuntó en seis décimas, hasta el 3,5%, y la moderación de 1,3 pp en la construcción, que situó su tasa interanual también en el 3,5%. La información disponible para el trimestre final del año indica que el ritmo de aumento de la remuneración por asalariado se habría mantenido estable en tasas similares a las observadas en los tres primeros trimestres. Los convenios colectivos registrados hasta finales de diciembre, que afectan casi al 78% de los trabajadores, recogen alzas de las tarifas salariales pactadas del 2,9%, inferiores en casi cuatro décimas al incremento acordado el año anterior. Esta desaceleración de los aumentos salariales se extendió a todas las ramas, con la excepción de la construcción. El impacto estimado de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2006, que afectan a más del 69% de los trabajadores con convenio registrado en el transcurso de 2007, es de 0,3 pp, cifra inferior en seis décimas a la del ejercicio anterior.

En la economía de mercado, la evolución descrita de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, junto con una ligera recuperación de la productividad, podría haber dado lugar a una pequeña ralentización de los costes laborales unitarios en el cuarto trimestre de 2007 (véase gráfico 21). Por otro lado, se estima que el deflactor del valor añadido bruto de la economía de mercado podría haber experimentado una aceleración adicional en los meses finales del año, que resultaría atribuible a su comportamiento en las ramas energética y agrícola.

Se estima que el deflactor de la demanda final repuntó en el cuarto trimestre de 2007 hasta el 3,2%, interrumpiendo así la senda de desaceleración iniciada en el segundo semestre de 2006. Ello habría sido el resultado de la intensificación del ritmo de avance del deflactor de las importaciones (de más de 2 pp, hasta el 3,6%), como consecuencia del repunte de los precios del petróleo en los mercados internacionales, cuyo efecto habría predominado sobre el abaratamiento de los precios de los productos importados derivado de la apreciación del euro. Por su parte, el crecimiento interanual del deflactor del PIB podría haber aumentado hasta el 3,1%.

En el cuarto trimestre de 2007 se ha visto truncado el perfil primeramente descendente y, más tarde, estable que los distintos indicadores de precios habían venido exhibiendo desde el segundo semestre de 2006 (véase gráfico 22). Así, la tasa interanual de avance del IPC repuntó en el trimestre final del pasado ejercicio en 1,6 pp, hasta situarse en el 4% en media

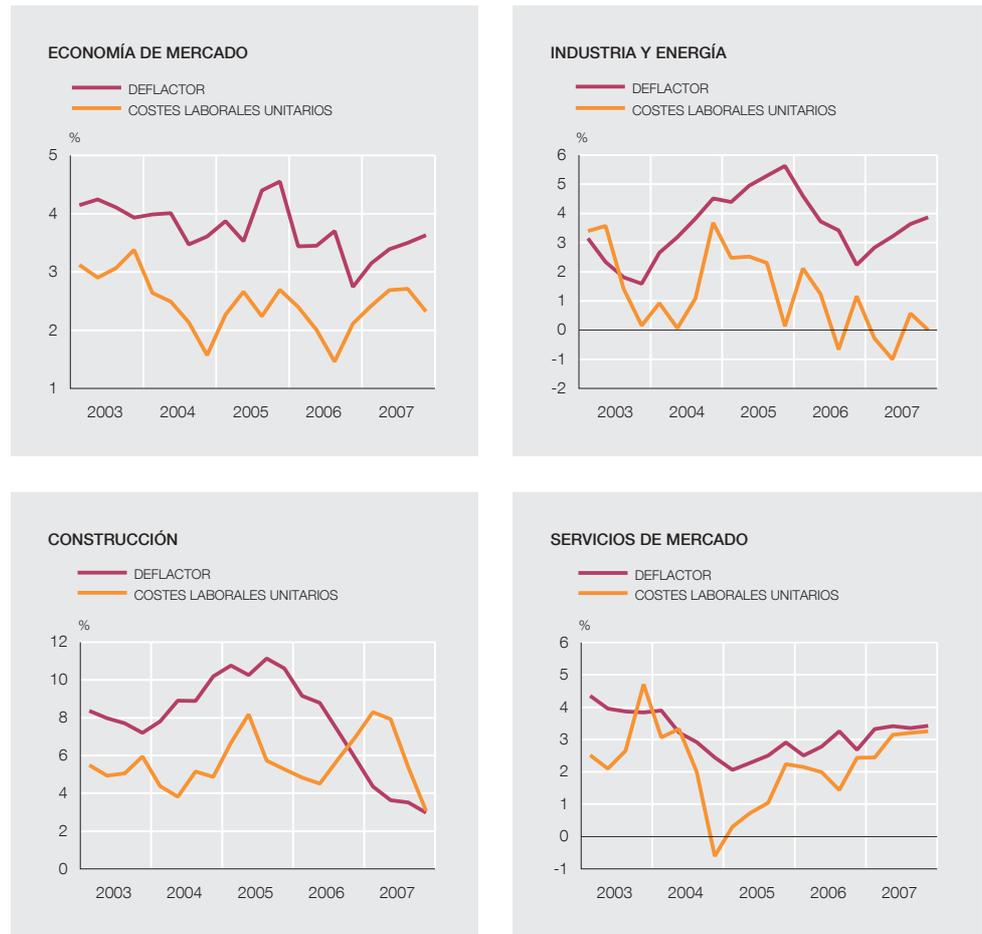


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
 b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
 c. Información de convenios colectivos hasta septiembre de 2007.
 d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 e. ETCL.

trimestral. El año se cerró en el nivel del 4,2%, que es el más elevado desde el comienzo de 2006. Esta aceleración de los precios se debe prácticamente en su totalidad al comportamiento de los componentes de bienes energéticos y de alimentos elaborados. En particular, la tasa de variación interanual de los productos energéticos se incrementó, en el trimestre final de 2007, hasta el 9,7%, frente a la caída del 0,4% del período julio-septiembre. Junto con la desaparición del efecto base sobre la tasa interanual derivado de las caídas experimentadas un año antes, esta evolución se explica por la intensificación, a lo largo del trimestre, del proceso de encarecimiento del petróleo, que ha repercutido en fuertes aumentos de los precios de los carburantes y lubricantes, de otros combustibles y, con retraso, también del gas. La aceleración del componente energético del IPC habría sido aún mayor de no haber sido compensado parcialmente el aumento del precio en dólares del crudo en los mercados internacionales por la apreciación del euro frente a la moneda norteamericana, que fue del 12,3% en términos medios trimestrales. En los primeros días del mes de enero prosiguió el encarecimiento de esta materia prima, hasta alcanzar nuevos niveles máximos históricos, tendencia que se ha revertido con posterioridad.

Por lo que respecta a los alimentos elaborados, su tasa media de crecimiento interanual alcanzó el 6,8% en el último trimestre de 2007, casi 4 pp más que en el tercero, debido, en gran medida, a la fuerte subida de los precios en origen de la leche y los cereales, que se ha trasladado posteriormente a los precios finales de consumo de esos bienes y de sus derivados. La evolución de los restantes componentes del IPC ejerció un impacto mucho menor sobre la evolución del índice general. Los precios de los alimentos no elaborados —el componente más inflacionista en los trimestres anteriores— se aceleraron en seis décimas, hasta el 4,8%, fundamentalmente como consecuencia del encarecimiento de los huevos y de algunas carnes. Por el contrario, en los meses finales del año se intensificó la desaceleración del precio de los automóviles y de los productos de electrónica e informática, lo que permitió que la inflación del conjunto de bienes industriales no energéticos mejorara en dos décimas, hasta el 0,3%. Finalmente, el ritmo de crecimiento de los precios de los servicios permaneció estabilizado en el 3,8%. Ello fue el resultado de la aceleración de los precios en bares, restaurantes



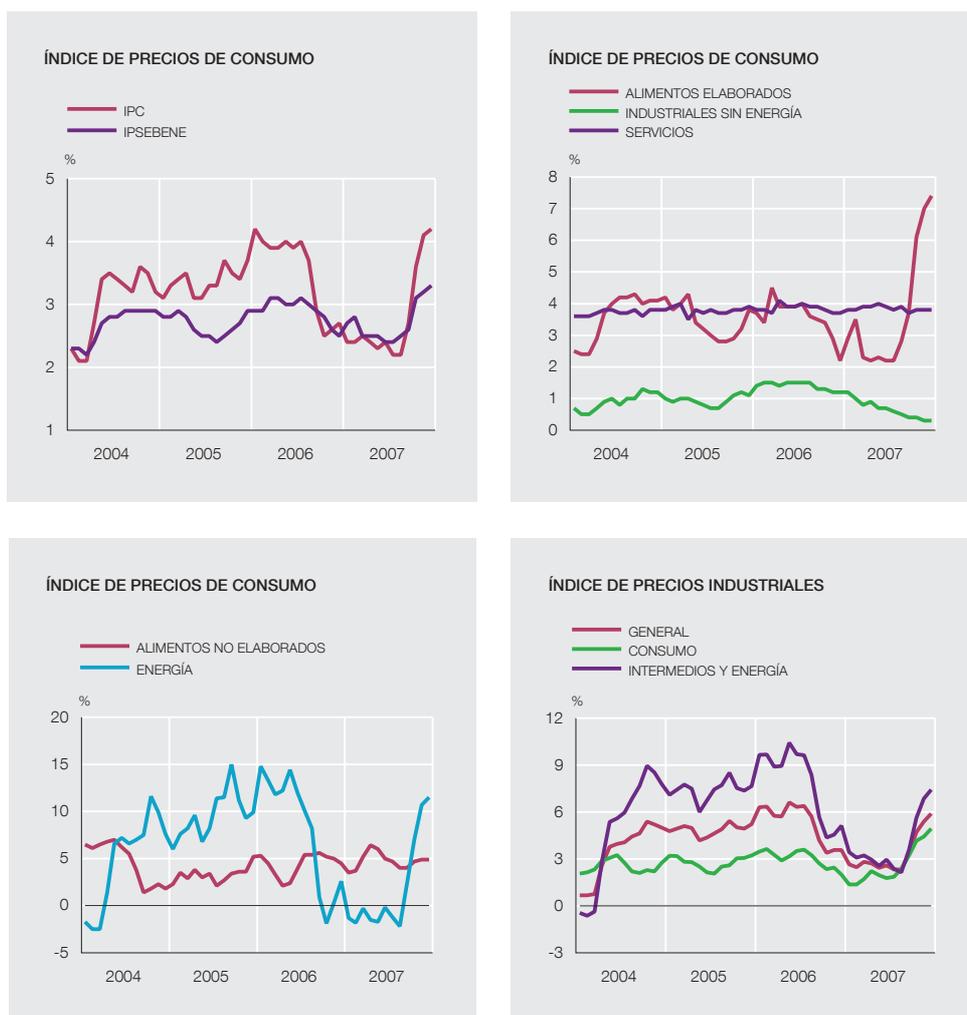
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

y cafeterías, que fue compensada por el descenso de los precios de los viajes organizados y de los hoteles y otros alojamientos.

Al igual que en el caso del IPC, la inflación española medida por el IAPC experimentó un avance de 1,6 pp en el cuarto trimestre de 2007, hasta situarse, en promedio, en el 4%. En el conjunto de la UEM, el repunte fue solo de un punto porcentual (hasta el 2,9%). En consecuencia, el diferencial entre la inflación de nuestro país y la de la zona del euro se acrecentó hasta 1,1 pp, nivel similar al promedio observado desde el inicio de la UEM. Este ensanchamiento del diferencial se explica por el comportamiento más inflacionista de los alimentos elaborados y de los productos energéticos en España, junto con la ponderación comparativamente mayor de estos grupos de bienes dentro de la cesta de consumo de nuestro país. Por el contrario, en el caso de los bienes industriales no energéticos se produjo una estabilización del ritmo de crecimiento de sus precios en la zona del euro, frente a la ralentización en nuestro país, lo que contribuyó a acrecentar en dos décimas el diferencial negativo en este grupo de bienes. Por último, los diferenciales de precios de los servicios y de los alimentos no elaborados experimentaron modificaciones de escasa magnitud, permaneciendo estabilizados en cotas elevadas.

El índice de precios industriales (IPRI) experimentó una aceleración en el cuarto trimestre, situándose su tasa de crecimiento interanual en diciembre en el 5,9%, 2,5 pp por encima de la



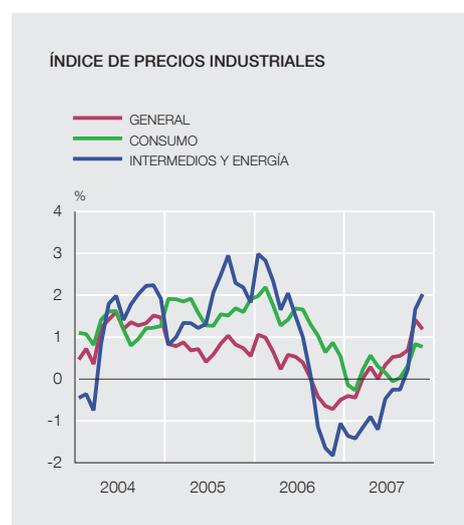
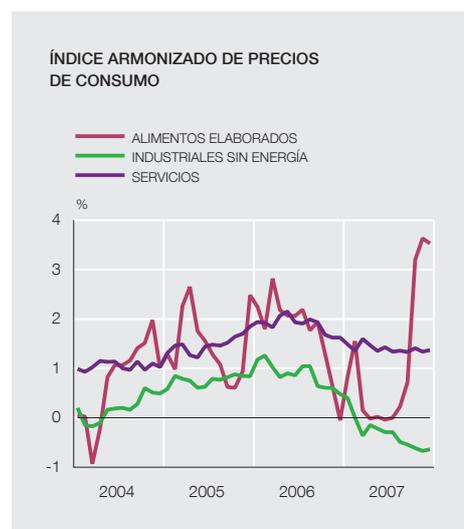
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

cifra con que cerró el tercer trimestre. Esta trayectoria ascendente se debe, sobre todo, al fuerte incremento del dinamismo de los precios de producción de los bienes energéticos, aunque también se produjo un repunte significativo del componente de bienes de consumo no duradero, vinculado al intenso aumento de los precios de la industria alimentaria. En noviembre, el diferencial entre las tasas de crecimiento de los precios industriales en España y en el conjunto de la UEM se amplió en 0,6 pp con respecto al tercer trimestre, hasta situarse en 1,2 pp. La evolución de los distintos componentes de los precios industriales de exportación e importación en noviembre fue similar a la descrita para el conjunto de precios industriales. Así, el pequeño repunte del índice general de los precios industriales en ambas vertientes del comercio exterior se explicó por la fuerte aceleración del componente de bienes energéticos y por el modesto aumento del de bienes de consumo no duradero. El resto de componentes tendió a registrar, como consecuencia de la apreciación del euro, ralentizaciones reducidas de sus tasas de crecimiento hasta valores nulos o incluso negativos.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la novena Actualización del Programa de Estabilidad (APE) a finales del pasado mes de diciembre de 2007, con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2007-2010. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

mantenido el crecimiento del PIB real estimado para el año 2007 en el 3,8%, y ha revisado a la baja la previsión de crecimiento para 2008 hasta un 3,1%, frente al 3,3% previsto anteriormente. Asimismo, se han revisado los saldos de las cuentas públicas, en especial para el año 2007, anticipándose ahora un superávit en el sector Administraciones Públicas del 1,8% del PIB, que se espera se reduzca hasta el 1,2% del PIB en 2008. En los años siguientes, en un contexto de estabilización del crecimiento de la economía en tasas ligeramente por encima del 3%, se prevé que el superávit de las Administraciones Públicas se mantenga en el 1,2% del PIB. Por subsectores, el superávit del año 2007 vendrá determinado principalmente por el de la Seguridad Social, para la que se espera un superávit del 1,1% del PIB y, en menor medida, por la Administración Central, con un superávit del 0,8% del PIB. Por contra, se anticipa que las Comunidades Autónomas cerrarán con un déficit del 0,1% del PIB, mientras que las Corporaciones Locales lo harán en equilibrio. La reducción en el superávit que se proyecta para el sector en el año 2008 se debe a los subsectores de la Administración Central, cuyo superávit se reducirá a la mitad, y de la Seguridad Social, con un superávit del 0,8% del PIB, mientras las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales registrarán equilibrio presupuestario (véase recuadro 4).

La configuración del Estado de las Autonomías ha supuesto un proceso de descentralización de las competencias presupuestarias hacia las Comunidades Autónomas (CCAA) que ha llevado a estas administraciones a gestionar una parte importante de los ingresos y gastos del conjunto de Administraciones Públicas. Así, puede destacarse que en 2006 ingresaron el 44% de los impuestos indirectos y el 21% de los indirectos, mientras que dispusieron del 59% de los gastos de personal o del 38% de la inversión.

Estos volúmenes subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de las variables fiscales y, en particular, la importancia de estas administraciones para garantizar el objetivo de mantener unas finanzas públicas saneadas y el cumplimiento de las Leyes de Estabilidad Presupuestaria, que en su versión reformada entran en vigor en 2008. En este sentido, el 11 de julio de 2007 el Consejo de Política Fiscal y Financiera aprobó el reparto del objetivo de estabilidad presupuestaria¹ de las CCAA para el trienio 2008-2010, según el cual se estableció un objetivo individualizado de superávit del 0,25% del PIB que podrá ser disminuido, asimismo, en un 0,25% del PIB, para obtener un cierre equilibrado de las cuentas, si el gasto que ocasione esta disminución se dedica a la realización de inversiones productivas. Este último objetivo de equilibrio en las cuentas de las CCAA ha sido recogido en la Actualización del Programa de Estabilidad 2007-2010

1. Recuérdese que el objetivo se establece en términos de Contabilidad Nacional.

presentado recientemente por el Gobierno y supondría una pequeña mejora frente a la última previsión oficial de déficit, de una décima de PIB, para el conjunto de las CCAA en 2007.

En este contexto, las Comunidades Autónomas presentaron en la última parte del año 2007 sus proyectos de presupuestos para 2008. Las principales cifras presupuestarias derivadas de estos proyectos muestran que el conjunto de las CCAA² prevé un ligero empeoramiento del saldo agregado cuando se compara con el presupuesto inicial de 2007 (véase cuadro adjunto). Esto es el resultado de una previsión de crecimiento de los ingresos algo por debajo de la de los gastos. En todo caso, y al igual que en los últimos años, ambas partidas muestran elevadas tasas de variación, por encima del crecimiento del PIB nominal observado o previsto.

Antes de comentar los diferentes capítulos, hay que recordar que la comparación se efectúa entre presupuestos iniciales y, por tanto, las previsiones para el 2008 ya tienen en cuenta la evolución de los ingresos y gastos durante el año 2007. Así, los presupuestos de las CCAA prevén un mantenimiento del dinamismo de los impuestos directos, que se debe, sobre todo, al elevado crecimiento del IRPF en el año 2007. En el caso de los impuestos indirectos, por el contrario, la tasa de crecimiento presupuestada por las CCAA muestra una desaceleración significativa, lo que podría deberse a que el Impuesto sobre

2. No se toman en consideración las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Comunidades Autónomas							Estado
	Millones de euros				Tasas de variación			
	2005	2006	2007	2008	06/05	07/06	08/07	
INGRESOS NO FINANCIEROS	126.475	140.662	154.770	168.117	11,2	10,0	8,6	8,3
Ingresos corrientes	118.147	132.093	145.978	158.584	11,8	10,5	8,6	7,8
– Impuestos directos	21.590	24.396	27.215	32.153	13,0	11,6	18,1	8,1
– Impuestos indirectos	42.753	47.765	54.692	56.192	11,7	14,5	2,7	5,2
– Tasas, precios y otros ingresos	3.723	3.852	4.220	4.430	3,5	9,6	5,0	11,8
– Transferencias corrientes	49.655	55.671	59.454	65.250	12,1	6,8	9,7	4,4
– Ingresos patrimoniales	425	409	396	560	-3,7	-3,1	41,2	70,4
Ingresos de capital	8.328	8.569	8.792	9.532	2,9	2,6	8,4	49,7
– Enajenación de inversiones reales	651	678	717	626	4,2	5,7	-12,6	15,2
– Transferencias de capital	7.677	7.891	8.075	8.906	2,8	2,3	10,3	52,1
PAGOS NO FINANCIEROS	127.882	141.540	154.891	168.469	10,7	9,4	8,8	6,6
Pagos corrientes	103.301	113.951	124.830	135.907	10,3	9,5	8,9	7,0
– Gastos de personal	40.300	43.576	47.442	52.068	8,1	8,9	9,8	7,1
– Gastos corrientes en bienes y servicios	19.490	22.047	24.834	27.525	13,1	12,6	10,8	3,8
– Gastos financieros	2.171	2.269	2.376	2.486	4,5	4,7	4,6	4,3
– Transferencias corrientes	41.289	45.910	50.021	53.654	11,2	9,0	7,3	7,8
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	51	150	157	175	194,4	4,6	11,7	2,4
Pagos de capital	24.582	27.589	30.061	32.562	12,2	9,0	8,3	4,1
– Inversiones reales	12.563	13.787	15.337	16.381	9,7	11,2	6,8	6,3
– Transferencias de capital	12.019	13.802	14.724	16.181	14,8	6,7	9,9	1,7
SALDO NO FINANCIERO	-1.408	-879	-120	-353	...	...	...	...

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

Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados, que se encuentra totalmente cedido a las CCAA, tiene un peso considerable en estas administraciones y su recaudación se ha visto reducido en 2007 según la información de que se dispone hasta el momento (con una caída del 5,4% entre enero y septiembre de 2007 con respecto al mismo período del año anterior). Adicionalmente, la desaceleración de los impuestos indirectos refleja la moderada evolución que ha seguido el IVA en 2007 con respecto al presupuesto inicial. En su conjunto, los impuestos indirectos presupuestados por las CCAA parecen reflejar, en mayor medida que el Estado, el impacto sobre la recaudación de la desaceleración del mercado inmobiliario, dado el también mayor peso en sus cuentas de los impuestos asociados a estas transacciones. Respecto al resto de los ingresos, cabe mencionar, por el volumen que representa, la aceleración que se presupuesta en el capítulo de los ingresos por transferencias corrientes, hasta una tasa en línea con la presupuestada por el Estado para las transferencias a las CCAA.

En relación con las distintas partidas de gasto, la tasa de crecimiento presupuestada para los gastos de personal (un 9,8%) es superior a la del Estado, confirmando la pauta observada en los últimos años, que se justificaría solo en parte por los sucesivos traspasos de competencias. En el caso de los gastos de compras y de transferencias corrientes, que en las CCAA se encuentran muy ligados a las competencias de sanidad y educación, se han presupuestado, como en años anteriores, crecimientos elevados. Por el contrario, los pagos de intereses crecen moderadamente, manteniéndose como el único capítulo que se presupuesta tradicionalmente con tasas por debajo del PIB nominal. Finalmente, los gastos de capital muestran, asimismo, un incremento superior al del Presupuesto del Estado, aunque desacelerándose con respecto al presupuesto para 2007. Además, en las CCAA el mayor avance de estos pagos se centra en las transferencias de capital (con un crecimiento del 9,9%, frente al aumento del 6,8% en las inversiones), mientras que en el Estado estos pagos presentan un ligero crecimiento.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2007, el Estado registró un superávit del 2,8% del PIB, notablemente superior al superávit del 2,3% del PIB que se había obtenido un año antes (véase cuadro 3). A pesar de que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce una reducción sustancial del superávit alcanzado hasta el mes anterior, el resultado obtenido hasta noviembre sugiere que el superávit al cierre del ejercicio para la Administración Central puede ser superior al avanzado.

Por otra parte, según el criterio de caja, las cuentas del Estado registraron un superávit de 24.104 millones de euros hasta noviembre, frente al superávit de 17.070 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (CNE y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado crecieron notablemente por encima de lo previsto en el Avance de Liquidación del Presupuesto, mientras que el crecimiento de los pagos resultó inferior al previsto en el Avance. Los mayores ingresos se deben principalmente a los impuestos directos y, en menor medida, a los otros ingresos. Por su parte, con la excepción de las compras de bienes y servicios, los pagos experimentaron una cierta contención en todos los capítulos, en comparación con las cifras previstas en el Avance de Liquidación.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 3 solo se recogen las cifras del Estado. De acuerdo con esta información, los ingresos se moderaron de manera generalizada en estos últimos meses, aun cuando siguen manteniendo un elevado dinamismo. En particular, destaca el vigor mostrado por los impuestos directos, cuyas figuras muestran tasas de crecimiento muy superiores a las reflejadas en el Avance de Liquidación. En el caso del IRPF, a pesar de la reforma fiscal introducida a prin-

	m€ y %								
	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Avance de liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2007/2006	Liquidación			
						2006 ENE-NOV	2007 ENE-NOV	Variación porcentual	
1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6		
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	141.846	10,1	151.329	6,7	11,9	132.362	148.407	12,1	
Impuestos directos	81.130	14,8	87.716	8,1	20,1	75.132	89.798	19,5	
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	43.000	3,7	10,4	39.156	46.237	18,1	
<i>Sociedades</i>	37.207	14,5	41.842	12,5	31,8	33.710	40.540	20,3	
Otros (a)	2.472	11,5	2.874	16,3	39,4	2.266	3.020	33,3	
Impuestos indirectos	48.328	8,3	49.739	2,9	-1,6	46.719	46.396	-0,7	
<i>IVA</i>	35.424	10,7	35.491	0,2	-7,6	34.944	32.924	-5,8	
<i>Especiales</i>	9.895	1,0	11.015	11,3	18,4	9.012	10.518	16,7	
Otros (b)	3.009	7,0	3.233	7,5	7,0	2.763	2.954	6,9	
Otros ingresos	12.388	-8,2	13.874	12,0	16,8	10.511	12.214	16,2	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	130.375	6,2	143.843	10,3	9,3	115.292	124.304	7,8	
Personal	22.209	7,4	23.859	7,4	6,4	19.293	20.455	6,0	
Compras	3.799	12,1	4.319	13,7	16,8	3.045	3.511	15,3	
Intereses	15.619	-12,4	14.607	-6,5	-7,3	15.470	14.326	-7,4	
Transferencias corrientes	72.225	11,9	79.560	10,2	11,8	64.779	70.681	9,1	
Fondos de contingencia y otros imprevistos	...	...	...	...	...	...	...	...
Inversiones reales	9.037	0,7	11.357	25,7	15,5	7.228	7.937	9,8	
Transferencias de capital	7.487	2,0	10.141	35,4	26,8	5.477	7.394	35,0	
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	11.471	...	7.486	...	...	17.070	24.104	...
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL									
Recursos no financieros	147.201	13,1	156.377	6,2	10,8	136.331	151.812	11,4	
Empleos no financieros	142.422	10,8	154.276	8,3	9,7	116.661	125.977	8,0	
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN									
	4.779	...	2.101	...	...	19.670	25.835	...
En porcentajes del PIB	0,5		0,2			2,3	2,8		

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye los impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

cipios de 2007, la recaudación registró un crecimiento del 16,4%, sustentado por la fortaleza de las retenciones del trabajo, las retenciones sobre el capital mobiliario y sobre ganancias en fondos de inversión. Por su parte, el ritmo de crecimiento del Impuesto sobre Sociedades se desaceleró tras el pago a cuenta de octubre, hasta el 20,3%, cifra que, en todo caso, refleja la buena evolución de los beneficios empresariales y que se sitúa muy por encima de la previsión del Avance para el conjunto del año. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó dando muestras de debilidad, aumentando un 1,2%, mientras que los impuestos especiales se moderaron hasta el 6,7%, por encima de la previsión del Avance para el conjunto del año, impulsados en gran medida por la evolución del Impuesto sobre Hidrocarburos y de las Labores del Tabaco. Finalmente, el incremento de las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos se atenuó ligeramente, hasta registrar un 16,2% hasta noviembre.

Por su parte, la ralentización de los pagos del Estado en los últimos meses tuvo un carácter general, con la única excepción de las transferencias de capital. Por su magnitud, conviene resaltar la moderación experimentada por las transferencias corrientes y los gastos de perso-

nal. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable fue la acusada pérdida de dinamismo de las inversiones reales, creciendo a un ritmo del 9,8% hasta noviembre.

En el recuadro 5 se recogen los principales aspectos de la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social hasta octubre.

4.5 Balanza de Pagos y cuenta de capital

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) ascendió, en los diez primeros meses de 2007, a 81.911 millones de euros, lo que supone un aumento interanual del 21,3% en comparación con el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 19,8% en este período, hasta situarse en 85.259 millones de euros. Aunque más moderado que en los ejercicios precedentes, el ritmo de ampliación del desequilibrio exterior de la economía española continuó siendo elevado, apreciándose, tras la intensificación registrada en el período estival, una desaceleración paulatina en los meses posteriores. Los saldos de los principales componentes de la cuenta corriente se deterioraron en los diez primeros meses de 2007, a excepción del superávit de servicios, que experimentó una moderada mejora, como resultado del avance del superávit de turismo y de la corrección parcial del déficit del resto de servicios, mientras que el saldo negativo de rentas se incrementó sustancialmente. Por su parte, el superávit por operaciones de capital acumuló un descenso del 7,1%, con lo que se situó en 3.348 millones de euros.

Entre los meses de enero y octubre del ejercicio actual, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.743 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 71.346 millones de euros, con lo que el aumento acumulado en los diez primeros meses del año se situó en el 7,1%. Esta tasa contrasta con la tónica de mayor deterioro que había venido caracterizando los últimos ejercicios. La mejora que experimentó la relación real de intercambio permitió que, en términos nominales, las exportaciones aumentaran en los primeros diez meses del año a un ritmo análogo al de las importaciones (7,5% y 7,4%, respectivamente). En el conjunto de ese período se produjo un descenso de la factura energética, en un contexto de apreciación del euro frente al dólar y de aumentos reducidos de los precios del crudo en la moneda norteamericana en los mercados internacionales (hasta la etapa más reciente, en que se intensificaron notablemente). Sin embargo, el desequilibrio del comercio no energético se incrementó, tanto en términos nominales como reales.

En los diez primeros meses de 2007, la balanza de servicios arrojó un superávit de 20.839 millones de euros, un 3,3% más que en el mismo período de 2006. Esta ampliación se explica tanto por la ligera mejora —en un 1,3%— del superávit turístico como por el retroceso del 8% del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos han mostrado en meses recientes un comportamiento algo más expansivo que a lo largo de la primavera y al principio del período estival. No obstante, su dinamismo sigue siendo moderado. En concreto, el avance acumulado hasta octubre fue del 3,3%, 2,5 pp por debajo del ritmo de aumento observado en el mismo período de 2006, lo que podría explicarse por la apreciación del euro en términos efectivos nominales y por la mayor presión ejercida por destinos competidores de España en el Mediterráneo oriental. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 8% en el período enero-octubre, lo que supone una desaceleración de 1,5 pp en comparación con los diez primeros meses del año anterior, comportamiento que resulta coherente con la ralentización gradual del conjunto del gasto de los hogares. La corrección del déficit del resto de servicios tuvo lugar en un contexto de elevado dinamismo tanto de los ingresos como de los pagos, que en el período enero-octubre crecieron, respectivamente, a tasas del 18,4% y del 15,4% en términos acumulados.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 17.482 millones de euros hasta octubre de 2007, superior en 2.120 millones de euros (un 13,8%) al registrado en el mismo período del año precedente (véase cuadro adjunto). Estos datos de ejecución suponen, sin embargo, una evolución menos favorable que los registrados hasta julio, dado que los ingresos no financieros moderaron su dinamismo hasta un 8,2% de incremento en octubre, mientras que los pagos mantuvieron un crecimiento prácticamente estable en el entorno del 7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales han registrado crecimientos superiores al 7% en los últimos meses, si bien se observa una cierta moderación que refleja la desaceleración observada en el número de afiliados a la Seguridad Social a lo largo de 2007, que finalizó con un crecimiento del 2,3%, un punto por debajo de la tasa registrada a finales del año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas mantuvo su crecimiento en el 6,5% hasta octubre, por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. El crecimiento del número de pensiones contributivas se mantuvo prácticamente estable en la se-

gunda mitad del año, en torno al 1,3%. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal ha intensificado su ritmo de crecimiento hasta el 5,4% en octubre, tasa que se sitúa también por debajo de lo presupuestado.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal, cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,4% hasta agosto, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 11,1% en el mismo período.

Finalmente, el gasto destinado a prestaciones por desempleo aumentó un 7,4% hasta noviembre (similar al incremento del 7,6% registrado en promedio para el conjunto del año 2006), mientras que el número de beneficiarios creció un 13% hasta octubre (frente al 3% de crecimiento en el promedio de 2006). Asimismo, el aumento del paro registrado continuó acelerándose, ascendiendo hasta un 4,4% en noviembre, en marcado contraste con la caída del 1,9% registrada en promedio para el año anterior. Dicha evolución dio lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 69% en octubre de 2007, frente al nivel del 66,6% con que terminó 2006.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

me y %

	Liquidación Presupuesto			ENE-JUL		Liquidación ENE-OCT		
	2006	2007	% variación	% variación	2006	2007	% variación	
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5	
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	103.987	106.142	2,1	9,0	85.992	93.003	8,2	
1.1 Cotizaciones sociales	96.522	97.942	1,5	7,5	80.017	85.898	7,3	
1.2 Transferencias corrientes	5.313	5.963	12,2	13,0	4.403	5.042	14,5	
1.3 Otros	2.152	2.237	3,9	82,8	1.572	2.063	31,3	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.646	98.390	8,5	7,0	70.630	75.522	6,9	
2.1 Personal	2.169	2.253	3,9	0,8	1.730	1.738	0,5	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.859	1.807	-2,8	0,4	1.381	1.408	2,0	
2.3 Transferencias corrientes	86.095	93.743	8,9	6,8	67.285	71.726	6,6	
<i>Pensiones contributivas</i>	73.725	80.099	8,6	6,5	57.511	61.221	6,5	
<i>Incapacidad temporal</i>	6.850	7.313	6,7	3,8	5.338	5.628	5,4	
<i>Resto</i>	5.519	6.331	14,7	13,9	4.436	4.877	9,9	
2.4 Otros	523	588	12,5	172,7	234	650	177,3	
3 SALDO NO FINANCIERO	13.342	7.752	-41,9	20,1	15.362	17.482	13,8	

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta octubre de 2007.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

Millones de euros

		ENERO-OCTUBRE	
		2006	2007
INGRESOS	Cuenta corriente	254.850	282.131
	<i>Mercancías</i>	142.368	153.080
	<i>Servicios</i>	71.471	79.232
	— Turismo	35.811	37.006
	— Otros servicios	35.660	42.226
	<i>Rentas</i>	29.100	37.018
	<i>Transferencias corrientes</i>	11.911	12.801
	Cuenta de capital	4.840	4.701
	Cuentas corriente + capital	259.690	286.832
	PAGOS	Cuenta corriente	325.992	367.390
<i>Mercancías</i>		208.971	224.426
<i>Servicios</i>		51.306	58.393
— Turismo		11.096	11.980
— Otros servicios		40.210	46.414
<i>Rentas</i>		47.690	62.952
<i>Transferencias corrientes</i>		18.025	21.618
Cuenta de capital		1.237	1.352
Cuentas corriente + capital		327.229	368.742
SALDOS		Cuenta corriente	-71.142	-85.259
	<i>Mercancías</i>	-66.603	-71.346
	<i>Servicios</i>	20.165	20.839
	— Turismo	24.715	25.027
	— Otros servicios	-4.550	-4.188
	<i>Rentas</i>	-18.590	-25.935
	<i>Transferencias corrientes</i>	-6.114	-8.818
	Cuenta de capital	3.603	3.348
	Cuentas corriente + capital	-67.539	-81.911

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una fuerte ampliación en el conjunto de los diez primeros meses de 2007, hasta situarse en 25.935 millones de euros, lo que supone un deterioro del 39,5% en relación con idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como, particularmente, los pagos mostraron un comportamiento expansivo en el conjunto de los diez primeros meses de 2007, con tasas de crecimiento interanual del 27,2% y del 32%, respectivamente. La evolución del saldo obedece al alza de los tipos de interés —especialmente marcada en el caso de los de corto plazo—, así como a la creciente posición deudora neta de la economía española, como resultado de las necesidades de financiación de los últimos años. Por sectores institucionales, el aumento del déficit se debió, sobre todo, al incremento del saldo negativo de las rentas de inversión de los otros sectores residentes y, en menor medida, de las instituciones financieras, en tanto que el déficit de las AAPP aumentó de forma mucho más modesta.

En los diez primeros meses del año 2007, el saldo deficitario de la balanza de transferencias corrientes se acrecentó en un 44,2%, hasta alcanzar 8.818 millones de euros. Los ingresos se incrementaron a un ritmo interanual del 7,5%, gracias a la favorable evolución de los flujos comunitarios en concepto de Fondo Social Europeo y de las otras transferencias recibidas por el sector privado, particularmente las correspondientes a impuestos y donaciones. El dinamis-

mo de los pagos —con una tasa de crecimiento del 19,9%— superó al de los ingresos, lo que reflejó el significativo avance que experimentaron tanto los efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando, en ambos casos, los correspondientes a impuestos y donaciones. Asimismo, los pagos por remesas de emigrantes continuaron aumentando notablemente (25,3%).

Por último, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en los diez primeros meses del año respecto al mismo período del año anterior, como consecuencia de la reducción de los ingresos y el avance de los pagos. El empeoramiento de los ingresos vino explicado, sobre todo, por el fuerte descenso de los percibidos por las AAPP en concepto de condonaciones y, en menor medida, del Fondo de Cohesión, que no pudo ser compensado por la expansión de los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

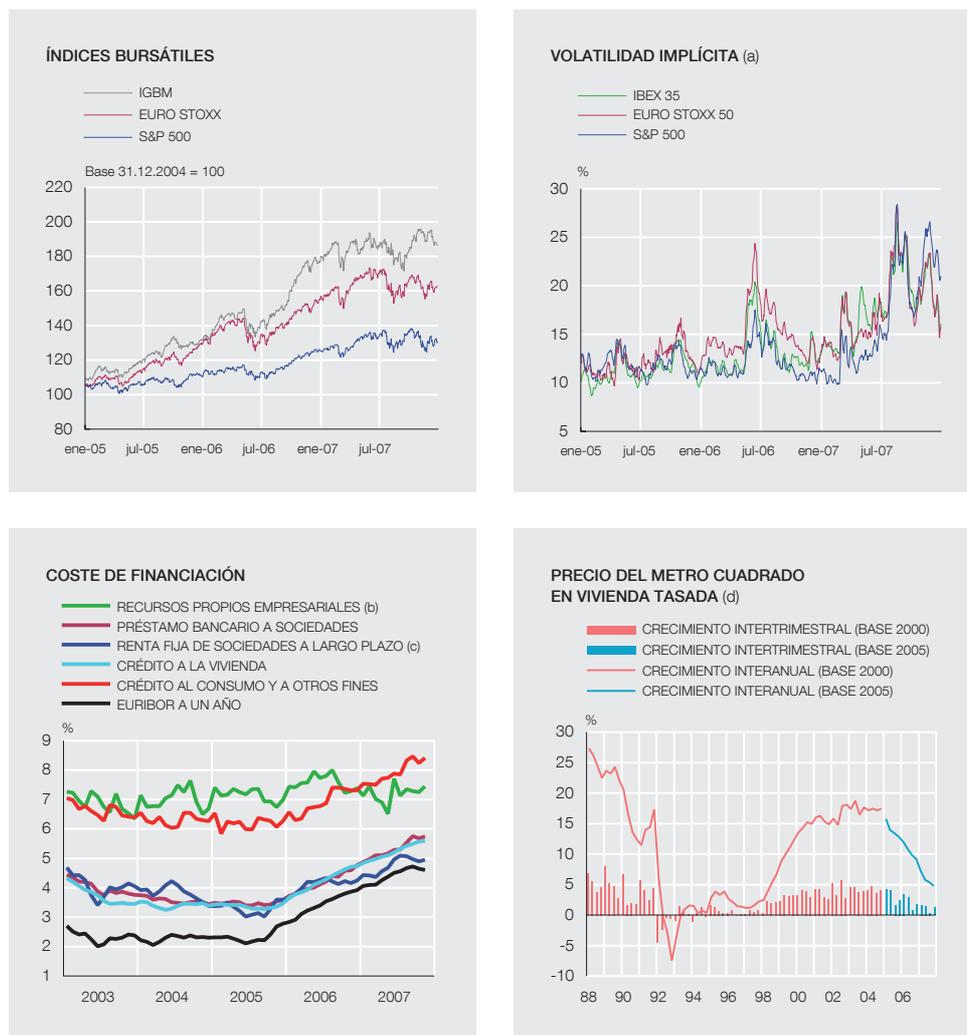
Durante el cuarto trimestre de 2007 se intensificaron las turbulencias financieras que se iniciaron durante el pasado verano a raíz del repunte de morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Así, tras la fase de mejoría que se observó entre finales de septiembre y principios de octubre, resurgieron de nuevo las tensiones en la parte final del ejercicio. En el caso de los mercados monetarios, la incertidumbre generada tras el reconocimiento de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión estadounidenses, junto con el deseo de muchos intermediarios de cerrar el ejercicio con una holgada posición de liquidez, hizo que volvieran a aumentar los tipos de interés interbancarios, especialmente en los plazos más cortos. De este modo, mientras el EURIBOR a un año descendió durante octubre y noviembre hasta alcanzar en este último mes un valor promedio del 4,61%, 8 pb inferior al de septiembre, en diciembre se elevó en media hasta el 4,8%.

Las turbulencias también afectaron a otros mercados financieros. Así, los diferenciales crediticios de las empresas financieras y no financieras volvieron a repuntar durante noviembre y diciembre, tras la recuperación de los dos meses previos, y se situaron en los niveles más elevados desde 2003. El clima de mayor incertidumbre estimuló la demanda dirigida a los activos de menor riesgo, lo que llevó a nuevos descensos en la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo, aunque este movimiento revirtió parcialmente a finales del ejercicio. Las cotizaciones bursátiles continuaron mostrando una elevada resistencia hasta finales de año, aunque se observó un ascenso de su volatilidad (véase gráfico 24). Así, en el último trimestre el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) se revalorizó un 3%, lo que elevó las ganancias acumuladas en 2007 al 6%, ligeramente por encima de las observadas en el Euro Stoxx amplio de las bolsas europeas (5%) o en el S&P 500 de las estadounidenses (4%).

Durante las primeras semanas de 2008 los diferenciales crediticios han continuado aumentando, especialmente en el caso de las empresas financieras, evolución que ha venido acompañada de descensos en los precios de las acciones. El lunes 21 de enero, en un contexto de retroceso generalizado de las cotizaciones en los mercados de renta variable internacionales, el IGBM perdió un 7,1% aunque posteriormente se recuperó parcialmente. Desde el principio del año hasta el 24 del mismo mes, la caída acumulada es del 13,8%. En cambio, en los mercados monetarios se aliviaron en parte las tensiones observadas en diciembre y el EURIBOR a doce meses disminuyó en promedio hasta el 4,5%. En todo caso, en un contexto de elevada incertidumbre como el que domina en el momento de redactar este Informe, es evidente que será necesario disponer de una perspectiva temporal más dilatada para poder valorar adecuadamente el verdadero alcance de estos movimientos.

A pesar de las turbulencias financieras, la información disponible del cuarto trimestre de 2007 (hasta noviembre) no evidencia un incremento significativo de los costes de los nuevos flujos de financiación del sector privado. Sin embargo, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) realizada en diciembre, durante la parte final del año las entidades endurecieron los criterios de concesión de nuevos créditos tanto a las familias como a las sociedades. Asimismo, preveían que durante los primeros meses de 2008 continuaría el tensionamiento de las condiciones de oferta crediticia.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, durante los últimos meses del pasado ejercicio continuó la pauta de moderación gradual en el ritmo de avance de la valoración de los activos residenciales que se inició hace más de dos años. Así, la tasa de crecimiento interanual del precio de la vivienda libre tasada se



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. Nueva estadística a partir de 2005.

situó, en el cuarto trimestre de 2007, en el 4,8%, medio punto porcentual menos que en septiembre y más de 4 pp inferior a la observada a finales de 2006.

En este contexto, durante el cuatro trimestre de 2007 la deuda del sector privado volvió a desacelerarse. En el caso de los hogares, el crecimiento interanual del crédito se situó en noviembre en el entorno del 14%, un punto porcentual menos que en septiembre. Esta disminución se explica por el descenso en el ritmo de avance de los préstamos para adquisición de vivienda, ya que el de los destinados al consumo y a otros fines no experimentó variaciones significativas. La información provisional correspondiente a diciembre apunta a una nueva reducción en el dinamismo de los pasivos de las familias.

La tasa de expansión de la financiación ajena de las empresas descendió en mayor medida (en más de 2 pp entre septiembre y noviembre), hasta situarse cerca del 19%, tendencia que



FUENTE: Banco de España.

a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.

b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.

c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».

d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.

g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

habría continuado en diciembre según los avances de dicho mes. La última información disponible evidencia que la ralentización reciente del crédito a las empresas resultó de una evolución heterogénea a nivel sectorial. Así, la desaceleración observada durante el tercer trimestre de 2007 obedeció exclusivamente a la pérdida de vigor de los recursos captados por los servicios inmobiliarios y la construcción, ya que en el resto de las actividades se observó un mayor dinamismo, resultando especialmente destacable la nueva aceleración de los fondos destinados a la industria, que crecieron cerca del 22% en términos interanuales (véase recuadro 6).

A pesar de la moderación en el crecimiento de los pasivos de las familias, estos continuaron expandiéndose más deprisa que las rentas, de modo que durante el tercer trimestre de 2007 volvieron a aumentar los ratios de endeudamiento y de carga financiera, impulsada esta última también por el mayor coste medio de los créditos vivos (véase gráfico 25). De acuerdo con los

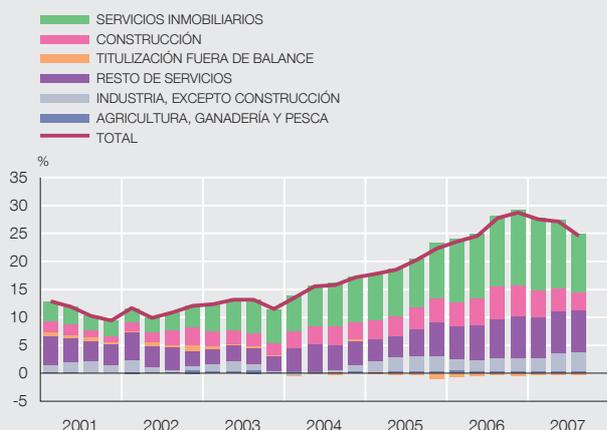
La financiación concedida por las entidades de crédito españolas a las actividades productivas (sociedades no financieras y empresarios individuales) mostró una pauta de continua aceleración entre 2002 y finales de 2006, llegando a alcanzar su ritmo de expansión interanual un nivel cercano al 29%. Tal como se aprecia en los gráficos 1 y 2, esta evolución estuvo liderada fundamentalmente por los fondos destinados a la construcción y a los servicios inmobiliarios, cuyas tasas de avance llegaron a situarse en el entorno del 35% y del 50%, respectivamente. Ambas ramas explican aproximadamente dos terceras partes del crecimiento medio del préstamo a las empresas durante este período. Detrás de este desarrollo se encuentra el notable vigor de la construcción, especialmente en el segmento residencial, como ilustran los indicadores de actividad (véanse gráficos 3 y 4), y también el repunte de las operaciones corporativas, que fueron financiadas en gran medida mediante el recurso a la deuda bancaria.

En cambio, desde principios del pasado ejercicio el crédito bancario destinado a las actividades productivas ha venido desacelerándose gradualmente. Así, entre diciembre de 2006 y septiem-

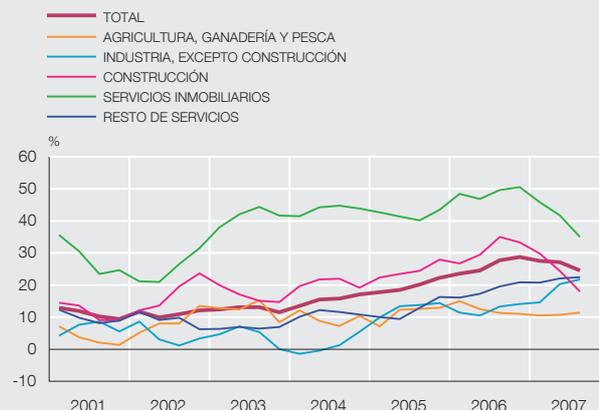
bre de 2007 su tasa de avance interanual se redujo en 4 pp, hasta situarse en el 25%. El desglose por finalidades muestra que esta pauta de moderación se explica exclusivamente por la evolución de los préstamos concedidos a la construcción y a los servicios inmobiliarios, cuyos ritmos de crecimiento interanuales han disminuido apreciablemente, pasando durante el mismo período del 33% y 51%, respectivamente, al 18% y 35%. Por el contrario, en las otras ramas las tasas de expansión se han mantenido en niveles similares, como en el resto de los servicios, o, incluso, han experimentado una marcada aceleración (la industria).

La moderación en el ritmo de avance de los recursos captados por los sectores de la construcción e inmobiliario está ligada, fundamentalmente, a la ralentización de la actividad en estas dos ramas. Así, tanto la formación bruta de capital acometida por estas como los indicadores de viviendas iniciadas han venido mostrando un perfil de marcada desaceleración desde mediados de 2006. Adicionalmente, el menor dinamismo de las operaciones corporativas habría contribuido en la misma dirección. En cambio, la mayor resistencia de la

1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS



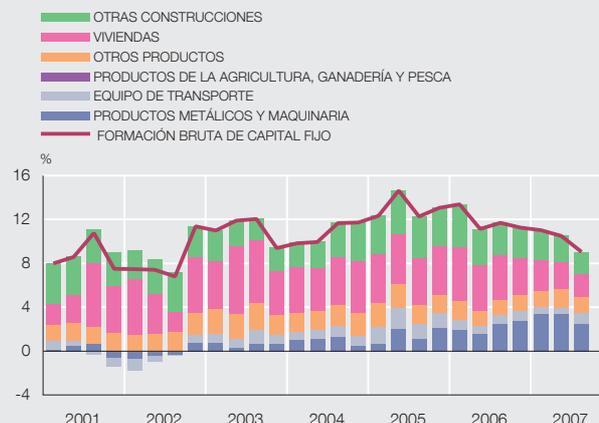
2 CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS. TASAS DE CRECIMIENTO



3 VIVIENDAS VISADAS E INICIADAS



4 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

inversión realizada por el resto de sectores habría soportado el crecimiento del crédito.

La evolución reciente del préstamo bancario captado por las empresas, además de factores de demanda, puede haberse visto también afectada por elementos de oferta. Así, es posible que las entidades de crédito hayan intentado aumentar la diversificación sectorial de su cartera, en un contexto en el que la actividad inmobiliaria empezaba a dar síntomas de menor dinamismo.

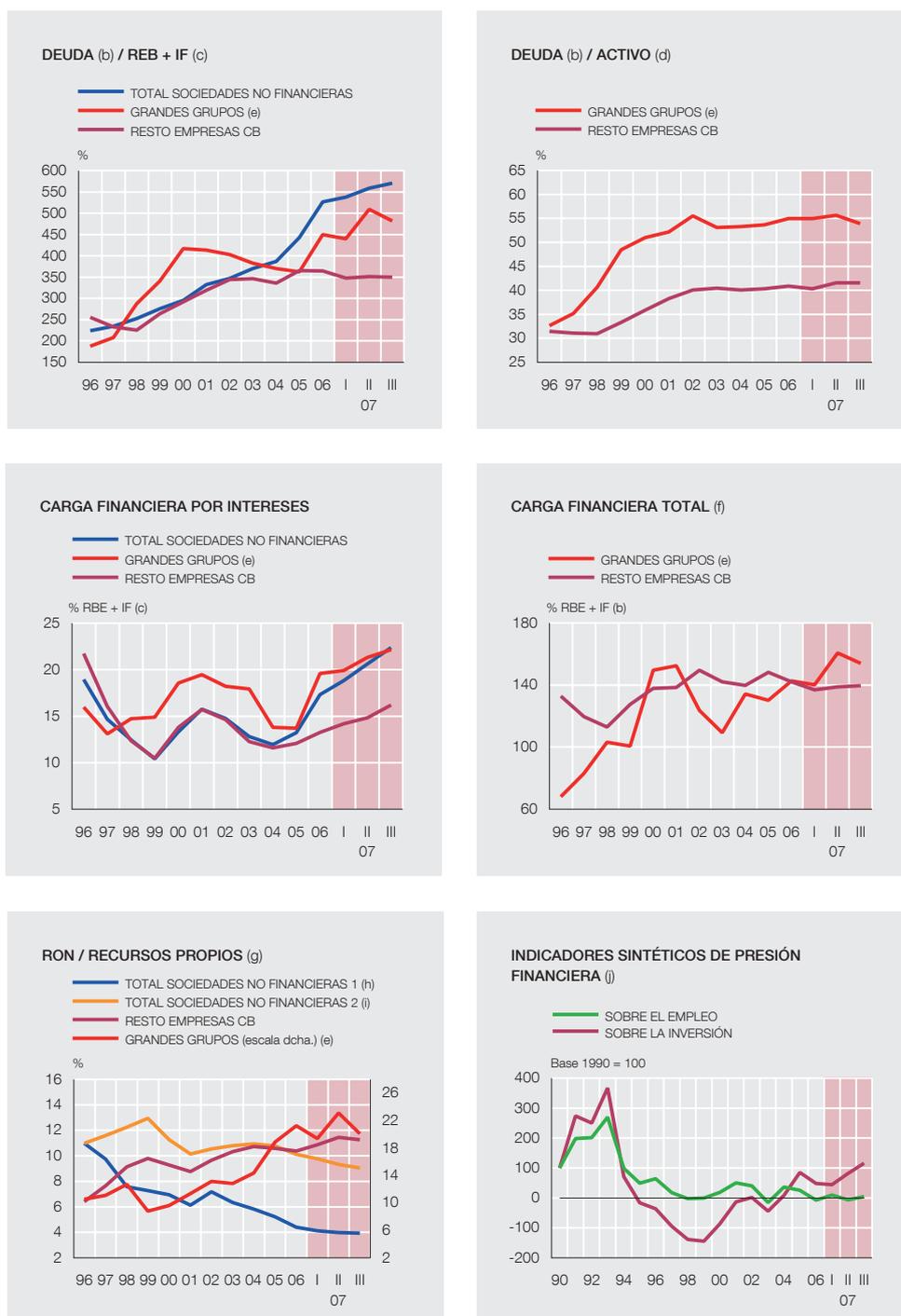
Los cambios recientes en la distribución por finalidades del crédito a las sociedades no financieras, además de favorecer la redistribución del riesgo dentro de la cartera de las entidades, podrían tener también un efecto positivo sobre la productividad de nuestra economía en la medida en que los nuevos fondos se destinen a financiar la inversión productiva, y contribuirían a facilitar la transición hacia un nuevo patrón de crecimiento en el que la construcción pierde peso en favor del resto de sectores.

datos provisionales disponibles, esta tendencia habría continuado durante los últimos meses del pasado ejercicio. Por otra parte, según las cuentas financieras, entre julio y septiembre del pasado ejercicio las necesidades de financiación del sector no mostraron variaciones significativas, como tampoco lo hizo el valor de la riqueza neta de los hogares, que se mantuvo en torno a los niveles confortables observados durante la primera parte del año.

En el caso de las sociedades, las ratios de endeudamiento y de carga financiera también volvieron a aumentar en el tercer trimestre de 2007 y, según apuntan las cifras de avance, esta pauta se habría prolongado en la última parte del año. La información más reciente sobre las rentas del sector, correspondiente a septiembre, muestra que el aumento de los gastos financieros continuó frenando el crecimiento de los beneficios, lo que se tradujo en un ligero retroceso de la rentabilidad del capital. Los datos de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) también evidencian un ascenso de la carga financiera y una reducción de la rentabilidad, aunque esta sigue en niveles confortables. Esta evolución vino acompañada, no obstante, de cierto descenso del grado de endeudamiento de estas compañías. Como resultado conjunto de estos cambios se elevaron moderadamente los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo (véase gráfico 26). Durante el mismo período, de acuerdo con las cuentas financieras, se produjo un nuevo incremento en las necesidades de financiación del sector, hasta situarse, en términos acumulados de 12 meses, en el 11,5% del PIB, casi un punto porcentual más que en junio.

El aumento del déficit de fondos de las sociedades no fue compensado por la recuperación del ahorro del sector público y, en menor medida, del de las instituciones financieras, lo que, unido a la estabilidad mostrada por este indicador en el caso de los hogares, determinó un incremento de las necesidades de financiación de la nación que, según las cuentas financieras, alcanzaron en el tercer trimestre de 2007 el 8,9% del PIB en términos acumulados anuales, dos décimas más que en junio (véase cuadro 5). El repunte de los diferenciales crediticios a raíz de las turbulencias financieras hizo que los intermediarios nacionales redujeran su apelación a los mercados de renta fija internacionales, por lo que estos agentes desempeñaron un papel menos activo en la captación de los fondos necesarios para financiar la brecha entre la renta y gasto interno y las inversiones financieras en el exterior.

En conjunto, la situación patrimonial del sector privado no experimentó variaciones importantes durante la parte final del año, de modo que, a nivel agregado, continúan sin observarse signos de vulnerabilidad que pudieran condicionar sus decisiones de gasto. Por otro lado, la información más reciente evidencia que tanto los hogares como las sociedades están mode-



FUENTE: Banco de España.

- a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras, RON = EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006		2007		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
					Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,8	-8,1	-8,3	-8,7	-8,9
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-10,4	-10,6	-11,2	-12,0	-13,0
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,0	-3,9	-4,5	-6,9	-8,4	-9,0	-9,5	-10,6	-11,5
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-2,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,5
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	1,2	1,4
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	2,0	1,8	2,1	2,0	2,6
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-15,6	-15,9	-13,9	-15,7	-16,3

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

rando de forma ordenada el ritmo de acumulación de pasivos, en consonancia con el menor grado de holgura de las condiciones de financiación de los últimos trimestres. Las turbulencias financieras no parece que hasta ahora hayan afectado significativamente al coste de los recursos ajenos, más allá de lo que se deriva del propio incremento de los tipos de interés interbancarios. No obstante, una duración prolongada de las tensiones en los mercados financieros terminaría probablemente repercutiendo en mayor medida sobre las condiciones de obtención de fondos por parte de las familias y las empresas.

5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre el coste de los nuevos pasivos de los hogares no evidencia ascensos significativos. Así, entre septiembre y noviembre de 2007 el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones para la adquisición de vivienda se elevó en 10 pb, mientras que el de la financiación destinada al consumo y otros fines se redujo en 5 pb, si bien este suele presentar una mayor variabilidad asociada, en parte, a un comportamiento estacional (véase gráfico 24). Sin embargo, según la última EPB, elaborada en diciembre, las entidades endurecieron durante los últimos meses de 2007 las condiciones crediticias en ambos tipos de préstamos y anticipaban para el primer trimestre de 2008 un nuevo incremento del grado de exigencia en los criterios de concesión de créditos.

En este contexto, continuó moderándose el ritmo de crecimiento de la deuda de las familias, de modo que en noviembre se situó en el entorno del 14%, frente al 15% observado al final del tercer trimestre. Por finalidades, esta evolución resultó principalmente del comportamiento de los fondos dirigidos a financiar la adquisición de vivienda, cuya tasa de avance interanual descendió hasta registros inferiores al 15%, mientras que la de los pasivos destinados al consumo y otros fines apenas mostró variaciones.

De acuerdo con las cuentas financieras, durante el tercer trimestre volvió a moderarse la adquisición de activos financieros por parte de los hogares y, en términos acumulados anuales, supuso menos del 10% del PIB, algo más de 1 pp por debajo del dato de junio (véase cuadro 6). Por instrumentos, el descenso más importante fue el de los flujos materializados en medios de pago, que apenas representaron un 0,5% del PIB, frente al 1,7% observado tres meses antes. Esta reducción refleja, fundamentalmente, el desplazamiento desde los depósitos a la vista hacia los de plazo, de mayor remuneración. Fruto de ello, aumentó el peso rela-

% del PIB	2004	2005	2006	2007		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,4	10,2	11,6	11,3	10,6	9,4
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	2,2	1,7	0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	6,1	6,8	7,1	7,3
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-0,8	0,1	0,0	0,2
Fondos de inversión	1,5	1,9	0,2	-0,5	-0,6	-0,6
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
<i>De jubilación</i>	0,9	1,0	0,8	0,9	0,8	0,8
Resto	0,6	0,6	1,4	1,3	0,8	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,5	13,2	13,0	12,0	10,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	12,5	11,6	11,0
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	8,7	10,2	9,9	9,3	8,9	8,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	3,1	3,1	2,7	2,5
Resto	-0,8	-0,8	0,1	0,5	0,4	-0,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	12,3	17,3	22,5	19,3	20,2	16,9
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	1,7	1,2	0,4
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,4	2,7	2,7	4,3	3,5
Acciones y otras participaciones	6,4	7,2	10,2	7,6	8,8	7,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6	4,4
Resto	4,7	6,7	7,4	7,2	5,9	5,5
Operaciones financieras (pasivos)	16,9	24,2	31,5	28,8	30,7	28,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,7	17,7	17,9	16,9
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,3	1,2	2,6	2,4
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	1,2	0,8	0,8
Acciones y otras participaciones	4,2	3,4	2,1	2,2	3,3	4,0
Resto	3,6	5,5	6,7	6,6	6,0	4,3
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	21,1	20,6	18,8
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	18,3	16,4	15,3
Sociedades no financieras	13,2	21,4	27,9	23,3	23,9	21,5

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

tivo de la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en la que se encuentran incluidos aquellos instrumentos) hasta un volumen equivalente a más del 7% del PIB. En el resto de rúbricas no se produjeron cambios significativos, con la excepción del ligero repunte en la compra directa de acciones.

Las todavía elevadas tasas de expansión de la financiación hicieron que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo, aunque a menor ritmo que durante los trimestres precedentes, hasta rebasar en septiembre de 2007 el 130% de la RBD. Esta trayectoria, unida al incremento del coste medio de los créditos vivos, motivó un nuevo aumento de la carga

financiera asociada, que se situó en el mismo período por encima del 17% de la RBD (véase gráfico 25). Sin embargo, tanto las necesidades de financiación del sector como su capacidad de ahorro tras atender las obligaciones financieras mostraron escasas variaciones en términos acumulados de doce meses. Tampoco experimentó cambios significativos el valor la riqueza neta familiar, que se mantuvo, en relación con la RBD, en torno a los niveles de la primera mitad del año.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre septiembre y noviembre de 2007 se observó un ligero repunte en el coste medio de financiación de las sociedades, si bien la información más desagregada evidencia descensos en algunas rúbricas (véase gráfico 24). Así, mientras que los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios para importes inferiores a un millón de euros ascendieron 8 pb, los de un volumen superior bajaron 13 pb. El coste de las emisiones de renta fija también se redujo, tanto en el caso de los valores de corto plazo (14 pb) como en los de largo plazo (2 pb), pero se elevó el de los recursos propios. Al igual que en el caso de los hogares, los resultados de la última EPB evidencian un nuevo endurecimiento de los criterios de concesión durante los meses finales del año, tendencia que, de acuerdo con lo que anticipan las entidades, continuaría durante el primer trimestre de 2008.

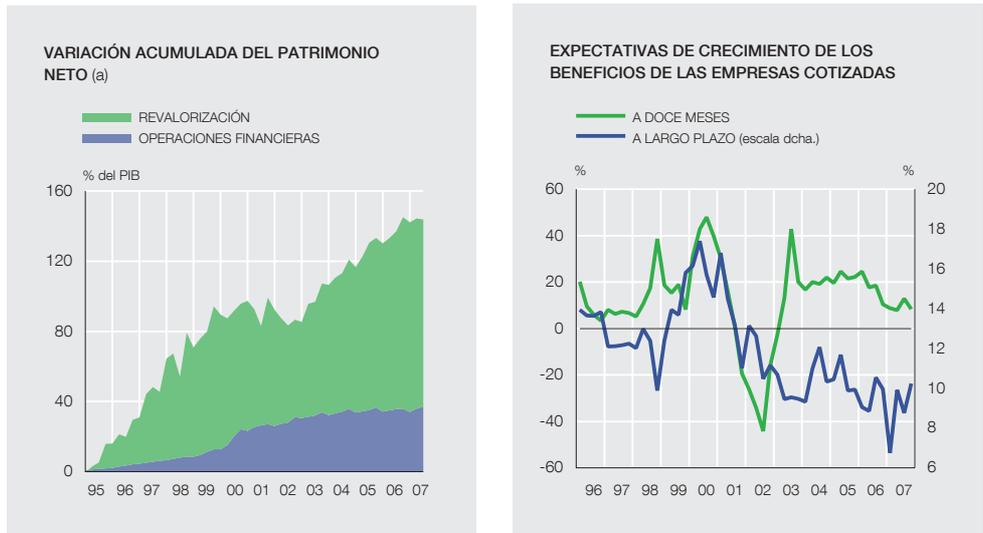
En este contexto, el ritmo de avance interanual de la deuda de las empresas se redujo entre septiembre y noviembre en más de 2 pp, hasta situarse alrededor del 19%. Por instrumentos, esta moderación se explica fundamentalmente por la evolución del crédito de entidades residentes, que constituye la principal fuente de financiación de este sector.

Los datos más recientes del desglose del crédito bancario por finalidad productiva muestran que la desaceleración observada por esta modalidad de financiación empresarial durante el tercer trimestre de 2007 resultó exclusivamente del descenso en el ritmo de avance de los fondos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción. Así, en línea con el menor dinamismo de la actividad en dichas ramas, las tasas de expansión interanuales se redujeron en más de 6 pp, aunque siguen situadas en niveles elevados, cercanos al 35% y al 18%, respectivamente. Por el contrario, en el resto de sectores se observó una aceleración, que fue algo más acusada en el caso de los recursos captados por la industria, que crecieron casi un 22% en relación con el mismo período de 2006.

Por su parte, el conjunto de las operaciones de activo de las sociedades se contrajo, alcanzando en septiembre de 2007, en términos acumulados de doce meses, casi el 17% del PIB, cifra inferior en más de 3 pp a la del segundo trimestre del mismo año. Esta disminución se observó en todos los instrumentos, siendo las acciones y otras participaciones las que continuaron acumulando el grueso de las inversiones (véase cuadro 6).

De acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector volvieron a aumentar, hasta suponer en septiembre de 2007 el 11,5% del PIB, en términos acumulados anuales, casi un punto porcentual más que en el trimestre precedente (véase cuadro 5). Por su parte, la *brecha de financiación*, que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también creció, aunque de modo más moderado, como reflejo del menor dinamismo en las adquisiciones de las compañías españolas en el resto del mundo.

A pesar de la desaceleración de los recursos ajenos de las empresas, estos continuaron creciendo a un ritmo elevado, por lo que, en el tercer trimestre de 2007 se produjo un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre los resultados económicos (véase gráfico 26). Esta ten-



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

denia, unida al ascenso del coste medio de estos fondos, hizo que los pagos por intereses en relación con los beneficios volvieran a aumentar, suponiendo ya más del 22%. Esta trayectoria de los gastos financieros siguió contribuyendo a moderar el avance de las rentas del sector, lo que determinó un ligero descenso de la rentabilidad del capital.

Los datos de la muestra de las empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las compañías con mayor tamaño, también evidencian cierto descenso en la rentabilidad de estas empresas durante el tercer trimestre de 2007, aunque esta se mantuvo en niveles confortables, así como un aumento de la carga financiera. Sin embargo, la ratio de endeudamiento de estas compañías se redujo ligeramente. Como resultado conjunto de estos cambios se observó un repunte moderado de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión.

Por último, durante el último trimestre del pasado ejercicio los analistas revisaron a la baja sus expectativas sobre el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas durante los próximos 12 meses, aunque la tasa de expansión prevista se mantuvo en niveles elevados, próximos al 9% y, además, esta evolución vino acompañada de una cierta mejoría de las perspectivas a más largo plazo (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

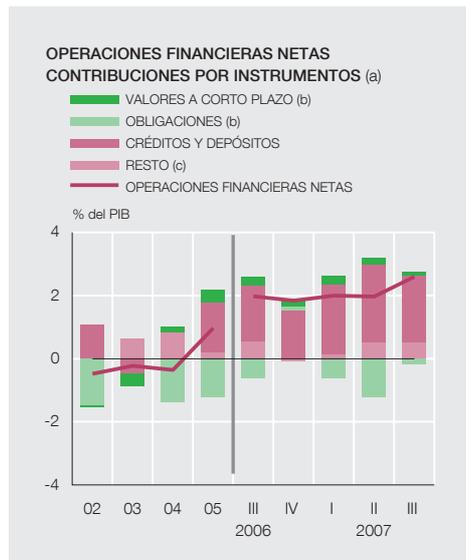
En septiembre de 2007 el ahorro de las AAPP alcanzó, en términos acumulados de doce meses, el 2,6% del PIB, seis décimas más que a mediados del mismo año (véase gráfico 28). La distribución por instrumentos evidencia, sobre todo, un aumento en el saldo neto entre los depósitos y el crédito, además de una amortización de valores a corto plazo y una emisión de títulos a largo plazo. Por su parte, los pagos por intereses en relación con el PIB no experimentaron variaciones apreciables y se mantuvieron en el 1,6%, gracias a que el incremento en el coste de los fondos fue compensado por la reducción en la deuda acumulada.

5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el tercer trimestre de 2007 volvió a aumentar el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación, hasta suponer, en términos acumulados anuales, el 8,9% del PIB, dos décimas más que a mediados del ejercicio. El desglose sectorial muestra que las sociedades

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28

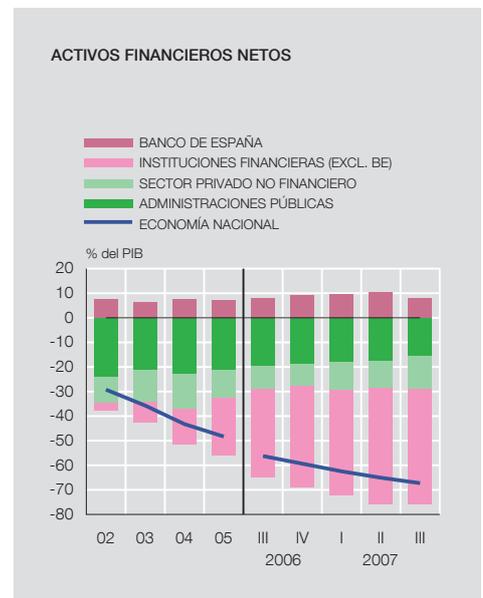
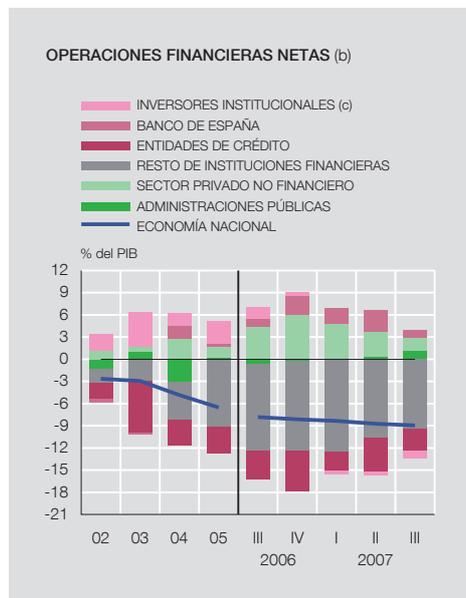


FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b. Solo recoge operaciones de pasivo.
- c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS
FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
- b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.
- c. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

% del PIB	2004	2005	2006	2007		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,7	-8,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,4	16,4	13,6	16,7	15,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	7,3	6,3	5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	6,1	4,7	5,9
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	-1,0	2,2	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,0	-1,5	1,4	1,8
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,5	0,3	0,1	0,1
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	9,2	5,9	7,5	6,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6	4,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	0,2	0,5	-0,3
Préstamos	0,8	1,1	2,1	0,9	0,3	0,9
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,1	24,9	24,5	22,0	25,4	24,3
Depósitos	1,7	5,6	0,3	0,4	3,6	5,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	0,4	4,1	5,3
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,3	20,4	18,3	14,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	1,0	0,6	-0,4
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	7,7	6,8	7,0	5,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,3	12,6	10,6	9,4
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,7	-0,3	0,4	1,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-1,1	-0,2	0,6	1,7
Préstamos	1,3	2,3	3,5	1,3	3,0	2,7
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	7,3	4,8	5,8	6,1
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	1,6	1,6	2,1	1,9

FUENTE: Banco de España.

- a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.
 b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.
 c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

aumentaron sus necesidades de financiación en casi un punto porcentual del PIB, los hogares las mantuvieron en niveles similares a los del pasado mes de junio y tanto las instituciones financieras como, especialmente, las AAPP elevaron su superávit.

Las instituciones financieras privadas tuvieron un papel menos activo en la canalización de los fondos del resto del mundo hacia nuestra economía (véase gráfico 29). En concreto, el total de recursos netos captados por este sector en el exterior (excluyendo los inversores institucionales) supuso el 12,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 2,8 pp menos que a mediados de año. Este descenso resultó de la menor apelación de estos intermediarios a los mercados financieros internacionales, en un contexto en el que, como consecuencia de

las turbulencias, se encareció el coste de la emisión de valores de renta fija a largo plazo. Este retroceso en el volumen de entradas de capital se vio más que compensado por una reducción en el ritmo de acumulación de los activos netos foráneos de las sociedades, los hogares y el Banco de España.

Las entradas de capital se moderaron y supusieron, en términos acumulados de doce meses, el 24,3% del PIB, frente al 25,4% del segundo trimestre (véase cuadro 7). La mayor parte de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, siendo de especial relevancia los emitidos por las instituciones financieras, aunque la cuantía de esta partida disminuyó respecto a junio en 2,7 pp del PIB. Por el contrario, la inversión de los no residentes en acciones y otras participaciones volvió a incrementarse, hasta el 1,7% del PIB. Asimismo, se elevó el importe de los recursos captados a través del mercado interbancario, si bien, en términos netos, estos flujos continuaron presentando un saldo acreedor.

La adquisición de activos exteriores también se ralentizó y supuso el 15,3% del PIB en términos acumulados anuales, 1,4 pp menos que en junio. Por instrumentos, lo más destacable fue la moderación en la inversión materializada en acciones y otras participaciones, cuyo volumen representó el 6,1% del PIB, frente al 7,5% del segundo trimestre.

También se moderaron los flujos de entrada de inversión directa (supusieron el 1,9%, en términos acumulados de doce meses), pero, en cambio, se incrementaron ligeramente los de salida (6,1% del PIB, frente al 5,8% a mediados de 2007).

Estos cambios en los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, hicieron que en el tercer trimestre de 2007 volviera a incrementarse el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del aumento del saldo deudor de las sociedades no financieras, aunque las instituciones financieras (excluido el Banco de España) continuaron siendo el sector que presenta un mayor endeudamiento externo en términos netos.

Sin embargo, el cambio en el patrón de los flujos de financiación descrito, referido al tercer trimestre, se ha profundizado posteriormente por el continuado impacto de las turbulencias, pero todavía no se dispone de información suficiente para esbozar los principales rasgos del cuarto trimestre.

25.1.2008.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2008

Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008

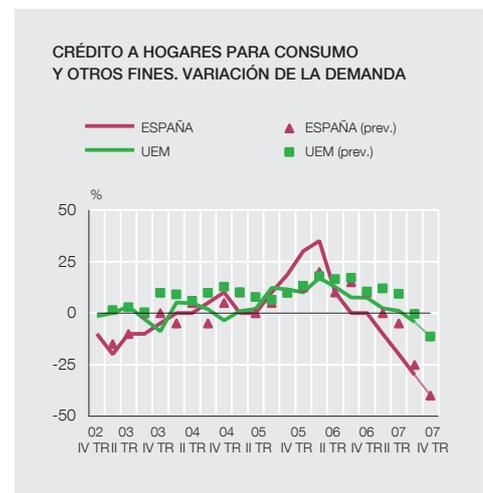
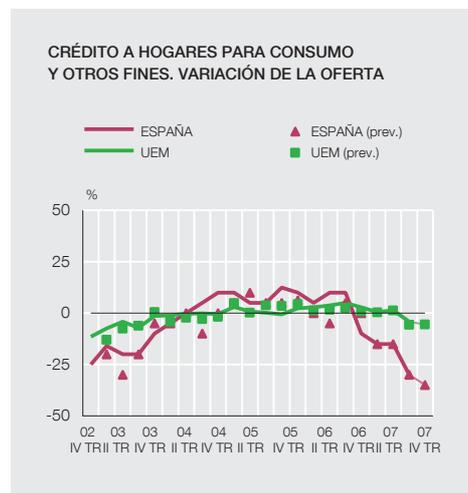
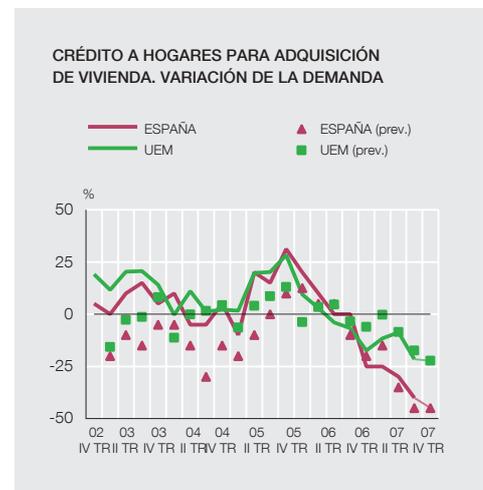
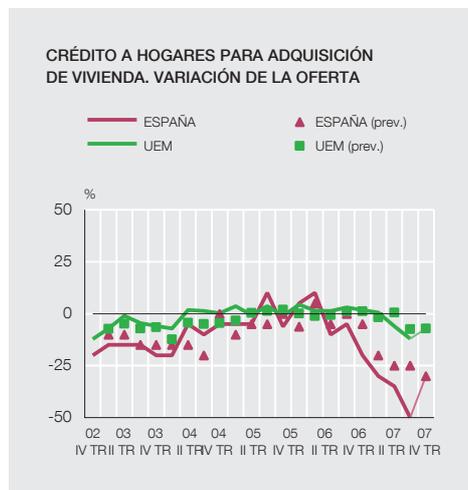
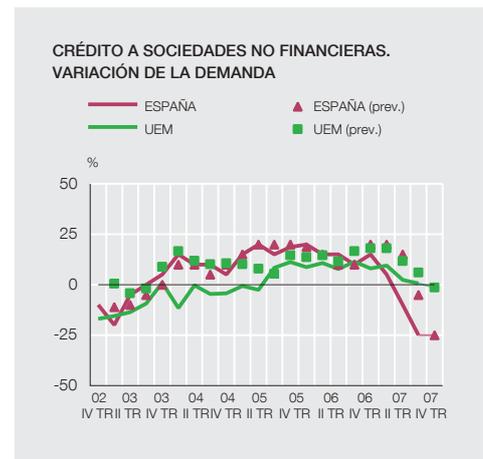
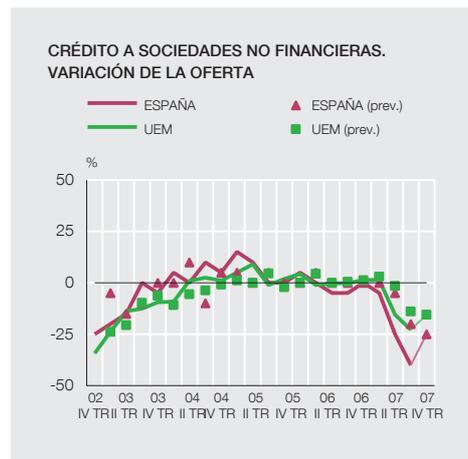
Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* (EPB) de enero de 2008, correspondientes a las diez entidades españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en los tres últimos meses de 2007 y sobre las perspectivas para las mismas en el primer trimestre del año en curso. La prolongación de las tensiones en los mercados financieros y de crédito, iniciadas el pasado verano, justifican la inclusión nuevamente de un conjunto de preguntas específicas adicionales, sobre el impacto de dichas perturbaciones en la política crediticia de las entidades. Dichas preguntas constituyen, en gran medida, una continuación de las realizadas en octubre.

De acuerdo con las contestaciones de las entidades españolas, durante los tres últimos meses del pasado año y en relación con la encuesta precedente, continuó el endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito en nuestro país, en los tres tipos de préstamos analizados (véanse gráficos 1 y 2). Contrariamente a lo previsto en la anterior Encuesta, los cambios fueron más acusados en el caso de las operaciones realizadas con las empresas y con los hogares para la adquisición de vivienda. Asimismo, la demanda disminuyó de forma generalizada, aunque nuevamente lo hizo con mayor intensidad en la destinada a financiar la compra de inmuebles por parte de las familias. Destaca también el descenso, por encima de lo esperado, en las peticiones de fondos de las sociedades. La evolución registrada por los criterios de aprobación de nuevos créditos respondió, principalmente, a cambios en la percepción de los riesgos económicos, si bien el aumento de los costes de financiación y la menor disponibilidad de recursos en los mercados mayoristas tuvieron también una influencia relevante. Así, los resultados de las preguntas ad hoc muestran un impacto de las turbulencias en los mercados financieros, sobre la oferta de las entidades, algo más marcado que en el trimestre anterior (véase gráfico 3). En el conjunto de la UEM, las tendencias fueron similares a las registradas en España, aunque, en general, las variaciones fueron menos pronunciadas.

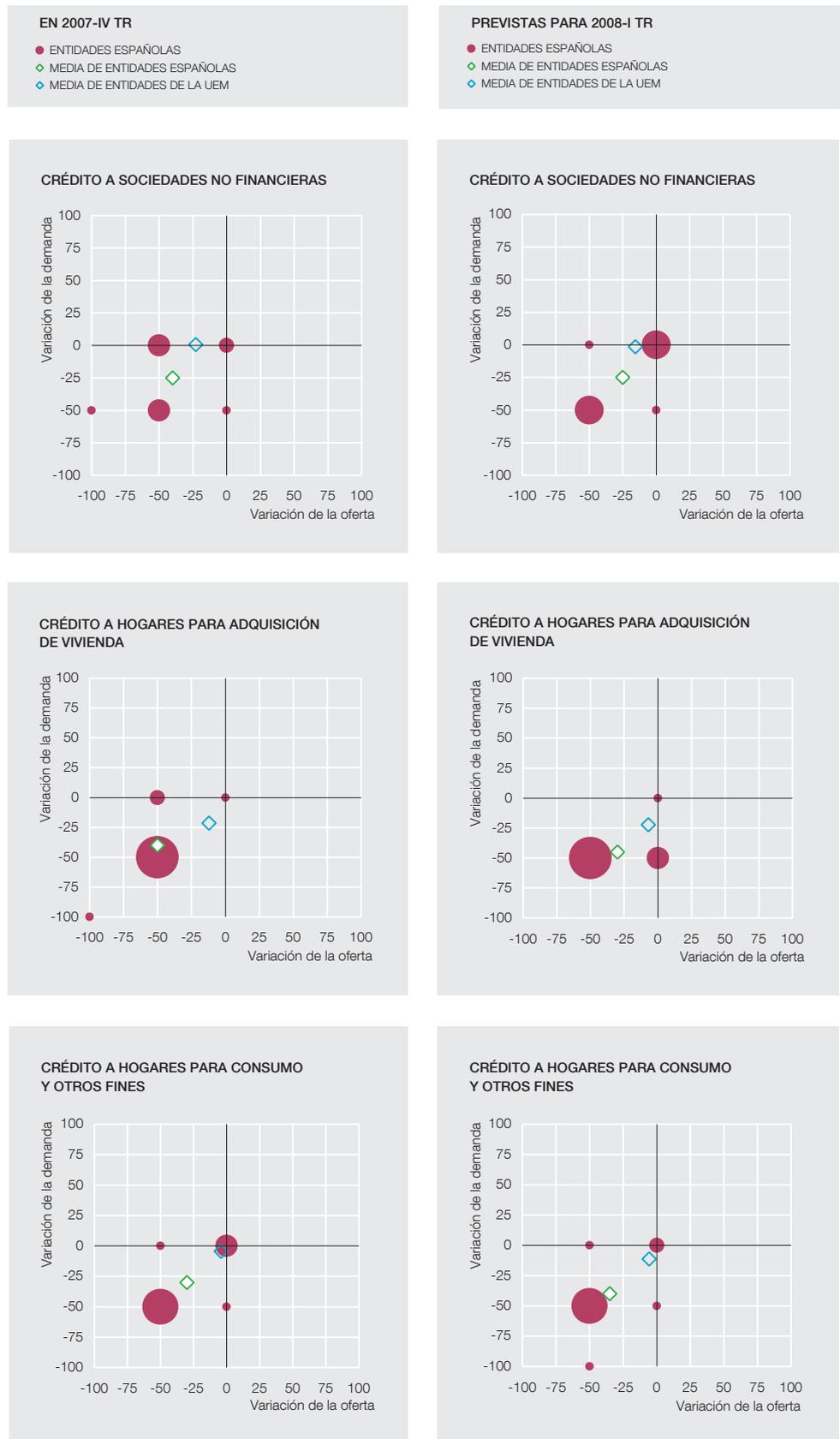
Pasando a analizar en mayor detalle los resultados de la Encuesta (véase cuadro 1), se observa que, tanto en España como en la UEM, el endurecimiento de los criterios para la aprobación de nuevos préstamos para las empresas fue generalizado, aunque, tal y como ya ocurriera en el trimestre anterior, más evidente en el caso de los concedidos a las grandes compañías y en aquellos con un plazo de vencimiento más largo. Al igual que en el período precedente, los cambios en las expectativas relativas a sectores y sociedades concretas y a la economía en su conjunto y en los riesgos asociados a las garantías solicitadas fueron los principales factores explicativos de dicha evolución. La situación de liquidez de las entidades y las dificultades para acceder a financiación en los mercados tuvieron también un cierto impacto restrictivo, que en el área del euro fue similar al que se observó en octubre, y en nuestro país, ligeramente superior. Por otra parte, todas las condiciones aplicadas se hicieron más exigentes (a excepción de

1. Para un mayor detalle sobre estos, véase la nota del BCE al respecto, contenida en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Téngase en cuenta, no obstante, que los indicadores presentados aquí difieren de los utilizados por el BCE en sus análisis de las contestaciones a la Encuesta, por lo que los valores correspondientes a la UEM no coinciden en una y otra fuente. Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB y sobre los indicadores aquí utilizados, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.



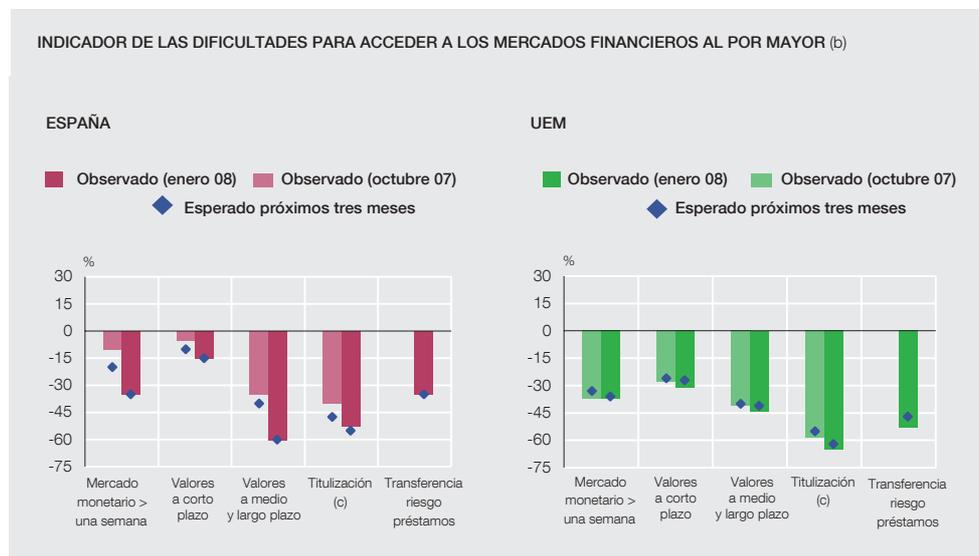
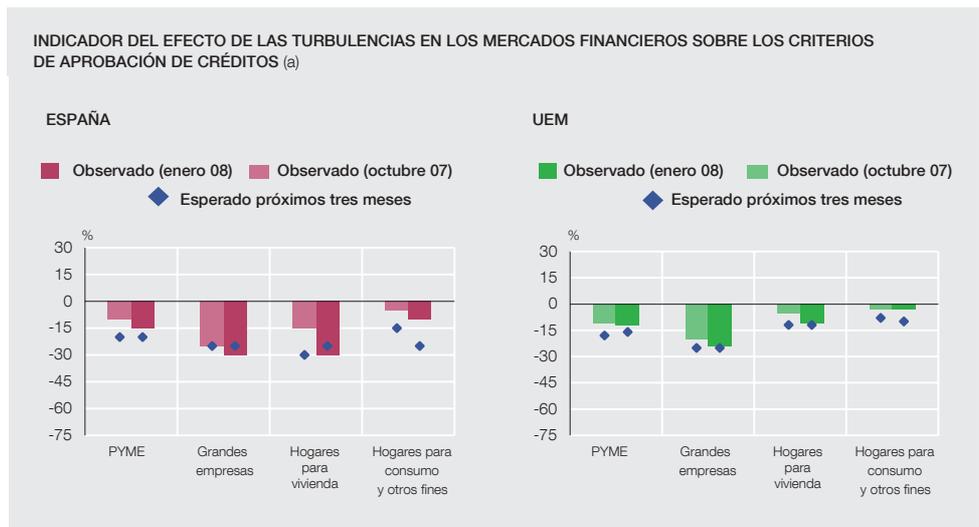
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan efecto expansivo considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto efecto expansivo \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto efecto contractivo \times 1/2 - % de entidades que señalan un efecto contractivo considerable \times 1.

b. Indicador = - (% de entidades que señalan ciertas dificultades \times 1/2 + % de entidades que señalan dificultades considerables \times 1).

c. Media de titulización de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

los gastos excluidos intereses, por parte de las entidades españolas), destacando la ampliación de los márgenes, especialmente los relativos a los créditos de mayor riesgo.

La demanda de financiación de las sociedades a las entidades de crédito españolas disminuyó en todas las categorías consideradas. Esta evolución respondió a una menor necesidad de fondos para acometer inversiones en capital fijo, existencias y capital circulante, a lo que se sumó, en este período, el efecto negativo asociado al descenso en el volumen de operaciones de fusión, adquisición y reestructuración empresarial. Por el contrario, el retroceso en la apelación a los mercados de renta fija y la reestructuración de deudas ejercieron un modesto efecto en sentido contrario. En la UEM, las peticiones de fondos de las sociedades apenas mostraron variaciones, ya que el efecto expansivo asociado a la financiación de inversiones en

capital fijo y circulante y al menor recurso a las emisiones de valores de renta fija y a los préstamos de otras entidades se vio aproximadamente compensado por la reducción de las necesidades de recursos ajenos asociadas a procesos de fusión, adquisición y reestructuración de deudas.

En el segmento del crédito a los hogares para la adquisición de vivienda, el grado de exigencia de los criterios para la aprobación de nuevas operaciones aumentó en mayor medida que en el trimestre precedente. Esto se debió, principalmente, a los cambios en las expectativas de las entidades respecto del sector inmobiliario y la actividad económica en general y, en menor medida, a los efectos relacionados con los costes de financiación y disponibilidad de fondos y con la competencia. En general, las condiciones aplicadas se endurecieron, destacando, de nuevo, la ampliación de los márgenes y de las garantías requeridas, así como la reducción de la relación préstamo-valor. Cabe señalar, además, por primera vez en los últimos cuatro años, la disminución de los plazos máximos de concesión. En la UEM, las condiciones y criterios de aprobación evolucionaron de una forma muy similar a lo ocurrido en España. Por su parte, la demanda volvió a contraerse en ambas áreas. A ello contribuyeron, sobre todo, las variaciones en las perspectivas de las familias relativas al sector inmobiliario y en la confianza de los consumidores, si bien también tuvieron un impacto negativo el menor recurso a esta vía como fuente para financiar gastos de consumo no relacionados con la adquisición de vivienda y la mayor disponibilidad de otras alternativas de financiación (créditos de otras entidades y ahorro familiar).

En el caso de la oferta de nuevos créditos a las familias españolas para consumo y otros fines, en los últimos tres meses se acentuó la tendencia a fijar unos criterios de aprobación algo más estrictos que en el pasado reciente, en línea con las previsiones de la anterior Encuesta. Al igual que en los otros segmentos analizados anteriormente, dicha evolución respondió, principalmente, a los cambios en la percepción de los riesgos, relacionados en este caso tanto con la actividad económica como con la solvencia de los consumidores y el valor de las garantías. Asimismo, cabe mencionar el efecto, por primera vez contractivo, de la competencia de otras entidades y de los costes relacionados con la financiación y la disponibilidad de fondos. Todas las condiciones aplicadas se hicieron más exigentes (a excepción de los plazos de vencimiento, que se mantuvieron estables), destacando, nuevamente, la ampliación de los márgenes para todo tipo de préstamos. En el conjunto del área del euro, las variaciones en las condiciones fueron similares, aunque se produjeron con menor intensidad. La demanda experimentó un nuevo descenso, que fue algo mayor en nuestro país en comparación con la UEM, explicado por el curso de la confianza de los consumidores y de su gasto, tanto en bienes duraderos como, especialmente, en la adquisición de valores.

Para los primeros meses de 2008, las entidades españolas anticipaban un endurecimiento adicional de las condiciones de oferta de crédito a las familias y a las empresas, así como una nueva reducción de la demanda. Ambas pautas coinciden con lo esperado por el conjunto de entidades de la UEM, si bien la intensidad de los movimientos es mayor en España. En todo caso, en lo relativo a la financiación a las empresas y a las familias para la adquisición de vivienda, los cambios en la oferta serían algo menores que los registrados en los últimos meses de 2007, en las dos áreas.

El análisis de las respuestas de las entidades a las preguntas ad hoc específicas contenidas en la última Encuesta y su comparación con lo obtenido tres meses antes (véanse gráfico 3 y cuadro 2) indican que las perturbaciones recientes en los mercados financieros y de crédito han seguido contribuyendo a la fijación de unos criterios de aprobación más estrictos, especialmente en el caso de las sociedades (sobre todo, aquellas de mayor tamaño) y, en nuestro

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso considerable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento considerable		Ent	Desv. típica	Ent-1	UEM ent
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
En general	1	6	3	0	0	10	-40	32	-25	-23
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	-14
Préstamos a grandes empresas	1	7	2	0	0	10	-45	28	-25	-26
Préstamos a corto plazo	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-15
Préstamos a largo plazo	1	5	4	0	0	10	-35	34	-20	-24
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-8
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-10
Situación de liquidez de la entidad	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-10
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-3
Competencia de la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-8
Expectativas de la actividad económica en general	1	7	2	0	0	10	-45	28	-20	-20
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	7	2	0	0	10	-45	28	-25	-16
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-10
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	7	3	0	0	10	-35	24	-10	-22
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	2	7	1	0	0	10	-55	28	-15	-36
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	-6
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	9	0	0	10	-5	16	-10	-7
Garantías requeridas	1	3	6	0	0	10	-25	35	-10	-13
Compromisos asociados al préstamo	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-10
Plazo de vencimiento	0	4	6	0	0	10	-20	26	-5	-9
PREVISIONES DE OFERTA										
En general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-20	-15
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-10
Préstamos a grandes empresas	0	4	6	0	0	10	-20	26	-30	-18
Préstamos a corto plazo	0	2	8	0	0	10	-10	21	-10	-10
Préstamos a largo plazo	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-18
DEMANDA										
En general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	1
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	4	6	0	0	10	-20	26	-5	0
Préstamos a grandes empresas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	-4
Préstamos a corto plazo	0	4	6	0	0	10	-20	26	0	1
Préstamos a largo plazo	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	2
FACTORES DE DEMANDA										
Inversiones en capital fijo	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	3
Existencias y capital circulante	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	7
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	4	6	0	0	10	-20	26	0	-11
Reestructuración de la deuda	0	0	9	1	0	10	5	16	-5	-3
Financiación interna	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	4
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	2
Emisión de valores de renta fija	0	0	9	1	0	10	5	16	0	5
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	10	0	—	0	1
PREVISIONES DE DEMANDA										
En general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-5	-1
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	4	6	0	0	10	-20	26	5	2
Préstamos a grandes empresas	1	4	5	0	0	10	-30	35	-5	-7
Préstamos a corto plazo	0	4	5	1	0	10	-15	34	15	1
Préstamos a largo plazo	1	4	5	0	0	10	-30	35	-10	-5

Resultados detallados de las entidades españolas. Enero de 2008 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso considerable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento considerable		Ent	Desv. típica	Ent-1	UEM ent
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	1	8	1	0	0	10	-50	24	-35	-12
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	3	7	0	0	10	-15	24	0	-6
Competencia de otras entidades	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	1
Competencia de instituciones no bancarias	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	1	6	3	0	0	10	-40	32	-20	-11
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	8	1	0	0	10	-50	24	-35	-14
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	7	3	0	0	10	-35	24	-5	-9
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	6	3	0	0	10	-40	32	-10	-17
Garantías requeridas	1	5	4	0	0	10	-35	34	-20	-8
Relación entre el principal y el valor de la garantía	1	7	2	0	0	10	-45	28	-30	-12
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-1
Gastos, excluidos intereses	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-3
PREVISIONES DE OFERTA	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-7
DEMANDA	1	6	3	0	0	10	-40	32	-30	-21
FACTORES DE DEMANDA										
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	7	2	0	0	10	-45	28	-35	-18
Confianza de los consumidores	1	7	2	0	0	10	-45	28	-20	-15
Gasto de consumo no relacionado con adq. de vivienda	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-6
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-1
Préstamos de otras entidades	0	3	7	0	0	10	-15	24	0	-6
Otras fuentes de financiación	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	9	1	0	0	10	-45	16	-45	-22
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	6	4	0	0	10	-30	26	-15	-4
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-4
Competencia de otras entidades	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	1
Competencia de instituciones no bancarias	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-15	-5
Solvencia de los consumidores	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-6
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-6
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	4	6	0	0	10	-20	26	-5	-10
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	3	6	0	0	10	-25	35	-10	-12
Garantías requeridas	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-3
Plazo de vencimiento	0	1	8	1	0	10	0	24	0	3
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-1
PREVISIONES DE OFERTA	0	7	3	0	0	10	-35	24	-30	-6
DEMANDA	0	6	4	0	0	10	-30	26	-20	-4
FACTORES DE DEMANDA										
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-2
Confianza de los consumidores	0	6	4	0	0	10	-30	26	-10	-11
Adquisición de valores	1	2	7	0	0	10	-20	35	-5	-6
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	10	-5	16	5	-3
Préstamos de otras entidades	0	2	7	1	0	10	-5	28	0	-2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	1	6	3	0	0	10	-40	32	-25	-11

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Número de respuestas	Indicador (a)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (b)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
EFFECTO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE CRÉDITO								
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	6	1	10	-15	-10	-12
Préstamos a grandes empresas	2	2	5	1	10	-30	-25	-24
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	1	4	5	0	10	-30	-15	-11
Préstamos a hogares para consumo y otros fines	0	2	8	0	10	-10	-5	-3
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	4	5	1	10	-20	-20	-16
Préstamos a grandes empresas	1	3	5	1	10	-25	-25	-25
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	5	5	0	10	-25	-30	-12
Préstamos a hogares para consumo y otros fines	0	5	5	0	10	-25	-15	-10
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS POR FINALIDAD. ÚLTIMOS TRES MESES								
Inversiones en capital fijo	2	2	5	1	10	-30	-10	-17
Existencias y capital circulante	0	2	7	1	10	-10	0	-9
Operaciones de fusión y adquisición	2	5	2	1	10	-45	-30	-37
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS POR FINALIDAD. PRÓXIMOS TRES MESES								
Inversiones en capital fijo	1	4	4	1	10	-30	-25	-19
Existencias y capital circulante	0	3	6	1	10	-15	-5	-12
Operaciones de fusión y adquisición	2	6	1	1	10	-50	-40	-38
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	8	2	10	0	-5	-7
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	2	3	3	2	10	-35	-10	-37
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	3	6	1	10	-15	-5	-31
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	4	4	1	1	10	-60	-35	-44
Titulización de préstamos a empresas (c)	3	3	1	3	10	-45	-35	-58
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	5	2	0	3	10	-60	-45	-71
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	2	3	0	5	10	-35		-53
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10	-10	
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	2	10	-5	-10	-11
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	2	3	3	2	10	-35	-20	-36
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	3	6	1	10	-15	-10	-27
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	3	6	0	1	10	-60	-40	-41
Titulización de préstamos a empresas (c)	3	4	0	3	10	-50	-45	-55
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	5	2	0	3	10	-60	-50	-68
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	2	3	0	5	10	-35		-47
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10	-10	

Preguntas ad y hoc. Resultados de las entidades españolas. Enero de 2008 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Número de respuestas	Indicador (a)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (b)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
EFECTO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE CRÉDITO								
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
1. Dificultades de financiación vía titulización								
Efecto sobre el importe	3	4	2	1	10	-50		-53
Efecto sobre el margen	4	4	1	1	10	-60		-58
2. Dificultades de financiación en interbancario, mercado de valores y otros								
Efecto sobre el importe	1	6	2	1	10	-40		-36
Efecto sobre el margen	2	6	1	1	10	-50		-49
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
1. Dificultades de financiación vía titulización								
Efecto sobre el importe	5	3	1	1	10	-65	-45	-60
Efecto sobre el margen	6	3	0	1	10	-75	-40	-64
2. Dificultades de financiación en interbancario, mercado de valores y otros								
Efecto sobre el importe	3	5	2	0	10	-55	-30	-43
Efecto sobre el margen	4	5	1	0	10	-65	-35	-54
INFLUENCIA DE COMPROMISOS DE CRÉDITO PREVIOS CON PROGRAMAS DE TITULIZACIÓN DE PAPEL COMERCIAL EMITIDO POR SIV SOBRE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Efecto sobre el importe	0	1	1	8	10	-5		-21
Efecto sobre el margen	0	1	1	8	10	-5		-23
INFLUENCIA DE COMPROMISOS DE CRÉDITO PREVIOS CON PROGRAMAS DE TITULIZACIÓN DE PAPEL COMERCIAL EMITIDO POR SIV SOBRE LA POLÍTICA DE PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Efecto sobre el importe	0	1	1	8	10	-5		-17
Efecto sobre el margen	0	1	1	8	10	-5		-28
SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	2	1	7	0	10	-25		-26
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	3	7	0	10	-15		-16
SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	2	3	5	0	10	-35	-35	-30
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	1	3	6	0	10	-25	-20	-21

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que señalan efecto expansivo considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto efecto expansivo \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto efecto contractivo \times 1/2 - % de entidades que señalan un efecto contractivo considerable \times 1.
- b. La entidad no realiza operaciones en dicha categoría de préstamos o no utiliza dicha fuente de financiación (según la pregunta).
- c. Incluye tanto los créditos que son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

país, también en el segmento de los préstamos a las familias para la adquisición de vivienda. Entre las empresas, el impacto ha sido algo más generalizado, por finalidades, que en el trimestre anterior, pero, aun así, más importante para operaciones de fusión, adquisición y reestructuración empresarial y, en menor medida, sobre la oferta de fondos para financiar inversiones en capital fijo.

En relación con las dificultades para acceder a las fuentes de financiación al por mayor habituales, las entidades nacionales volvieron a destacar, al igual que en octubre, los problemas en los mercados de valores de renta fija a medio y largo plazo (incluidas cédulas hipotecarias) y en los de titulización, aunque también experimentaron menores facilidades en el recurso a la emisión de títulos a corto plazo y al interbancario a más de una semana, así como a la hora de transferir el riesgo de crédito fuera del balance (aspecto no considerado en la Encuesta previa). En comparación, las entidades de la UEM parecieron encontrar dificultades algo mayores que las españolas en los mercados de valores de deuda a corto plazo, así como en los de titulización de préstamos y transferencia de riesgo de crédito, mientras que percibieron menos las tensiones en los que se negocian referencias con plazos de vencimientos más alejados. Todo esto habría contribuido a reducir el importe y a ampliar el margen aplicado en sus operaciones de activo, sin que se observen en este sentido diferencias apreciables entre los intermediarios de una y otra área. El efecto sobre el coste de los fondos propios habría favorecido también una disminución de la oferta de préstamos, mientras que la necesidad de hacer frente a compromisos de liquidez previos con programas de titulización de papel comercial emitido por sociedades vehiculares o vehículos de inversión estructurada (SIV) habría tenido un impacto significativo en el área del euro, pero muy leve en nuestro país.

De cara a los tres próximos meses, ni las entidades españolas ni las europeas parecen esperar una mejoría apreciable en el acceso a los mercados de financiación al por mayor y sí una cierta intensificación de su efecto sobre las cantidades y los precios de las nuevas operaciones. Asimismo, anticipan que las tensiones en los mercados financieros tendrán nuevamente una repercusión restrictiva sobre los criterios de concesión, que sería similar a la del cuarto trimestre de 2007 en el caso de los préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda, y algo mayor en el de los créditos para consumo y otros gastos de las familias. El impacto previsto, por estos intermediarios, sobre el coste de los fondos propios y la consiguiente predisposición de las entidades a prestar también sería ligeramente más marcado que el observado en la última Encuesta.

16.1.2008.

LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A TRAVÉS
DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa

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

Introducción

Entre las diversas transformaciones que ha experimentado la economía española en las últimas décadas destaca el aumento que registró la inversión directa de empresas españolas en el exterior desde la segunda mitad de los noventa. Este hecho constituye un síntoma de la madurez que está alcanzando el proceso de internacionalización de las empresas españolas, que, tras mostrar una elevada dependencia de la afluencia de capital productivo extranjero en las primeras etapas del proceso de apertura al exterior, en la última década han impulsado de manera rápida y decidida su proyección internacional, permitiendo que el conjunto de la economía española sea desde finales de los noventa una emisora neta de inversión exterior directa (IED).

En general, la participación en el capital de una empresa extranjera constituye una estrategia complementaria a la exportación de bienes y servicios, que permite ampliar las posibilidades de negocio y la diversificación de riesgos, reduciendo la vulnerabilidad ante la situación de un mercado concreto, ya sea interno o externo. Además, la irrupción en la escena internacional de los denominados países emergentes está propiciando que la inversión exterior directa adquiera todavía mayor importancia como canal para mejorar la eficiencia empresarial, al facilitar el acceso a nuevos mercados y permitir la fragmentación espacial de los procesos de producción. Con todo, la expansión de la inversión internacional de las empresas también puede tener algunos efectos colaterales, como la detracción de fondos que puede suponer para la ampliación del capital productivo interno o sus posibles efectos sustitutivos sobre las exportaciones.

Con el fin de analizar las pautas y características de la IED de España en el exterior, en este artículo se presenta y se analiza la información sobre estos flujos que proporciona la estadística de Balanza de Pagos que elabora anualmente el Banco de España siguiendo las directrices del *Quinto Manual de Balanza de Pagos* del Fondo Monetario Internacional, y que distingue por áreas geográficas y sector de actividad. Estos datos, con el nivel de desagregación considerado en este artículo, son relativamente recientes, por lo que, en su defecto, para realizar este tipo de análisis se empleaba la información que elabora el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo a partir del Registro de Inversiones Exteriores (RIE). Como se describe brevemente en el recuadro 1, entre ambas fuentes existen algunas diferencias, no solo metodológicas, sino también de cobertura, que explican la discrepancia en nivel y, en ocasiones, en la evolución que presentan. Pero, en general, se aprecia una elevada coincidencia entre ambas estadísticas en lo que se refiere a las principales pautas de distribución espacial y sectorial de la IED de España en el exterior.

Tras esta introducción, en la siguiente sección se sintetizan las principales referencias teóricas que analizan los determinantes de la inversión extranjera y las decisiones de localización de las empresas multinacionales. A continuación, se describe la evolución agregada de la IED de España y, después, los principales rasgos de su distribución geográfica y sectorial. Finalmente, se presentan las conclusiones que se desprenden de este análisis.

Una breve síntesis de los determinantes de la IED

El proceso de internacionalización de las empresas puede ocurrir a través de múltiples canales, entre los que destacan la exportación, la externalización de alguna actividad a un proveedor extranjero y, finalmente, la producción en el exterior por parte de la propia empresa. Úni-

En España existen principalmente dos fuentes estadísticas que proporcionan información sobre las transacciones financieras de inversión exterior directa (IED). La primera es la Balanza de Pagos, elaborada por el Banco de España de acuerdo con las directrices y prácticas recomendadas por el *Quinto Manual de Balanza de Pagos* del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹. La segunda es la elaborada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, a partir de la información compilada por el Registro de Inversiones Exteriores (RIE). Aunque la evolución de los datos procedentes de estas fuentes es, en términos generales, similar, existen diferencias conceptuales y metodológicas entre ambas que justifican algunas divergencias. Entre estas diferencias destaca la distinta cobertura, que es más amplia en el caso de los datos de Balanza de Pagos. De hecho, los datos del RIE solo consideran, fundamentalmente, las participaciones en el capital, mientras que en la Balanza de Pagos también se registran otras operaciones no relacionadas con la participación directa en el capital, como los préstamos entre empresas relacionadas y la inversión en inmuebles².

En cualquier caso, cuando se analizan series homogéneas en lo que a cobertura de operaciones se refiere, es decir, restringidas a

las participaciones en el capital, persisten algunas discrepancias significativas, que se deben tanto al diferente momento del registro de la transacción financiera en una y otra estadística (devengo en el caso del RIE y cobro o pago en el de la Balanza de Pagos) como, sobre todo, a los distintos criterios de asignación geográfica y sectorial. En concreto, la Balanza de Pagos realiza la asignación geográfica de la IED en función de la primera contrapartida conocida, que en la mayoría de los casos coincide con el país de procedencia o destino final de la inversión, mientras que el RIE emplea los criterios de origen inicial y origen inmediato en el caso de las entradas de IED, y de destino final en el caso de la IED de España en el exterior. En cuanto a la asignación sectorial, en los datos de la Balanza de Pagos se realiza teniendo en cuenta el sector de la empresa residente que interviene en la transacción de IED, mientras que el RIE dispone de información tanto sobre el sector de destino de la inversión como sobre el sector al que pertenece la inversora.

Finalmente, en la actualidad la Balanza de Pagos, al igual que el Registro, dispone de información para descontar de las cifras de IED las operaciones de las denominadas «empresas de tenencia de valores extranjeros» (ETVE). Estas empresas son sociedades instrumentales residentes en España que centralizan la tenencia de sus inversiones en terceros países de algunos grandes grupos multinacionales. Buena parte de las operaciones realizadas por este tipo de empresas consisten en reestructuraciones empresariales instrumentadas mediante intercambios de participaciones, que dan lugar a inversiones directas de España en el exterior y del exterior en España de igual magnitud, pero que no representan aportaciones reales de fondos.

1. Véanse Banco de España (2007), *Inversión exterior directa. Comparación de las fuentes nacionales*, disponible en el sitio web del Banco de España: http://www.bde.es/bpagos/divisas/IED_EN_ESP_COMP_FUENT_NACS.pdf, Merino y Muñoz (2002) y Fernández Otheo (2004). 2. Tanto en la IED de España en el exterior como en la del exterior en España, los datos de RIE también incluyen otras formas de inversión en entidades o contratos registrados en España (fundaciones, cooperativas, agrupaciones de interés económico) cuando el capital social (o concepto equivalente) sea superior a 3.005.060,52 euros. Adicionalmente, en el caso de la IED del exterior en España los datos del RIE incluyen la constitución o ampliación de dotación de sucursales de empresas extranjeras.

camente esta última se considera IED según las directrices metodológicas del FMI. Así, para que una empresa, que ha tomado la decisión de internacionalizarse, realice IED en un país determinado resulta necesario que existan ventajas de localizar las actividades en el exterior, frente a las alternativas de la exportación y de la subcontratación a otras empresas extranjeras.

Frente a algunos modelos pioneros que describían la expansión internacional como un proceso secuencial, donde las empresas, conforme iban adquiriendo experiencia, pasaban de la exportación a la subcontratación y, finalmente, a la producción en el exterior, en el contexto de globalización actual se ha puesto de manifiesto el predominio de fórmulas mixtas, en las que todos estos métodos de internacionalización pueden darse de manera simultánea en una misma empresa y en un mismo mercado, lo que dificulta de manera notable la delimitación de los determinantes de la IED frente a otras vías de internacionalización.

La diversidad de los fines de la IED conlleva una complejidad añadida. Así, en primer lugar, se puede distinguir la inversión de naturaleza vertical, que supone la dispersión geográfica de algunas fases de la cadena de producción, y que trata de aprovechar las diferencias en los costes de los factores productivos [Helpman (1984) y Helpman y Krugman (1985)]. En segundo lugar, la IED horizontal supone replicar en el país de destino la misma estructura productiva existente en el país de origen de la inversión, con el fin de ampliar mercados o de utilizar aquel

como plataforma de exportación a terceros mercados [Markusen (1984) y Markusen y Maskus (1999)]. Adicionalmente, este tipo de IED suele realizarse en mercados con elevados costes de transporte o fuertes barreras proteccionistas (que se evitan mediante el establecimiento directo en el propio mercado) o en países pertenecientes a un acuerdo de integración aduanera.

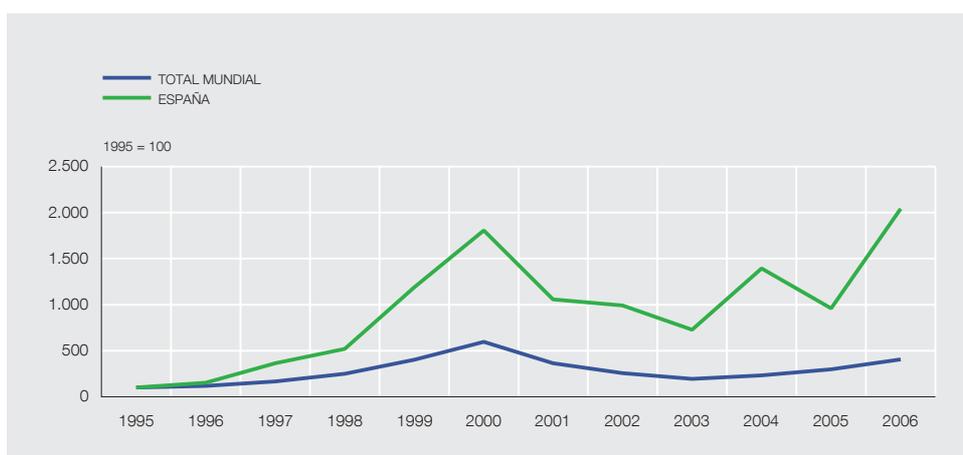
En este contexto, y al igual que la teoría del comercio internacional, la teoría de la inversión y de la localización internacional de las empresas cuenta con diversos modelos, que tratan de delimitar los factores que determinan las decisiones de IED y su distribución a nivel de empresas, de sectores y de países. Entre todos ellos, destaca la denominada «teoría ecléctica» o «paradigma OLI (*Ownership-Location-Internalisation*)», que desarrolló Dunning (1988) tratando de reconciliar las diversas aportaciones teóricas existentes al respecto.

Esta teoría clasifica en tres categorías los distintos factores que condicionan las decisiones de inversión internacional de las empresas. En primer lugar, la empresa que invierte en un determinado mercado debe contar con algunas características específicas que le conceden superioridad frente a los competidores locales (que se denominan *ventajas propias o de propiedad*). Entre esas características destacan la capacidad innovadora, la capacidad empresarial o de dirección, la experiencia previa en el mercado objetivo o, en general, en los mercados internacionales y, especialmente, el tamaño, que influye de manera decisiva sobre la capacidad para asumir riesgos y obtener financiación.

En conjunto, estas ventajas constituyen una condición necesaria, pero no garantizan que la empresa adquiera una dimensión multinacional a través de la IED. Para ello son necesarias las denominadas «ventajas de internalización», que representan los incentivos que tiene la empresa para explotar las ventajas de producción y participar de manera directa en la producción en el exterior, en lugar de, por ejemplo, subcontratar alguna de esas actividades a otras empresas. Estos incentivos pueden surgir como consecuencia de la existencia de fallos de mercado que hacen que para la empresa inversora resulte difícil materializar los beneficios potenciales mediante acuerdos con socios externos [véase Barba-Navaretti y Venables (2004)]¹.

Finalmente, esta taxonomía distingue las «ventajas de localización», que hacen referencia a las características institucionales o productivas en países potencialmente receptores de IED que determinan su capacidad para ofrecer nuevas oportunidades de negocio y atraer nuevas inversiones. Las ventajas de localización tendían a vincularse en el pasado con la abundancia de factores productivos, como la disponibilidad de recursos naturales o la abundancia de mano de obra, además de otras características socioinstitucionales de los mercados de destino, como la posible existencia de ventajas fiscales, la distancia geográfica entre el país de origen y de destino de la inversión, la existencia de un idioma común y la transparencia y estabilidad de sus instituciones. Más recientemente, la nueva teoría del comercio internacional y la «nueva geografía económica» han puesto mayor énfasis en la calidad de los factores productivos y en la dotación de infraestructuras de los mercados de destino o el tamaño del mercado, por cuanto estos elementos influyen de manera decisiva sobre la posibilidad de que surjan economías de aglomeración que den lugar a la creación de grandes núcleos industriales en torno a un determinado mercado [véase Norman (1998)].

1. Este puede ser el caso, por ejemplo, del país de destino de la inversión en el que no existen suficientes garantías legales para que los potenciales socios cumplan los contratos, es difícil aplicar los controles de calidad necesarios a los productos elaborados por un socio externo o resulta extraordinariamente complejo establecer un precio o valor a una transferencia de tecnología o de conocimiento empresarial.



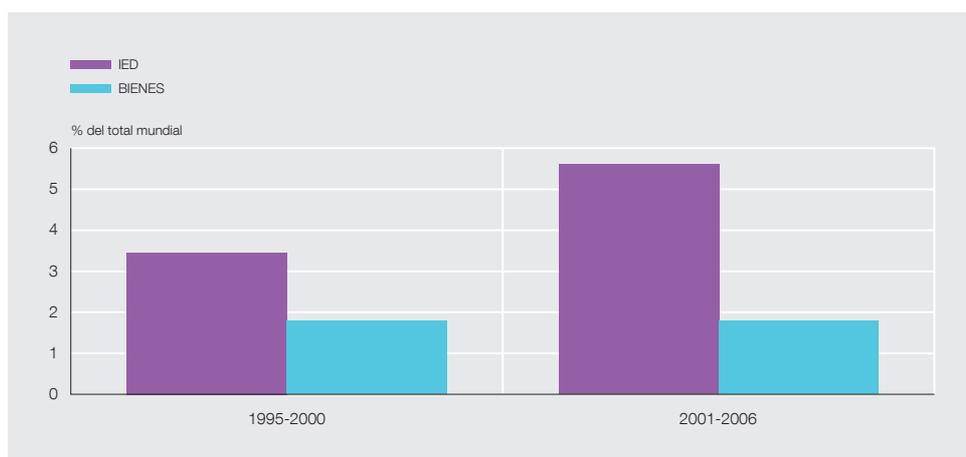
FUENTES: Banco de España y UNCTAD.

Evolución agregada de la IED de España en el exterior²

A grandes rasgos, la evolución de la inversión directa de España en el exterior durante el período 1995-2006 registró ritmos de avance más intensos que los de las transacciones mundiales de IED³ (véase gráfico 1), especialmente en la segunda mitad de la década de los noventa, cuando se produjo el despegue del proceso de internacionalización de la empresa española. Así, según las cifras de la UNCTAD, mientras que en 1990 las inversiones españolas acumuladas en el exterior apenas representaban el 3% del PIB español, en el año 2006 el stock de IED emitida ascendía al 41% del PIB, porcentaje superior al 26% del promedio mundial y al 31% de las economías desarrolladas. Adicionalmente, el peso relativo de las inversiones españolas en el conjunto de la IED mundial se incrementó de manera notable, hasta situarse en torno al 6% en el promedio del período 2001-2006 (véase gráfico 2), porcentaje que supera sensiblemente la participación de la economía española en el producto mundial o el peso de las exportaciones españolas en el comercio internacional de bienes (próxima al 2% en ambos casos).

Este auge de la IED española se ha producido pese a las carencias que se detectan en las empresas españolas en algunos de los ámbitos que según la teoría comentada anteriormente influyen sobre su proyección internacional, especialmente en lo que se refiere a su capacidad tecnológica y a su tamaño, inferior al de sus homólogas europeas. En este sentido, algunos estudios centrados en el análisis de la IED en la década de los noventa [véanse, entre otros, Ramírez et ál. (2004) y Campa y Guillén (1996)] destacan la existencia de un patrón de distribución geográfico y sectorial muy diferenciado del de otras economías desarrolladas. Según estos trabajos, en los años noventa la IED de las empresas españolas estaba compuesta por un escaso número de operaciones de gran envergadura, realizadas por un número reducido de empresas de gran tamaño pertenecientes principalmente al sector de servicios. Los mercados de destino también estaban escasamente diversificados, al concentrarse buena parte de las operaciones en los socios más antiguos de la UE y en el mercado latinoamericano. Otra característica relevante era la escasa im-

2. En este punto conviene señalar que los datos mundiales de IED correspondientes a las diversas agrupaciones geográficas que se mencionan en todo el artículo no excluyen las operaciones realizadas entre los distintos países que conforman dichas áreas. Asimismo, las cifras se expresan en euros, salvo indicación en contra. 3. Los datos de IED mundial y de España incluyen, salvo indicación en sentido contrario, las operaciones de las denominadas *Special Purpose Entities* (SPE). Entre estas empresas se encuentran las llamadas «empresas de tenencia de valores extranjeros» (ETVE), cuya operativa se describe brevemente en el recuadro 1.



FUENTES: Banco de España y UNCTAD.

portancia del sector industrial, lo que podía constituir un síntoma del tamaño relativamente pequeño de las empresas manufactureras nacionales. En este sentido, resulta importante determinar si las cifras más recientes revelan algún cambio en este patrón de comportamiento⁴.

Patrón geográfico y sectorial de la IED de España en el exterior

En esta sección se analiza la evolución del patrón de distribución geográfico y sectorial de la IED española en el exterior a lo largo del período 1995-2006. Dado que la distribución en un año determinado puede estar condicionada por la realización de operaciones concretas de gran envergadura, el análisis de la distribución geográfica y sectorial se lleva a cabo calculando los valores promedios para los períodos 1995-2000 y 2001-2006.

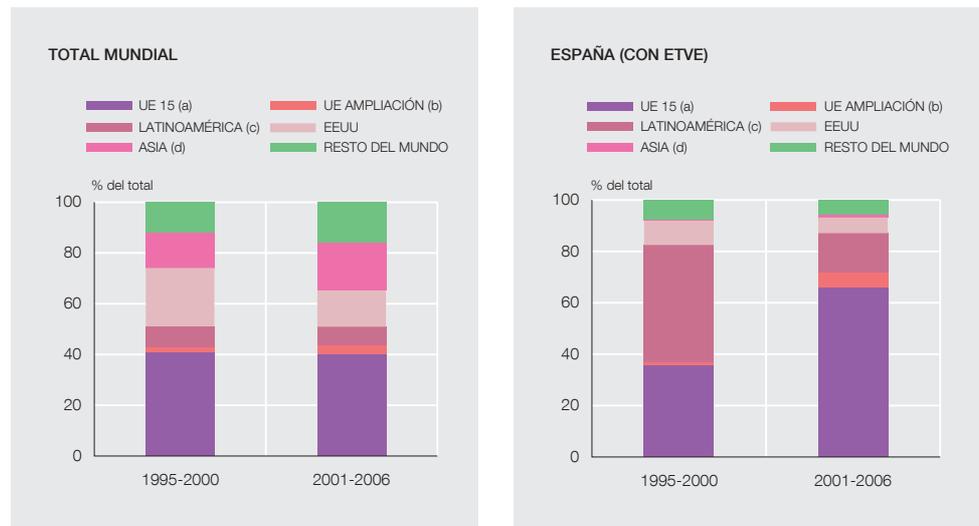
PATRÓN GEOGRÁFICO

El patrón geográfico de las inversiones directas españolas mantiene diferencias significativas con el correspondiente a las transacciones mundiales de IED (véase gráfico 3). En la segunda mitad de los noventa, el despliegue internacional de las empresas españolas se centró primordialmente en el mercado latinoamericano, que llegó a concentrar el 45% de las transacciones españolas de IED, mientras que en el conjunto del mundo la importancia de este mercado apenas alcanzaba un 7%. La inversión de las empresas españolas en Latinoamérica tuvo como finalidad la expansión en nuevos mercados, aprovechando la privatización de empresas públicas y la liberalización de algunos sectores de actividad que tuvo lugar en esos años [véase López y García (2002)] y el acceso a determinadas materias primas y recursos naturales relevantes para el desarrollo de la actividad de las empresas del sector eléctrico, de modo que se aprovecharon claras *ventajas de localización*. Sin duda alguna, la cercanía cultural con este mercado desempeñó también un papel importante. El segundo mercado de destino de las inversiones españolas en ese período fueron los países de la UE 15, adonde se dirigió casi un 40% de los flujos de IED, porcentaje similar al observado a nivel mundial. En cambio, la importancia de Estados Unidos como destino de los flujos españoles de IED fue significativamente inferior a la observada en el conjunto del mundo.

4. Para un análisis de la internacionalización de la empresa española, véase Guillén (2006). En Romana y Guillén (2007) se ofrece una perspectiva reciente de la evolución de la IED para el total de la economía, y en Fernández Otheo (2005), para el sector de manufacturas tradicionales.

**TRANSACCIONES DE INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA DE ESPAÑA
Y DEL MUNDO EN EL EXTERIOR**
Desglose por áreas geográficas

GRÁFICO 3



FUENTES: Banco de España y UNCTAD.

- a. La UE 15 incluye la UEM (excluida Eslovenia), Reino Unido, Suecia y Dinamarca.
- b. Países candidatos a la ampliación de la UE en 2004 (Chipre, República Checa, Estonia, Hungría, Lituania, Letonia, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia) más Rumanía y Bulgaria.
- c. Incluye Sudamérica, Centroamérica (excluido Belice), México, Cuba, Haití y República Dominicana.
- d. No se incluye Turquía.

Entre 2001 y 2006 se aprecian cambios importantes en el patrón de distribución geográfica de la IED. Por una parte, el proceso de inversión de las empresas españolas en los mercados latinoamericanos ha perdido dinamismo, condicionado por el elevado nivel alcanzado (en 2006, el *stock* de IED española en Latinoamérica supuso más del 17% del total en esta región), el agotamiento de buena parte del proceso de privatización de empresas públicas, el impacto negativo que supusieron las crisis económicas y financieras de principios de la presente década y la incertidumbre regulatoria que se produjo en algunos de estos casos. En cambio, se ha revitalizado la inversión en los mercados europeos, impulsada por las inversiones en la zona del euro y, especialmente, en el Reino Unido, que ha sido el destino de importantes operaciones de inversión realizadas por empresas residentes en los últimos años. Como resultado, el peso relativo de Latinoamérica en el total de la IED española en el exterior descendió hasta situarse en torno al 15% en el promedio del período 2001-2006 (porcentaje, en todo caso, que supone el doble del observado en el resto del mundo), mientras que la relevancia de la UE 15 como destino inversor en el total de la IED española supera ampliamente el papel de esta zona como receptora de los fondos globales de IED (por encima del 66% y por debajo del 40%, en promedio, en el período 2001-2006, respectivamente). Por su parte, Estados Unidos sigue mostrando un peso relativo inferior al observado como receptor de capitales en las transacciones mundiales de IED.

Otra de las pautas destacables de la distribución geográfica de la IED española es que la presencia en otras áreas emergentes —Asia, con China e India, y los nuevos países miembros de la UE— es reducida en comparación con el promedio mundial o con las economías de nuestro entorno, a pesar de que han aumentado apreciablemente a lo largo de la última década. Esta discrepancia es especialmente significativa en el caso de Asia, área que captó cerca del 19% de las transacciones mundiales de inversión exterior directa en el período 2001-2006, y solo un 2% del total de la IED de España en el exterior. No obstante, aunque la importancia de China en el total de las inversiones directas españolas en el exterior es muy

reducida, la presencia de otras economías europeas tampoco es particularmente elevada en términos relativos, y se aprecia una clara tendencia creciente de las inversiones españolas en los últimos años.

En cuanto a los nuevos países miembros de la UE, las operaciones de IED de España han experimentado un notable crecimiento en los últimos años. Aun así, la importancia de España en esta región como país inversor es menor que la de otras economías de la zona del euro, como Alemania, los Países Bajos, Austria y Francia, que son el origen de la mayoría de las inversiones en dicha área⁵.

La menor orientación de las empresas españolas hacia las economías asiáticas emergentes y, en particular, hacia los nuevos miembros de la Unión está condicionada tanto por la lejanía geográfica y la ausencia de lazos culturales como por el patrón de especialización de ambas áreas, que es diferente al que ha venido mostrando la IED española. Así, la afluencia de IED hacia China se centra principalmente en los sectores industriales, atraída, entre otros factores, por las ventajas derivadas de los reducidos costes de mano de obra y el gran tamaño del mercado nacional. Por su parte, las inversiones directas dirigidas hacia los nuevos países miembros de la UE tienen un carácter diverso, impulsadas por las ventajas que ofrecen estos países como plataformas de exportación, derivadas de la integración comercial y económica en la UE, y de su proximidad geográfica al centro de la Unión (especialmente, a Alemania), así como por la existencia de capital humano cualificado a un coste relativamente bajo. También han contribuido al incremento de las inversiones directas los programas de privatización ligados al proceso de integración europea.

En cualquier caso, la capacidad tecnológica del tejido industrial español y el reducido tamaño de muchas de sus empresas podrían constituir un obstáculo para el aprovechamiento de las oportunidades que ofrecen estos mercados, habida cuenta de los costes de entrada que representan el establecimiento de nuevas redes de comercialización y las estrategias de división de los procesos de producción [véase Turrión y Velázquez (2004)]. También el escaso dominio de los idiomas o la lejanía cultural pueden constituir un factor limitativo de la inversión española en estos mercados.

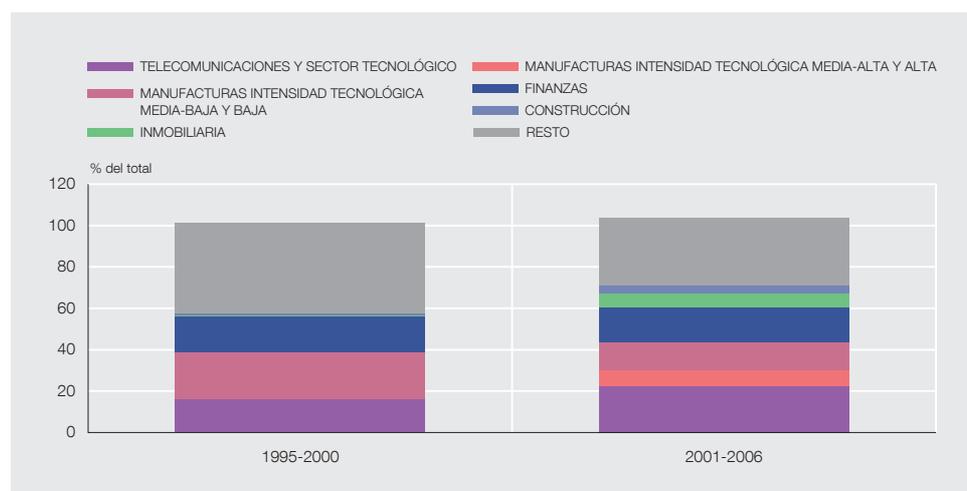
PATRÓN SECTORIAL⁶

A nivel sectorial, las transacciones de IED de España en el exterior presentan una elevada concentración en los sectores de servicios, que supusieron, en promedio, más del 78% de este tipo de transacciones durante el período 2001-2006 (véase gráfico 4)⁷. Dentro de estas actividades destacan, en particular, los sectores financiero y de telecomunicaciones, donde predominan las empresas de gran tamaño, que han incorporado los avances tecnológicos más recientes y que, por consiguiente, disponen de las «ventajas de propiedad» que resultan necesarias para afrontar los procesos de internacionalización.

La preponderancia de los servicios en la IED de España apenas se ha modificado desde mediados de los noventa, aunque dentro de esta área se aprecia un desplazamiento en la estructura hacia los sectores de telecomunicaciones y actividades inmobiliarias, en detrimento del sector financiero. No obstante, el patrón de IED puede modificarse con rapidez, pues la IED

5. Los dos primeros países concentraron, en conjunto, más del 40% del total de las entradas de IED en los nuevos países miembros de la UE entre 1998 y 2004, seguidos de Austria y Francia, con porcentajes de entre el 8% y el 9% cada uno [véase BCE (2005)]. 6. En esta sección, los datos de inversiones en el exterior no incluyen las operaciones de las empresas ETVE. 7. En este punto, conviene señalar que los cambios observados en los dos períodos considerados en el patrón de especialización por sector de actividad deben interpretarse con cautela, ya que el procedimiento empleado para realizar dicha desagregación se modificó en el año 2002, lo que contribuyó a mejorar la calidad de la asignación por sector de actividad.

Desglose sectorial (excluidas empresas ETVE)



FUENTE: Banco de España.

NOTAS:

Telecomunicaciones y sector tecnológico: Correo y telecomunicaciones, actividades informáticas e I+D.

La clasificación de las ramas de manufacturas según su intensidad tecnológica es la elaborada por la OCDE (2005).

Inmobiliarias: promoción, compraventa, alquiler, gestión y administración de bienes inmuebles. La asignación de las transacciones de IED a este sector de actividad no se realiza en función de la actividad de la empresa residente, sino de la naturaleza de la operación.

del sector financiero incluye operaciones de gran magnitud, lo que introduce una volatilidad significativa en los datos que no hay que olvidar. Por ello, la menor importancia relativa que se aprecia en las cifras recientes no debe interpretarse como un menor avance en el proceso de internacionalización de las instituciones financieras, que mantienen unas buenas condiciones para posicionarse en el mercado internacional⁸.

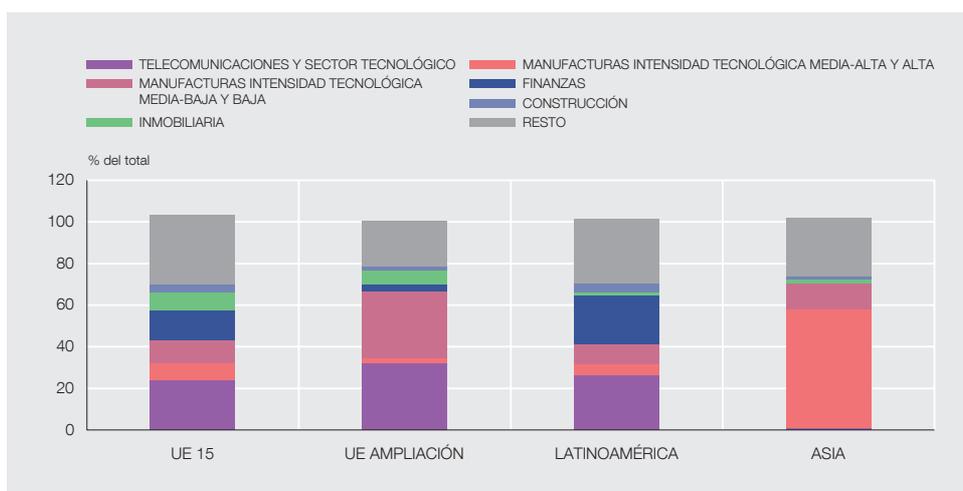
Por otra parte, aunque el peso relativo de las manufacturas sigue siendo reducido, en los años recientes se aprecia un mayor dinamismo en el proceso de internacionalización de las empresas del sector. Dentro de estas ramas, los sectores con mayor importancia relativa en los flujos de IED se encuentran englobados en las manufacturas de tecnología media-baja y baja, destacando en particular los de textil y confección, alimentación, bebidas y tabaco, y productos minerales no metálicos. No obstante, en los años recientes los flujos de IED de las industrias de mayor contenido tecnológico han mostrado un repunte significativo. Además, este comportamiento ha sido bastante generalizado entre las rúbricas que componen estas ramas, destacando los vehículos de motor y el material electrónico, además de la química y farmacia.

Estos resultados se ven refrendados cuando se analizan las cifras a nivel de empresa. En general, las operaciones de IED se encuentran muy concentradas: entre 2003 y 2006, solo 105 empresas (el 1,1% del total de empresas que realizan operaciones de IED) representaron más del 90% del valor total de la IED de España en el exterior⁹. Esta concentración es especialmente acusada en las ramas de servicios. En las de manufacturas, la concentración de las

8. En este punto cabe mencionar, por su relevancia, las operaciones realizadas tanto en 2006 como en 2007 por los dos grandes bancos españoles. 9. Los datos a nivel de empresa solo recogen las acciones y otras participaciones directas en el capital, lo que no supone un problema relevante de cara al análisis efectuado, ya que, en promedio, cerca del 90% de la IED de España en el exterior realizada en los últimos años se materializa a través de estos instrumentos.

**TRANSACCIONES DE INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA DE ESPAÑA
EN EL EXTERIOR EN EL PERÍODO 2001-2006**
Desglose sectorial y por áreas geográficas (excluidas empresas ETVE)

GRÁFICO 5



FUENTE: Banco de España.

NOTA:

Las áreas geográficas y los desgloses sectoriales corresponden a los de los gráficos 3 y 4, respectivamente.

operaciones de IED es elevada, aunque algo menor, y también se encuentra dominada por las operaciones realizadas por un número reducido de empresas de tamaño medio o grande. Pero quizá el hecho más significativo es que dentro de estas ramas de actividad se aprecia una tendencia creciente en el número de empresas que realizan operaciones de IED y, entre ellas, cada vez son más numerosas las PYME.

Por áreas geográficas se aprecian diferencias significativas en el patrón de distribución sectorial de la IED (véase gráfico 5). Así, en Latinoamérica, las empresas de servicios —de telecomunicaciones y financieras, en particular— han dominado el proceso de internacionalización. En esta área, las entidades bancarias españolas han buscado la penetración en los distintos mercados nacionales, por lo que sus inversiones se han extendido por buena parte de la región. Sin embargo, las empresas de telefonía o de energía han tendido a concentrar su participación en un menor número de países, en función de los procesos de privatización y la existencia de recursos estratégicos. A diferencia de Latinoamérica, en Asia destaca el peso relativo de las manufacturas, en consonancia con las ventajas de localización de estas regiones, que alcanza casi un 70% del total de la IED dirigida a esta área.

En el caso de la UE, los flujos de IED se distribuyen de manera más equilibrada entre los servicios y la industria. En particular, en el caso de la UE 15 la inversión en las manufacturas se distribuye de manera similar entre las manufacturas de mayor y menor contenido tecnológico, concentrándose en la UEM las inversiones en sectores de tecnología alta y media-alta. También destaca la importancia de las telecomunicaciones y del sector financiero (localizada, en buena medida, en el Reino Unido) y, en los últimos años, el ascenso de las actividades inmobiliarias.

Finalmente, la distribución sectorial de las transacciones de IED de España en los nuevos países miembros de la UE muestra una elevada concentración en los sectores de telecomunicaciones y tecnología, y, a diferencia de lo que ocurre en el resto de la Unión y en el total mundial, en las manufacturas de intensidad tecnológica baja y media-baja, en consonancia con su consideración como plataformas de exportación hacia el resto de la UE. Estos dos

sectores acumularon en el período 2001-2006, con una participación semejante, cerca del 65% de la IED española total en esa zona.

Conclusiones

En un contexto de creciente globalización, la ventaja competitiva de las empresas se asienta cada vez más en su capacidad para aprovechar el potencial de crecimiento que ofrecen algunos mercados y sectores, y explotar las mejoras de eficiencia que pueden obtenerse mediante la participación en las cadenas globales de producción. En este artículo se describen los principales rasgos del proceso de internacionalización de las empresas españolas en los años recientes, mediante el análisis de las pautas de localización espacial y sectorial de sus inversiones directas en el exterior.

Este proceso ha tenido dos fases claramente diferenciadas. Así, la fase de desarrollo inicial, observada en la segunda mitad de los noventa, se caracterizó por una elevada concentración geográfica y sectorial. En esta etapa, el aumento de la proyección internacional estuvo liderado por empresas de gran tamaño, que pudieron aprovechar los procesos de privatización y liberalización de algunos mercados emergentes. En cambio, durante los años recientes el proceso de inversión se encuentra algo más diversificado, tanto a nivel geográfico como sectorial y empresarial. Esta aproximación al análisis de los flujos de IED resulta de utilidad, por cuanto puede ofrecer algún indicio de las causas que favorecen o limitan la expansión internacional de las empresas españolas. Con todo, el análisis de los determinantes de la IED requiere un estudio más detallado, que se abordará en un próximo trabajo.

Desde la perspectiva geográfica, quizá el cambio más significativo es la paulatina reorientación de las inversiones hacia los nuevos socios europeos y, en menor medida, hacia los mercados asiáticos. Aun así, todavía la participación de estos mercados en los flujos de IED de España es reducida en comparación con otras economías de nuestro entorno, lo que podría estar suponiendo una pérdida de oportunidades para las empresas españolas.

En el ámbito sectorial el rasgo más destacable es la importancia que están adquiriendo las manufacturas tanto en sectores tradicionales (la alimentación o el textil) como en otros con mayores requerimientos tecnológicos (la química, los vehículos de motor y los productos minerales no metálicos). En estos sectores todavía son pocas las empresas que realizan inversiones significativas en forma de IED en el exterior, pero todo apunta a que existe una creciente base de empresas que realizan operaciones de menor cuantía y que, a través de la experiencia internacional o de acuerdos de cooperación con otras empresas, podrían aumentar su proyección hacia el exterior.

18.01.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2005). «Evolución reciente de la IDE en los nuevos Estados miembros de Europa Central», *Boletín Mensual*, octubre, pp. 12-14.
- BARBA-NAVARETTI, G., y A. VENABLES (2004). *Multinational firms in the world economy*, Princeton University Press.
- CAMPA, J. M., y M. GUILLÉN (1996). «Evolución y determinantes de la inversión directa en el extranjero por empresas españolas», *Papeles de Economía Española*, 66, pp. 235-249.
- DUNNING, J. (1988). *Globalization, trade and foreign direct investment*, Elsevier, Ámsterdam.
- FERNÁNDEZ-OTHEO, C. M. (2004). «Estadísticas de inversión directa extranjera en España: una revisión», *Información Comercial Española*, 814, pp. 63-74.
- (2005). «La internacionalización productiva de los sectores industriales tradicionales: un enfoque desde la inversión extranjera directa», *Economía Industrial*, 355/356, pp. 73-84.
- GUILLÉN, M. (2006). *El auge de la empresa multinacional española*, Marcial Pons, Madrid.
- HELPMAN, E. (1984). «A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations», *Journal of Political Economy*, 93, 3, pp. 451-471.
- HELPMAN, E., y P. R. KRUGMAN (1985). *Market Structure and Foreign Trade*, cap. 12, MIT Press, Cambridge.
- LÓPEZ DUARTE, C., y E. GARCÍA CANAL (2002). «La inversión directa de las empresas españolas en Latinoamérica», *Revista Asturiana de Economía*, 23, pp. 27-45.

- MARKUSEN, J. R. (1984). «Multinationals, multi-plant economies and the gains from trade», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 16, 3-4, mayo, pp. 205-226.
- MARKUSEN, J. R., y K. MASKUS (1999). *Discriminating among alternative theories of multinational enterprise*, Working Paper 7164, National Bureau of Economic Research.
- MERINO, F., y M. MUÑOZ (2002). «Fuentes estadísticas para el estudio de la inversión directa española en el exterior», *Boletín Económico*, ICE 2751, pp. 5-15.
- NORMAN, G. (1998). *Foreign direct investment and international trade: a review*, mimeo.
- OCDE (2005). *Science, Technology and Industry Scoreboard*, París.
- RAMÍREZ, M., J. M. DELGADO y M. ESPITIA (2004). *La internacionalización de las empresas españolas, 1993-1999: un estudio de los factores de localización*, mimeo.
- ROMANA, B., y M. GUILLÉN (2007). *La Internacionalización de la empresa española: anuario 2007*, Círculo de Empresarios.
- TURRIÓN, J., y F. J. VELÁZQUEZ (2004). «Presencia empresarial de España en los países de la ampliación: ¿una oportunidad perdida?», *Información Comercial Española*, 818, pp. 165-184.

UNA MODELIZACIÓN DE EQUILIBRIO GENERAL DE LAS FLUCTUACIONES DEL PRECIO
DEL PETRÓLEO

Este artículo ha sido elaborado por Antón Nákov, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

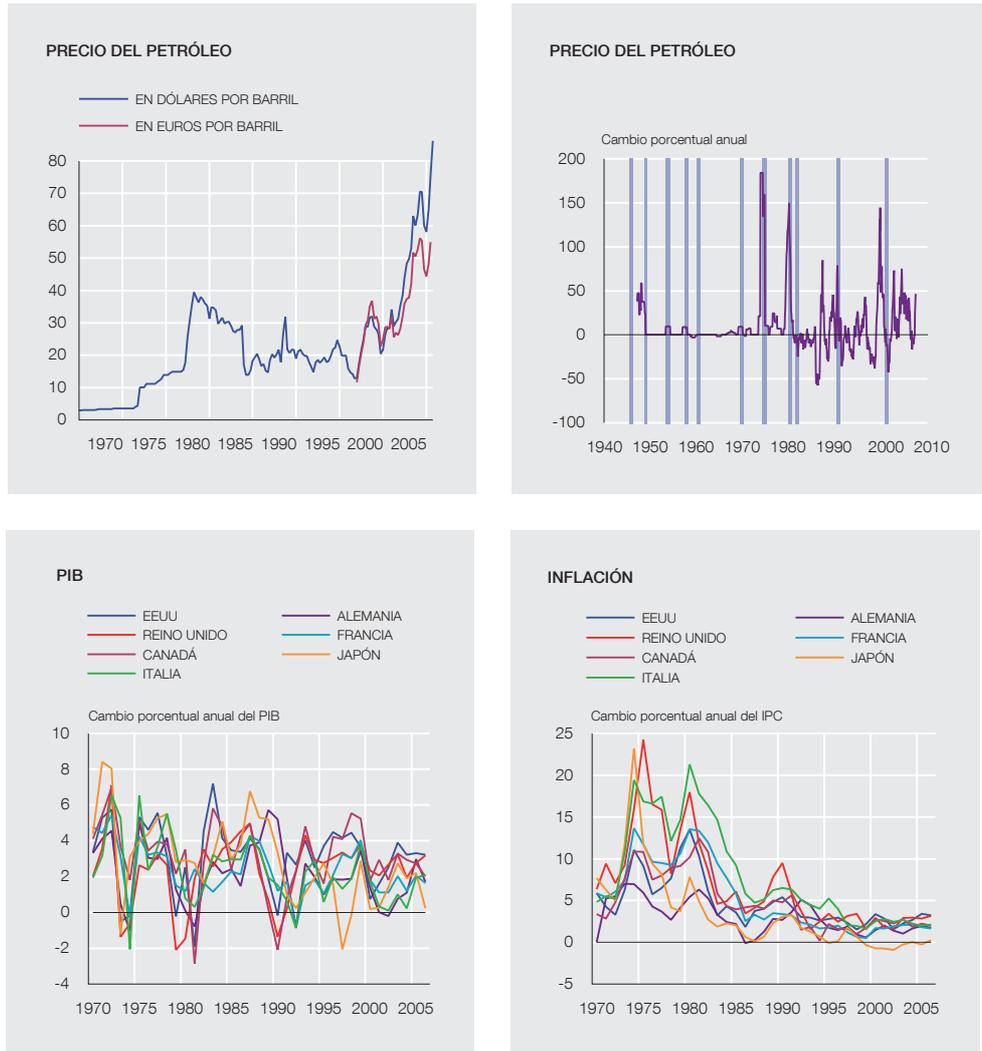
Introducción

En los últimos seis años, el precio del petróleo en euros se ha duplicado, pasando de 25 euros por barril en el promedio del año 2002 a 50 euros en el promedio del año 2007. Esta subida no ha provocado ni un aumento de la inflación ni una desaceleración de la actividad económica comparables a las que se produjeron en períodos anteriores de incrementos elevados. En efecto, en la década de los años setenta, cuando el precio del crudo se multiplicó por tres en 1973 y otra vez por dos en 1979, las tasas de inflación alcanzaron los dos dígitos y la tasa de crecimiento del PIB acusó valores negativos (véase gráfico 1).

La relación entre las variaciones en la tasa de crecimiento del PIB y en el precio del petróleo ha sido abordada por numerosos estudios. Así, Hamilton (1983) observó que, a excepción de una, todas las recesiones de la postguerra en Estados Unidos se produjeron después de aumentos del precio del petróleo y confirmó formalmente la existencia de una relación de causalidad. Otros autores hallaron evidencia parecida con respecto a la inflación en Estados Unidos, y también con respecto al PIB y la inflación en otros países desarrollados [Darby (1982) y Burbidge y Harrison (1984)]. Sin embargo, Hooker (1999) apuntó a una ruptura en la relación «precio del petróleo-PIB» y, más tarde, Hooker (2002) halló una ruptura parecida en el vínculo «precio del petróleo-inflación» en Estados Unidos, ambas alrededor del año 1981. De manera parecida, Blanchard y Galí (2007b) han documentado un cambio importante en la transmisión de choques del petróleo a la actividad económica y a la inflación en los países industrializados. Recientemente se ha reabierto el debate sobre las causas y consecuencias de las fluctuaciones del precio del petróleo [véanse, por ejemplo, Leduc y Sill (2004) y Carlstrom y Fuerst (2005)].

En la mayoría de estos estudios, se supone que el precio del crudo es un factor exógeno que no depende de los comportamientos económicos que se estudian, pero que sí influye en dichos comportamientos. Muchas veces se justifica este supuesto con la existencia de la OPEP² y la dificultad de modelizar sus decisiones en un análisis de equilibrio general. Sin embargo, este supuesto afecta de manera importante a las conclusiones sobre las consecuencias macroeconómicas de las fluctuaciones del precio del petróleo. Este artículo utiliza dos trabajos recientes³ para ilustrar las consecuencias económicas de las variaciones del precio del petróleo en modelos en los que dicho precio se determina de forma endógena. Así, en primer lugar se analiza de qué dependen los efectos del precio del petróleo sobre el PIB y en qué medida el período que se ha dado en llamar la «Gran Moderación», por la estabilidad de la inflación y del crecimiento, se ha visto favorecido por una relación más débil entre consumo de petróleo y PIB. En segundo lugar, se ilustra cómo las fluctuaciones macroeconómicas que se producen como consecuencia de las variaciones del precio del petróleo y la respuesta óptima de la política monetaria dependen de si dichas variaciones se suponen exógenas o de si, por el contrario, son causadas por el comportamiento estratégico de los productores de crudo en respuesta a la evolución de la actividad económica en los países importadores.

1. Este artículo resume los resultados de dos trabajos recientes [Nákov y Pescatori (2007a y 2007b)] sobre el papel que desempeña el petróleo en la macroeconomía de los países importadores. 2. La OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) actualmente controla alrededor del 40% de la oferta de petróleo a nivel mundial. 3. Véanse Nákov y Pescatori (2007a y 2007b).



FUENTES: Dow Jones & Company, Reserva Federal de St. Louis.

a. Las regiones sombreadas indican recesiones, de acuerdo con el NBER.

El precio del petróleo y la «Gran Moderación»

Alrededor de mediados de la década de los ochenta comienza en los países desarrollados un período que se caracteriza por una disminución pronunciada de la volatilidad de las principales variables macroeconómicas en un gran número de países (véanse cuadro 1 y gráfico 2 para el caso de Estados Unidos). Para explicar las causas de la reducida volatilidad macroeconómica de este período, que se conoce como la «Gran Moderación», se han apuntado varias razones, desde la mayor eficacia de las políticas económicas (*good policy*) hasta la ocurrencia de una sucesión especialmente benigna de perturbaciones económicas (*good luck*).

Por lo que se refiere a las perturbaciones, puesto que la evidencia apunta a que la moderación ha sido un fenómeno internacional⁴, y dada la posibilidad de que los choques del petróleo tengan un efecto parecido en distintos países importadores, un candidato natural, posiblemente en conjunción con otros factores, para explicar la mayor estabilidad económica en el mundo desarrollado es la reducción de la volatilidad de la oferta de petróleo y/o una inhibición

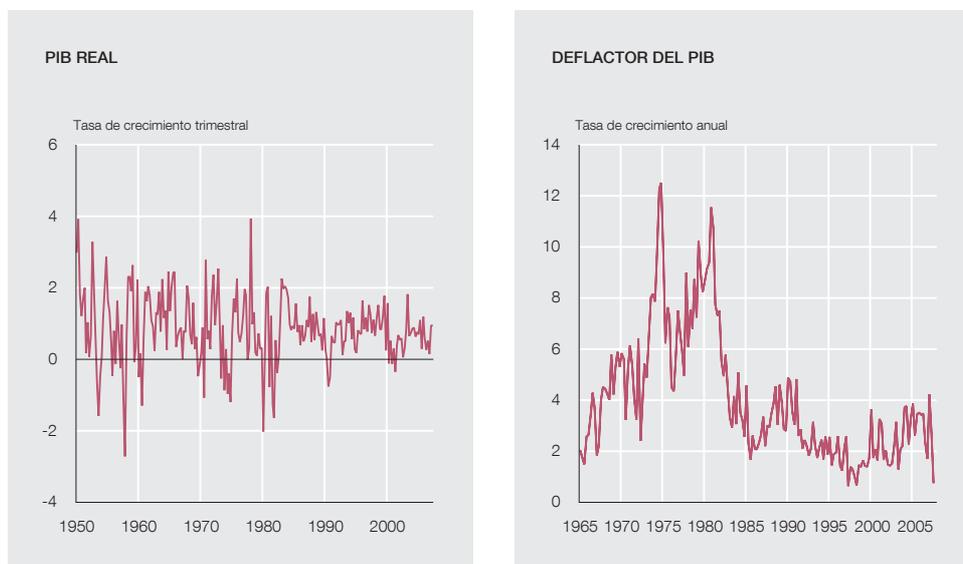
4. Cecchetti et ál. (2006) encuentran evidencia de moderación en 16 de 25 países industrializados, mientras que Stock y Watson (2002) documentan evidencia parecida para seis de los países que forman el G-7.

	Desviación estándar ($\times 100$)	Desviación estándar ($\times 100$)	Reducción de la volatilidad (%)
	I TR 1965 - IV TR 1983	I TR 1984 - IV TR 2006	
Crecimiento del PIB	1,126	0,508	55
Inflación	0,609	0,244	60
Tipo de interés	0,847	0,583	31
Precio real del petróleo	16,33	12,99	20

FUENTE: Nákov y Pescatori (2007a).

MODERACIÓN MACROECONÓMICA EN ESTADOS UNIDOS

GRÁFICO 2



FUENTE: Reserva Federal de St. Louis.

de la transmisión de esta volatilidad al resto de la economía mundial. Es decir, que los choques fundamentales provenientes del sector del petróleo han sido más pequeños a partir de 1984; y/o que la diversificación de la producción hacia sectores menos intensivos en petróleo y una eficiencia mayor en el uso de este factor pueden haber reducido su consumo por cada unidad de PIB y, por lo tanto, disminuido la relevancia de los cambios de oferta del crudo.

En un trabajo reciente, Nákov y Pescatori (2007a) estudian el grado en que la estabilidad macroeconómica en Estados Unidos durante la «Gran Moderación» se puede atribuir a cambios en la naturaleza de los choques provenientes del sector del petróleo y en la relación entre consumo de petróleo y PIB. Con este propósito, se estima un modelo que incluye un mercado de petróleo imperfecto, en el que el precio se determina por la OPEP con el fin de maximizar sus beneficios. Una vez estimados los parámetros del modelo, y utilizando datos macroeconómicos de antes y de después de 1984, se efectúan simulaciones «contrafactuales», es decir, se calcula cómo se comportarían economías hipotéticas, con, por ejemplo, diferentes grados de relación entre consumo de petróleo y PIB.

Las simulaciones permiten dos explicaciones alternativas de la «Gran Moderación»: i) menores choques reales no derivados del precio del petróleo, como sugieren, por ejemplo, Ahmed,

Levin y Wilson (2002) y Stock y Watson (2002), y ii) mejor política monetaria, como mantienen Clarida, Galí y Gertler (2000) y Boivin y Giannoni (2006). Más concretamente, una mejor política monetaria explicaría hasta dos tercios de la moderación de la inflación, mientras que dos tercios de la moderación del PIB son atribuibles a menores perturbaciones reales no ligadas al petróleo.

Los resultados de estas simulaciones apuntan, no obstante, que el petróleo ha desempeñado también un papel importante en la reducción de la volatilidad macroeconómica. En particular, el menor consumo de petróleo por unidad de PIB a partir de 1984 podría explicar una tercera parte de la moderación de la inflación y un 13% de la moderación del PIB. Al mismo tiempo, un 7% de la moderación del PIB y un 11% de la moderación de la inflación se pueden atribuir a menores perturbaciones con origen directo en el sector petrolero.

El precio del petróleo y las políticas económicas

Junto con la estabilidad de precios, que cae dentro del campo natural de actuación de la política monetaria, las políticas económicas tienen como objetivo minimizar la *distancia* entre el PIB actual y su nivel eficiente, que es lo que se conoce como «brecha de producción» (*output gap*, en la terminología inglesa). Curiosamente, en el modelo macroeconómico básico más utilizado para analizar el ciclo económico —el modelo nekeynesiano—, los objetivos de estabilización de los precios y reducción de la brecha de producción son perfectamente compatibles. Es decir, para alinear el PIB con su nivel óptimo, es suficiente con que se establezca la inflación.

Sin embargo esta «coincidencia idílica» (*divine coincidence*, en la terminología inglesa) es producto de los supuestos de perfección de todos los mercados y de la exogenidad del precio del petróleo. Trabajos recientes, como los de Blanchard y Galí (2006, 2007a y 2007b), han puesto de manifiesto que dicha coincidencia se rompe cuando existen a la vez rigideces nominales y reales. En un trabajo reciente, Nákov y Pescatori (2007b) demuestran que esta ruptura de la coincidencia idílica también se produce en un modelo en el que el precio del petróleo se determina estratégicamente para maximizar los beneficios de un conjunto dominante de productores de petróleo (como la OPEP). En este caso, la razón es que una parte importante de la variación del precio del petróleo no representa fluctuaciones en el coste económico de su producción, sino que corresponde a cambios en el margen comercial, debido a la posición dominante de la OPEP en el mercado. Esto hace que, incluso en condiciones de estabilidad de los precios, el PIB de los países importadores no se ajuste a su nivel eficiente.

Por tanto, cuando los productores de petróleo se comportan estratégicamente, tanto la oferta de petróleo como el PIB de los países importadores están por debajo de su nivel eficiente, mientras que el precio del petróleo está por encima de su nivel competitivo. Además, las fluctuaciones del margen comercial del petróleo impiden el ajuste perfecto por parte de las empresas y los consumidores a las perturbaciones fundamentales, lo que origina oscilaciones ineficientes de la brecha de producción.

Una de las ventajas de modelizar el sector del petróleo en equilibrio general es la posibilidad de distinguir entre movimientos del precio del petróleo causados por diferentes tipos de perturbaciones. Por ejemplo, en el modelo de Nákov y Pescatori (2007b) el precio está afectado tanto por el nivel tecnológico del sector productor del petróleo como por la capacidad de producción de los proveedores que no forman parte de la OPEP, e incluso por la actividad económica de los países importadores. Las políticas económicas de los países importadores también afectarían indirectamente a través de la demanda de bienes finales y, por lo tanto, de factores de producción, incluido el petróleo. Cada uno de estos factores afecta al precio del crudo a través de un canal diferente y, por lo tanto, sus efectos macroeconómicos e implica-

ciones para la política económica son distintos. De este modo, ante una misma subida del precio del petróleo, podría ser adecuado, desde el punto de vista de bienestar de los consumidores, tanto subir como bajar los tipos de interés en función del factor fundamental que ha sido responsable de la subida del precio. Por ejemplo, si la causa de la subida es un aumento de la productividad y, por lo tanto, de la demanda de petróleo de los países importadores (una perturbación que, por su naturaleza, implica una bajada de la inflación), entonces la respuesta óptima sería bajar los tipos de interés.

No obstante, hay que tener en cuenta que el modelo ignora ciertos aspectos de la industria petrolera que pueden afectar severamente a las conclusiones; entre otros, el hecho de que el petróleo es un bien almacenable, para el cual existen mercados de futuros, y la larga duración del proceso de exploración y desarrollo de los campos petroleros. Esto hace que la oferta de petróleo sea menos elástica en el corto plazo, y podría ser relevante para explicar la sorprendentemente alta volatilidad del precio comparada con la volatilidad del consumo de petróleo. Al mismo tiempo, se omiten otros tipos de efectos potencialmente importantes, como, por ejemplo, los relacionados con la demanda de petróleo motivada por la precaución ante la incertidumbre acerca de su futuro suministro [Kilian (2006)]. Los resultados anteriores, por tanto, deben interpretarse con las debidas cautelas.

Conclusiones

En las últimas tres décadas se han dedicado muchos esfuerzos a estudiar los efectos de fluctuaciones en el precio del petróleo, bajo el supuesto de que dichas variaciones son exógenas para la economía. En realidad, el precio del petróleo es una variable endógena que responde a perturbaciones por el lado tanto de la oferta como de la demanda. El supuesto de precio del petróleo exógeno era una simplificación innecesaria en la década de los ochenta y es aún menos justificado hoy en día, sobre todo si el objetivo es evaluar la idoneidad de políticas económicas alternativas. Al mismo tiempo, cualquier modelización del sector del petróleo debe tener en cuenta las imperfecciones de este mercado. En concreto, el hecho de que la oferta esté dominada por un conjunto de países productores implica que el precio del petróleo tienda a estar por encima del precio competitivo, mientras que el suministro del petróleo y el PIB de los países importadores están por debajo de su nivel eficiente. En este contexto, diferentes tipos de perturbaciones crean fluctuaciones en el precio del petróleo que acaban originando una tensión entre los objetivos de inflación y de crecimiento para los responsables de las políticas económicas de los países importadores.

Cuando estas dos consideraciones se incluyen en un modelo de equilibrio general, se encuentra que: i) la misma subida del precio del petróleo no siempre requiere la misma reacción por parte de la política monetaria y es crucial identificar la naturaleza de la perturbación, y ii) la disminución del consumo de petróleo por unidad de PIB a partir de la década de los ochenta ha reducido la tensión entre los objetivos de las autoridades económicas de inflación y de crecimiento, y puede explicar una parte importante de la moderación de la inflación que ha tenido lugar a nivel mundial en los últimos años.

14.1.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- AHMED, S., A. LEVIN y B. WILSON (2004). «Recent US Macroeconomic Stability: Good Policies, Good Practices, or Good Luck?», *Review of Economics and Statistics*, 86, 3, pp. 824-832.
- BLANCHARD, O., y J. GALÍ (2006). *A New Keynesian Model with Unemployment*, mimeo, CREI y Universitat Pompeu Fabra.
- (2007a). «Real wage rigidities and the New Keynesian model», *Journal of Money, Credit, and Banking*, suplemento al vol. 39, n.º 1, pp. 35-66.
- (2007b). *The macroeconomic effects of oil price shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?*, mimeo, CREI y Universitat Pompeu Fabra.

- BOIVIN, J., y M. GIANNONI (2006). «Has Monetary Policy Become More Effective?» *The Review of Economics and Statistics*, 88, 3, pp. 445-462.
- BURBIDGE, J., y A. HARRISON (1984). «Testing for the effects of oil-price rises using vector autoregressions», *International Economic Review*, 25, 2, pp. 459-484.
- CARLSTROM, C. T., y T. S. FUERST (2005). *Oil prices, monetary policy, and counterfactual experiments*, Working Paper No. 0510, Federal Reserve Bank of Cleveland.
- CECCHETTI, S., A. FLORES-LAGUNES y S. KRAUSE (2006). *Assessing the Sources of Changes in the Volatility of Real Growth*, NBER Working Paper No. 11946.
- CLARIDA, R., J. GALÍ y M. GERTLER (2000). «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability. Evidence and Some Theory», *The Quarterly Journal of Economics*, 115 (1), febrero, pp. 147-180.
- DARBY, M. R. (1982). «The price of oil and world inflation and recession», *American Economic Review*, 72, 4, pp. 738-751.
- HAMILTON, J. D. (1983). «Oil and the macroeconomy since World War II», *The Journal of Political Economy*, 91, 2, pp. 228-248.
- HOOKER, M. A. (1999). *Oil and the Macroeconomy Revisited*, Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- (2002). «Are oil shocks inflationary? Asymmetric and non-linear specifications versus changes in regime», *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, 2, pp. 540-561.
- KILIAN, L. (2006). *The effects of exogenous oil supply shocks on output and inflation: Evidence from the G7 countries*, CEPR Discussion Papers 5404, Centre for Economic Policy Research.
- KIM, C., y C. NELSON (1999). «Has the US Economy Become More Stable? A Bayesian Approach Based on a Markov-Switching Model of the Business Cycle», *The Review of Economics and Statistics*, 81, 4, pp. 608-616.
- LEDUC, S., y K. SILL (2004). «A quantitative analysis of oil prices shocks, systematic monetary policy, and economic downturns», *The Journal of Monetary Economics*, 51 (4), mayo, pp. 781-808.
- MCCONNELL, M., y G. PÉREZ-QUIRÓS (2000). «Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980s?», *The American Economic Review*, 90, 5, pp. 1464-1476.
- NÁKOV, A., y A. PESCATORI (2007a). *Oil and the Great Moderation*, Documentos de Trabajo, n.º 0735, Banco de España.
- (2007b). *Inflation-Output Gap Trade-off with a Dominant Oil Supplier*, Documentos de Trabajo, n.º 0723, Banco de España.
- STOCK, J., y M. WATSON (2002). *Has the Business Cycle Changed and Why?*, NBER Working Paper No. 9127, National Bureau of Economic Research, Inc.

UN NUEVO INDICADOR DE COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO

Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario

Este artículo ha sido elaborado por Adrian van Rixtel, de la Dirección General de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Las entidades de crédito ocupan una posición clave como intermediarios financieros, canalizando fondos de los depositantes o de los mercados financieros a los hogares y a las empresas que hacen uso del crédito bancario para financiar su gasto en consumo e inversión. El grado de competencia bancaria reviste una importancia considerable, ya que es de esperar que un mercado más competitivo promueva una mayor eficiencia en la intermediación financiera y reduzca los costes de financiación. De este modo, la mayor competencia entre las entidades de crédito puede influir favorablemente en el bienestar de los hogares y las empresas y en la evolución macroeconómica general, mejorando con ello las perspectivas económicas de un país.

También resulta fácil comprender por qué la competencia bancaria es importante para los bancos centrales [véase, por ejemplo, Bikker (2004)]. En primer lugar, debido a su posición central en el sistema financiero, el sector bancario desempeña un papel fundamental en la transmisión de los impulsos de la política monetaria. En un mercado de servicios bancarios más competitivo, las modificaciones del tipo de interés oficial del banco central supuestamente se transmitirán con más intensidad y rapidez a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito; además, cambios en el grado de competencia influirán en la estrategia de negocio de las entidades de crédito, por lo que también afectarán a los mecanismos de transmisión monetaria. En segundo lugar, la solidez y la estabilidad del sector financiero, que son otro objetivo fundamental de los bancos centrales, pueden verse afectadas de diversas maneras por el grado de competencia.

Por todo ello, el tema de la competencia en el sector bancario exige una minuciosa atención, como refleja la amplia literatura existente. Un problema bien conocido en el análisis del sector bancario es que la competencia no puede medirse directamente, ya que no es posible disponer fácilmente de datos sobre costes y, con frecuencia, tampoco sobre los precios de los productos bancarios individuales. Por tanto, es necesario recurrir a medidas indirectas para medir el grado de competencia. En los últimos años se han propuesto varios indicadores, con el fin de realizar un análisis empírico del grado de competencia bancaria en lo que respecta a diferentes productos bancarios en diversos países y a distintos tipos de entidades de crédito [en relación con España, véase, por ejemplo, Gutiérrez de Rozas (2007)].

En consonancia con esta área de investigación, el presente artículo propone la utilización de un nuevo indicador, el denominado «indicador de Boone», para medir la competencia en el sector bancario y aplicarlo a los mercados de crédito bancario de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y a los cinco principales países de la zona del euro, entre ellos España. El análisis permite comparar la evolución de la competencia entre países y a lo largo del tiempo dentro de cada país. La principal característica del indicador de Boone es que mide el efecto de la eficiencia sobre los resultados en términos de beneficios o, como en el caso del presente trabajo, de cuotas de mercado. La idea que subyace a este indicador es que, en mercados más competitivos, las entidades de crédito más eficientes trasladan sus ganancias de eficien-

1. Este artículo resume el Documento de Trabajo del Banco de España n.º 0736, *A New Approach to Measuring Competition in the Loan Markets of the Euro Area*, de Michiel van Leuvensteijn, Jacob A. Bikker, Adrian van Rixtel y Christoffer Kok-Sørensen. Para una explicación más detallada y extensa de la metodología utilizada y del análisis econométrico, puede consultarse dicho documento.

cia a sus clientes a través de unos precios más bajos, y esto les permite conseguir mayores cuotas de mercado a costa de las entidades menos eficientes. Desde el punto de vista estadístico, el cálculo del indicador propuesto consiste en una regresión de las cuotas de mercado sobre los costes marginales. El indicador de Boone es el parámetro —en valor absoluto— asociado a los costes marginales. Cuanto más elevado sea el indicador, más intenso es el vínculo entre los costes marginales y la cuota de mercado, de lo que se infiere que mayor es la competencia en el mercado objeto de estudio. El indicador de Boone debe considerarse una aportación relevante en las investigaciones empíricas sobre competencia bancaria, y proporciona información adicional sobre las condiciones de competencia en el sector bancario respecto a la obtenida a través de enfoques más convencionales.

Este artículo se estructura como sigue: en la sección segunda se presenta una breve descripción general de los diferentes enfoques adoptados en la literatura para medir la competencia bancaria. En la sección tercera se proporciona una descripción del indicador de Boone y se analizan sus propiedades. La metodología y los datos utilizados en la investigación empírica se presentan en la sección cuarta, y los resultados, en la sección quinta. Por último, en la sección sexta figuran las conclusiones.

**Literatura sobre
la medición de la
competencia en el sector
bancario**

En general, la competencia en el sector bancario se ha analizado sobre la base de dos enfoques. El primero está basado en el poder de mercado y el segundo en la eficiencia, y, en ocasiones, ambos se han considerado conjuntamente. El poder de mercado refleja la capacidad de determinadas entidades de crédito para controlar el mercado de productos bancarios, mientras que la eficiencia está relacionada con la capacidad de determinadas entidades para producir servicios bancarios a un menor coste.

Con respecto al enfoque basado en el poder de mercado, existen diversas aportaciones. Bresnahan (1982) y Lau (1982) analizan el comportamiento de las entidades de crédito a nivel agregado y estiman el poder de mercado de una entidad media aplicando un modelo a corto plazo específico. No obstante, los estudios empíricos basados en este enfoque son bastante escasos, ya que requiere una gran cantidad de datos. Una segunda propuesta basada en el poder de mercado es la de Panzar y Rosse (1987), el denominado «estadístico H» [véase también Gutiérrez de Rozas (2007)], que indica el grado de competencia en el mercado considerando el rango desde una situación de monopolio (o colusión perfecta) hasta una situación de competencia perfecta, a partir de la relación econométrica existente entre los ingresos y los precios de los *inputs* de las entidades incluidas en la muestra.

Un tercer indicador del poder de mercado es el «índice de Hirschman-Herfindahl» (HHI, en sus siglas en inglés), que mide el grado de concentración del mercado. Este indicador se utiliza con frecuencia en el contexto del llamado modelo «estructura-conducta-resultados» (SCP, en sus siglas en inglés), que parte del supuesto de que la estructura de mercado influye en el comportamiento de las entidades de crédito, lo que, a su vez, determina sus resultados. La idea es que un sector bancario con un grado de concentración elevado (en el que unas pocas entidades tienen cuotas de mercado significativas) puede afectar negativamente a la competencia, pues conduce a un comportamiento colusivo y a un exceso de beneficios para las entidades. Por último, el poder de mercado también puede estar relacionado con los beneficios, en el sentido de que unos beneficios extremadamente elevados pueden ser indicativos de falta de competencia.

En cuanto al segundo enfoque, la eficiencia es un indicador que con frecuencia se considera una aproximación al grado de la competencia. Las economías de escala no suelen aprovecharse plenamente cuando la competencia es limitada, de tal modo que las entidades

tienden a comportarse de modo menos eficiente. Toda una rama de la literatura se centra en la denominada «eficiencia X», que refleja la capacidad de la empresa para reducir los costes de producción, una vez se tienen en cuenta los volúmenes de *output* y los niveles de los precios de los *inputs*. Es de esperar que una fuerte competencia obligue a las entidades de crédito a aumentar su eficiencia X, por lo que se utiliza como una medida indirecta de la competencia. Por último, con frecuencia el modelo «estructura-conducta-resultados» (SCP) mencionado anteriormente se contrasta conjuntamente con un enfoque basado en la eficiencia: concretamente, la llamada «hipótesis de eficiencia», que atribuye las diferencias en los resultados (o en los beneficios) a diferencias en la eficiencia [por ejemplo, Goldberg y Rai (1996)].

El indicador de Boone utiliza esta hipótesis de eficiencia y establece un vínculo con el primer enfoque sobre poder de mercado, lo que supone conjugar ambas ramas de la literatura sobre competencia.

El enfoque del indicador de Boone

El indicador de Boone recibe el nombre del investigador que lo aplicó por primera vez en el ámbito de la competencia empresarial, y se basa en dos ideas principales. En primer lugar, las empresas más eficientes (esto es, aquellas con costes marginales más bajos) obtendrán mayores cuotas de mercado o mayores beneficios. En segundo lugar, este efecto es más intenso cuanto más fuerte sea la competencia en ese mercado. Un supuesto básico que subyace a este indicador es que, en los mercados competitivos, las empresas que son más eficientes trasladarán al menos parte de sus ganancias de eficiencia a sus clientes en forma de reducciones de precios y, por consiguiente, obtendrán mayores cuotas de mercado. Con el fin de confirmar estas características de mercado, bastante intuitivas, Boone desarrolló un amplio conjunto de modelos teóricos [véase Boone (2000, 2001 y 2004)].

Si estos principios se aplican al sector bancario, el enfoque de Boone implica la siguiente relación entre su cuota de mercado y sus costes marginales, donde *i* se refiere a cada entidad de crédito considerada:

$$\text{Cuota de mercado}_{it} = \alpha_i + \beta \text{costes marginales}_{it} \quad [1]$$

Se espera que las cuotas de mercado de las entidades de crédito con menores costes marginales sean mayores, de forma que β sea negativo y que, cuanto más intensa sea la competencia, mayor sea este efecto. El indicador de competencia de Boone es precisamente el valor de este parámetro β : un valor absoluto mayor del parámetro es indicativo de mayor competencia.

El indicador de Boone representa una contribución relevante a la literatura sobre competencia bancaria en dos aspectos destacados. En primer lugar, aplica un nuevo indicador de la competencia al sector bancario, que constituye una mejora con respecto a medidas de concentración ampliamente aceptadas, como el índice de Hirschman-Herfindahl (HHI) considerado en la sección segunda. El HHI tiene el inconveniente de no distinguir entre países grandes y pequeños. Además, la concentración puede también deberse a un proceso de consolidación bancaria forzado por la fuerte competencia. Por lo tanto, el índice de concentración es una medida ambigua. En segundo lugar, el indicador de Boone puede aplicarse a diversos mercados de productos, como el mercado de préstamos, y a varios tipos de entidades de crédito, como los bancos comerciales, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. Por el contrario, otras medidas frecuentes, como la resultante del modelo de Panzar y Rosse (basado en el «estadístico H» considerado anteriormente), únicamente estudia la naturaleza competitiva del total de todas las actividades bancarias. Otra ventaja del indicador de Boone es que

requiere relativamente pocos datos. Esto permite introducir una dimensión temporal en el análisis, lo que aumenta su atractivo.

Al mismo tiempo, se ha de subrayar que el modelo basado en el indicador de Boone, al igual que cualquier otro modelo, parte de supuestos que son una simplificación de la realidad. En particular, supone que las entidades de crédito más eficientes optan por trasladar la reducción de costes a menores precios de sus servicios bancarios, lo que les permite ganar cuota de mercado. La posibilidad de aprovechar la mayor eficiencia para obtener mayores rentas en lugar de ampliar su cuota de mercado no se contempla, pero este no parece ser un supuesto demasiado válido en el medio y largo plazo. Como otros indicadores, este enfoque también ignora las diferencias en la calidad y el diseño de los productos bancarios, así como el atractivo que representan las innovaciones. Por consiguiente, al igual que muchas otras medidas basadas en modelos, el indicador de Boone se centra en una relación importante, afectada por la competencia, pero deja de lado otros aspectos.

Metodología empírica y datos

La investigación empírica se centra en proporcionar estimaciones del indicador de Boone para los mercados de préstamos de siete países: Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Países Bajos y España. La investigación utiliza la base de datos Bankscope, ampliada con datos de balance de las entidades de crédito desde 1992 hasta 2004². La muestra cubre bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y entidades hipotecarias. No se incluyen, otras entidades financieras, como los bancos de inversión, las sociedades y agencias de valores, ni las entidades públicas de crédito especializadas, salvo, para este último caso, los Landesbanks alemanes³. En el cuadro 1 se presenta un resumen de la muestra por país y tipo de entidad. La muestra para el año 2002 incluye un total de 8.605 bancos comerciales, 2.121 cooperativas de crédito, 1.545 cajas de ahorros, 109 bancos hipotecarios y otras 31 entidades, lo que representa un total de 12.411 entidades de crédito. Las entidades de crédito alemanas y, particularmente, las estadounidenses dominan la muestra, con 1.570 y 8.837 entidades, respectivamente. El número de observaciones realizadas durante los años que cubre la muestra es de 88.647 y destaca el incremento de las entidades financieras en Estados Unidos a partir de 1999.

Resultados empíricos

El análisis empírico consta de tres partes. En primer lugar, se estima una función de costes para las entidades financieras de cada país. Esta función explica la estructura de costes de cada entidad a partir de su *output* específico (como los préstamos y otros servicios) y de los precios de los insumos (como salarios y remuneración de los depósitos entre otros). En segundo lugar, tomando la derivada de la función de costes se calculan los costes marginales del sector bancario de cada país y de sus respectivos subsectores. En tercer lugar, se estima la relación entre las cuotas de mercado y los costes marginales, de la que se deriva el valor del indicador de Boone a través del parámetro β en la ecuación [1].

La regresión entre los costes marginales de las distintas entidades de crédito y sus cuotas de mercado se estima, a través de un análisis de datos de panel, para el conjunto del sector bancario de cada país y, además, para cada subsector (bancos comerciales, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y bancos hipotecarios). Las estimaciones por países del indicador de Boone β que se ofrece, corresponden al período 1994-2004 y a cada año por separado.

2. Los datos disponibles abarcan el período 1992-2004. Sin embargo, al utilizar variables desfasadas como variables instrumentales, el período de estimación se acorta: las estimaciones correspondientes al período muestral completo se refieren al período 1994-2004, mientras que las estimaciones anuales comienzan en 1993 (IT, ES), 1994 (NL, UK), 1995 (DE, FR, JP) o 2000 (US). 3. Los principales Landesbanks se incluyen en la muestra de Alemania –dentro de los bancos comerciales– con el fin de disponer de una cobertura más representativa del sistema bancario alemán. Además de determinadas funciones de financiación pública, estos Landesbanks también ofrecen servicios bancarios compitiendo con las entidades del sector privado.

	Bancos comerciales	Cooperativas de crédito	Entidades de crédito hipotecario	Cajas de ahorros	TOTAL
TOTAL	8.608	2.121	109	1.545	12.411
Estados Unidos	7.921	1	1	914	8.837
Japón	172	676	0	1	849
Reino Unido	80	0	57	3	140
Alemania	130	895	44	501	1.570
Francia	115	83	2	30	230
Italia	105	476	1	52	634
España	61	17	0	43	121
Países Bajos	24	1	4	1	30

FUENTE: Banco de España.

ESTIMACIONES DEL INDICADOR DE BOONE PARA EL PERÍODO 1994-2004

CUADRO 2

	Indicador de Boone (a)	Observaciones
Estados Unidos	-5,41 **	40.177
Japón	-0,72 *	1.423
Reino Unido	-1,05 **	787
Alemania	-3,38 **	14.534
Francia	-0,90 **	936
Italia	-3,71 **	3.419
España	4,15 **	734
Países Bajos	-1,56 **	197

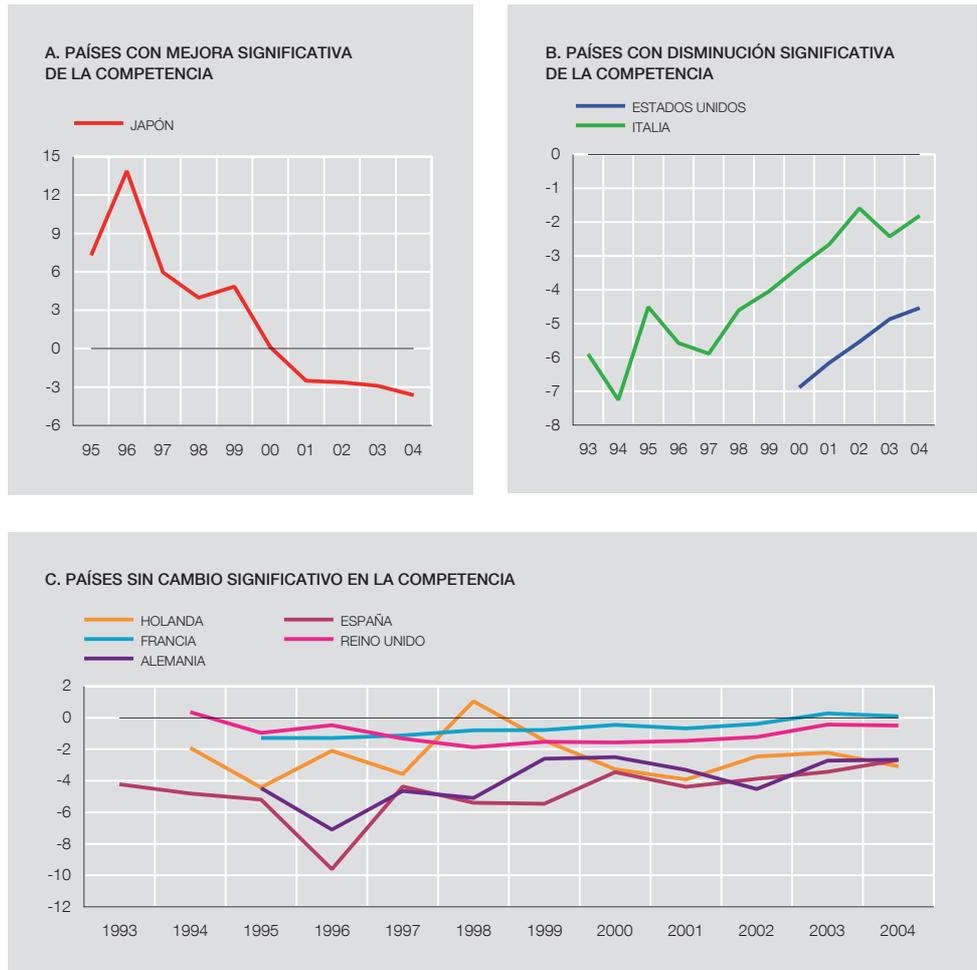
FUENTE: Banco de España.

a. Los asteriscos indican la significatividad del parámetro con niveles de confianza del 95% (*) y 99% (**).

Con objeto de proporcionar una visión general de los resultados, el cuadro 2 recoge el indicador de Boone relativo a todo el período, es decir, el que resulta de estimar un único parámetro β para cada país. Los resultados sugieren que la competencia entre las entidades financieras varía considerablemente entre países. El mercado más competitivo es el de Estados Unidos —el parámetro β es mayor en valor absoluto—, los países europeos ocupan las posiciones intermedias y Japón ocupa el último lugar⁴. Entre los principales países de la zona del euro, el indicador de Boone para España, Italia y Alemania sugiere que los mercados bancarios de estos países son relativamente competitivos, mientras que el sector bancario de los Países Bajos se sitúa en una posición intermedia. Por el contrario, Francia parece tener el mercado bancario con un menor grado de competencia.

El indicador de Boone también permite medir la evolución de la competencia a lo largo del tiempo (véase gráfico 1), a través de la estimación de un parámetro β_t para cada período. El análisis temporal proporciona información interesante sobre el desarrollo de la competencia, pues en alguno de los países considerados los cambios han sido muy acusados. Los resultados pueden dividirse

4. Para Estados Unidos, la muestra solo abarca los cinco últimos años, lo que puede distorsionar la comparación con los demás países, si bien para este subperíodo más corto Estados Unidos también presenta el parámetro más elevado en términos absolutos.



FUENTE: Banco de España.

en tres grupos y reflejan una cierta relación inversa entre nivel y evolución de la competencia: en los países con mayor grado de competencia en el conjunto de la muestra ha tendido a disminuir con el tiempo, y viceversa. En Japón (véase gráfico 1.A) la competencia ha mejorado de forma significativa a lo largo del tiempo; en Italia y Estados Unidos (véase gráfico 1.B) ha disminuido de forma acusada, y en el resto (véase gráfico 1.C) no ha registrado cambios significativos⁵.

Pasando a un análisis más detallado de los resultados por países, la elevada competencia observada en el sector bancario de Estados Unidos refleja, probablemente, los importantes cambios que ha sufrido el sistema bancario estadounidense en las últimas décadas. Aunque persiste la división entre áreas metropolitanas y áreas rurales, y aunque siguen prevaleciendo los principios de especialización y regionalismo, la supresión de las restricciones a las actividades bancarias y el levantamiento de la prohibición relativa a la banca interestatal han transformado el sistema bancario estadounidense. Sin embargo, se observa una caída significativa de la competencia en la última década. Una posible explicación del descenso gradual de la competencia en Estados Unidos es la reducción de la cuota de mercado de los bancos comerciales, que son generalmente más competitivos que las cajas de ahorros.

Los pobres resultados en términos de competencia para Japón parecen haber sido determinados, en gran medida, por la elevada regulación del sector bancario y su estrecha vincula-

5. Para determinar si el cambio del parámetro a lo largo del tiempo es significativo, se utiliza el test estadístico de Wald.

ción institucional con el gobierno. No obstante, en el gráfico 1.A se observa cómo en los últimos años la competencia parece haber mejorado de forma significativa: tras iniciar la muestra con el parámetro β mostrando un signo positivo —lo cual es difícil de interpretar según el modelo de Boone—, el indicador ha evolucionado hasta situarse, al final de la muestra, como el segundo más elevado en términos absolutos, detrás de Estados Unidos. El incremento puede atribuirse a la notable transformación del sector bancario japonés, impulsada por el proceso de desregulación financiera y por la resolución gradual de los problemas de morosidad que afectaron a las entidades de crédito japonesas a lo largo de la década de los noventa [Van Rixtel (2007)]. No obstante, la mayor correlación entre cuota de mercado y eficiencia también podría explicarse en este caso por la coincidencia temporal de una mejora en la gestión bancaria y un proceso de concentración inducido por las autoridades financieras, y que ha llevado a la creación de un reducido número de grandes grupos bancarios en los años 2000 y 2001.

En cuanto al Reino Unido, el indicador de Boone sugiere que el nivel de competencia entre entidades financieras es relativamente reducido y se ha mantenido relativamente estable en el tiempo, posiblemente debido al importante papel que desempeñan otras instituciones en segmentos concretos de este mercado, especialmente en el segmento de crédito hipotecario.

Por lo que se refiere a los países de la zona del euro incluidos en la muestra, de las estimaciones se desprende que el sistema bancario alemán es uno de los más competitivos de la zona. Con toda probabilidad, ello se debe, en parte, a la estructura especial de este sistema, que se asienta en tres pilares: los bancos comerciales, las cajas de ahorros de titularidad pública y las cooperativas de crédito. Los buenos resultados para España están relacionados con el aumento de la competencia registrado tras la desregulación y la liberalización del sector bancario, llevadas a cabo en los años ochenta e inicios de los noventa, potenciados por la adopción de varias directivas comunitarias. Este resultado concuerda con otros estudios [por ejemplo, Maudos et ál. (2002)], en los que se observa que, en esa década, los márgenes disminuyeron de forma significativa, especialmente para los bancos comerciales y, en menor medida, para las cajas de ahorros, lo que es indicativo de una mayor competencia en el sector bancario español. En Italia, el proceso de desregulación coincide aproximadamente en el tiempo con el español, especialmente en las cajas de ahorros, y se han traducido, también, en un nivel relativamente elevado de competencia. Más recientemente, los nuevos grupos bancarios constituidos a principios de los noventa podrían haber recuperado cierto poder de mercado, dado que el indicador de Boone para Italia apunta a un descenso continuado de la competencia a partir de 1997 (véase gráfico 1.B). Por último, el sector bancario francés resulta ser el menos competitivo de los países de la zona del euro considerados en el estudio. En efecto, aunque la mayor parte de las entidades de crédito francesas han sido privatizadas y la presencia pública en el sector bancario está en continuo retroceso, el papel del Estado en este sector es todavía significativo, ya que siguen existiendo algunas importantes entidades de titularidad pública [véase, por ejemplo, Standard&Poor's (2005)].

Por último, es posible estimar el grado de competencia para los distintos tipos de entidades de crédito, lo que constituye otra ventaja del indicador de Boone en comparación con otros métodos. Se ha realizado el análisis para todos los países en cada sector, bancos comerciales, cajas de ahorros y entidades de crédito, excepto para los Países Bajos y el Reino Unido, en los que existen muy pocas entidades (o ninguna) en algunos de estos sectores.

Las estimaciones sectoriales —que están disponibles en el documento de trabajo de referencia— proporcionan los siguientes resultados. Los bancos comerciales, que están más expuestos a la competencia de las entidades de crédito y de los mercados de capitales extran-

jeros, tienden (especialmente, en Alemania y Estados Unidos) a ser más competitivos que las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, que operan normalmente en mercados locales. Japón constituye una excepción, ya que en este país se ha observado una competencia mucho mayor entre las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito que entre los bancos comerciales. Esto puede ser reflejo del impacto adverso de las crisis bancarias sobre la competencia, especialmente las que afectaron gravemente a los bancos comerciales japoneses en los años noventa. Para algunos de los demás países, incluida España, los resultados sectoriales no son significativos para cajas de ahorros y cooperativas de crédito, y solo lo son para un número limitado de años para bancos comerciales y otras entidades, por lo que han de interpretarse con cautela.

Conclusiones

En este artículo se describe una nueva medida de la competencia, el indicador de Boone, en el sector bancario. Se trata del primer estudio en el que se aplica esta medida al sector financiero. Este indicador, que mide el impacto de la eficiencia —expresada en términos de costes marginales— sobre la cuota de mercado, presenta la ventaja de medir segmentos del mercado bancario, como el mercado de préstamos, mientras que otras medidas de la competencia, como el método de Panzar y Rosse, solo pueden medir el conjunto del mercado. Por otro lado, la estimación del indicador de Boone requiere un número relativamente escaso de datos, lo que permite introducir una dimensión temporal en el análisis. Aunque el indicador puede tener alguna limitación, como el supuesto de que las entidades financieras trasladan, al menos, parte de sus ganancias de eficiencia a sus clientes, su utilización constituye una aportación importante al estudio de la competencia en el sistema bancario.

En el presente artículo se ha aplicado el indicador de Boone a las entidades financieras de las cinco principales economías de la zona del euro y a las otras tres principales economías desarrolladas: Reino Unido, Estados Unidos y Japón, para el período 1992-2004. Los resultados indican que, durante ese período, el mercado de crédito estadounidense fue el más competitivo, mientras que los mercados españoles y alemanes se situaron entre los más competitivos de la UE. España registró un nivel de competencia elevado, por encima del resto de sus socios europeos —y relativamente estable a lo largo del período muestral—, lo que refleja los avances realizados en el sistema bancario español tras el importante proceso de liberalización de las últimas décadas. En Japón, la competencia en los mercados de préstamos creció de forma notable, desde un punto de partida muy retrasado, a lo largo de los años, en línea con el proceso de concentración y reestructuración observado en el sector bancario japonés en los últimos años.

En lo que respecta a la competencia entre tipos específicos de entidades de crédito, los resultados indican que los bancos comerciales, que están más expuestos a la competencia de las entidades de crédito y de los mercados de capitales extranjeros, tienden (especialmente, en Alemania y Estados Unidos) a ser más competitivos que las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, que operan normalmente en mercados locales. El caso contrario se observa en Japón, mientras que en España no se aprecian diferencias sustanciales.

En síntesis, según el indicador de Boone, la competencia en los mercados de préstamos y su evolución a lo largo del tiempo difieren considerablemente en los distintos países. Estas diferencias parecen ser reflejo, en gran medida, de las distintas características de los sectores bancarios nacionales, como la importancia relativa de los bancos comerciales, las cooperativas de crédito y las cajas de ahorros, respectivamente. También parecen ser consecuencia de cambios en el marco institucional y normativo de las entidades de crédito en las últimas décadas.

20.1.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BIKKER, J. A. (2004). *Competition and efficiency in a unified European banking market*, Edward Elgar.
- BOONE, J. (2000). *Competition*, Discussion Paper Series n.º 2636, CEPR.
- (2001). «Intensity of competition and the incentive to innovate», *International Journal of Industrial Organization*, 19, 5, pp. 705-726.
- (2004). *A new way to measure competition*, Discussion Paper Series n.º 4330, CEPR. De próxima publicación en *Economic Journal*, 2008.
- BRESNAHAN, T. F. (1982). «The oligopoly solution concept is identified», *Economics Letters*, 10, pp. 87-92.
- GOLDBERG, L. G., y A. RAI (1996). «The structure-performance relationship for European banking», *Journal of Banking and Finance*, 20, pp. 745-771.
- GUTIÉRREZ DE ROZAS, L. (2007). *Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited*, Documentos de Trabajo, n.º 0726, Banco de España.
- LAU, L. (1982). «On identifying the degree of competitiveness from industry price and output data», *Economics Letters*, 10, pp. 93-99.
- MAUDOS, J., J. M. PASTOR y F. PÉREZ (2002). «Competition and efficiency in the Spanish banking sector: The importance of specialisation», *Applied Financial Economics*, 12, pp. 505-516.
- PANZAR, J. C., y J. N. ROSSE (1987). «Testing for 'monopoly' equilibrium», *Journal of Industrial Economics*, 35, pp. 443-456.
- RIXTEL, A. VAN (2007). *Informality and monetary policy in Japan: The political economy of bank performance*, Cambridge University Press.
- STANDARD&POOR'S (2005). *Bank industry risk analysis: France*, 15 de febrero.

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2007 la producción de nuevas disposiciones de carácter financiero ha sido más abundante que durante el mismo período de años anteriores.

En primer lugar, se han introducido algunos cambios en los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema y se han modificado las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria y las relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET del Banco de España. Asimismo, se ha publicado un reglamento que modifica el balance consolidado de las instituciones financieras monetarias como consecuencia del ingreso de nuevos Estados miembros y, finalmente, un reglamento relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por parte del BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta.

En el área de las entidades de crédito, por un lado, se ha modificado la normativa sobre recursos propios mínimos con el fin de transponer parcialmente las últimas disposiciones comunitarias al respecto, que exigen un nivel de fondos propios acorde al perfil de riesgos reales de estas entidades, así como una mejor gestión interna de los mismos. Por otro lado, se reformado la normativa relativa al mercado hipotecario, cuyas líneas básicas de actuación son la ampliación de la oferta de nuevos productos, la mejora de los instrumentos de financiación, así como la regulación de la hipoteca inversa y el seguro de dependencia.

En el ámbito del mercado de valores cabe reseñar tres normas: en primer lugar, la modificación de la normativa del mercado de valores con objeto de incorporar al ordenamiento jurídico español varias directivas comunitarias, que modernizan los mercados de valores españoles, amplían el catálogo de los servicios de inversión, regulan distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, y refuerzan la protección del inversor. En segundo lugar, se ha modificado el reglamento de planes y fondos de pensiones, introduciéndose cambios en varios apartados de la normativa de planes de pensiones, con el fin de incorporar en su articulado las últimas novedades, en especial, los planes de previsión social empresarial. En tercer lugar, se ha culminado el proceso de incorporación al derecho español del régimen comunitario de transparencia de la información de las sociedades cotizadas.

Por otro lado, cabe reseñar la publicación por parte de los organismos supervisores de un folleto informativo sobre cómo deben actuar los usuarios de servicios financieros para presentar sus quejas y reclamaciones, en virtud del sistema de ventanilla única.

Respecto a la legislación comunitaria, se ha publicado la Directiva sobre servicios de pago en el mercado interior, con el fin de establecer un marco jurídico moderno y coherente para los servicios de pago en toda la Unión Europea.

Dentro de la legislación mercantil, y como consecuencia de la reciente armonización y ajuste contable respecto a los criterios de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), se ha publicado un nuevo Plan General de Contabilidad, acompañado de un nuevo Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas, para que se tengan en consideración las especiales características de estas últimas.

Finalmente, se analizan las novedades, principalmente de carácter monetario, financiero y fiscal, contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2008.

**Instrumentos
y procedimientos
de la política monetaria
del Eurosistema**

Se ha publicado la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2007/10)*, de 20 de septiembre de 2007 (DOUE de 30 de octubre), por la que se modifican los anexos I y II de la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de incorporar las decisiones adoptadas recientemente por el Consejo de Gobierno del BCE.

En primer lugar, se recogen los cambios recientemente introducidos en la definición y ejecución de la política monetaria única del Eurosistema, que se refieren, entre otras cosas, a la exclusión de las operaciones simples de la lista de operaciones de ajuste, y a los cambios relacionados con los activos admitidos como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

En segundo lugar, se adapta la terminología según lo establecido en la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre el sistema automatizado europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real, por la que se establece el sistema TARGET2, que sustituye al sistema TARGET actual.

Finalmente, se incorporan algunas modificaciones derivadas de la ampliación de la zona del euro, dado que el Consejo de Gobierno determinó el cumplimiento por parte de Chipre y Malta de las condiciones necesarias para la adopción del euro el 1 de enero de 2008¹.

Los dos primeros apartados entraron en vigor el 19 de noviembre de 2007, y el último, el pasado 1 de enero de 2008.

**Banco de España:
modificación de las
cláusulas generales
aplicables a las
operaciones de política
monetaria, y las relativas
a la participación
en TARGET**

La Ley 13/1994, de 1 de junio de 1994², de Autonomía del Banco de España, adaptó su Estatuto jurídico a los preceptos del Tratado de la Unión Europea, relativos a la política monetaria, a las relaciones con el Tesoro y a la futura vinculación del primero con el SEBC. Desarrollando el mandato de la Ley de Autonomía, se publicó el Reglamento del Banco de España, mediante la Resolución de 14 de noviembre de 1996³, del Consejo de Gobierno de esta Institución, derogado posteriormente por la Resolución de 28 de marzo de 2000⁴, que constituye la norma básica y de más alto rango del régimen de autogobierno de dicha entidad. Por otro lado, una Resolución de 11 de diciembre de 1998⁵, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, estableció las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, lo que supuso el marco general al que habrían de sujetarse tales operaciones de acuerdo con las orientaciones del BCE, que han sido modificadas en diversas ocasiones.

Con motivo de la adopción por parte del BCE de la Orientación BCE/2007/10, comentada en el apartado anterior, se han publicado la *Resolución de 21 de septiembre de 2007* (BOE del 14 de noviembre), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de modificación de la de 11 de diciembre de 1998, por la que se modifican las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España, y la *Resolución de 20 de julio de 2007*

1. Mediante la Decisión 2007/503/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007, y la Decisión 2007/504/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007. 2. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 86 a 92. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 104 a 106. 4. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2000», *Boletín Económico*, abril de 2000, Banco de España, pp. 136 a 138. 5. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero de 1999, Banco de España, pp. 65 a 69.

(BOE del 20 de diciembre), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, de aprobación de las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-BE, con el objetivo de adaptar la terminología de dichas cláusulas al nuevo TARGET, que se denominará TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE).

En primer lugar, por razones técnicas, se adapta toda la terminología del clausulado al nuevo TARGET, por lo que las referencias realizadas al Sistema de Liquidación del Banco de España (SLBE) se sustituyen por TARGET2-BE.

En segundo lugar, se introduce en la cláusula II, «ámbito de aplicación», la posibilidad de que el Banco de España comparta información de carácter individual relativa a la participación de las entidades de contrapartida en las operaciones del Eurosistema (por ejemplo, datos operativos), con los restantes miembros del Eurosistema, siempre que ello sea necesario para la ejecución de la política monetaria. No obstante, la información así compartida seguirá protegida por la obligación del secreto profesional.

Asimismo, se aprovecha la Resolución de 21 de septiembre para actualizar el resto del clausulado con otras modificaciones de menor entidad, que, al amparo de la Documentación General del Eurosistema, ya se venían aplicando en las operaciones de la política monetaria.

Así, en la cláusula III, *operaciones de política monetaria*, por un lado, se establece una nueva definición para las operaciones de mercado abierto⁶, las cuales, en función de sus objetivos, periodicidad o procedimientos, pueden dividirse en varias categorías, y, por otro, dentro de las operaciones temporales formalizadas por el Banco de España, además de las operaciones dobles y de los préstamos o créditos con garantía prendaria, se contemplan las operaciones de compraventa con pacto de recompra. Finalmente, en las operaciones de ajuste se añade en el clausulado que estas podrán ejecutarse el último día del período de mantenimiento de reservas mínimas con el objeto de contrarrestar desequilibrios de liquidez que puedan haberse acumulado desde la adjudicación de la última operación principal de financiación.

En la cláusula V, *procedimientos aplicables a las operaciones de política monetaria*, y en relación con las operaciones bilaterales, se añade, como novedad, que el Banco de España podrá, igualmente, ejecutar operaciones simples a través de las bolsas o mercados de valores y agentes de mercado. En estos casos, el conjunto de entidades de contrapartida no estará restringido a priori y los procedimientos que se deben seguir se adaptarán a las convenciones del mercado donde se negocien los instrumentos de deuda objeto de las operaciones.

Por último, en la cláusula VI, *activos de garantía*, los valores localizados en España admisibles en garantía de las operaciones de política monetaria podrán ser objeto de transmisión no solo por medio de compraventas simples o dobles, sino también a través de compraventas con pacto de recompra, de acuerdo con los procedimientos aprobados en cada caso.

Modificaciones relativas al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias

Se ha publicado el *Reglamento 1489/2007 (BCE/2007/18) del BCE, de 29 de noviembre* (DOUE de 15 de diciembre), por el que se modifica el Reglamento 2423/2001 (BCE/2001/13) de 22 de noviembre, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias (en adelante, IFM), como consecuencia del ingreso de nuevos Estados miembros

6. Antes, las operaciones de mercado abierto eran definidas como operaciones ejecutadas a iniciativa del Banco de España en los mercados financieros que suponen la realización de cualquiera de las siguientes transacciones: 1) compra o venta simple de activos, bien al contado, bien a plazo; 2) compra o venta de activos mediante una operación doble; 3) concesión de préstamos con garantía prendaria; 4) colocación de certificados de deuda del BCE, o 5) captación de depósitos.

en la Unión Europea, por lo que, a partir de su entrada en vigor (el pasado 4 de enero), las IFM deberán continuar presentando los datos estadísticos trimestrales detallados por países y por monedas, así como las posiciones frente a las contrapartidas residentes en los territorios de la Unión Europea, pero teniendo en cuenta el ingreso de los nuevos Estados miembros.

Por otro lado, se permite a los BCN que eximan de las obligaciones de suministrar una información completa a las IFM de tamaño reducido que no sean entidades de crédito, aunque deberán continuar, como mínimo, recogiendo datos relativos al balance total con periodicidad anual, de manera que pueda hacerse un seguimiento por parte de las autoridades competentes como entidades de tamaño reducido. También podrán eximir de las obligaciones de información estadística a las entidades de dinero electrónico que cumplan ciertas condiciones. En el caso de que dichas entidades no estén exentas del mantenimiento de reservas mínimas, se les exigirá que presenten, como mínimo, los datos trimestrales necesarios para calcular la base de reservas.

Finalmente, se aclaran los casos en que las acciones emitidas por IFM deben clasificarse como depósitos y no como capital y reservas. Concretamente, son los siguientes: si hay una relación económica de deudor-acreedor entre la IFM emisora y el titular (al margen de cualesquiera derechos de propiedad sobre las acciones), y si las acciones pueden convertirse en efectivo o rescatarse sin restricciones o penalizaciones significativas. Además, estas acciones deberán cumplir determinados requisitos señalados en el Reglamento.

**Banco Central Europeo:
reservas mínimas después
de la introducción del
euro en Chipre y Malta**

Los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE obligan a los Estados miembros a adoptar internamente las medidas que procedan para recopilar la información estadística necesaria para cumplir las exigencias del BCE tras la adopción del euro.

Por su parte, el Consejo de Gobierno del BCE determinó el cumplimiento por parte de Chipre y Malta de las condiciones necesarias para la adopción del euro a partir del 1 de enero de 2008⁷. Ello significa que las entidades de crédito y sus sucursales situadas en estos países estarán sujetas a reservas mínimas desde esa fecha. Asimismo, la integración de esas entidades y sus sucursales en el sistema de reservas mínimas del BCE exige adoptar disposiciones transitorias que faciliten el proceso e impidan que las entidades de crédito de los Estados miembros participantes, incluidos Chipre y Malta, soporten cargas desproporcionadas.

A tal efecto, se ha publicado el *Reglamento BCE/2007/11, del Banco Central Europeo, de 9 de noviembre de 2007* (DOUE del 17), relativo a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por parte del BCE después de la introducción del euro en Chipre y Malta.

Las entidades situadas en Chipre o Malta estarán sujetas a un período de mantenimiento transitorio comprendido entre el 1 y el 15 de enero de 2008. La base de reservas para este período se establecerá de acuerdo con los elementos de su balance a 31 de octubre de 2007⁸ y se comunicará a sus bancos centrales, de acuerdo con las normas de información sobre estadísticas monetarias y financieras del BCE.

Este período transitorio no afectará al período de mantenimiento aplicable a las entidades situadas en otros Estados miembros. No obstante, estas entidades podrán optar por de-

7. Mediante la Decisión 2007/503/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007, y la Decisión 2007/504/CE del Consejo, de 10 de julio de 2007. 8. A excepción de las entidades financieras monetarias de tamaño reducido cuya base de reservas la calcularán de acuerdo con su balance a 30 de septiembre de 2007.

ducir de sus bases de reservas, para los períodos de mantenimiento de 12 de diciembre de 2007 a 15 de enero de 2008 y de 16 de enero a 12 de febrero de 2008, los pasivos adeudados a entidades situadas en Chipre o Malta, aun cuando en el momento del cálculo de las reservas mínimas de las entidades ubicadas en estos dos países no figuren en la lista de entidades sujetas a reservas mínimas. En el caso de que deseen deducir tales pasivos, calcularán sus reservas mínimas para los períodos mencionados de acuerdo con sus balances a 31 de octubre y a 30 de noviembre de 2007, respectivamente, y presentarán un cuadro —que figura en el anejo del Reglamento— considerando a las entidades situadas en Chipre o Malta como si ya estuvieran sujetas al sistema de reservas mínimas del BCE.

Modificación de la normativa sobre recursos propios mínimos y limitaciones a la actividad de las entidades de crédito por razones de solvencia

La Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 14 de junio⁹, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), ha sustituido a la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de la UE, de 20 de marzo¹⁰, y procedió a la unificación y codificación de todas las directivas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La nueva directiva, aunque mantenía los principios básicos de las anteriores (reconocimiento mutuo y supervisión por el Estado miembro de origen), modificó sustancialmente la filosofía del tratamiento de la solvencia de las entidades de crédito. De este modo, a los objetivos fundamentales de asegurar un nivel de solvencia suficiente y lograr una igualdad competitiva entre los bancos, se añaden los de hacer el capital regulatorio exigido más sensible a los riesgos reales e incentivar una mejor gestión de los riesgos por parte de las entidades¹¹.

Dicha directiva ha sido transpuesta parcialmente al ordenamiento jurídico español mediante la *Ley 36/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 17), por la que se modifica el título II de la *Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero*.

En lo que concierne a los requerimientos mínimos de recursos propios de las entidades de crédito, el nuevo articulado establece las orientaciones generales previas al desarrollo reglamentario, incluyendo en el propio texto legal un abanico más extenso de riesgos que se deben considerar (frente a la anterior redacción de la Ley, que dejaba al desarrollo reglamentario la determinación de las distintas clases de riesgo), conforme a los métodos de cálculo que se establecerán reglamentariamente. En concreto, entre otros, los siguientes: para todas sus actividades, el riesgo de tipo de cambio, el relativo a las materias primas y el operacional; para todas sus actividades, excepto la cartera de negociación, el riesgo de crédito y el de dilución, y, finalmente, para la cartera de negociación, el de posición, el de liquidación y el de contraparte. Se determinarán por desarrollo reglamentario los métodos de cálculo para la ponderación de las diferentes inversiones, operaciones o posiciones, los posibles recargos por el perfil de riesgos de la entidad, y las técnicas admitidas para la reducción del riesgo de crédito, siendo el Banco de España quien determine las condiciones necesarias para poder utilizar los métodos más avanzados de medición del riesgo.

9. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 170-172. 10. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2000», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2000, Banco de España, pp. 78-80. 11. La directiva incorporaba las disposiciones del documento aprobado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como Basilea II), estableciendo un conjunto de medidas estructuradas sobre la base de tres pilares que se refuerzan mutuamente: la adopción de reglas uniformes para la determinación de los requerimientos mínimos de recursos propios en función de los riesgos asumidos (pilar 1); la revisión supervisora con el objetivo de fomentar la mejora de la gestión interna de los riesgos de las entidades (pilar 2), y la información al mercado sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo (pilar 3), que deben tenerse en cuenta conjuntamente con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde a su perfil de riesgos global.

Como novedad más relevante, se permite la utilización de calificaciones externas de crédito, para algunos de dichos métodos, efectuadas por empresas reconocidas por el Banco de España, de acuerdo con los criterios que establezca para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continúa revisión de la metodología aplicada. Asimismo, será exigible la autorización del Banco de España, en las condiciones que este determine, para utilizar para esos mismos fines las calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional y del riesgo de mercado desarrollados por las propias entidades.

Por otra parte, se hace mención a las obligaciones del propio Banco de España en su condición de autoridad responsable de la supervisión de las entidades de crédito y sus grupos consolidables. Se reseñan, entre otras: la revisión de los sistemas, estrategias, procedimientos o mecanismos de cualquier tipo aplicados para dar cumplimiento a la normativa de solvencia, y la elaboración y publicación de guías, dirigidas a las entidades y grupos supervisados, indicando los criterios, prácticas o procedimientos que considera adecuados para favorecer una adecuada evaluación de los riesgos a que están o puedan estar expuestos, así como el mejor cumplimiento de las normas de ordenación y disciplina de los sujetos supervisados. Dichas guías podrán incluir los criterios que el propio Banco seguirá en el ejercicio de sus actividades de supervisión.

Del mismo modo, se regula el funcionamiento de la supervisión en base consolidada comunitaria, tanto cuando esta corresponda al Banco de España, como cuando este tenga la obligación de cooperar con el supervisor del Estado miembro de la Unión Europea que ostente dicha categoría. En particular, coordinará la recogida de información y difusión, entre las restantes autoridades responsables de la supervisión de entidades del grupo, así como de la información que considere importante en situaciones tanto normales como urgentes; planificará y coordinará la totalidad de las actividades de supervisión en ambas circunstancias, y cooperará estrechamente con otras autoridades competentes con responsabilidad supervisora sobre las entidades de crédito extranjeras matrices, filiales o participadas del mismo grupo. En particular, el Banco de España cooperará con las mencionadas autoridades competentes en la concesión de la autorización para el uso de calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional que se aplicarán en los grupos españoles de entidades de crédito.

Adicionalmente, se concretan las obligaciones de información y divulgación al público por parte de las entidades de crédito. Así, existirá el deber de publicar, al menos una vez al año, un documento denominado *información con relevancia prudencial*, que recogerá aquellos datos de su situación financiera y actividad con el fin de evaluar los riesgos a los que se enfrentan, su estrategia de mercado, su control de riesgos, su organización interna y su situación, al objeto de dar cumplimiento a las exigencias mínimas de recursos propios previstas en esta ley. Los contenidos mínimos de este documento los fijará el Banco de España para asegurar que son comparables entre entidades, pero cada una de estas deberá fijar una política formal de divulgación de información sobre su propia solvencia al público, cuyo cumplimiento será tutelado por el Banco de España.

Por otra parte, se otorgan al Banco de España nuevas facultades ejecutivas que le servirán para ejercer su labor de disciplina en el cumplimiento de las obligaciones de solvencia por parte de las entidades de crédito, como, por ejemplo, obligar a las entidades de crédito a mantener recursos propios adicionales a los exigidos con carácter mínimo en determinadas circunstancias; exigir a las entidades de crédito que refuercen los procedimientos, mecanismos y estrategias adoptados para el cumplimiento de dichas exigencias, o restringir o limitar los negocios, las operaciones o la red de las entidades.

La norma incluye una disposición transitoria que establece un límite inferior a las exigencias de recursos propios mínimas establecidas en la ley durante los dos años posteriores a su entrada en vigor, que fue el pasado 1 de enero, por motivos de prudencia, dada la dificultad de evaluar los enormes cambios en los cálculos de los requisitos de recursos propios mínimos que entrañará la norma.

Finalmente, la ley aprovecha para modificar, respectivamente, el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito. En el primer caso, para concretar los términos que regirán el intercambio de información entre autoridades competentes en el marco de la supervisión en base consolidada. En el segundo, con el objetivo de ajustar las obligaciones de las entidades de crédito, como contar con una estructura organizativa adecuada, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, o la exigencia de dotarse de sólidos procedimientos de gobierno corporativo, tal como establece la Directiva 2006/48. Además, se crean nuevos tipos de infracciones calificadas como graves o muy graves vinculados a incumplimientos de determinadas obligaciones, como las deficiencias en las estructuras organizativas o en los mecanismos de control interno de las entidades, el quebrantamiento del deber de divulgación de información prudencial, u otros incumplimientos de políticas específicas exigidas por el Banco de España.

Modificación de la normativa del mercado hipotecario, regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia

La regulación del mercado hipotecario recogida inicialmente en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, ha sufrido diversas modificaciones para adaptar este mercado a la realidad actual. En especial, cabe reseñar, entre otras, las normas relativas a la transparencia, a los mecanismos de movilización de préstamos y a la subrogación y novación, que se han introducido con el fin de proteger los intereses del cliente hipotecario, y la Ley 2/1994, de 30 de marzo¹², sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, que adoptó una serie de medidas para promover la competencia y el abaratamiento de las operaciones de novación y subrogación hipotecaria, que, posteriormente, fueron mejoradas por la Ley 36/2003, de 11 de noviembre¹³, de medidas de reforma económica; esta ley, a su vez, entre otros objetivos, promovió el desarrollo y difusión de nuevos productos de aseguramiento de los riesgos de tipos de interés.

Recientemente, se ha publicado la *Ley 41/2007, de 7 de diciembre* (BOE del 8), por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia. Las dos líneas básicas de actuación son las siguientes: la eliminación de los obstáculos a la oferta de nuevos productos, así como el incentivo a las denominadas hipotecas inversas, y la introducción de mejoras técnicas en los instrumentos de financiación.

TRANSPARENCIA EN LA CONTRATACIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

En relación con la transparencia en la contratación de préstamos hipotecarios, se habilita al Ministro de Economía y Hacienda para que pueda determinar la información mínima que las entidades de crédito deben facilitar a sus clientes con anterioridad a la firma de cualquier contrato. Este precontrato deberá permitir al cliente conocer las características esenciales de los productos sobre los que puede contratar, y evaluar si tales productos se ajustan a sus necesidades y a su situación financiera. Además, se extienden a todo tipo de hipotecas con personas físicas las obligaciones de información vigentes.

12. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 96 y 97. 13. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, p. 90.

El segundo ámbito de modernización que aborda la Ley corresponde a los mecanismos de refinanciación de las entidades de crédito a través de la emisión de cédulas hipotecarias y bonos hipotecarios. Las mejoras técnicas introducidas se enfocan en dos líneas: una, de eliminación de obstáculos administrativos que pesaban especialmente sobre la figura de los bonos hipotecarios, y una segunda y de mayor calado, consistente en hacer posible una mayor sofisticación desde el punto de vista financiero de las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios.

En primer lugar, en la cartera de créditos y préstamos hipotecarios que sirve de garantía a las cédulas hipotecarias no se incluyen aquellos préstamos o créditos que se hubieran afectado a una emisión de bonos hipotecarios o hayan sido objeto de participaciones hipotecarias. Para facilitar la segregación de los créditos y préstamos de la cartera de garantía y fomentar la transparencia de dicha garantía se ha previsto un registro contable especial. En dicho registro se recogerán todos los préstamos y créditos hipotecarios que configuran la garantía de las cédulas y bonos, y se identificará a aquellos que cumplen con los requisitos establecidos en la ley. Las cuentas anuales contendrán los elementos esenciales de ese registro. Además, las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80% de los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera (antes era el 90%), deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios. En cuanto a los bonos, su valor actual podrá alcanzar el 98% del valor actual de los activos afectos a la emisión.

En segundo lugar, se eliminan algunas trabas administrativas que han obstaculizado el desarrollo de los bonos hipotecarios, con el objetivo de conseguir un trato administrativo neutral de los bonos frente a las cédulas hipotecarias. Para ello, desaparece la necesidad de nota al margen en el Registro de la Propiedad para cada una de las hipotecas afectadas, y la constitución, antes obligatoria, de un sindicato de tenedores de bonos pasa a ser potestativa. Además, se mantiene, al igual que en las cédulas, el recurso a la responsabilidad patrimonial universal del emisor en caso de que las garantías especiales no cubran el montante de la deuda.

En tercer lugar, se incluyen una serie de reformas para ambos instrumentos (cédulas y bonos hipotecarios), que incrementan la posibilidad de sofisticación financiera de las emisiones. Destacan la posibilidad de incluir activos líquidos de sustitución en la cartera de la emisión de bonos o para el conjunto de las cédulas emitidas (activos que también se incluirán en el registro contable antes citado), que contribuye a cubrir el riesgo de liquidez ante un eventual concurso, y el refuerzo a la posibilidad de cubrir el riesgo de tipo de interés a través de contratos de derivados financieros asociados a una emisión, que se produce al entrar los flujos económicos generados por estos instrumentos en favor de la entidad en el conjunto de activos segregados sobre los que el tenedor del título hipotecario es acreedor con privilegio especial.

Respecto de las entidades de tasación, la ley aborda tres ámbitos de actuación, bajo el principio básico de mantener y reforzar la profesionalidad e independencia de las mismas: en primer lugar, se establece que, en determinados casos¹⁴, dichas entidades deberán disponer de mecanismos adecuados para favorecer su independencia y evitar conflictos de interés.

Además, las entidades de crédito de las que dependan deberán constituir una *comisión técnica* que verificará el cumplimiento de los requisitos de independencia contenidos en los me-

¹⁴ Concretamente, cuando presten sus servicios a entidades de crédito de su mismo grupo, o cuando sus ingresos totales deriven, en el período temporal que reglamentariamente se establezca, al menos, en un 25% de su relación con una entidad de crédito o con conjunto de entidades de crédito de un mismo grupo, siempre que alguna de esas entidades haya emitido y tenga en circulación títulos hipotecarios.

canismos mencionados. Dicha comisión elaborará un informe anual, que deberá remitir al consejo de administración u órgano equivalente de la entidad y al Banco de España.

En segundo lugar, se modifica el régimen sancionador de las entidades de tasación. Por una parte, se tipifican nuevos supuestos de infracción derivados del nuevo régimen de obligaciones contenido en la ley, y se revisa, en general, el cuadro de infracciones existente, que se recogen de forma íntegra y actualizada.

En tercer lugar, se establece un régimen de participaciones significativas¹⁵, similar al previsto para las entidades de crédito, que permitirá controlar la composición del accionariado. La adquisición directa o indirectamente de una participación significativa de una sociedad de tasación llevará aparejada la obligación de informar previamente al Banco de España. Este dispondrá de un plazo máximo de tres meses para, en su caso, oponerse a la adquisición pretendida.

SUBROGACIÓN, NOVACIÓN
Y AMORTIZACIÓN DE PRÉSTAMOS
HIPOTECARIOS

La ley concreta el ámbito de aplicación de la misma relativo a las subrogaciones y novaciones de créditos o préstamos hipotecarios¹⁶ cuya hipoteca recaiga sobre una vivienda y cuyo prestatario sea bien persona física o bien jurídica, siempre que esta tribute por el régimen fiscal de empresas de reducida dimensión en el impuesto sobre sociedades.

La ley mantiene los beneficios fiscales de las subrogaciones y novaciones, de modo que estas continúan estando exentas del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados.

Por otra parte, se amplían los supuestos de modificación de las escrituras públicas de subrogación o novación de préstamos hipotecarios. Antes, solo se podían pactar cambios en las condiciones del tipo de interés, tanto ordinario como de demora, inicialmente pactado o vigente, en el plazo del préstamo, o en ambos conceptos. Con esta ley, se añaden los siguientes: la ampliación o reducción de capital; el método o sistema de amortización y cualesquiera otras condiciones financieras del préstamo, y la prestación o modificación de las garantías personales. Las modificaciones anteriores no supondrán, en ningún caso, una alteración o pérdida del rango de la hipoteca inscrita, excepto cuando impliquen un incremento de la cifra de responsabilidad hipotecaria o la ampliación del plazo del préstamo por este incremento o ampliación. En estos casos, se necesitará la aceptación por parte de los titulares de derechos inscritos con rango posterior, de conformidad con la normativa hipotecaria vigente, para mantener el rango. En ambos supuestos, se harán constar en el Registro mediante nota al margen de la hipoteca objeto de novación modificativa. En ningún caso será posible hacerlo cuando conste registralmente petición de información sobre la cantidad pendiente en ejecución de cargas posteriores.

Adicionalmente, la ley cambia la denominación de la comisión por amortización anticipada por la de compensación por desistimiento, y la extiende no solo al ámbito de las subrogaciones, sino al resto de las operaciones de préstamo de esta naturaleza. Así, en las amortizaciones, totales o parciales, que se produzcan en los préstamos hipotecarios, la cantidad que percibirá la entidad acreedora en concepto de compensación por desistimiento no podrá ser superior:

15. A los efectos de esta ley, se entenderá por participación significativa en una sociedad de tasación aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 15% del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la sociedad. **16.** En adelante, se utilizará la expresión de préstamos hipotecarios para referirse a ambos conceptos.

- 1 al 0,5% del capital amortizado anticipadamente cuando la amortización anticipada se produzca dentro de los cinco primeros años de vida del crédito o préstamo, o
- 2 al 0,25% del capital amortizado anticipadamente cuando la amortización anticipada se produzca en un momento posterior.

Si se hubiese pactado una compensación por desistimiento igual o inferior, la compensación que percibirá la entidad acreedora será la pactada.

Junto a la compensación por desistimiento, la ley regula la compensación por riesgo de tipo de interés. La entidad acreedora no tendrá derecho a percibirla en las cancelaciones subrogatorias y no subrogatorias, totales o parciales, de préstamos hipotecarios que se produzcan dentro de un período de revisión de tipos de interés cuya duración pactada sea igual o inferior a doce meses. En los restantes préstamos hipotecarios, la comisión aplicable será la pactada, si bien la entidad acreedora no tendrá derecho a percibirla en caso de que la cancelación del préstamo genere una ganancia de capital a su favor¹⁷.

Finalmente, se introducen novedades en los costes arancelarios de las escrituras de subrogación, novación modificativa y cancelación de los préstamos hipotecarios. Concretamente, para el cálculo de los honorarios notariales se aplicarán los aranceles correspondientes a los documentos sin cuantía, y para el cálculo de los honorarios registrales se aplicarán los aranceles correspondientes a inscripciones, tomando como base la cifra del capital pendiente de amortizar, con una reducción del 90%.

En el cuadro 1 se compara el régimen aplicable en la ley en las subrogaciones y novaciones de préstamos hipotecarios en relación con disposiciones anteriores.

HIPOTECAS DE MÁXIMO

Se flexibiliza el mercado hipotecario regulando las hipotecas de máximo, también llamadas doctrinalmente *flotantes*¹⁸, aunque solo se pueden constituir a favor de las entidades financieras en garantía de una o diversas obligaciones, de cualquier clase, presentes y/o futuras, o a favor de las Administraciones Públicas titulares de créditos tributarios o de la Seguridad Social, sin necesidad de pacto novatorio de los mismos.

Asimismo, para su constitución será suficiente que se especifiquen en la escritura de la hipoteca y se hagan constar en la inscripción de la misma los siguientes elementos: su denominación y, si fuera preciso, la descripción general de los actos jurídicos básicos de los que deriven o puedan derivar en el futuro las obligaciones garantizadas; la cantidad máxima de la que responde la finca; el plazo de duración de la hipoteca, y la forma de cálculo del saldo final líquido garantizado. También podrá pactarse en el título que la cantidad exigible en caso de ejecución sea la resultante de la liquidación efectuada por la entidad financiera acreedora en la forma convenida por las partes en la escritura.

INSCRIPCIÓN DEL DERECHO REAL DE HIPOTECA

Otras medidas tienen por objeto precisar el contenido de la inscripción del derecho real de hipoteca, favoreciendo la uniformidad en su configuración registral. A tal fin, se establece que

¹⁷. Se entenderá por ganancia de capital por exposición al riesgo de tipo de interés la diferencia positiva entre el capital pendiente en el momento de la cancelación anticipada y el valor de mercado del préstamo o crédito. Este se calculará como la suma del valor actual de las cuotas pendientes de pago hasta la siguiente revisión del tipo de interés y del valor actual del capital pendiente que quedaría en el momento de la revisión de no producirse la cancelación anticipada. Cuando dicha diferencia arroje un resultado negativo, se entenderá que existe pérdida de capital para la entidad acreedora. ¹⁸. Se trata de aquellas hipotecas de seguridad, constituidas en garantía de una o diversas obligaciones, en las que no se conoce el importe exacto de las mismas, sino solo el máximo a que puede ascender la responsabilidad hipotecaria.

SUBROGACIÓN PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS		
LEY 2/1994, DE 30 DE MARZO	LEY 36/2003, DE 11 DE NOVIEMBRE (REAL DECRETO-LEY 2/2003, DE 25 DE ABRIL)	LEY 41/2007, DE 7 DE DICIEMBRE
Supuestos	Supuestos	Supuestos
Solo se podrá pactar la mejora de las condiciones del tipo de interés, tanto ordinario como de demora, inicialmente pactado o vigente	Igual que el anterior, incorporando la ampliación del plazo del préstamo, por separado o conjuntamente con la mejora del tipo de interés	Igual que el anterior, salvo que el prestamista sea una entidad de crédito, en cuyo caso, las escrituras públicas de modificación de préstamos hipotecarios podrán referirse a una o varias de las circunstancias siguientes: 1) la ampliación o reducción de capital; 2) la alteración del plazo, 3) las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado o vigente; 4) el método o sistema de amortización y cualesquiera otras condiciones financieras del préstamo; 5) la prestación o modificación de las garantías personales
En la escritura se expresarán, entre otras, las nuevas condiciones pactadas del tipo de interés	Igual que el anterior, incorporando el plazo del préstamo, o ambos	Las modificaciones anteriores no supondrán, en ningún caso, una alteración o pérdida del rango de la hipoteca inscrita, excepto cuando impliquen un incremento de la cifra de responsabilidad hipotecaria, y se harán constar en el Registro. En ningún caso será posible hacerlo cuando conste registralmente petición de información sobre la cantidad pendiente en ejecución de cargas posteriores
Beneficios fiscales: están exentas en la modalidad gradual de actos jurídicos documentados	Sin cambios	Sin cambios
Honorarios notariales y registrales	Honorarios notariales y registrales	Honorarios notariales y registrales
Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales, se tomará como base la que resulte de aplicar al importe de la responsabilidad hipotecaria vigente el diferencial entre el interés del préstamo que se modifica y el interés nuevo	Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales se tomará como base la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la subrogación, y se entenderá que el documento autorizado contiene un solo concepto	Para el cálculo de los honorarios notariales, se aplicarán los aranceles correspondientes a «Documentos sin cuantía». Para el cálculo de los honorarios registrales, se aplicarán los aranceles correspondientes a «Inscripciones», tomando como base la cifra del capital pendiente de amortizar, con una reducción del 90%
Comisión por amortización anticipada	Comisión por amortización anticipada	Compensación por desistimiento
En los préstamos hipotecarios a interés variable, si se hubiese pactado una comisión de amortización anticipada igual o inferior al 1%, la comisión que se percibirá será la pactada. En los demás casos, será como máximo del 1%	En los préstamos hipotecarios a interés variable, si se hubiese pactado una comisión de amortización anticipada igual o inferior al 0,50%, la comisión que se percibirá será la pactada. En los demás casos, como máximo el 0,50%	Desaparece la comisión por amortización anticipada, que pasa a denominarse compensación por desistimiento. En este sentido, en las cancelaciones totales o parciales que se produzcan en los préstamos hipotecarios, la cantidad que percibirá la entidad acreedora en concepto de compensación por desistimiento no podrá ser superior: 1) Al 0,5% del capital amortizado anticipadamente cuando la amortización anticipada se produzca dentro de los cinco primeros años de vida del crédito o préstamo, o 2) al 0,25% del capital amortizado anticipadamente cuando la amortización anticipada se produzca en un momento posterior. Si se hubiese pactado una compensación por desistimiento igual o inferior, la compensación que percibirá la entidad acreedora será la pactada
		Compensación por riesgo de tipo de interés
		En las cancelaciones subrogatorias y no subrogatorias que se produzcan en los préstamos hipotecarios cuyo tipo de interés sea objeto de modificación en un período igual o inferior a un año, o bien que tengan su vencimiento igual o inferior a un año, desde el momento de la cancelación, la entidad acreedora no tendrá derecho a percibir cantidad alguna en concepto de compensación por riesgo de tipo de interés. En los restantes préstamos hipotecarios, la comisión aplicable será la pactada, si bien la entidad acreedora no tendrá derecho a percibirla en caso de que la cancelación del préstamo genere una ganancia de capital a su favor

FUENTES: BOE y Banco de España.

NOVACIÓN DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS		
LEY 2/1994, DE 30 DE MARZO	LEY 36/2003, DE 11 DE NOVIEMBRE (REAL DECRETO-LEY 2/2003, DE 25 DE ABRIL)	LEY 41/2007, DE 7 DE DICIEMBRE
Supuestos	Supuestos	Supuestos
Solo se podrá pactar la mejora de las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado y vigente. Conjuntamente con esta mejora se puede pactar la alteración del plazo	La modificación se refiere a las condiciones del tipo de interés inicialmente pactado o vigente, a la alteración del plazo del préstamo, o a ambas	Sin cambios
Beneficios fiscales: están exentas en la modalidad gradual de actos jurídicos documentados	Sin cambios	Sin cambios
Honorarios notariales y registrales	Honorarios notariales y registrales	Honorarios notariales y registrales
Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales, se tomará como base la que resulte de aplicar al importe de la responsabilidad hipotecaria vigente el diferencial entre el interés del préstamo que se modifica y el interés nuevo	Para el cálculo de los honorarios notariales y registrales de dicho tipo de escrituras, se tomará como base la que resulte de aplicar a la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la novación el diferencial entre el interés del préstamo que se modifica y el interés nuevo. En el caso de novaciones modificativas referidas exclusivamente a la alteración del plazo del préstamo, se tomará como base el 1 por 1.000 de la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la novación	Igual que en las subrogaciones
Aranceles y comisiones por ampliación del plazo del préstamo	Aranceles y comisiones por ampliación del plazo del préstamo	Aranceles y comisiones por ampliación del plazo del préstamo
No se contemplan	En el caso de novaciones modificativas referidas exclusivamente a la alteración del plazo del préstamo, se tomará como base el 1 por 1.000 de la cifra del capital pendiente de amortizar en el momento de la novación	Igual que en las subrogaciones

FUENTES: BOE y Banco de España.

en la inscripción del derecho real de hipoteca se expresará el importe del principal de la deuda y, en su caso, el de los intereses pactados, o el importe máximo de la responsabilidad hipotecaria, identificando las obligaciones garantizadas, cualesquiera que sean la naturaleza de estas y su duración. Las demás cláusulas financieras, tales como las relativas al vencimiento anticipado, garantizadas por hipoteca, se harán constar en el asiento en los términos que resulten de la escritura de formalización, pero ello siempre que se haya obtenido la calificación registral favorable de las cláusulas de contenido real.

HIPOTECA INVERSA

A los efectos de esta ley, la hipoteca inversa es un préstamo o crédito hipotecario formalizado mediante hipoteca sobre un bien inmueble que constituya la vivienda habitual del solicitante, y siempre que se cumplan los siguientes requisitos: a) que el solicitante y los beneficiarios que este pueda designar sean personas de edad igual o superior a los 65 años o afectadas de dependencia severa o gran dependencia; b) que el deudor hipotecario disponga del importe del préstamo o crédito mediante disposiciones periódicas o de una sola vez; c) que la deuda solo sea exigible por el acreedor, y la garantía, ejecutable cuando fallezca el prestatario o, si así se estipula en el contrato, cuando fallezca el último de los beneficiarios, y d) que la vivienda hipotecada haya sido tasada y asegurada contra daños.

Las disposiciones que puede realizar el deudor hipotecario alcanzarán hasta un importe máximo determinado por un porcentaje del valor de tasación en el momento de la constitución. Cuando se alcanza dicho porcentaje, el mayor o dependiente deja de disponer de la renta y la deuda sigue generando intereses. La recuperación por parte de la entidad del crédito dispuesto más los intereses se produce normalmente de una vez cuando fallece el propietario, mediante la cancelación de la deuda por parte de los herederos o la ejecución de la garantía hipotecaria por parte de la entidad de crédito.

La hipoteca inversa, prevista en esta ley, solo podrá ser concedida por las entidades de crédito y por las entidades aseguradoras autorizadas para operar en España, sin perjuicio de los límites, requisitos o condiciones que, a las entidades aseguradoras, imponga su normativa sectorial.

El régimen de transparencia y comercialización de la hipoteca inversa, así como los servicios de asesoramiento a los solicitantes de este producto, serán desarrollados posteriormente por el Ministro de Economía y Hacienda.

Las escrituras públicas que documenten estas operaciones estarán exentas del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados. Al igual que para el resto de los préstamos hipotecarios, para el cálculo de los honorarios notariales de las escrituras de constitución, subrogación, novación modificativa y cancelación se aplicarán los aranceles correspondientes a los documentos sin cuantía y, para el cálculo de los honorarios registrales, se aplicarán los aranceles correspondientes a inscripciones, tomando como base la cifra del capital pendiente de amortizar, con una reducción del 90%.

Finalmente, la ley prevé que las disposiciones periódicas que pueda obtener el beneficiario como consecuencia de la constitución de una hipoteca inversa podrán destinarse, total o parcialmente, a la contratación de un plan de previsión asegurado. La provisión matemática del plan de previsión asegurado no podrá ser objeto de movilización a otro instrumento de previsión social, ni podrán movilizarse a aquel los derechos consolidados o las provisiones matemáticas de otros sistemas de previsión social.

SEGURO DE DEPENDENCIA

En relación con el seguro de dependencia, su contenido incorpora la regulación de los instrumentos privados para la cobertura de la dependencia, que podrá articularse bien a través de un contrato de seguro suscrito con entidades aseguradoras, incluidas las mutualidades de previsión social, o bien a través de un plan de pensiones.

La cobertura de la dependencia realizada a través de un contrato de seguro obliga al asegurador, para el caso de que se produzca la situación de dependencia, al cumplimiento de la prestación convenida con la finalidad de atender, total o parcialmente, directa o indirectamente, las consecuencias perjudiciales para el asegurado que se deriven de dicha situación. Estos seguros podrán contratarse por parte de las entidades aseguradoras que cuenten con la preceptiva autorización administrativa para el ejercicio de la actividad aseguradora en los ramos de vida o enfermedad. Por lo que se refiere a los planes de pensiones que prevean la cobertura de la contingencia de dependencia, deberán recogerlo de manera expresa en sus especificaciones. En todo aquello no expresamente previsto resultará de aplicación la normativa reguladora de los planes y fondos de pensiones.

La ley entró en vigor el pasado 9 de diciembre.

Modificación de la normativa del mercado de valores

La Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, estableció el marco general regulador para los mercados financieros en la Unión Europea, estableciendo, entre otros aspectos, las con-

diciones de autorización y funcionamiento relativas a las empresas de servicios de inversión; las condiciones en que deben prestarse los servicios de inversión; los requisitos de organización y funcionamiento exigibles a los mercados regulados, y determinados aspectos relativos a las facultades supervisoras de las autoridades competentes nacionales y a la cooperación entre ellas.

Esta directiva fue desarrollada posteriormente por dos normas comunitarias: el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto¹⁹, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros; y la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto²⁰, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

Por otro lado, la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio²¹, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, partiendo de los proyectos internacionales de armonización de la labor supervisora (que, junto con la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, introducía en el marco regulatorio europeo el Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004), trataba de aproximar la medición de riesgos realizada por el supervisor, para determinar las exigencias de recursos propios a los propios mecanismos de medición de las entidades. Pretendía, asimismo, estimular el desarrollo de adecuados procedimientos internos de gestión de riesgos en las empresas de servicios de inversión, y exigía a estas la divulgación en el mercado de información relevante sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo.

Recientemente se ha publicado la *Ley 47/2007, de 19 de diciembre* (BOE del 20), por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, que tiene por objeto incorporar al ordenamiento jurídico español la Directiva 2004/39/CE y determinados aspectos de las Directivas 2006/73/CE y 2006/49/CE.

OBJETIVOS DE LA REFORMA

Los principales objetivos de la reforma son los siguientes: En primer lugar, se modernizan los mercados de valores españoles para adaptarlos a las necesidades actuales, para lo cual la ley introduce nuevos tipos de empresas de servicios de inversión, amplía el catálogo de servicios de inversión que pueden prestar, extiende la gama de instrumentos financieros negociables, y reconoce distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros, frente a los tradicionales mercados secundarios.

En segundo lugar, se refuerzan las medidas dirigidas a la protección de los inversores, reconociendo la necesidad de diferenciar entre distintos tipos de inversores en función de sus conocimientos. Así, la ley establece un amplio catálogo de normas a las que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión.

En tercer lugar, se adaptan los requisitos de organización exigibles a las entidades que presten servicios de inversión para garantizar que su organización se adecua a la comple-

19. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2006», *Boletín Económico*, octubre de 2006, Banco de España, pp. 154 y 155. 20. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2006», *Boletín Económico*, octubre de 2006, Banco de España, pp. 153 y 154. 21. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 172-174.

ja gama de servicios que ofrecen. Asimismo, en cuanto a los requisitos financieros, las entidades se han de adaptar a las nuevas formas de gestión de riesgos en materia de solvencia. Por último, mejoran las potestades supervisoras de la CNMV, potenciando los instrumentos y mecanismos para fomentar la cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

Se incorpora un nuevo catálogo de instrumentos financieros y se da rango legal al concepto de valores negociables, que queda definido como cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyéndose una relación de los existentes en la actualidad. También se hace lo propio con los restantes instrumentos financieros, que, además de los valores negociables, comprenden los diferentes contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con distintas variables; los instrumentos financieros derivados para la transferencia del riesgo de crédito, y los contratos financieros por diferencias, entre otros.

Finalmente, se reforma el concepto de grupo, aclarando que se corresponderá con lo dispuesto en el artículo 42 del Código de Comercio²², según la redacción dada por la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE VALORES

Se efectúa la transposición de la Directiva 2004/39/CE referente al régimen jurídico de los mercados regulados europeos, aunque la ley ha mantenido el término *mercados secundarios oficiales de valores*, al hallarse perfectamente arraigado en nuestro ordenamiento jurídico.

Como importante novedad, la ley establece la ruptura del principio de exclusividad de la negociación de acciones en las bolsas de valores. De este modo, cada mercado regulado decidirá sobre los instrumentos financieros que se pueden negociar en su ámbito, siempre que se cumplan los requisitos legales establecidos. Además, la ley reconoce y regula los sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN) y la internacionalización sistemática de órdenes como sistemas de negociación de instrumentos financieros, a fin de fomentar la competencia entre las distintas formas de ejecutar operaciones.

Por otro lado, la autorización para la creación de los mercados secundarios oficiales se encomienda al Ministro de Economía y Hacienda, en lugar de al Consejo de Ministros, como ocurría en la actualidad. Este cambio obedece principalmente a la naturaleza especialmente técnica que reviste tal autorización, así como a la necesidad de dotar de mayor celeridad al procedimiento en aras de aumentar la competitividad de los mercados de valores españoles frente a sus competidores europeos.

El régimen jurídico de los mercados secundarios oficiales se completa con lo dispuesto en el propio reglamento del mercado que ha de ser autorizado por el Ministro de Economía y Hacienda.

²² El artículo 42 establece que existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones: a) posea la mayoría de los derechos de voto; b) tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; c) pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto, y d) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Se establece un nuevo régimen para la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros. Así, al tiempo que se mantiene la competencia de la CNMV para adoptar estas decisiones en términos similares a los hasta ahora existentes, se añade la competencia de la sociedad rectora del mercado secundario oficial, quien podrá acordar la suspensión y exclusión de un instrumento financiero que incumpla las normas de negociación establecidas en el reglamento del mercado, salvo cuando tal decisión pueda causar perjuicios graves a los intereses de los inversores o del mercado.

La ley regula un nuevo régimen de transparencia para las acciones negociadas en los mercados secundarios oficiales, con el objeto de que el mercado esté suficientemente informado tanto de las operaciones posibles en cada momento como de las operaciones ya realizadas. En definitiva, se trata de establecer un régimen de transparencia anterior y posterior a la conclusión de operaciones sobre acciones en los mercados secundarios oficiales. Este régimen de transparencia se completa con el exigido a los SMN y a los internalizadores sistemáticos en la negociación de tales acciones.

SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN

La ley regula por primera vez los SMN, que, sin embargo, no tienen la consideración de mercados regulados. Los SMN son sistemas operados por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100% por una o varias sociedades rectoras. Estos sistemas reúnen, conforme a sus normas no discrecionales, los intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, para dar lugar a contratos.

La creación de un SMN será libre, con sujeción al régimen de verificación previa y supervisión por parte de la CNMV. Estos sistemas estarán regidos por una entidad rectora, que será responsable de su organización y funcionamiento internos, y será titular de los medios necesarios para gestionar el mercado.

Por otro lado, se establecen unos requisitos específicos tanto anteriores como posteriores a la negociación, con el fin de procurar la transparencia del sistema y la eficiencia en la formación de los precios. De este modo, los SMN estarán obligados a difundir información de carácter público sobre las operaciones sobre acciones admitidas a negociación que, a su vez, se negocien en mercados regulados sobre las posiciones de compra y venta existentes en cada momento, así como de las ya concluidas en dicho sistema.

La supervisión de los SMN corresponde a sus entidades rectoras, que deberán comunicar a la CNMV todo incumplimiento significativo de sus normas o todo abuso de mercado.

Finalmente, las entidades rectoras de un SMN español podrán establecer mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en el territorio de otros Estados miembros. Igualmente, las entidades rectoras de un SMN de otros Estados miembros de la Unión Europea podrán establecer en territorio español mecanismos similares para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o miembros establecidos en territorio español. En ambos casos, se necesitará realizar la previa comunicación a las autoridades competentes respectivas.

LA INTERNALIZACIÓN SISTEMÁTICA

Otra novedad de la ley es la internalización sistemática, que, en realidad, es una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros, al margen de los mercados regulados y de los SMN. La ley establece las normas aplicables a las entidades de crédito y empresas de servi-

cios de inversión que ejecuten, por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, siempre que esta actuación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática y que se refiera a órdenes cuyo importe sea igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor²³.

Por otro lado, la ley establece una serie de reglas y obligaciones para los internalizadores sistemáticos. Así, cuando las acciones tengan un mercado líquido, deberán hacer públicas cotizaciones en firme con carácter general, de forma que puedan ser conocidas fácilmente por los interesados, en condiciones comerciales razonables. En el caso de mercados ilíquidos, bastará con comunicar esas cotizaciones a petición de sus clientes.

Además, deberán hacer público el volumen y el precio de sus transacciones realizadas fuera de mercados regulados o de los SMN sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, y la hora en que se hayan concluido. Esta información se hará pública lo antes posible, de una manera fácilmente accesible y en condiciones razonables para los interesados.

Los internalizadores deberán regular el acceso de sus clientes a las cotizaciones y respetar el principio de mejor ejecución.

COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LAS OPERACIONES

La ley establece la libertad tanto para los mercados regulados como para los SMN de poder elegir un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro de la Unión Europea. Las consecuencias en esta ley son dos: por un lado, se amplía el objeto social de la Sociedad de Sistemas²⁴, para permitirle realizar la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en mercados regulados y SMN de otros Estados miembros de la Unión Europea. En segundo lugar, se permite a los mercados secundarios oficiales y a los SMN españoles celebrar acuerdos con entidades de otros Estados miembros de la Unión Europea para encomendarles la compensación y liquidación de las operaciones. Estos acuerdos deberán ser aprobados por la CNMV, quien podrá oponerse a los mismos cuando puedan menoscabar el funcionamiento ordenado del mercado o del SMN español.

Asimismo, se establece la libertad de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los SMN para designar el sistema de liquidación de las operaciones que realicen en ese mercado o sistema con arreglo a una serie de condiciones y con independencia del sistema de liquidación del mercado secundario oficial o del SMN.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

Cabe destacar que en la nueva ley el mercado de deuda pública en anotaciones ya no tiene como objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por organismos o entidades públicas, sino que podrán negociarse en él otros instrumentos financieros siempre que se ajusten al reglamento y sus especificaciones técnicas.

El Banco de España continúa teniendo la consideración de organismo rector del mercado, aunque desaparece la Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, y llevará los servicios financieros de los valores cuando así lo concierte con los emisores. El acceso a la condición de miembro del mercado, que hasta el momento requería la autoriza-

²³. El volumen estándar del mercado para una categoría de acciones es el volumen representativo del valor medio aritmético de las órdenes ejecutadas en el mercado para las acciones incluidas en dicha categoría. ²⁴. La Sociedad de Sistemas es el organismo que tiene encomendada en la actualidad la realización de las funciones de compensación y liquidación de las operaciones negociadas en los mercados de valores españoles como las bolsas de valores y el mercado de deuda pública anotada.

ción del Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, se realizará ahora en iguales condiciones que en cualquier otro mercado.

RÉGIMEN DE COMUNICACIÓN DE LAS OPERACIONES SOBRE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Otra de las novedades de la ley es el régimen de comunicación de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito a la CNMV de todas las operaciones que hayan efectuado sobre instrumentos financieros, con independencia del mercado, sistema o mecanismo a través del que se hayan ejecutado. Esta obligación tiene por objeto facilitar, con la máxima celeridad y eficiencia, el cumplimiento por parte de la CNMV de sus labores de supervisión e inspección.

En este sentido, las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV a la mayor brevedad posible y, en lo que se refiere a sus aspectos identificativos básicos, a más tardar al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. Quedan excluidas de esta obligación las operaciones realizadas sobre participaciones o acciones de instituciones de inversión colectiva no admitidas a negociación ni en mercados regulados ni en SMN.

Esta labor de comunicación podrá ser realizada por la propia entidad, por un tercero que actúe en su nombre, por la sociedad rectora del mercado regulado, o entidad gestora del SMN a través del cual se haya realizado la operación, o bien por un sistema de casamiento de operaciones o de información aprobado por la CNMV. Adicionalmente, deberán facilitar a la CNMV, en la forma, detalle y plazos que se determinen reglamentariamente, la identidad de los clientes por cuenta de los cuales hayan ejecutado sus operaciones.

Finalmente, se habilita al Ministro de Economía y Hacienda para que, en su caso, establezca los requisitos de información adicionales cuando se considere necesario para permitir el correcto ejercicio de las funciones supervisoras de la CNMV, y siempre que se cumplan determinados supuestos reseñados en la ley.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Cabe destacar la ampliación del catálogo de servicios de inversión, con la aparición de dos novedades importantes: en primer lugar, el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre instrumentos financieros. A tal efecto, la ley crea un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión autorizada para realizar exclusivamente dicho servicio de asesoramiento: *la empresa de asesoramiento financiero*. Este servicio lo pueden prestar tanto personas físicas como personas jurídicas, con arreglo al régimen de autorización y funcionamiento establecido en la propia ley. Estas empresas, al igual que las Sociedades Gestoras de Carteras, no podrán realizar operaciones sobre valores o efectivo en nombre propio, salvo para administrar su propio patrimonio, pero con sujeción a las limitaciones que reglamentariamente se establezcan. Tampoco estarán autorizadas a tener fondos o valores de clientes, por lo que, en ningún caso, podrán colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes. Finalmente, sus actividades no estarán cubiertas por el Fondo de Garantía de Inversiones.

En segundo lugar, y en relación con los ya comentados SMN, aparece tipificada en la ley como servicio financiero la gestión de los mismos. La inclusión de esta gestión dentro de los servicios de inversión implica que su realización queda reservada exclusivamente a las entidades debidamente autorizadas para prestar los servicios de inversión. Cuando la gestión del SMN va ser realizada por sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales o por entidades constituidas al efecto por una o varias sociedades rectoras, que han de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema, y que han de estar participadas al 100% por una

o varias sociedades rectoras, tales sociedades deben cumplir los requisitos establecidos en la ley para la autorización de empresas de servicios de inversión.

Asimismo, queda reservada a las empresas de servicios de inversión y a sus agentes la realización de forma profesional de las actividades de comercialización de servicios de inversión y de instrumentos financieros y la captación de clientes, al tratarse de actividades íntimamente relacionadas con la prestación de los servicios de inversión.

En cualquier caso, y como ya venía ocurriendo, las entidades de crédito podrán realizar cualquier servicio de inversión, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello. Por su parte, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva también podrán prestar determinados servicios de inversión.

Por otro lado, la ley es muy exhaustiva en cuanto a los requisitos de organización interna que han de cumplir las empresas de servicios de inversión. Y ello debido a que la Directiva 2004/39/CE otorga pasaporte comunitario a todas las empresas de servicios de inversión comunitarias, por lo que ha de garantizarse un adecuado nivel de armonización que permita la actuación de todas ellas en condiciones de igualdad y competencia. Por la misma razón, regula de forma pormenorizada la actuación transfronteriza de las entidades que prestan servicios de inversión.

Adicionalmente, se precisa y actualiza en la propia ley la regulación relativa a la supervisión de la solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, que continuará correspondiendo a la CNMV, al tiempo que se delimitan sus competencias sobre otras personas y entidades en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el mercado de valores, en particular sobre: los emisores de valores; las entidades de crédito españolas (incluidas sus sucursales en el exterior y su red agencial) y no comunitarias; las empresas de servicios de inversión de la Unión Europea (incluidas sus sucursales en España y sus agentes vinculados); las sucursales en España de entidades de crédito de la Unión Europea, y las restantes personas físicas o jurídicas que pueden verse afectadas por la propia ley.

PROTECCIÓN DE LOS INVERSORES

Uno de los principios fundamentales de esta ley es garantizar una adecuada protección de los inversores, para lo que se establece un importante catálogo de normas de conducta que ha de ser respetado por todas las entidades que presten servicios de inversión. En concreto, se distinguen tres categorías posibles de inversores: clientes minoristas, clientes profesionales y contrapartes elegibles, garantizándose el mayor grado de protección a los primeros.

La ley establece que por clientes profesionales debe entenderse aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos, e introduce una relación detallada de los mismos. Por exclusión, todos aquellos que no sean profesionales se considerarán clientes minoristas, quienes, no obstante, podrán solicitar, siempre que se cumplan determinadas condiciones, ser tratados como clientes profesionales.

Por su parte, entre los clientes profesionales tienen la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades: las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro,

los Gobiernos nacionales y sus servicios, las comunidades autónomas y los organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración los demás clientes profesionales que lo soliciten con carácter previo, así como las entidades de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes.

Las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de dichos intereses como si fueran propios. Asimismo, deberán mantenerlos, en todo momento, adecuadamente informados. La información, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Tanto a los clientes como a los clientes potenciales²⁵, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes, y sobre los gastos y costes asociados, de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, y puedan, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias.

Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente minorista²⁶, así como sobre su situación financiera y sus objetivos de inversión, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente. Para el resto de los servicios, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluidos, en su caso, los clientes potenciales, que le faciliten información sobre sus conocimientos y experiencia correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es el adecuado para el cliente; en caso contrario se lo advertirá. Cuando el cliente no le proporcione la información indicada o esta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

Cuando el servicio prestado sea la ejecución o recepción y transmisión de órdenes a iniciativa del cliente, no será necesario seguir el procedimiento anterior, siempre que, tratándose de instrumentos financieros no complejos, se cumplan determinadas condiciones organizativas y de información. En cualquier caso, deberán adoptarse las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para el cliente.

La ley establece, asimismo, determinadas obligaciones de prevención de conflictos de interés y de registro de contratos.

Finalmente, la norma especifica una serie de disposiciones transitorias para permitir que las empresas de servicios de inversión puedan adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta en el plazo de seis meses desde la entrada en vigor de la norma, que fue el pasado 21 de diciembre. Asimismo, se otorga ese mismo plazo para que

²⁵. Se considerará cliente potencial aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes. ²⁶. En el caso de clientes profesionales, la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente.

los actuales sistemas o mercados organizados de negociación no oficiales puedan transformarse en SMN. En caso contrario, deberán cesar en el desarrollo de sus funciones.

Por último, se autoriza al Gobierno para que, en el plazo de un año desde la entrada en vigor de esta ley, que fue el pasado 21 de diciembre, proceda a la elaboración de un texto refundido que regularice, aclare y armonice la presente ley con otros textos legales relacionados.

Modificación del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones

El Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero²⁷, actualizó, sistematizó y completó la adaptación de la normativa reglamentaria en materia de planes y fondos de pensiones, contando asimismo con la experiencia acumulada en la materia, y tomando como referencia los desarrollos en el ámbito de la Unión Europea.

Posteriormente, la Ley 35/2006, de 28 de noviembre²⁸, del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio, entre otros aspectos, introdujo modificaciones en el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre²⁹. A su vez, el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo³⁰, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF y se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, modificó este último para adaptarlo a las modificaciones de la ley.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre* (BOE del 15), por el que se modifican el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, y el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre.

El Real Decreto introduce cambios en varios ámbitos de la normativa de planes de pensiones: aspectos actuariales de los planes de pensiones, obligaciones de información a partícipes y beneficiarios, régimen de inversiones de los fondos de pensiones, normas relativas a las entidades gestoras en materia de control interno, reglas de conducta y separación de las depositarias, y normas sobre registros administrativos relacionadas, especialmente, con las actividades transfronterizas.

Por otra parte, y como consecuencia de la creación por parte de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, de los planes de previsión social empresarial como nuevo instrumento de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, se han introducido una serie de adaptaciones tanto en la normativa de planes de pensiones como en la de instrumentación de compromisos por pensiones, para regular determinados aspectos de este nuevo instrumento de previsión complementaria empresarial.

En particular, se introducen modificaciones centradas en dos aspectos fundamentales: permitir la movilización entre instrumentos de previsión social con tratamiento fiscal homogéneo

27. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, p. 92. 28. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 98-101. 29. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 89 y 90. 30. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, abril de 2007, Banco de España, pp. 157 y 158.

derivada de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio, y adaptar el principio de no discriminación evitando que en una empresa coexistan ambos instrumentos.

Por otra parte, mediante la modificación del Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, se regulan determinados aspectos esenciales de los planes de previsión social empresarial, como el régimen de información a los trabajadores asegurados y a sus representantes, y se delimitan aquellos aspectos de la normativa de exteriorización a través de seguros colectivos que resultan de aplicación a los planes de previsión social empresarial.

En lo relativo a la regulación de los aspectos actuariales de los planes de pensiones, se actualiza, sistematiza y delimita con mayor claridad la actividad profesional de los actuarios en sus diferentes ámbitos de intervención y, en especial, en lo que afecta a las revisiones actuariales. Asimismo, a la vista de la experiencia acumulada y del grado de madurez y consolidación que ofrece actualmente el sistema de planes, se reducen las exigencias de reservas patrimoniales destinadas a constituir el margen de solvencia, para continuar en la línea de flexibilización de requisitos exigibles a los planes de pensiones.

Las modificaciones realizadas en el régimen de inversiones tienen por objeto, por un lado, adecuar el marco jurídico del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones a los cambios que se han sucedido en el ámbito de los fondos de pensiones en particular y en el sector financiero en general, con la aparición de nuevas alternativas de inversión para los fondos de pensiones; y, por otro lado, ajustarse a las tendencias ya existentes en el resto del sector financiero en materia de procedimientos de control interno.

En particular, respecto al régimen de las inversiones aptas para los fondos de pensiones, se actualiza la relación de los distintos bienes y derechos considerados aptos, dando entrada a los derivados de crédito, a derivados no financieros o a instituciones de inversión colectiva no armonizadas, entre otros. Se profundiza en el régimen general de instrumentos derivados, se flexibiliza el régimen de aptitud para las entidades de capital riesgo y se establece una regulación más completa de los activos estructurados.

Asimismo, se lleva a cabo toda una serie de desarrollos en materia de organización administrativa de la entidad gestora, procedimientos de control interno y gestión de riesgos, normas de conducta y reglas para garantizar la separación de la entidad gestora de la depositaria, todo ello en clara sintonía tanto con las tendencias regulatorias nacionales e internacionales de otros sectores del sistema financiero, como con las recomendaciones emanadas de organismos internacionales.

En cuanto a aspectos jurídicos, de información a los partícipes, de los Registros Especiales, de procedimientos administrativos de autorización e inscripción y de comunicaciones de datos y hechos sujetos a inscripción, se introducen mejoras puntuales, y en especial las referencias registrales de los fondos de pensiones, derivadas de la Ley 11/2006, de 16 de mayo, de adaptación de la legislación española al régimen de actividades transfronterizas, regulado en la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo. Dicha Ley 11/2006 estableció la llevanza de un Registro de fondos de pensiones de empleo de otros Estados miembros que actúen en España.

**Requisitos de
transparencia relativos
a la información sobre las
sociedades cotizadas**

Salvo la adaptación realizada a la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres, que entró en vigor el 21 de diciembre, el grueso del Real Decreto lo hizo el pasado 1 de enero.

La Ley 6/2007, de 12 de abril³¹, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, incorporó parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004³², y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, denominada Directiva de Transparencia, desarrollada posteriormente por la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo.

La Ley 6/2007 adaptó el régimen de la publicación y difusión de la información relevante a las prescripciones esenciales contenidas en la Directiva de Transparencia. Así, entre otros aspectos, se precisaron las obligaciones que tienen los emisores de valores de hacer pública y difundir inmediatamente en el mercado y la CNMV toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho; se consagraba la potestad de la CNMV de exigir a los auditores del emisor cuanta información precise para desarrollar su labor supervisora, y se introducía el régimen de la información periódica establecido en dicha directiva, es decir, los informes anuales, semestrales y trimestrales que el emisor debe elaborar, publicar y difundir. Finalmente, se incorporó el régimen de comunicación del emisor a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas de acciones con derecho de voto en el capital social, o de instrumentos financieros que den derecho a adquirir tales valores (para cuyo ejercicio se preveía un procedimiento transitorio en tanto se desarrollaba reglamentariamente el nuevo régimen), que se completaba con la obligación del emisor de comunicar a la CNMV, publicar y difundir las operaciones que realice con sus propias acciones.

Recientemente, se ha publicado el *Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre* (BOE del 20), por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Con esta norma culmina la incorporación al derecho español del régimen comunitario de transparencia de la información de las sociedades cotizadas. Así pues, el objetivo principal de este Real Decreto es desarrollar los citados requisitos, para, de este modo, incorporar al derecho español aquella parte de la Directiva 2004/109/CE que no ha sido recogida en la Ley 6/2007, así como la Directiva 2007/14/CE, de desarrollo de la anterior.

En relación con lo ya establecido en la Ley 6/2007, se precisan los elementos que integran la información regulada sobre las sociedades cotizadas, y se establece la obligación del emisor de publicar en su sitio web y difundir dicha información, así como de remitirla simultáneamente a la CNMV. El emisor podrá optar entre difundirla directamente o encomendar esa función a un tercero, que puede ser la propia CNMV u otros medios, como las bolsas de valores o los medios de comunicación.

31. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2007», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2003, Banco de España, pp. 134-138. 32. La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de OPA), estableció un marco mínimo común en los Estados miembros para la regulación de las ofertas públicas de adquisición de las sociedades cuyas acciones estén, al menos parcialmente, admitidas a negociación en un mercado regulado, con el fin de proteger a los titulares de valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición (OPA) o de un cambio de control de la sociedad.

La información regulada incluye la información periódica (anual, semestral y, en el caso de los emisores de acciones cotizadas, la declaración intermedia de gestión de carácter trimestral), la relativa a las participaciones significativas y a las operaciones de los emisores sobre sus propias acciones, la relativa al número total de derechos de voto y de capital al término de cada mes natural en el que se haya producido un incremento o disminución, y los hechos relevantes. Respecto a la confección y difusión de la información periódica, se concretan diversas cuestiones, como el contenido, el plazo de remisión, los principios contables aplicables y la responsabilidad derivada de su elaboración y publicación, así como las condiciones para considerar equivalentes a las normas españolas las normas relativas a la información pública periódica de sociedades que coticen en España y tengan su domicilio social en un tercer país no miembro de la Unión Europea.

El informe anual comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión individuales de la entidad y, en su caso, de su grupo consolidado revisados por el auditor, así como las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido firmadas por los administradores del emisor. El informe semestral comprenderá las cuentas anuales resumidas y el informe de gestión intermedio individuales de la entidad y, en su caso, de su grupo consolidado, así como las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido firmadas por los administradores del emisor. Si el informe semestral hubiere sido voluntariamente auditado, el informe de auditoría se publicará íntegramente. En caso contrario, contendrá una declaración del emisor manifestando que no ha sido auditado ni revisado por los auditores. El informe de gestión intermedio incluirá, al menos, una indicación de los hechos importantes acaecidos en el período correspondiente y su incidencia en las cuentas anuales resumidas, una descripción de los principales riesgos e incertidumbre para el semestre restante del mismo ejercicio, y las operaciones más importantes entre partes vinculadas, con inclusión de determinados aspectos, sin perjuicio de que el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV puedan determinar requisitos adicionales en materia de información sobre operaciones con partes vinculadas.

La declaración intermedia contendrá una explicación de los hechos y operaciones que hayan tenido lugar durante el período correspondiente y su incidencia en la situación financiera del emisor y su grupo, así como una descripción general de esta y de los resultados del emisor y sus empresas controladas en dicho período.

Por otro lado, el Real Decreto desarrolla las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera reguladas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. Esta ley establecía que los accionistas y tenedores de determinados instrumentos financieros deben notificar al emisor y a la CNMV la adquisición o pérdida de una participación significativa de los derechos de voto de la sociedad, y ahora el Real Decreto concreta diversos aspectos relacionados con esta obligación. Así, el accionista que adquiera o transmita acciones que atribuyan derechos de voto de un emisor para el que España sea estado de origen, cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, deberá notificar al emisor y a la CNMV la proporción de derechos de voto que quede en su poder cuando, como resultado de dichas operaciones, esa proporción alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%. A estos efectos, el Real Decreto precisa qué debe entenderse por accionista y cómo debe calcularse el porcentaje de voto.

También determina de forma extensa las personas distintas del accionista que están obligadas a notificar la participación significativa, así como las excepciones a la obligación de notifi-

car los plazos para realizar la notificación y el contenido de la misma. Del mismo modo, se prevén normas relativas a supuestos especiales de notificación de participaciones significativas, como en los casos de ampliaciones de capital con cargo a reservas, transmisión de valores por causa de muerte, por liquidación de una sociedad, como consecuencia de fusiones o escisiones de sociedades o notificaciones en el curso de una oferta pública de adquisición de acciones.

Otra novedad de la norma es que concreta determinadas obligaciones de comunicación del emisor de acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea para el que España sea Estado de origen, respecto a las acciones propias que posea (autocartera), como son el porcentaje de derechos de voto que obliga a comunicar y el contenido de la comunicación. En este sentido, estará obligado a comunicar, en un plazo máximo de cuatro días de negociación, a la CNMV cuando adquiera acciones propias que atribuyan derechos de voto, en un solo acto o por actos sucesivos, bien por sí mismo, bien a través de una entidad controlada o persona interpuesta, y dicha adquisición alcance o supere el 1% de los derechos de voto.

Asimismo, se determinan las condiciones para considerar equivalentes a las normas españolas las normas de transparencia sobre participaciones significativas y autocartera de sociedades que coticen en España y tengan su domicilio social en un tercer país no miembro de la Unión Europea.

Se establecen, finalmente, otras obligaciones de información de los emisores, a fin de facilitar a los accionistas y a los tenedores de deuda toda la información y todos los mecanismos necesarios para que puedan ejercer sus derechos. Además, el Real Decreto integra en su articulado obligaciones que ya existían en nuestro ordenamiento, como es el caso de la obligación de los administradores y directivos de compañías cotizadas de comunicar a la CNMV el otorgamiento a su favor de cualquier sistema de retribución que conlleve la entrega de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo o de derechos de opción sobre estas, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones.

La norma, que deroga el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por estas de acciones propias, y varias órdenes ministeriales, entró en vigor el 20 de diciembre de 2007. Las disposiciones relativas al informe financiero anual entrarán en vigor en relación con las cuentas anuales cuyo ejercicio económico comience a partir del 1 de enero de 2007. Las relativas a los informes financieros semestrales y las declaraciones intermedias entrarán en vigor en relación con las informaciones que se refieran a períodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2008.

FOLLETO INFORMATIVO PARA
RECLAMACIONES DE LA
CLIENTELA EN EL ÁMBITO
DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre³³, de medidas de reforma del sistema financiero (en adelante, Ley Financiera), pretendía, entre otros aspectos, aumentar la eficiencia y competitividad del sistema financiero español, pero sin disminuir la protección de los usuarios de los servicios financieros. Respecto a esto último, creó determinados órganos de defensa del cliente. En concreto, los Comisionados para la defensa del cliente de servicios bancarios, para la defensa del inversor y para la defensa del asegurado y del partícipe en planes de pensiones, que estarían adscritos orgánicamente a los organismos supervisores res-

33. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2002», *Boletín Económico*, enero de 2003, Banco de España, pp. 75-89.

pectivos (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones —DGS—)³⁴.

Posteriormente se publicó el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero³⁵, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, y, más tarde, la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

Recientemente, los organismos supervisores (Banco de España, CNMV y DGS) han lanzado un *folleto informativo* sobre cómo deben actuar los usuarios para presentar sus quejas y reclamaciones.

La iniciativa, desarrollada junto con el Instituto Nacional de Consumo, servirá para facilitar a los usuarios el modo de presentar una reclamación de esta naturaleza, las fases del procedimiento de la misma y los efectos de la resolución que se emite al final de este proceso.

Conforme al sistema de ventanilla única, la reclamación se podrá presentar indistintamente ante cualquiera de los tres organismos, aunque se tramitará con más rapidez si se remite directamente al que sea competente en cada caso.

En el folleto se explica que el Banco de España responde a las quejas si la incidencia está relacionada con productos o servicios bancarios, la CNMV ante productos o servicios de inversión, y la DGS si es una cuestión que tiene que ver con contratos de seguros y planes de pensiones.

El documento detalla asimismo que el contenido y la documentación mínimos que deben acompañar a la queja o reclamación constarán, entre otras cuestiones, de lo siguiente: el motivo concreto de la misma, datos personales del reclamante, entidad contra la que se dirige y acreditación de haber cumplido el trámite previo ante el Servicio de Atención o Defensor del Cliente de la entidad³⁶.

En el folleto también se explican las fases del procedimiento, cuya duración máxima, con carácter general, será de cuatro meses desde la presentación del escrito de reclamación, salvo que concurren circunstancias que deberán ser debidamente explicadas en el informe final.

Por último, se reseña que el informe final con el que concluya el expediente tiene únicamente carácter informativo y no vinculante para las partes, por lo que no tiene la consideración de acto administrativo, ni puede ser objeto de recurso ante órganos administrativos o judiciales. Tampoco recoge valoraciones económicas sobre los posibles daños y perjuicios ocasionados a los usuarios de los servicios financieros, ya que solo los tribunales de justicia pueden reconocer este tipo de solicitudes.

DIRECTIVA SOBRE SERVICIOS
DE PAGO EN EL MERCADO
INTERIOR

En la actualidad, los mercados de servicios de pago en la Unión Europea están organizados de forma independiente siguiendo los criterios de los Estados miembros, por lo que su marco jurídico se encuentra fragmentado en distintos regímenes nacionales, dado que las diferentes

34. Los Comisionados tenían encomendadas determinadas funciones, como atender las quejas y reclamaciones que presenten los usuarios de servicios financieros, que estén relacionadas con sus intereses y derechos legalmente reconocidos (ya deriven de los contratos, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros), y remitir a los servicios de supervisión correspondientes aquellos expedientes en los que se aprecien indicios de incumplimiento o quebrantamiento de normas de transparencia y protección de la clientela. **35.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 86 y 87. **36.** Los intermediarios financieros están obligados a poner a disposición del público la información sobre la existencia y funcionamiento de estos servicios.

disposiciones comunitarias ya adoptadas en este ámbito³⁷ no han solucionado suficientemente esta situación.

Con la finalidad de establecer un marco jurídico homogéneo a escala comunitaria, se ha publicado la *Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007* (DOUE de 5 de diciembre), sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE, que establece un marco jurídico que garantiza la coordinación de las disposiciones nacionales en materia de requisitos prudenciales, acceso al mercado de los nuevos proveedores de servicios de pago, requisitos de información y derechos y obligaciones respectivos de los usuarios, y proveedores de estos servicios.

La Directiva se aplicará a los servicios de pago dentro de la Unión Europea, aunque establece determinadas exenciones³⁸. Dichos servicios están relacionados en el anejo de la Directiva; entre ellos, cabe reseñar los siguientes: servicios que permiten el depósito o la retirada de efectivo en una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de una cuenta de pago; ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos, a través de una cuenta de pago en el proveedor de servicios de pago del usuario u otro proveedor de servicios de pago; emisión y/o adquisición de instrumentos de pago; envío de dinero; y ejecución de operaciones de pago en las que se transmite el consentimiento del ordenante a ejecutar una operación de pago mediante dispositivos de telecomunicación, digitales o informáticos, y se realice el pago al operador de la red o sistema de telecomunicación o informático, que actúa únicamente como intermediario entre el usuario del servicio de pago y el prestador de bienes y servicios.

La directiva fija, por un lado, las normas con arreglo a las cuales los Estados miembros distinguirán las seis categorías de proveedores de servicios de pago: las entidades de crédito; las entidades de dinero electrónico; las instituciones de giro postal facultadas en virtud de la legislación nacional para prestar servicios de pago; las entidades de pago propiamente dichas reguladas en la Directiva; el BCE y los BCN, cuando no actúen en su condición de autoridad monetaria u otras autoridades públicas, y los Estados miembros y sus autoridades regionales y locales, cuando no actúen en su condición de autoridades públicas. No podrá haber otros proveedores profesionales de servicios de pago. Por otro lado, establece los requisitos de transparencia y de información, así como los derechos y obligaciones respectivos de los usuarios y de los proveedores de servicios de pago en relación con la prestación de dichos servicios con carácter de profesión u ocupación habitual.

En cuanto a las entidades de pago reguladas en la directiva, se reseñan los elementos que necesitan para obtener la autorización necesaria para el ejercicio de su actividad (programa de actividades, capitales iniciales, descripción de los métodos de gestión empresarial y de los mecanismos de control interno, etc.), así como los casos en los que las autoridades competentes podrán revocar dicha autorización. También se establece la exigencia de mantener permanentemente unos fondos propios mínimos calculados con arreglo a uno de los tres métodos reseñados en la norma.

³⁷. Entre ellas, la Directiva 97/5/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de enero de 1997, relativa a las transferencias transfronterizas, y el Reglamento 2560/2001 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 2001, sobre los pagos transfronterizos en euros. ³⁸. Están exentas, entre otras, las operaciones de pago efectuadas exclusivamente en efectivo y directamente del ordenante al beneficiario, sin intervención de ningún intermediario; las operaciones de pago del ordenante al beneficiario a través de un agente comercial autorizado para negociar o concluir la compra o venta de bienes o servicios por cuenta del ordenante o del beneficiario; o el transporte físico, como actividad profesional, de billetes y monedas, incluidos la recogida, tratamiento y entrega.

Los Estados miembros establecerán un registro público en el que figurarán las entidades de pago autorizadas y sus agentes y sucursales. En dicho registro se harán constar, entre otros aspectos, los servicios de pago para los que se las haya habilitado. El registro estará a disposición pública para su consulta, será accesible en línea y se actualizará periódicamente. Asimismo, se recoge la posibilidad de que las entidades de pago presten sus servicios a través de agentes, sucursales o entidades mediante actividades externalizadas, de las cuales deberán informar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen.

Por otra parte, la directiva señala que los Estados miembros designarán como autoridades competentes responsables de la autorización y supervisión prudencial de las entidades de pago a autoridades públicas, y velarán por los controles efectuados por las autoridades competentes a fin de comprobar que dichos controles sean proporcionados, suficientes y adecuados para conocer los riesgos a los que se encuentran expuestas las entidades de pago.

Las autoridades competentes de los distintos Estados miembros cooperarán entre sí y, en su caso, con el BCE, los BCN y las demás autoridades competentes designadas en virtud de la legislación comunitaria o nacional aplicable a los proveedores de servicios de pago.

También se aplicará a las entidades de pago el denominado *pasaporte comunitario*, es decir, el ejercicio del derecho de libertad de establecimiento y libre prestación de servicios en toda el área comunitaria, de forma que cualquier entidad de pago autorizada pueda prestar sus servicios en otro Estado miembro, bastando para ello con comunicárselo previamente a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen. Estas, en el plazo de un mes desde la recepción de dicha información, comunicarán a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida el nombre y la dirección de la entidad de pago, los nombres de las personas responsables de la gestión de la sucursal, su estructura organizativa y el tipo de servicios de pago que pretende prestar en el territorio del Estado miembro de acogida.

En otro apartado de la directiva se hace referencia a la transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago; así, los proveedores de estos servicios quedan obligados a facilitar al usuario, de modo que sean fácilmente accesibles para él, la información y las condiciones de servicios, con las particularidades establecidas para cada operación. En este sentido, la directiva diferencia las operaciones de pago único, de aquellas que están cubiertas por un contrato marco. La información y las condiciones estarán redactadas en términos comprensibles, de manera clara y legible, en una lengua oficial del Estado miembro en el que se ofrezca el servicio de pago o en cualquier otra lengua acordada entre las partes.

En las operaciones de pago único, se especificará la información que el usuario de servicios de pago debe facilitar para la correcta ejecución de una orden de pago; el plazo máximo de ejecución del servicio de pago que debe prestarse; todos los gastos que el usuario debe abonar al proveedor de servicios de pago y, en su caso, el desglose de las cantidades correspondientes a los gastos, y, cuando proceda, el tipo de cambio efectivo o el de referencia que se aplicará a la operación de pago. En las amparadas por un contrato marco, entre otras cuestiones, se especificará información sobre el proveedor de servicios de pago, la utilización del servicio de pago, los gastos y tipos de interés y de cambio, los medios de comunicación utilizados entre el proveedor y el usuario, y las salvaguardias y medidas correctivas.

En las operaciones cubiertas por un contrato marco, el usuario del servicio de pago podrá rescindirlo en cualquier momento, a menos que las partes hayan convenido un preaviso, que no podrá exceder de un mes. Si se ha celebrado por un período superior a 12 meses o inde-

finido, la rescisión del mismo será gratuita si esta se efectúa una vez transcurrido un año. En todos los demás casos, los gastos derivados de la rescisión serán apropiados y estarán en consonancia con los costes. En el caso de que sea indefinido, el proveedor de los servicios podrá rescindir un contrato marco con un preaviso mínimo de dos meses. No obstante, la directiva permite a los Estados miembros prever disposiciones que resulten más favorables a los usuarios de servicios de pago.

Otro aspecto importante de la directiva hace referencia a los derechos y obligaciones en la prestación y utilización de servicios; a este respecto, los Estados miembros podrán disponer que se apliquen no solo a los consumidores, sino también a las microempresas.

A más tardar el 1 de noviembre de 2012, la Comisión presentará al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo, y al BCE un informe sobre la aplicación y repercusiones de la presente directiva, con especial referencia a la posible necesidad de ampliar su ámbito de aplicación, por ejemplo, a las operaciones de pago en cualquier moneda o a las operaciones de pago en las que solo uno de los proveedores de pago está situado en la Unión Europea.

Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente directiva antes del 1 de noviembre de 2009.

NUEVO PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD

La Ley 16/2007, de 4 de julio³⁹, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea tenía como objetivo, entre otros aspectos, ajustar la legislación mercantil a los criterios de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La disposición final primera de la Ley 16/2007 autorizaba al Gobierno para que aprobara un nuevo Plan General de Contabilidad (en adelante, PGC), así como sus modificaciones y normas complementarias, al objeto de desarrollar los aspectos contenidos en la propia ley. En dicha disposición también se autoriza la aprobación de un Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas (en adelante, PGC de PYME), para que se tengan en consideración las especiales características de estas empresas.

Haciendo uso de ambas prerrogativas, se han publicado el *Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 20), por el que se aprueba el PGC, y el *Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre* (BOE del 20), por el que se aprueba el PGC de PYME y los criterios contables específicos para las microempresas.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD

El PGC se estructura en cinco partes, que van precedidas de una Introducción, en la que se explican las características fundamentales del Plan General y sus principales diferencias con el PGC de 1990, aprobado por Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, y que ahora se deroga, aunque en su redacción se ha seguido la técnica empleada en dicha norma, incidiendo en su componente explicativo, con la finalidad de facilitar su aplicación, dada la incorporación al mismo de transacciones, elementos patrimoniales y criterios contables nuevos.

La primera parte, *Marco conceptual de la contabilidad*, recoge los documentos que integran las cuentas anuales, así como los requisitos, principios y criterios contables de reconocimiento y valoración que deben conducir a que las cuentas anuales muestren la imagen fiel del

³⁹. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 155-157.

patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa. Asimismo, se definen los elementos de las cuentas anuales.

La segunda parte, *Normas de registro y valoración*, desarrolla los principios contables y otras disposiciones contenidas en la primera parte. En ella se recogen los criterios de registro y valoración de las distintas transacciones y elementos patrimoniales de la empresa desde una perspectiva general. Esto es, considerando las transacciones que usualmente realizan las empresas sin descender a los casos particulares, cuyo adecuado tratamiento contable se resolverá, como hasta la fecha, mediante las resoluciones que vaya aprobando el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, en ejecución de la competencia atribuida por la disposición final primera de la Ley 16/2007.

La tercera parte, *Cuentas anuales*, incluye, en primer lugar, las normas de elaboración de las cuentas anuales en las que se recogen las reglas relativas a su formulación, así como las definiciones y explicaciones aclaratorias del contenido de los documentos que las integran. A continuación de estas normas, se recogen los modelos, normales y abreviados, de los documentos que integran las cuentas anuales.

La cuarta parte, *Cuadro de cuentas*, contiene los grupos, subgrupos y las cuentas debidamente codificados en forma decimal y con un título expresivo de su contenido. El cuadro de cuentas, en aras de que la normalización contable española alcance el necesario grado de flexibilidad, seguirá sin ser obligatorio en cuanto a la numeración de las cuentas y denominación de las mismas, si bien constituye una guía o referente obligado en relación con las partidas de las cuentas anuales.

La quinta parte, *Definiciones y relaciones contables*, incluye las definiciones de distintas partidas que se incorporarán en el balance, en la cuenta de pérdidas y ganancias, y en el estado de cambios en el patrimonio neto, así como las de cada una de las cuentas que se recogen en dichas partidas, incluyendo los principales motivos de cargo y abono de las cuentas. La parte de definiciones y relaciones contables no será de aplicación obligatoria, excepto en aquello que aluda o contenga criterios de registro o valoración que desarrollen lo previsto en la segunda parte relativa a normas de registro y valoración, o sirva para su interpretación.

Por otra parte, se establecen un conjunto de disposiciones transitorias para la aplicación por primera vez del PGC, así como el tránsito a la nueva normativa contable, que entrará en vigor el próximo 1 de enero. Así, las reglas y criterios contenidos en el PGC deberán aplicarse de forma retroactiva en el primer ejercicio que se inicie a partir del 1 de enero de 2008, con las excepciones que se indican en la norma.

En la memoria de las primeras cuentas anuales realizadas con el PGC, se creará un apartado con la denominación de *Aspectos derivados de la transición a las nuevas normas contables*, en el que se incluirá una explicación de las principales diferencias entre los criterios contables aplicados en el ejercicio anterior y los actuales, así como la cuantificación del impacto que produce esta variación de criterios contables en el patrimonio neto de la empresa. En particular, se incluirá una conciliación referida a la fecha del balance de apertura.

Asimismo, las empresas podrán presentar, de forma voluntaria, información comparativa del ejercicio anterior adaptada al presente PGC, para lo cual prepararán un balance de apertura de dicho ejercicio precedente con arreglo a los nuevos criterios y de acuerdo con lo establecido en este real decreto. En este caso, además de incluir en memoria una explicación de las principales diferencias entre los criterios contables aplicados en el ejercicio anterior y los ac-

tuales, se cuantificará el impacto que produce esta variación de criterios contables en el patrimonio neto y en los resultados de la empresa.

Por otro lado, se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para que apruebe las adaptaciones sectoriales del PGC, por lo que, hasta que eso no suceda, se mantienen de manera transitoria las actuales adaptaciones sectoriales, mientras no se opongan a la legislación contable vigente. También se mantiene en vigor el régimen transitorio aplicable contablemente a la exteriorización de los compromisos por pensiones, así como las normas sobre aspectos contables de las sociedades cooperativas en lo que se refiere a la delimitación entre fondos propios y fondos ajenos, las cuales podrán seguir aplicándose hasta el 31 de diciembre de 2009.

Por otra parte, para las empresas que con anterioridad a la primera aplicación del Plan hayan elaborado cuentas anuales consolidadas de acuerdo con los reglamentos comunitarios que adoptan las normas internacionales de información financiera, se admitirán con carácter general las valoraciones incluidas en dichas cuentas, siempre que los criterios utilizados sean equivalentes a los del PGC.

Por último, en las disposiciones finales, se recogen las competencias establecidas en la legislación vigente, sobre adaptación y desarrollo del PGC.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD DE PYME

El PGC de PYME lo podrán aplicar todas las empresas, cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias siguientes: a) que el total de las partidas del activo no supere los 2.850.000 euros; b) que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los 5.700.000 euros, y c) que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a 50.

Las empresas perderán la facultad de aplicarlo si dejan de reunir, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, dos de las circunstancias señaladas, por lo que, llegado el caso, deberán aplicar el PGC.

Adicionalmente, la norma establece la opción que tiene la PYME para emplear el PGC o el PGC de PYME, aunque en cualquier caso deberá mantenerse de forma continuada un mínimo de tres ejercicios, salvo que la empresa, por dejar de estar incluida en el ámbito de aplicación de este último, tuviera que aplicar obligatoriamente el PGC.

La estructura del PGC de PYME es la misma que la del PGC. Consta de cinco partes, precedidas de una Introducción en la que se explicitan las características fundamentales de este texto y sus diferencias con respecto al PGC.

La primera parte, que contiene el *Marco conceptual de la contabilidad*, no presenta ninguna diferencia destacable respecto a la primera parte del PGC, salvo en el caso del estado de flujos de efectivo, que se contempla como un documento de elaboración voluntaria.

En la segunda parte, *Normas de registro y valoración*, se eliminan las normas relativas a ciertas operaciones que se consideran de escasa realización por parte de estas empresas. También se simplifican algunos de los criterios de registro y valoración contenidos en el PGC, fundamentalmente relacionados con los instrumentos financieros.

La tercera parte contiene, además de las normas de elaboración, los modelos de las cuentas anuales para las PYME, que son iguales a los modelos abreviados contenidos en la tercera parte

del PGC, si bien prescindiendo de las subagrupaciones, epígrafes, partidas y apartados de información en memoria relativos a las operaciones cuyo desarrollo no se inserta en el PGC de PYME. Cabe resaltar la simplificación del estado de cambios en el patrimonio neto de PYME, que estará formado únicamente por un documento, que contempla todos los cambios en el patrimonio neto, realizados con los socios, con terceros o como una mera reclasificación de las partidas.

En la cuarta y quinta partes se incluyen los grupos, subgrupos y cuentas necesarios para el reflejo contable de las operaciones contenidas en la segunda parte del PGC de PYME, así como las definiciones, relaciones contables y movimientos que darán origen a los motivos de cargo y abono.

En las disposiciones transitorias se regula la aplicación por primera vez del PGC de PYME después de su entrada en vigor, que fue el pasado 1 de enero, de forma similar a la establecida para la aplicación por primera vez del PGC, pero simplificando los criterios de las operaciones que no se desarrollan en este texto.

Por otra parte, el Real Decreto 1515/2007 desarrolla la disposición final primera de la Ley 16/2007, que establecía la aprobación mediante desarrollo reglamentario de unos criterios simplificados y específicos aplicables a las microempresas (PYME de muy reducida dimensión). A tal efecto, dentro del PGC de PYME se recogen las especiales circunstancias que han de cumplir las PYME para que puedan optar por la aplicación de dichos criterios contables. Estas circunstancias se refieren a la cifra del total de las partidas del activo, que no podrá superar el millón de euros, al importe neto de la cifra de negocios, que no superará los dos millones de euros, y al número medio de trabajadores, que no podrá ser superior a 10. Estos mismos criterios serán de aplicación para las entidades no mercantiles, en particular, para las fundaciones. En general, aunque se mantiene la mayor parte de los criterios generales establecidos para las PYME, existen algunas diferencias respecto al tratamiento contable de los acuerdos de arrendamiento financiero y otros de naturaleza similar, así como en lo referente al registro contable del impuesto sobre beneficios.

El PGC —o, en su caso, el PGC de PYME— será de aplicación obligatoria para todas las empresas cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, sin perjuicio de las especialidades que para las entidades financieras se establecen en su normativa contable específica, manteniéndose intactas en el nuevo marco las competencias de regulación que en materia contable tienen atribuidos los centros, organismos o instituciones supervisores del sistema financiero.

Por último, cabe reseñar que ambos reales decretos contemplan las situaciones de tránsito de un plan a otro. Así, en el Real Decreto 1514/2007 (normativa del PGC) se especifican los criterios que han de seguirse para aquellas PYME a las que el crecimiento del negocio les lleva en un momento posterior a aplicar los criterios normales incluidos en el PGC. Por otro lado, en el Real Decreto 1515/2007 (normativa del PGC de PYME), se desarrollan los criterios que han de seguirse en la utilización del PGC de PYME en el caso de abandono de los criterios contables específicos aplicables por parte de las microempresas, así como en el posible paso del PGC al PGC de PYME. En todos ellos, al inicio del primer ejercicio en el que la empresa pase a aplicar el nuevo plan, este se aplicará de forma retroactiva, debiendo registrarse todos los activos y pasivos cuyo reconocimiento exige el nuevo Plan. La contrapartida de los ajustes que deban realizarse será una partida de reservas o, en su caso, otras partidas del patrimonio neto. Asimismo, en las primeras cuentas anuales que se formulen se creará en la memoria un apartado específico con la denominación correspondiente, en el que se incluirá una explicación de las principales diferencias entre los criterios contables aplicados en el ejercicio anterior y los actuales, así como la cuantificación del impacto que produce esta variación de criterios contables en el patrimonio neto de la empresa.

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la Ley 51/2007, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2008 (BOE del 27).

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal. En materia de deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2008, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 7.924 millones de euros, permitiéndose, no obstante, que este límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciéndose los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

Por lo que se refiere al IRPF, se deflacta la tarifa del impuesto, en sus dos escalas, la estatal y la autonómica o complementaria, para evitar que un incremento de la renta derivado del mero ajuste a la inflación produzca un aumento de la carga impositiva y para proteger especialmente a los contribuyentes de rentas bajas. Con ese propósito, se actualizan igualmente en un 2% los importes de los distintos mínimos, del contribuyente, por descendientes, por ascendientes y por discapacidad, que integran el mínimo personal y familiar del impuesto.

En igual porcentaje se elevan también las cuantías aplicables como reducción del rendimiento neto del trabajo y del rendimiento neto de las actividades económicas aplicables a trabajadores autónomos dependientes de un único empresario. Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%.

Respecto a la vivienda habitual, a partir del año 2007 desaparecen las compensaciones fiscales establecidas en anteriores leyes presupuestarias, tanto para los arrendatarios de vivienda, cuyos contratos de alquiler fueran anteriores al 24 de abril de 1998, como para los adquirentes de viviendas con anterioridad al 4 de mayo de 1998. No obstante, se establece una compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que hubieran adquirido su vivienda habitual con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la establecida en la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, y la regulada recientemente por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF.

También se establece una compensación fiscal por percepción de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2007, respecto a los establecidos en la normativa del IRPF (la Ley del IRPF, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo) vigente hasta 31 de diciembre de 2006.

Por lo que se refiere al impuesto sobre sociedades, las medidas incluidas son aquellas de vigencia anual a las que se refiere la ley de este tributo. Se incluye, por tanto, la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Además, se recoge la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2008. En materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero, que sube del 5% al 5,5%, y al interés de demora, que pasa del 6,25% al 7%.

9.1.2008.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
	1.2	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle 8*
	1.3	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España 9*
	1.4	PIB. Deflatores implícitos. España 10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1	PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
	2.2	Tasas de paro. Comparación internacional 12*
	2.3	Precios de consumo. Comparación internacional 13*
	2.4	Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
	2.5	Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15*
	2.6	Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
	2.7	Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1	Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
	3.2	Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
	3.3	Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España 20*
	3.4	Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
	3.5	Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 22*
	3.6	Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro 23*
	3.7	Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1	Población activa. España 25*
	4.2	Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
	4.3	Empleo por ramas de actividad. España 27*
	4.4	Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
	4.5	Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España 29*
	4.6	Convenios colectivos. España 30*
	4.7	Encuesta trimestral de coste laboral 31*
	4.8	Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

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

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

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

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

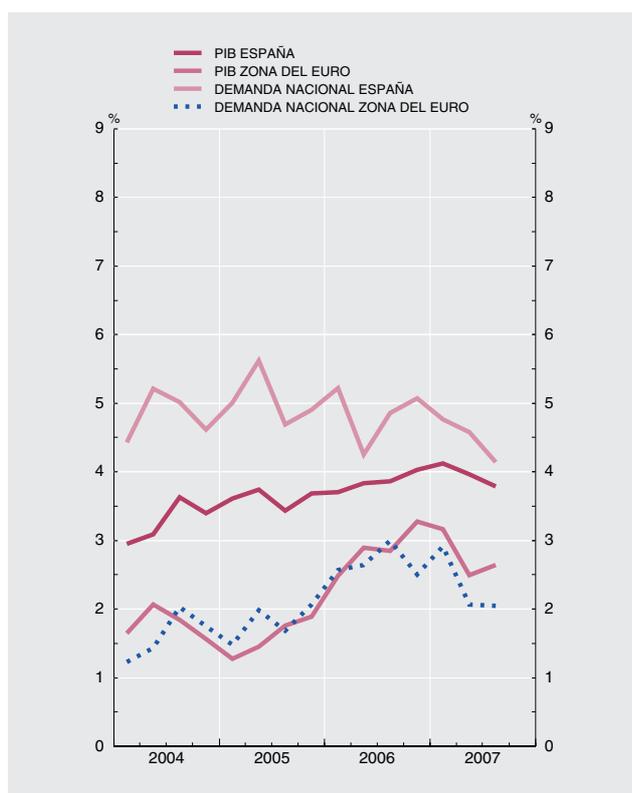
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04	P	3,3	1,8	4,2	1,5	6,3	1,3	5,1	1,9	4,8	1,6	4,2	6,5	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 IV	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 I	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 I	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 I	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

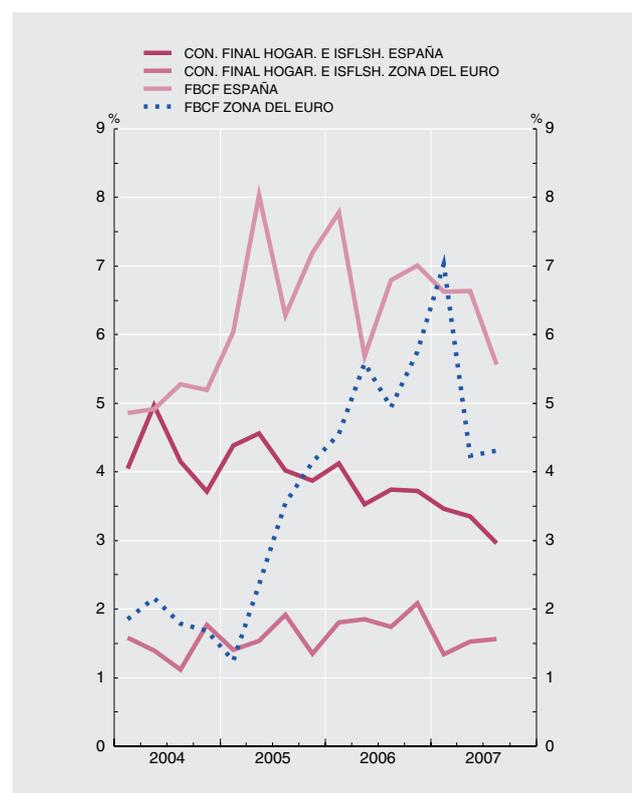
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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 rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

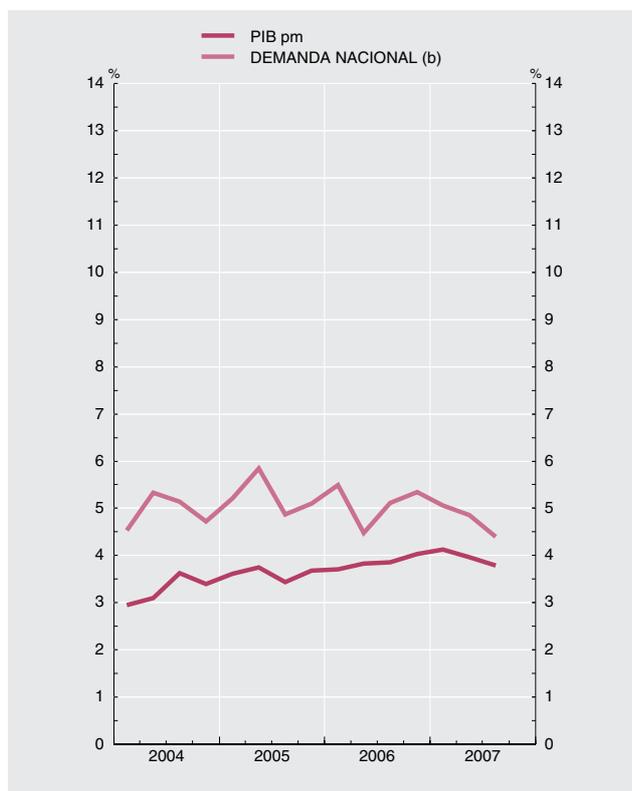
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

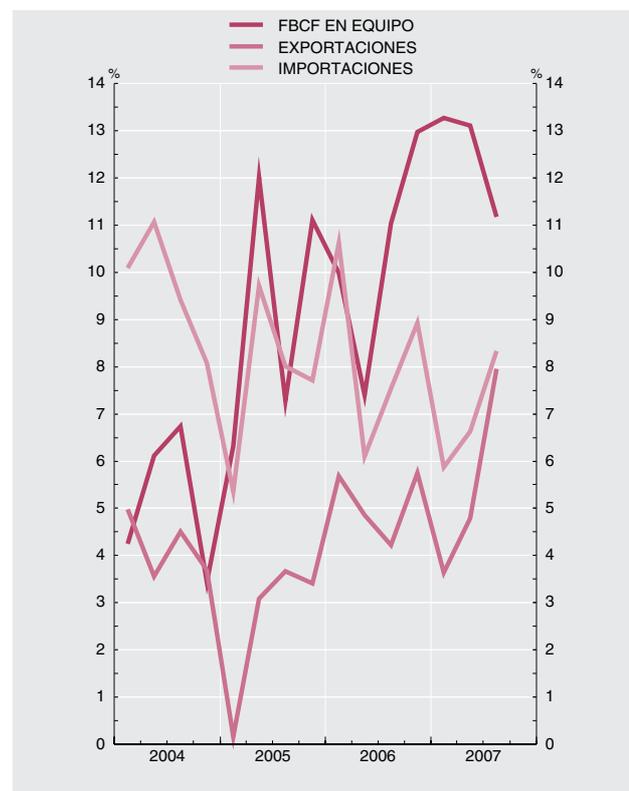
Tasas de variación interanual

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

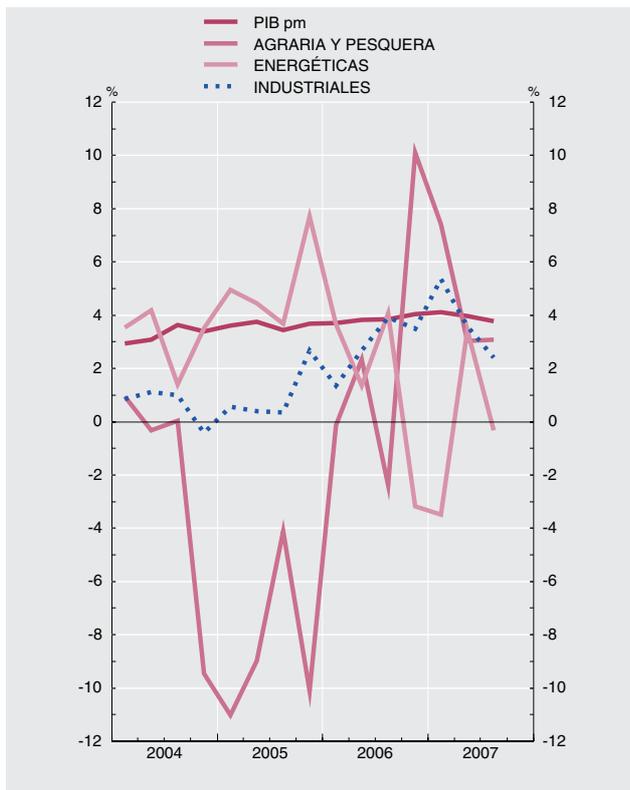
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

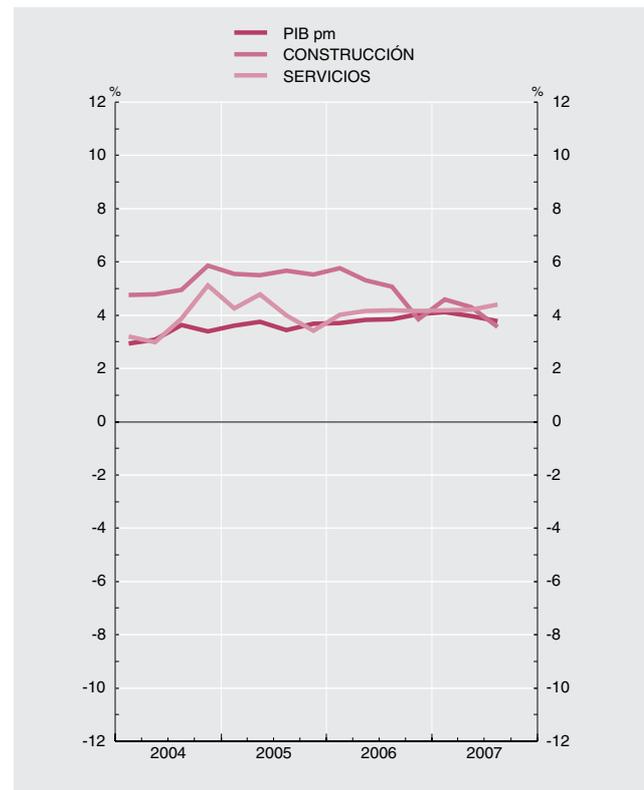
Tasas de variación interanual

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

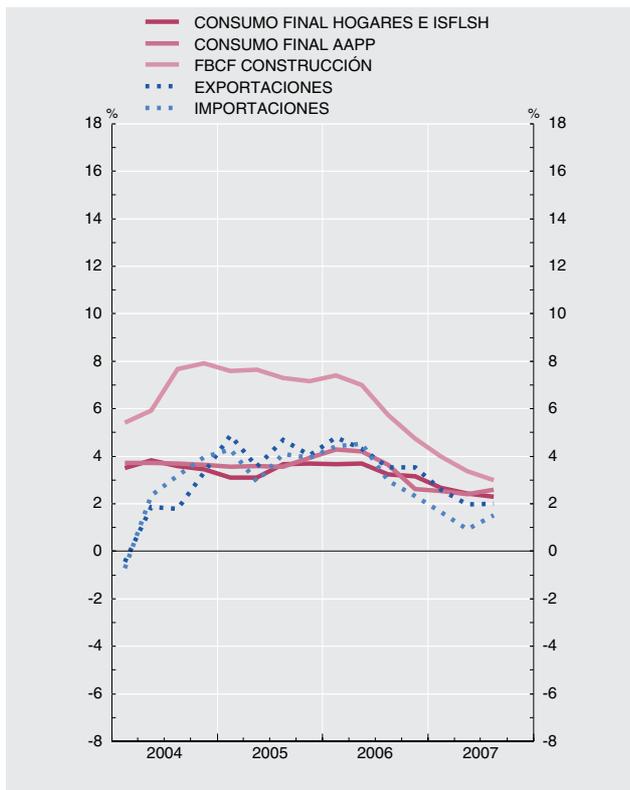
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

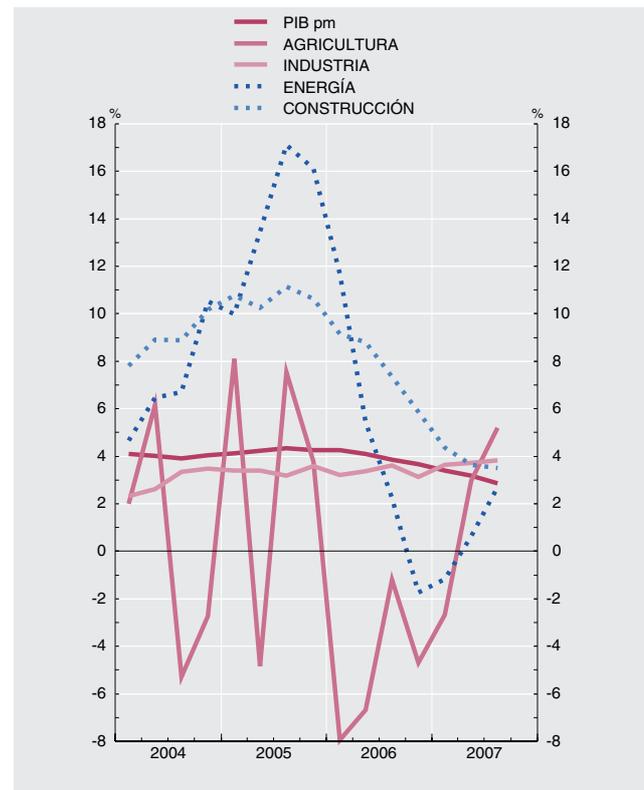
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



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

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

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

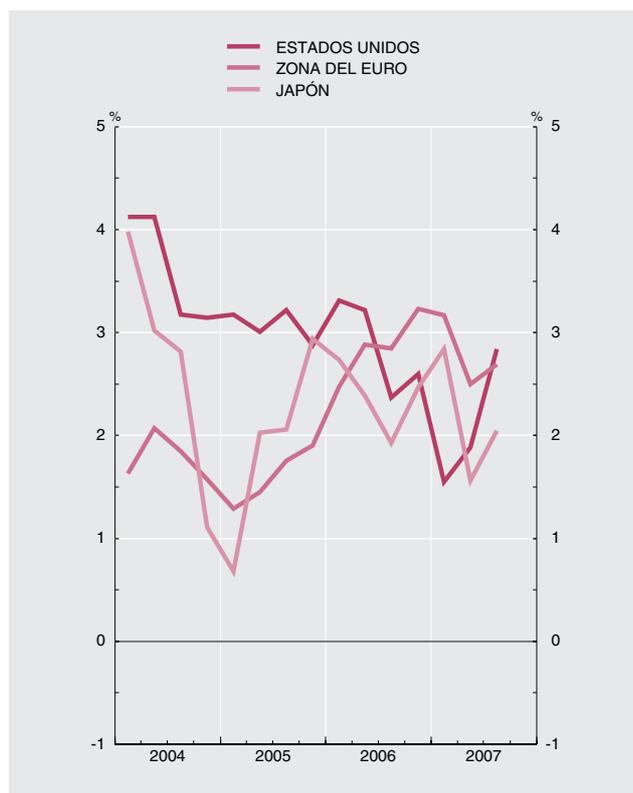
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

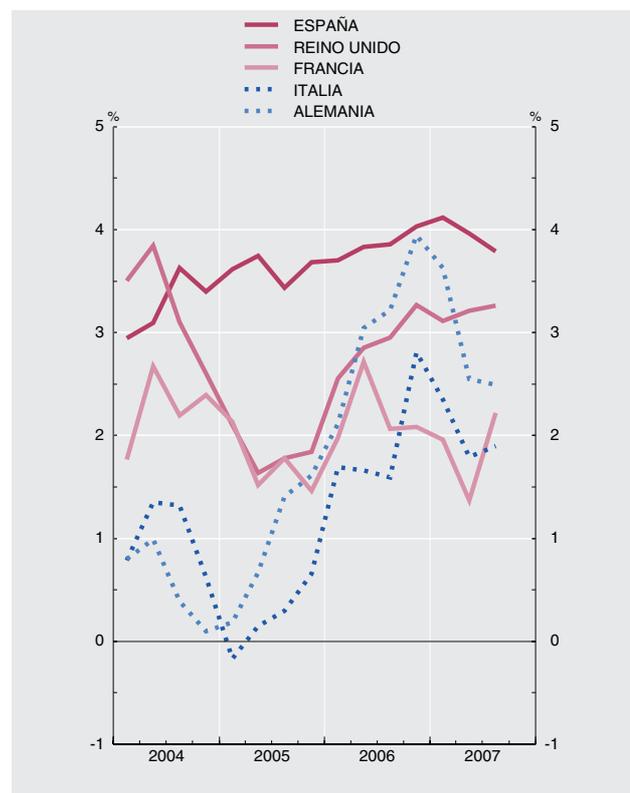
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

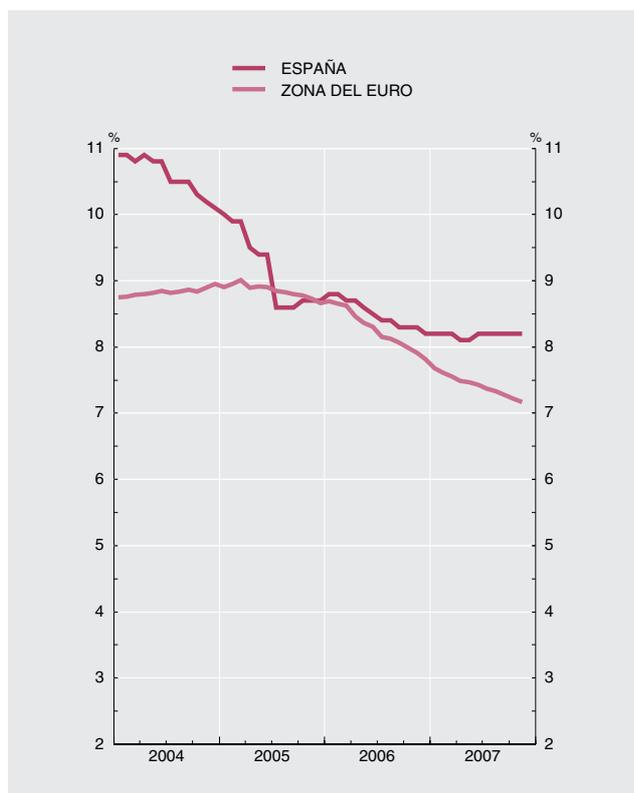
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

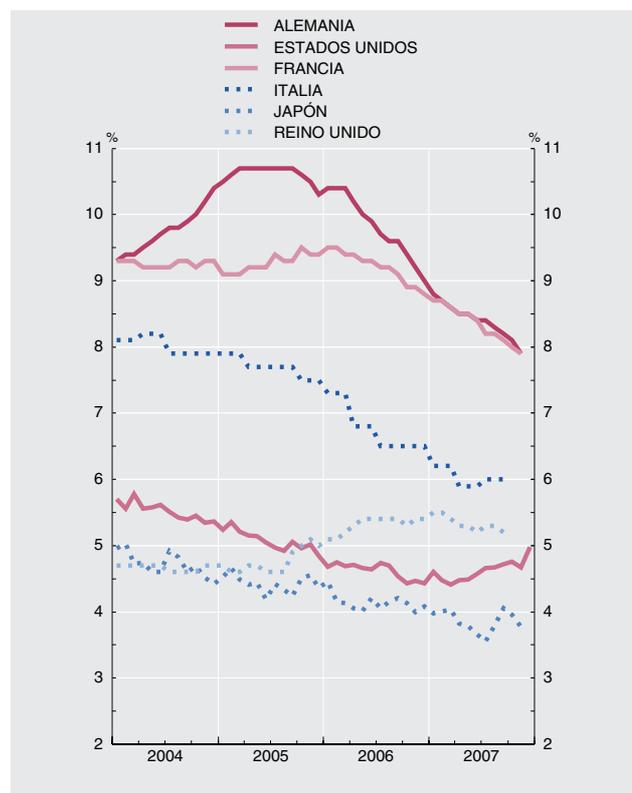
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

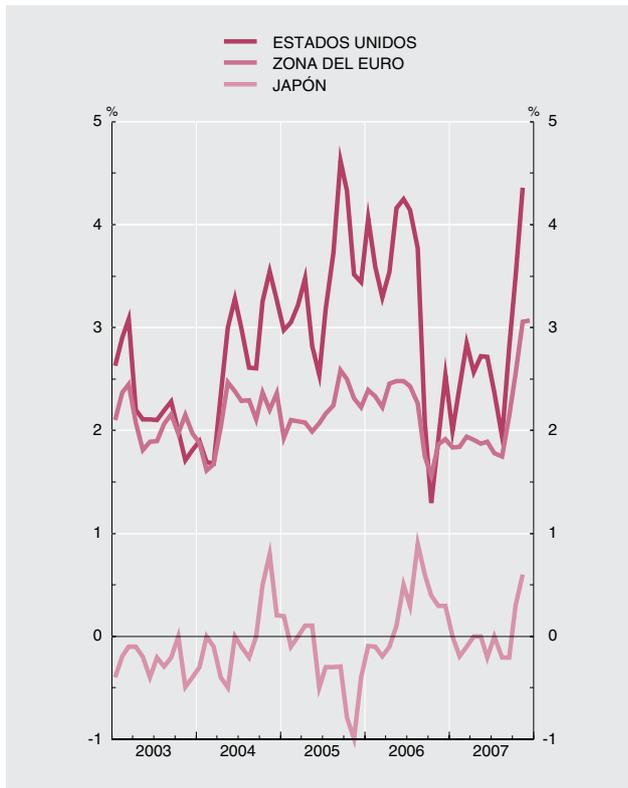
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

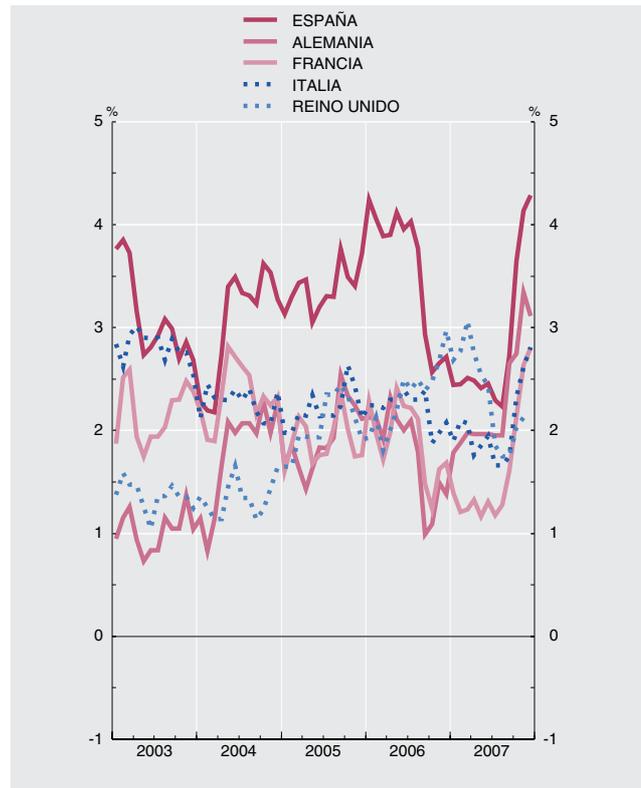
Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
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 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	2,1	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	2,4	...	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	3,3	...	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1
Dic	...	...	3,1	3,1	4,3	...	2,8	2,8	...	2,1

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,2	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-D	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,5	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
07 E-D	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,4	88,8	108,0	92,2	70,6	105,1	93,3	72,9
06 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	104,6	95,3	73,6
Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,7	94,5	72,7	104,7	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	104,6	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	94,1	70,6
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,6	108,1	91,4	68,0	104,7	93,2	70,5
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	82,0	89,7	107,7	90,8	71,6	104,7	92,0	74,1
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,2	108,8	89,1	71,8	105,5	90,8	74,2
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,4	88,2	110,0	86,9	70,3	106,4	88,9	72,9
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,0	111,6	...	...	107,8	...	...
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,6	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

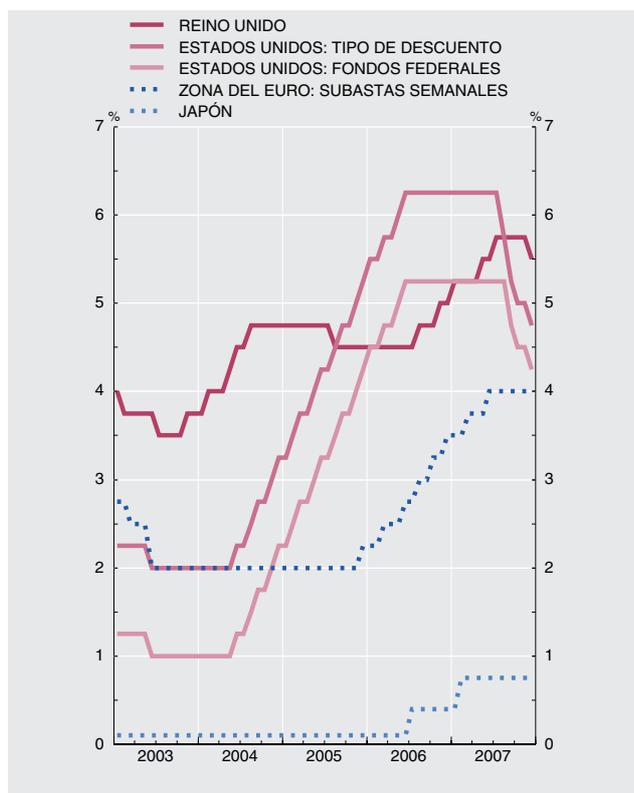
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

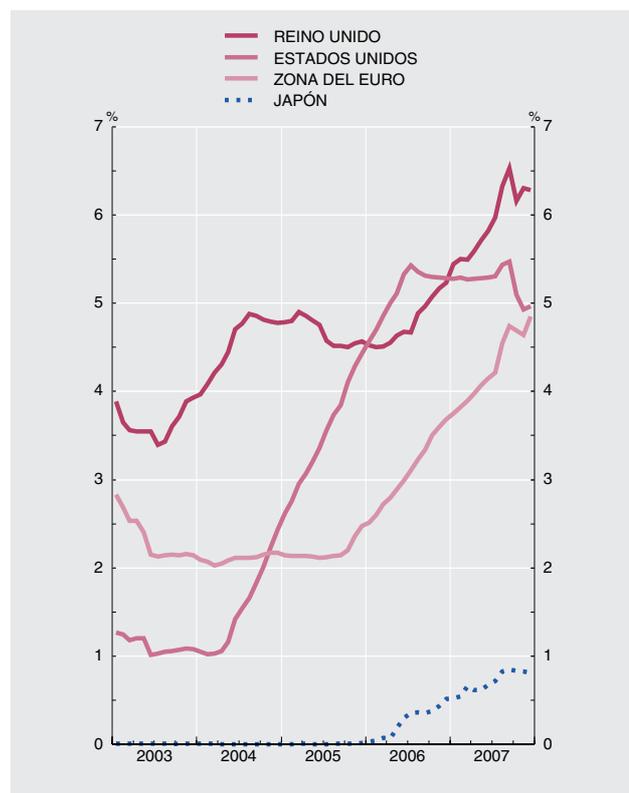
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	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)										
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 Jul	2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
<i>Ago</i>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
<i>Sep</i>	3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
<i>Oct</i>	3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
<i>Nov</i>	3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
<i>Dic</i>	3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
07 Ene	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
<i>Feb</i>	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
<i>Mar</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
<i>Abr</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
<i>May</i>	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
<i>Jun</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
<i>Jul</i>	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
<i>Ago</i>	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
<i>Sep</i>	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
<i>Oct</i>	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
<i>Nov</i>	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
<i>Dic</i>	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

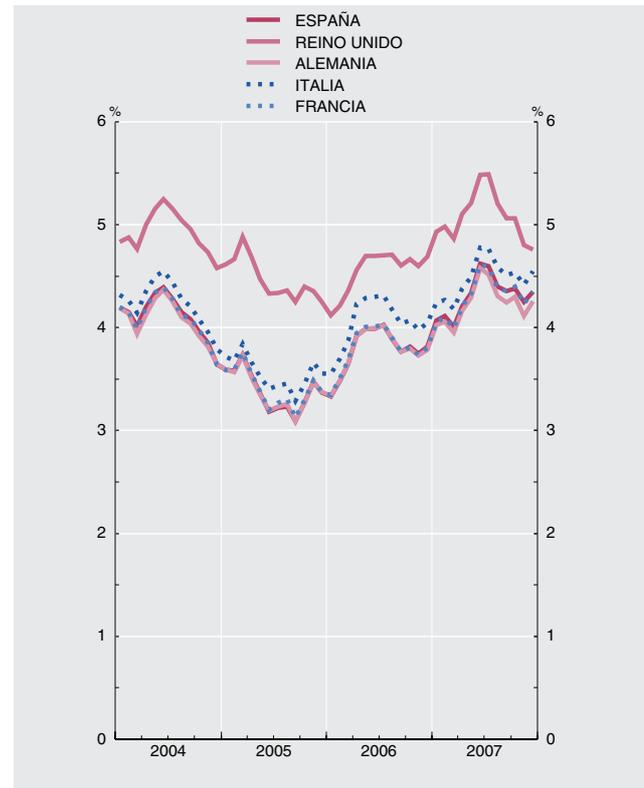
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
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 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
Dic	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

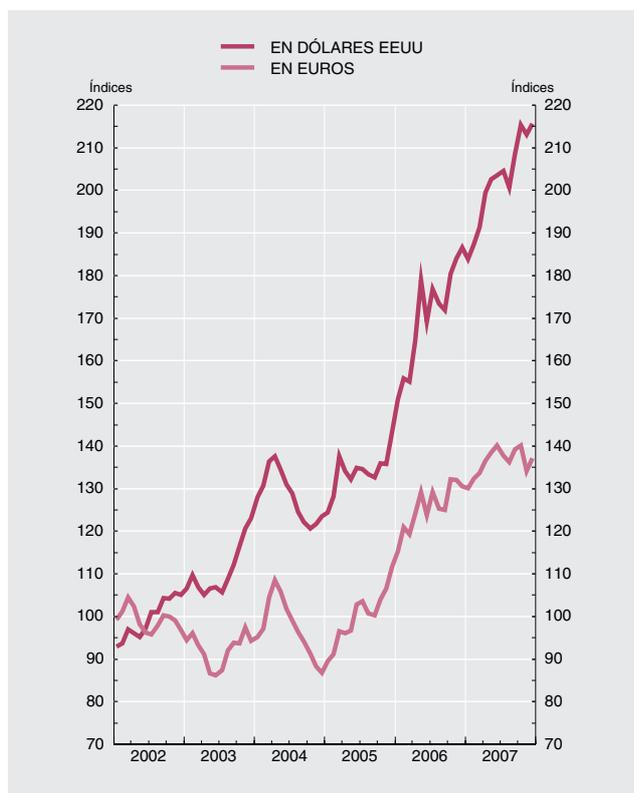
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

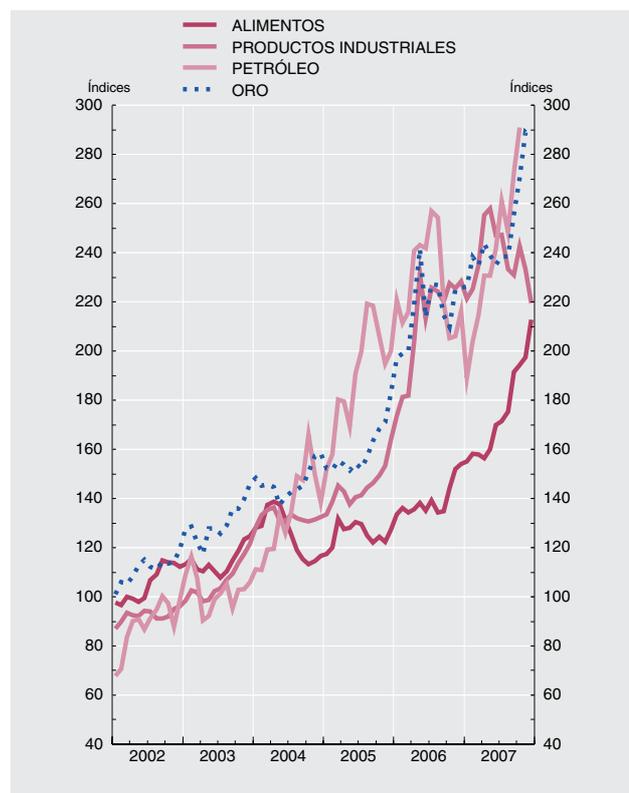
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11	
02	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
06 E-D	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07 E-D	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	...	73,0	249,7	696,6	16,32
06 Nov	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66
06 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
07 Feb	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34
07 Mar	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90
07 Abr	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,8	243,5	679,4	16,15
07 May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
07 Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
07 Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59
07 Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,7	238,5	665,4	15,70
07 Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	272,4	78,2	255,5	712,9	16,47
07 Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,5	270,5	754,6	17,05
07 Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	...	93,0	289,1	806,6	17,65
07 Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	...	91,2	287,2	801,3	17,77

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

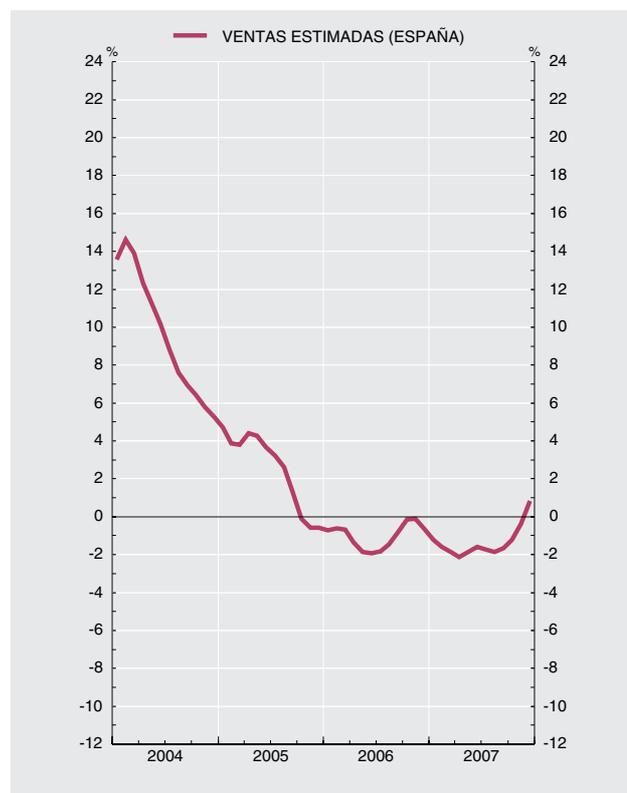
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Nominal	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)		Resto (c)
				1			2			3	4					5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	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	3,5	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,1
06 E-D	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,5	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,1
07 E-D	A	-13	-12	-4	-12	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	...	...	...	...	...	...	...
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	2,7
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	1,4
Oct	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	-0,4	6,6	3,1	2,9	3,0	3,2	0,2
Nov	P	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	-3,9	4,4	0,2	1,6	-0,3	0,5	-1,1
Dic	A	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

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

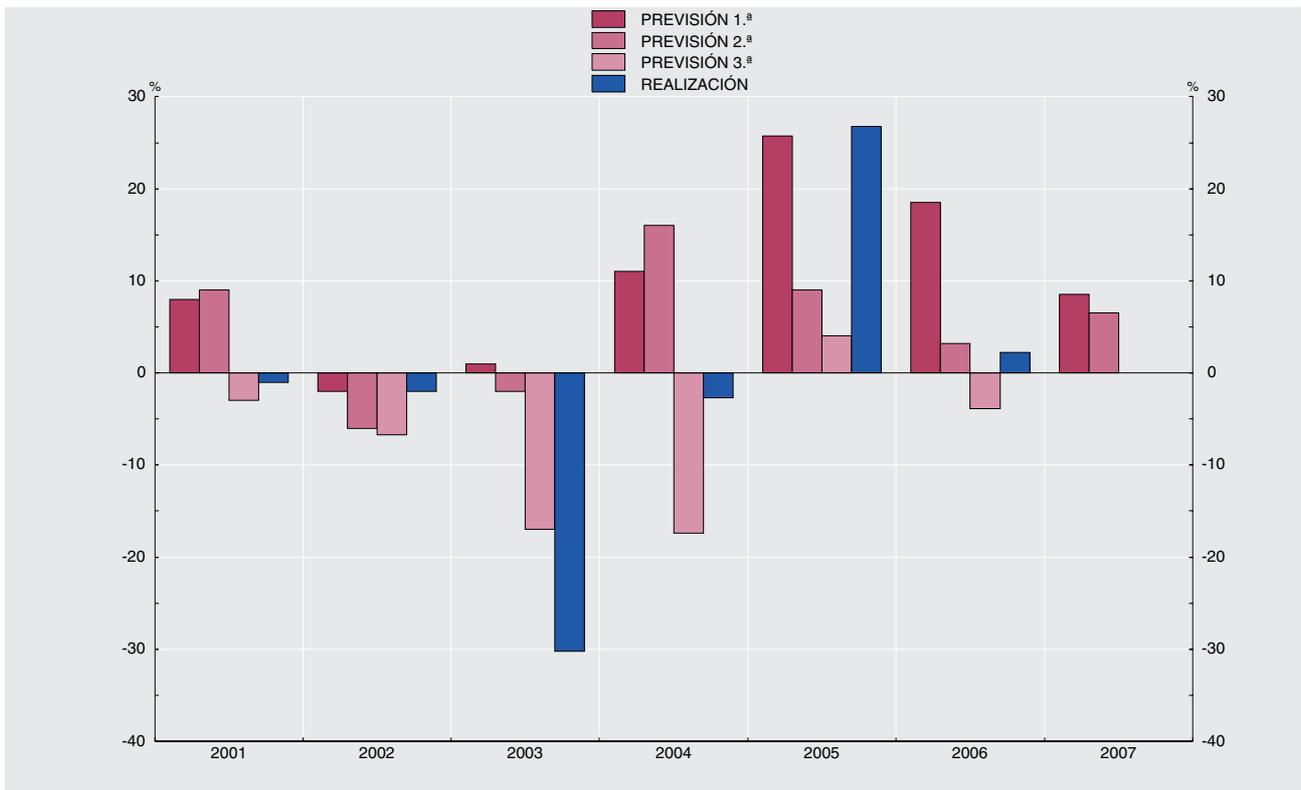
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

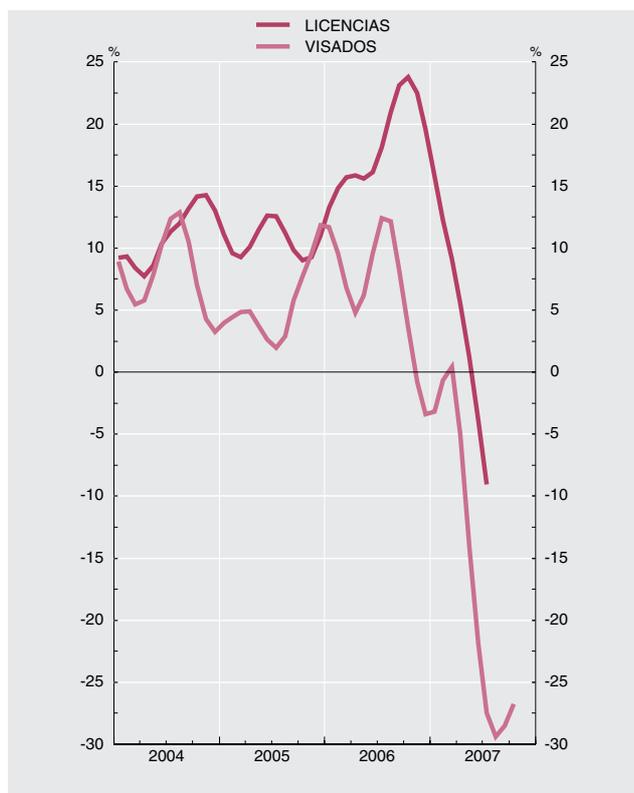
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

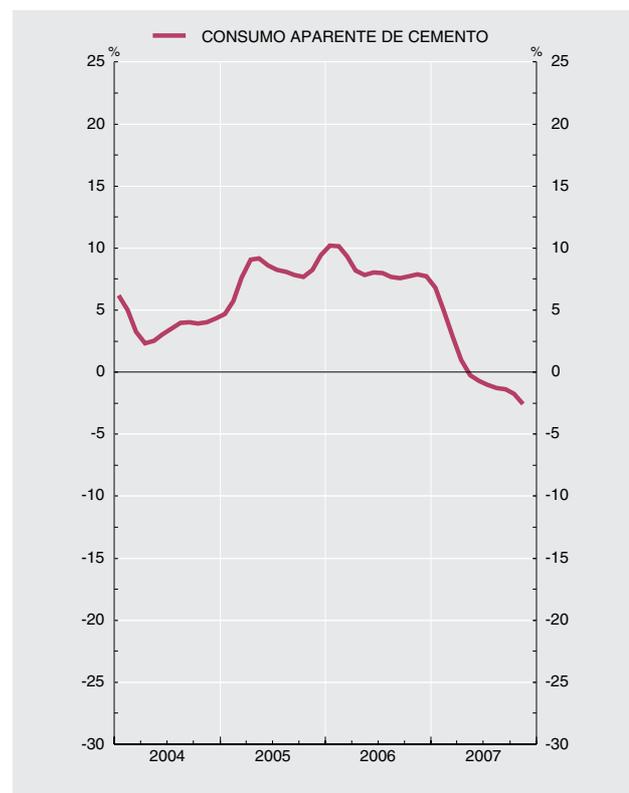
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
04	12,8	13,7	14,5	8,4	6,3	9,9	18,3	18,3	3,2	30,9	-0,5	-5,2	24,9	3,9
05	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	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	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,0
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	61,2	31,3	25,6	118,6	19,0	-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	44,4	-37,3	-5,9	2,9
May	14,5	15,9	17,1	9,3	-19,0	-22,3	-9,4	2,0	-3,6	-46,5	-24,4	18,3	-11,5	-1,9
Jun	-2,4	-2,3	-3,7	-3,0	-25,2	-28,2	18,1	4,6	-1,1	-54,2	-35,6	12,8	28,9	-4,0
Jul	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	21,3	6,9	-24,6	-14,1	-52,4	-27,6	42,5	3,7
Ago	...	...	...	...	-36,5	-40,3	-55,8	-3,9	-56,5	-76,6	-78,9	-48,3	-55,6	-2,7
Sep	...	...	...	...	-64,2	-66,4	-42,4	-7,4	-50,0	-68,3	-89,5	-40,5	-38,7	-5,6
Oct	...	...	...	...	-27,7	-31,4	-33,5	-10,7	-28,5	-49,3	-51,7	-17,9	-35,2	5,2
Nov	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-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.

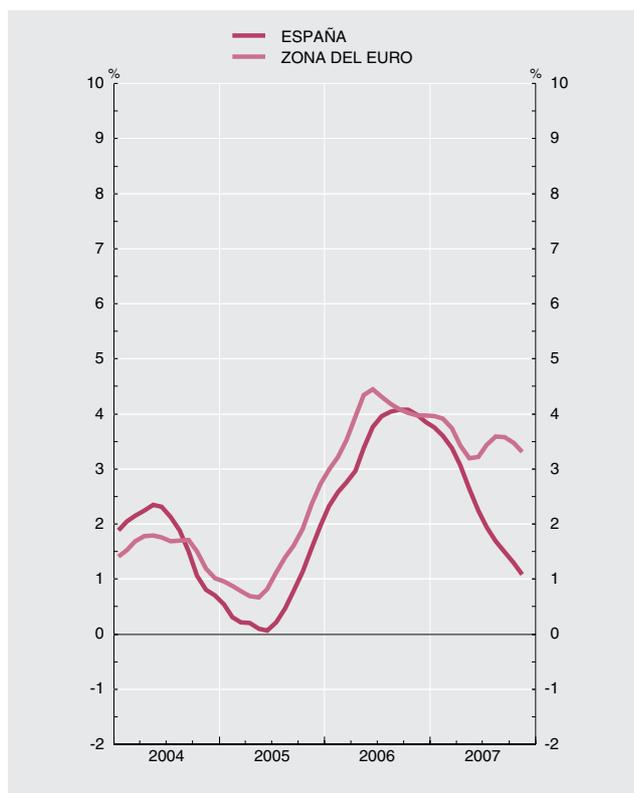
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

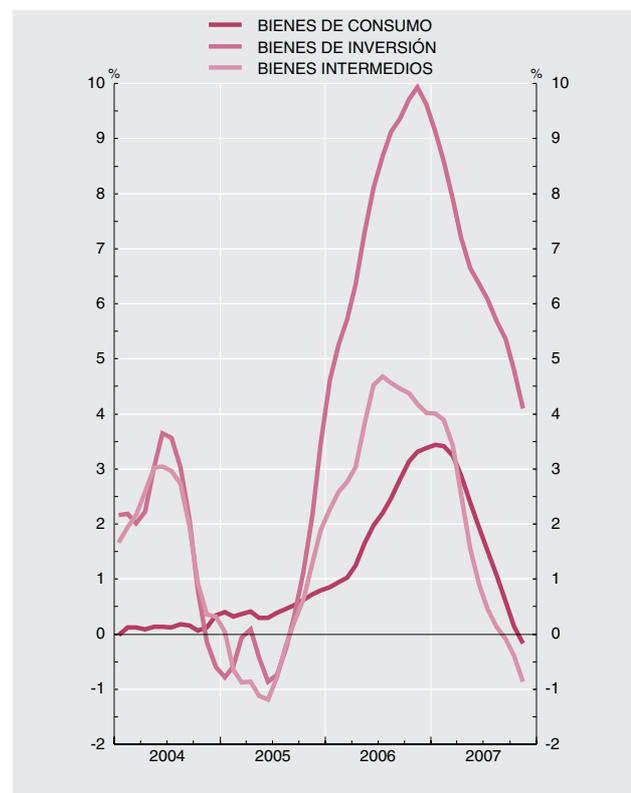
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-tión y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,1	2,2	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	0,8
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	5,8	4,9
06 E-N	MP	107,0	4,0	2,3	8,4	4,1	1,3	2,3	4,3	1,6	3,9	4,2	2,3	5,7	4,6
07 E-N	MP	109,7	2,6	2,2	6,5	1,7	0,3	-0,3	2,8	1,0	3,5	4,1	2,8	5,8	3,9
06 Ago	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,6	6,0	2,2	7,8	7,7
Sep	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,6	3,8	1,5	5,4	4,6
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,2	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	6,1	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	6,6
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	3,8
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	1,4	4,6	2,6
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	7,2	4,1
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,5	4,8	5,0	7,2	3,4
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,4	3,1	1,7	5,1	2,7
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,9	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,1	3,7	1,9	6,5	3,0
Nov	P	114,4	-0,6	-2,4	-0,2	-2,5	8,6	-3,6	-2,0	12,1	2,8	2,0	1,0	3,7	1,9

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

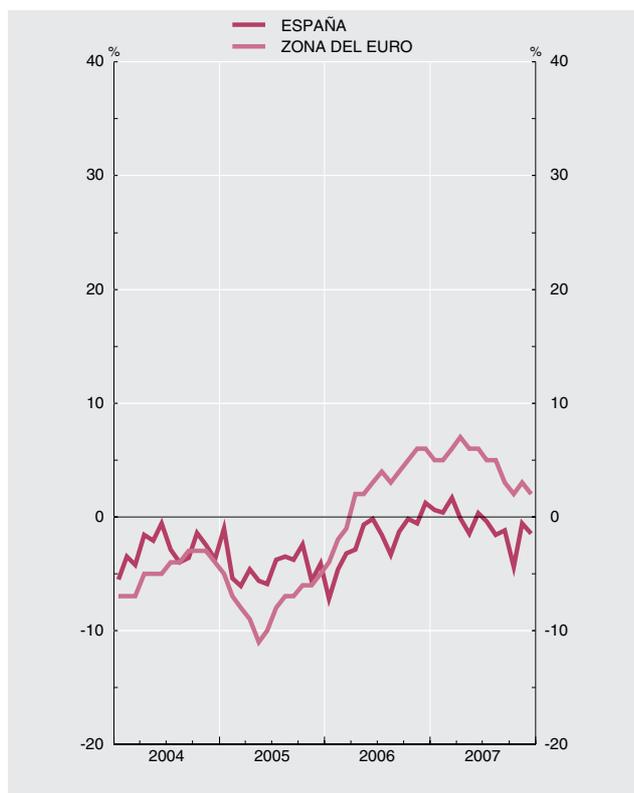
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

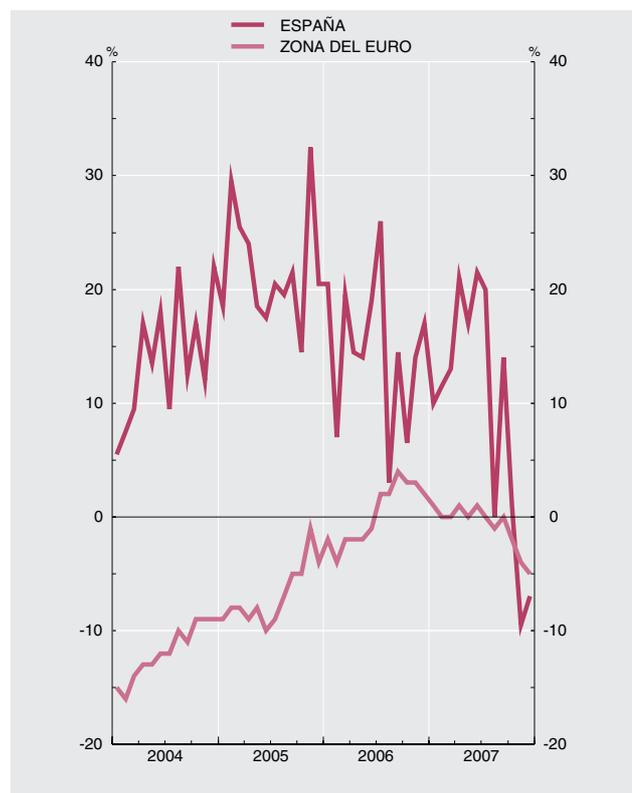
Saldo

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

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

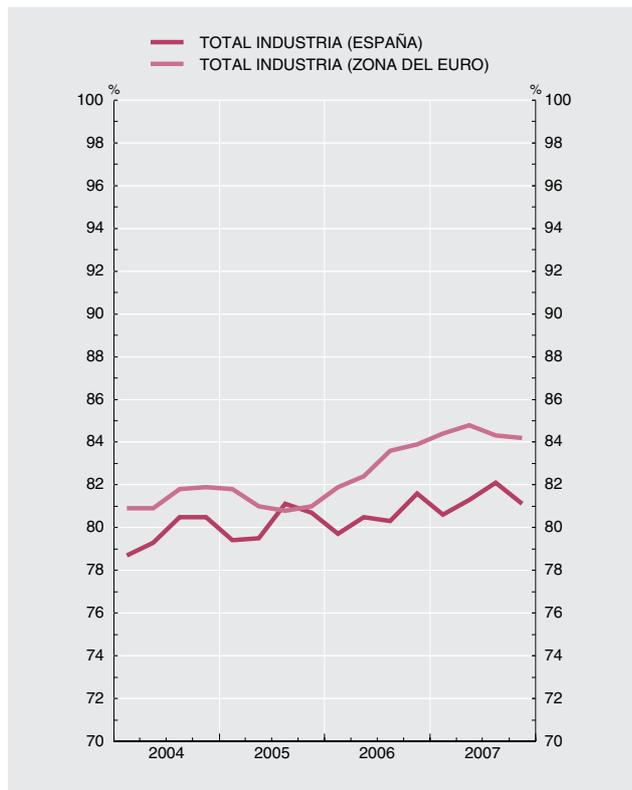
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

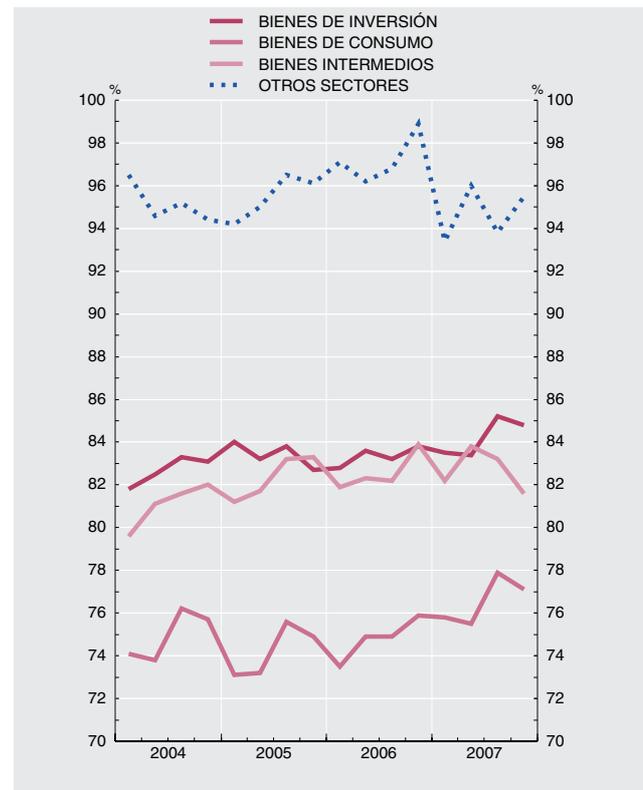
Porcentajes y saldos

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

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

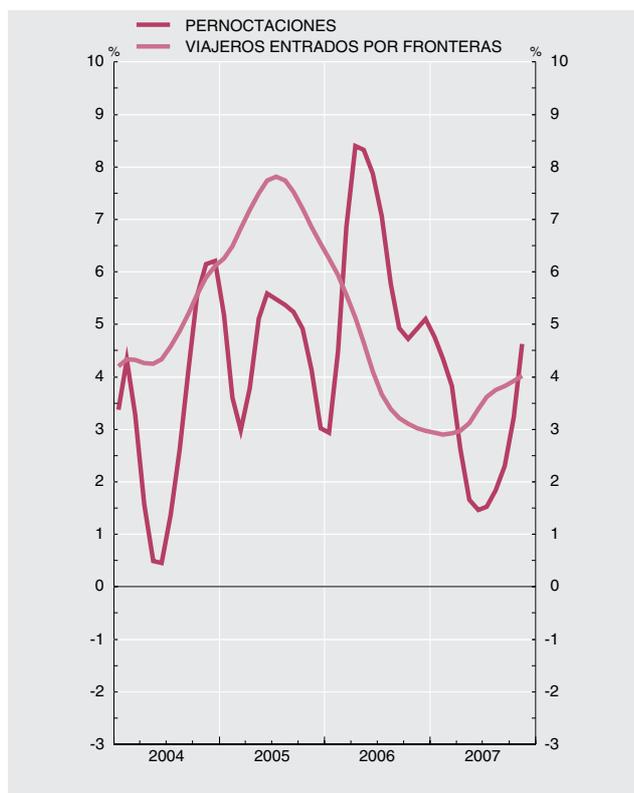
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

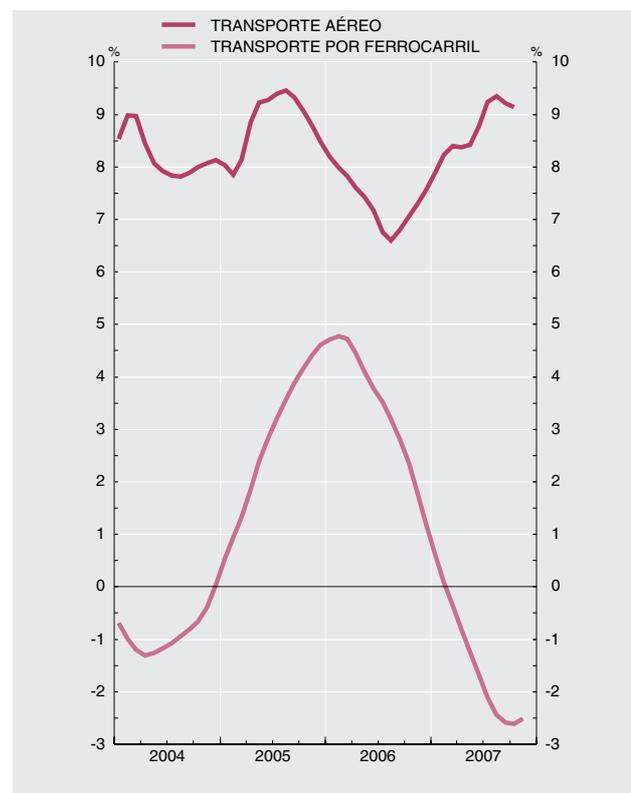
Tasas de variación interanual

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

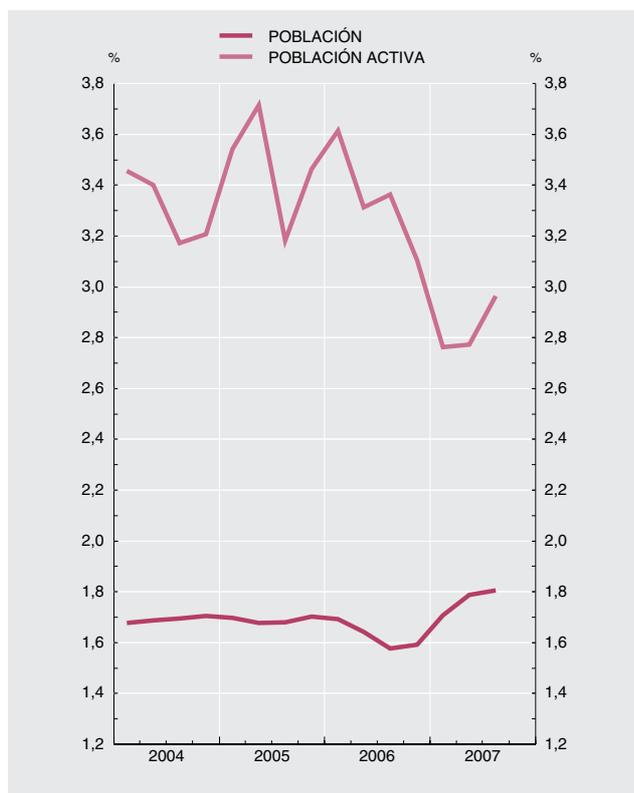
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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

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

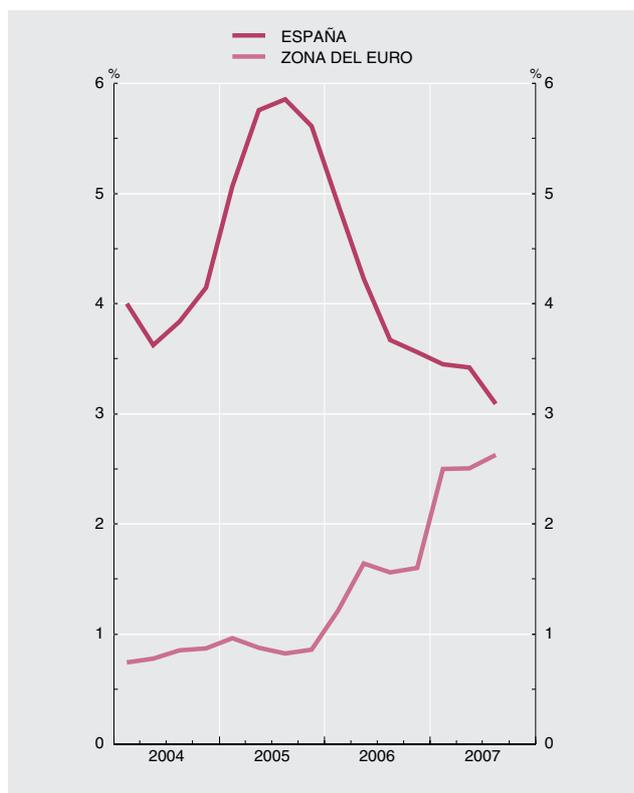
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

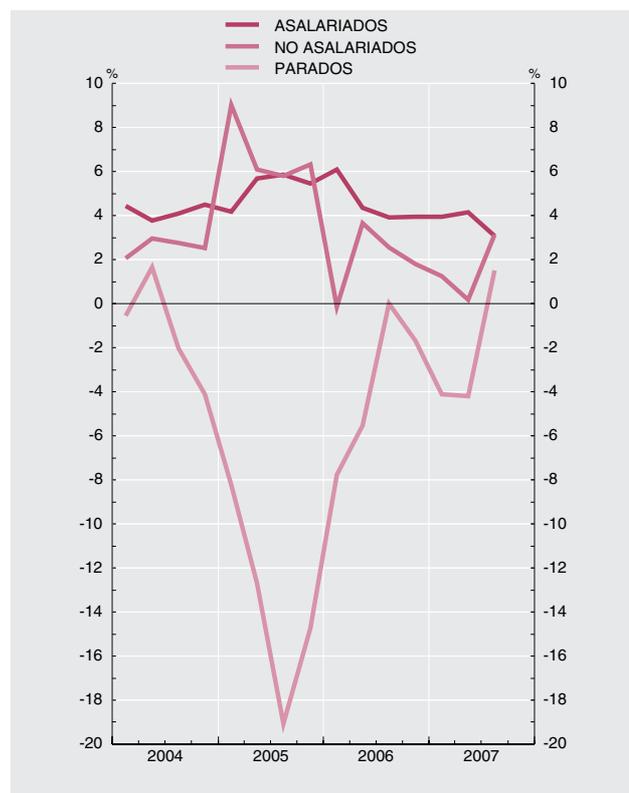
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,8	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	2,5	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	8,96
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	8,83
IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,9	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	7,62
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	2,5	7,46
III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	2,6	7,33

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

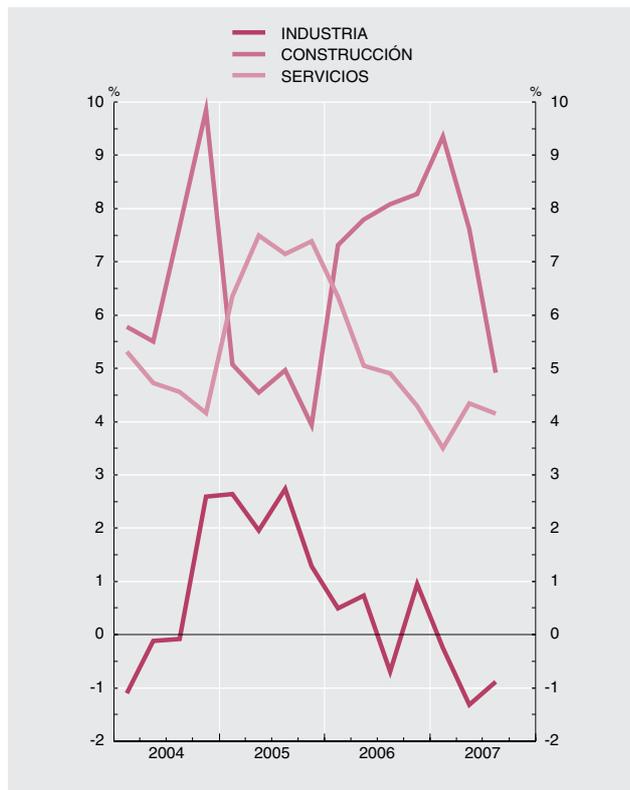
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

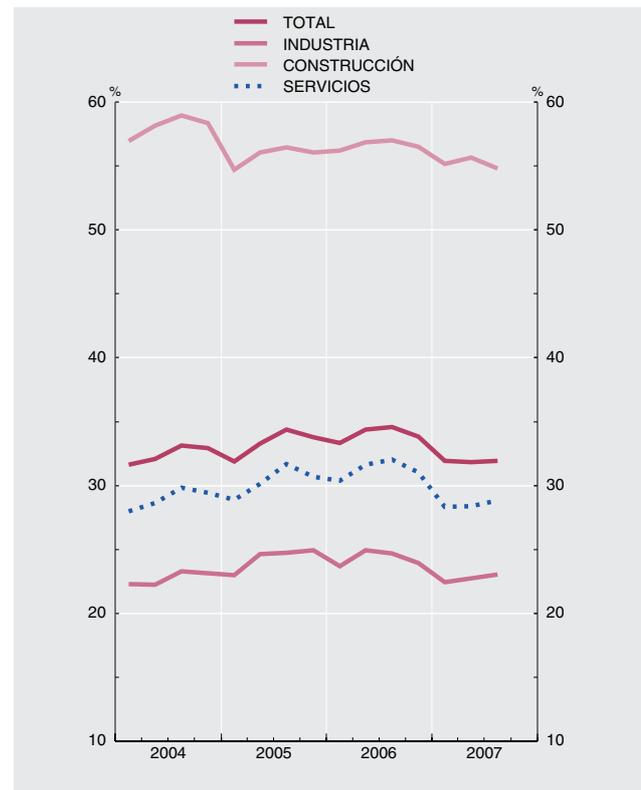
Tasas de variación interanual y porcentajes

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

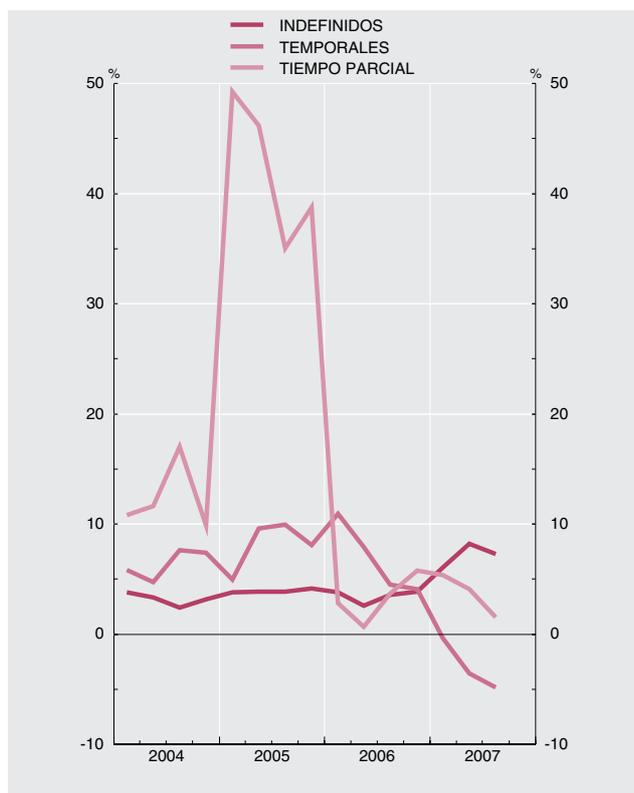
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

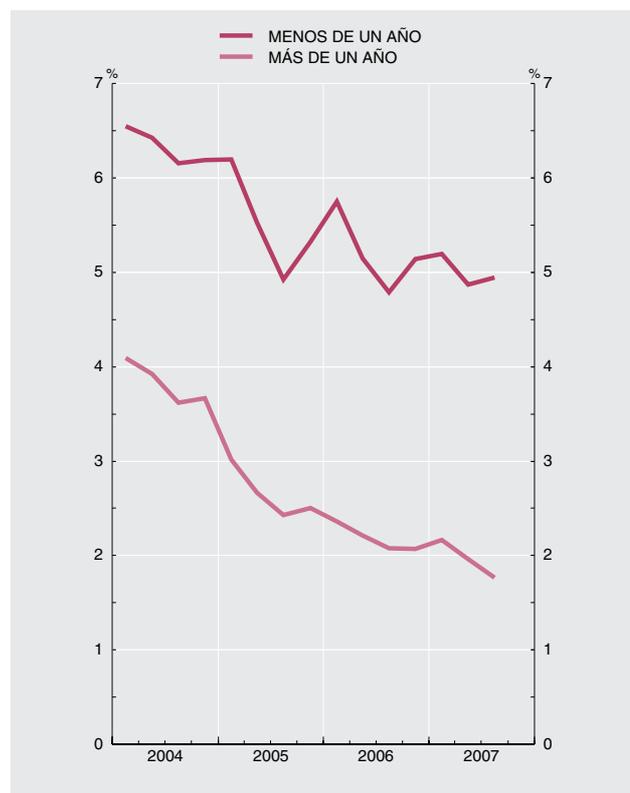
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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	...	...	...
05 II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
05 IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
06 II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
07 II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	...	...	...
07 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)

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

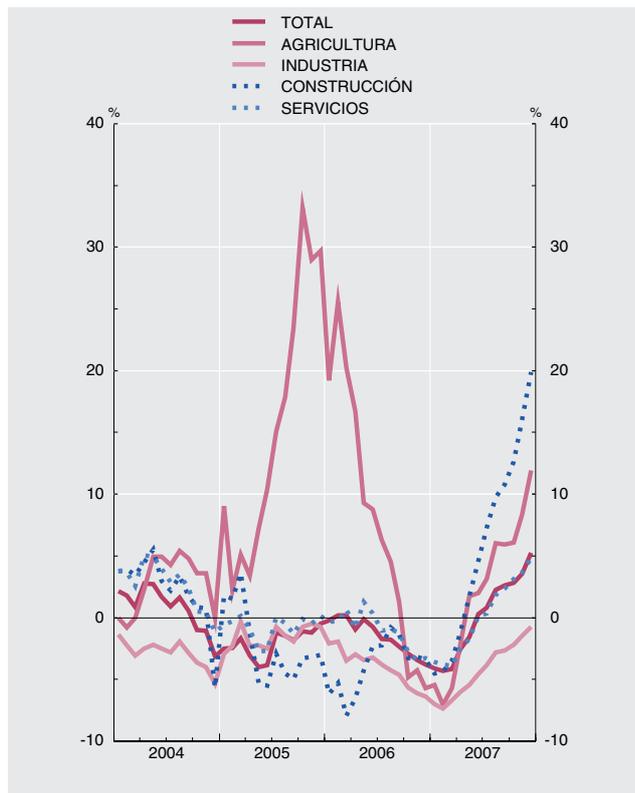
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

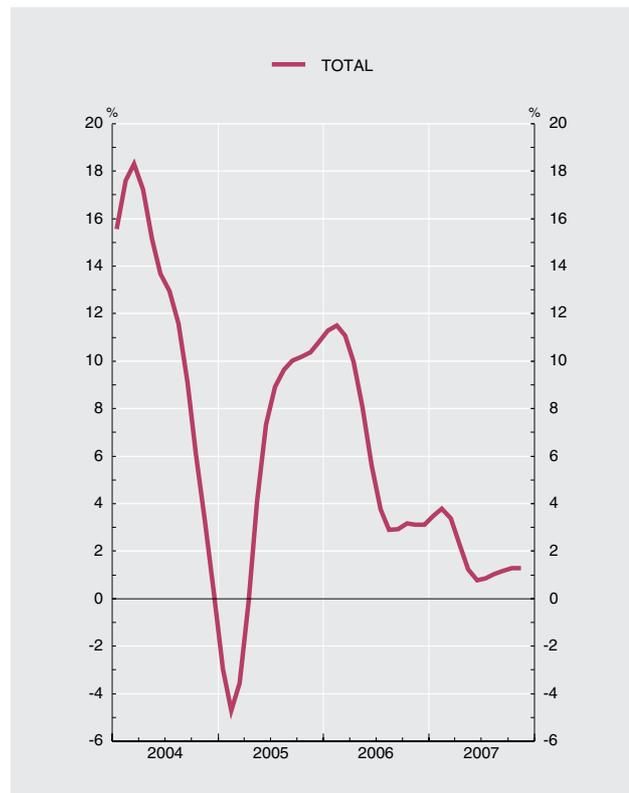
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12						Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17
						Total	Agricultura	No agrícola			Total								Industria	Construcción	Servicios
		5	6	7	8	9	10	11	12	13		14	15	16	17			
04	M	2 114	17	0,8	-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
06	E-D	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	E-D	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
06	Nov	2 023	-72	-3,5	-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7
	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
	Dic	2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

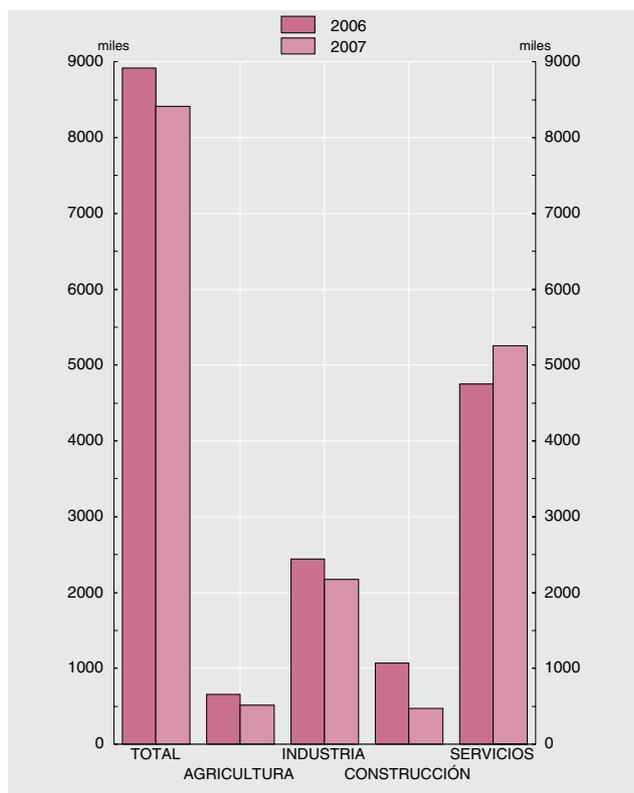
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

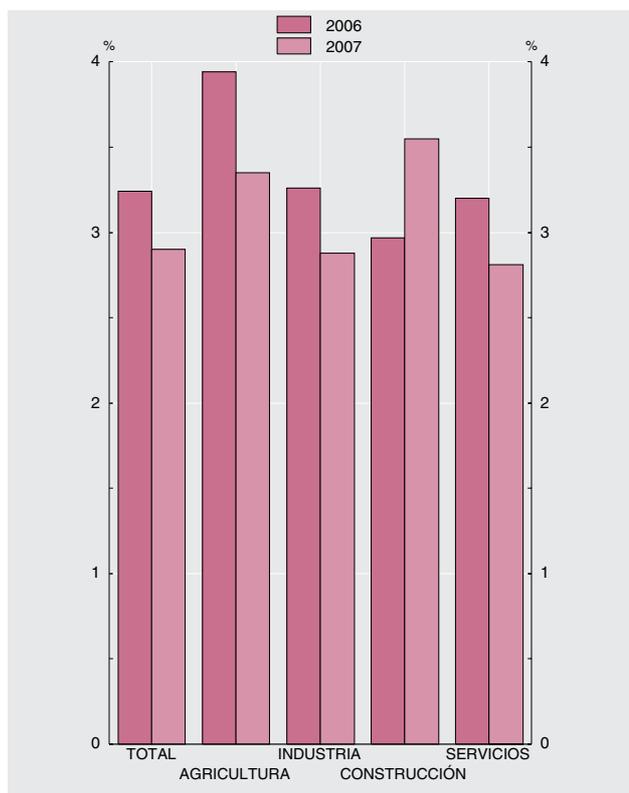
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
05	10 756	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	10 845	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 Jul	10 612	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	10 612	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	10 727	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	10 841	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	10 842	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	10 845	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	8 011	2,90	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
Feb	8 015	2,90	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	8 054	2,90	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	8 337	2,90	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	8 342	2,90	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	8 351	2,90	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	8 358	2,90	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	8 358	2,90	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	8 401	2,90	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	8 411	2,90	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	8 411	2,90	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
Dic	8 412	2,90	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-diciembre



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

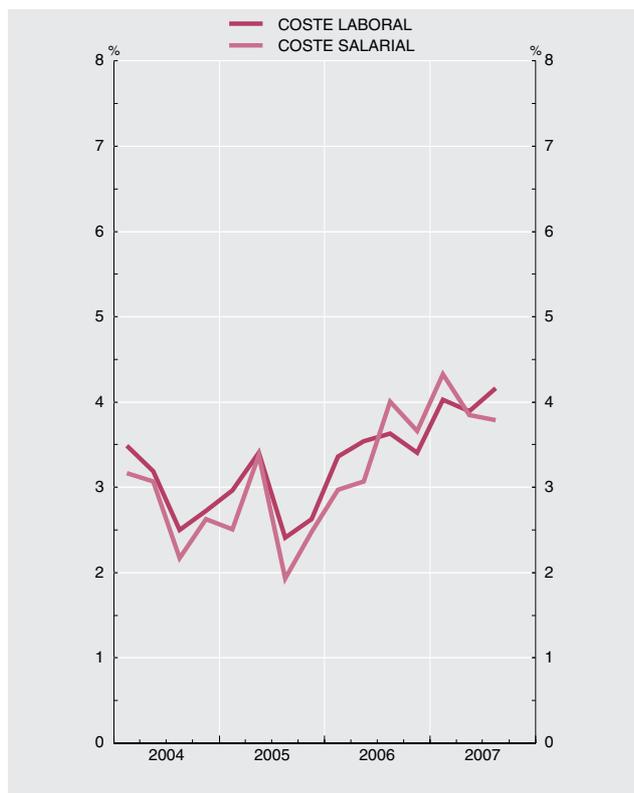
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

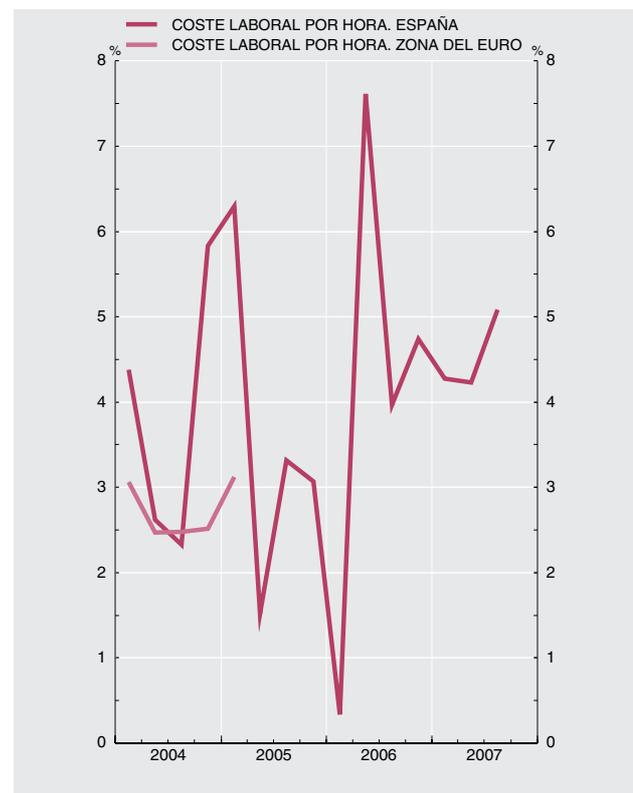
Tasas de variación interanual

		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	3,1	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.

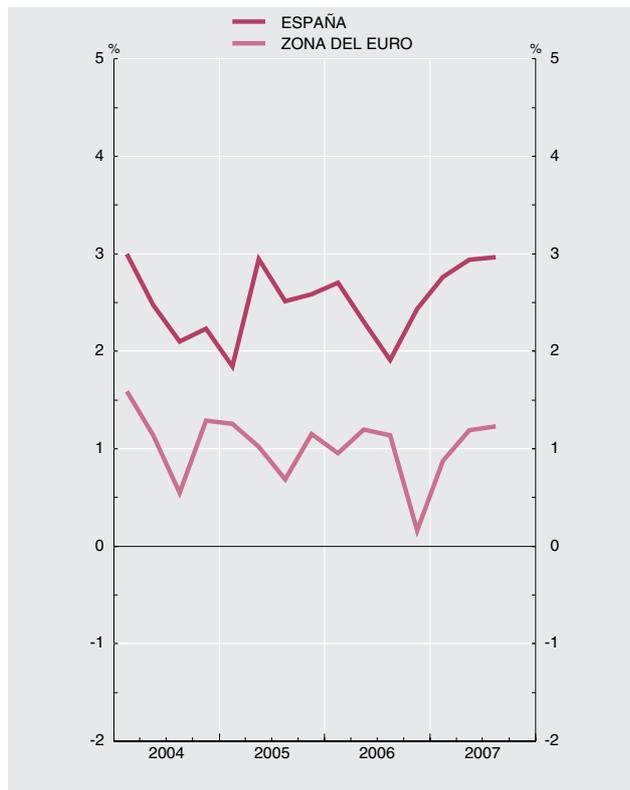
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

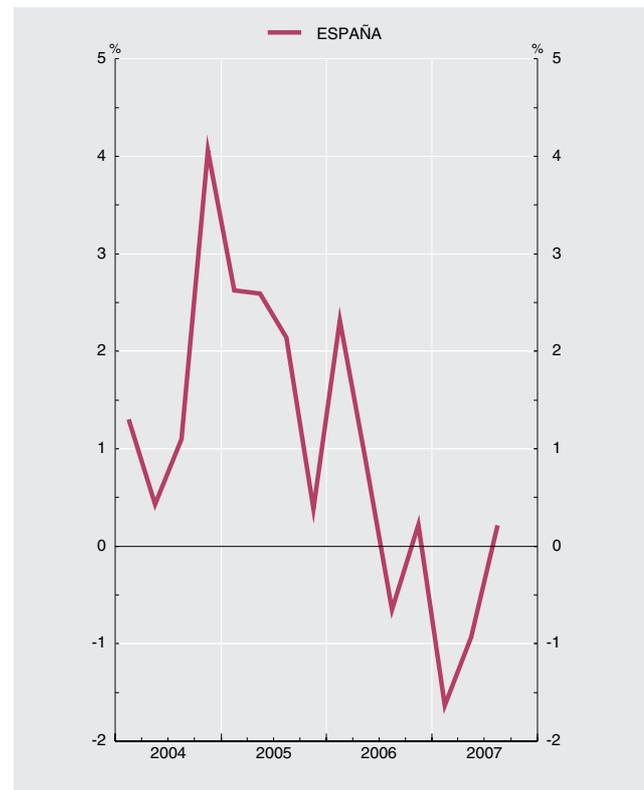
Tasas de variación interanual

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

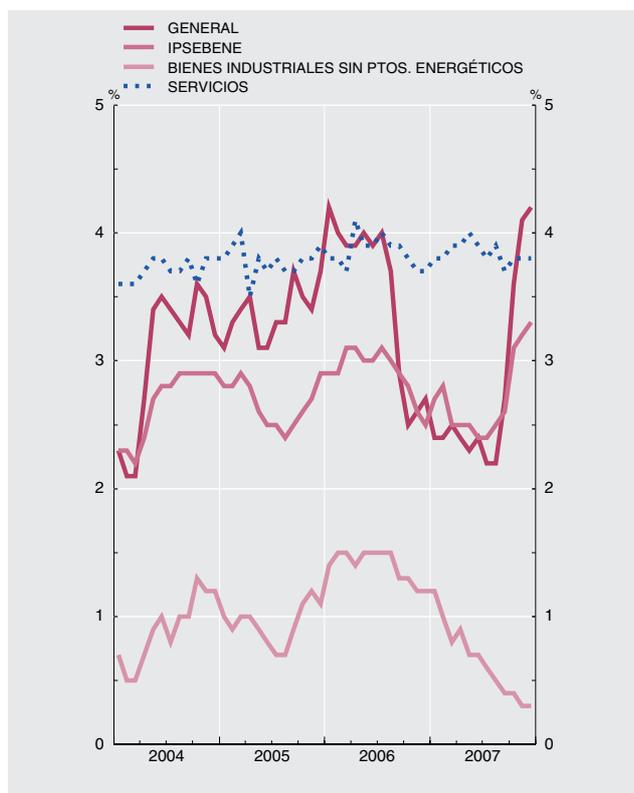
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T ₁₂ ¹)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)		
	Serie original	m ₁ (a)	T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
06 E-D	M	100,0	0,2	3,5	1,5	4,4	3,6	1,4	8,2	3,8	2,9	109,9	-1,0
07 E-D	M	102,8	0,3	2,8	1,6	4,8	3,7	0,6	1,8	3,8	2,7	...	...
06 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	116,0	13,8
Nov		105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	...	...
Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	...	...

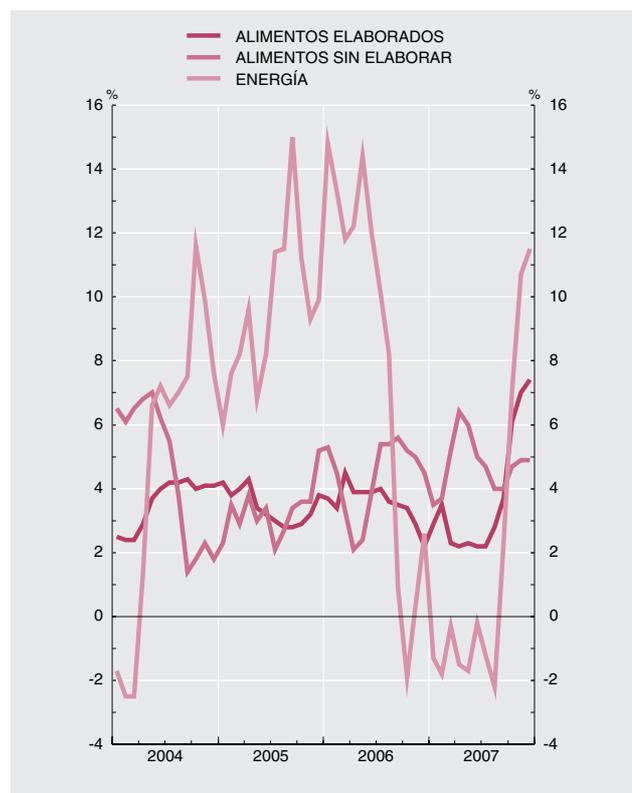
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

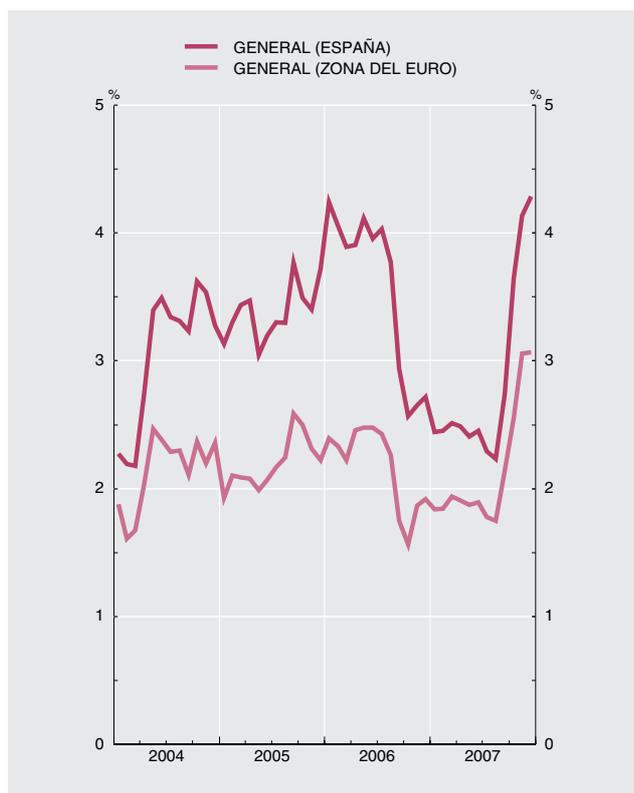
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

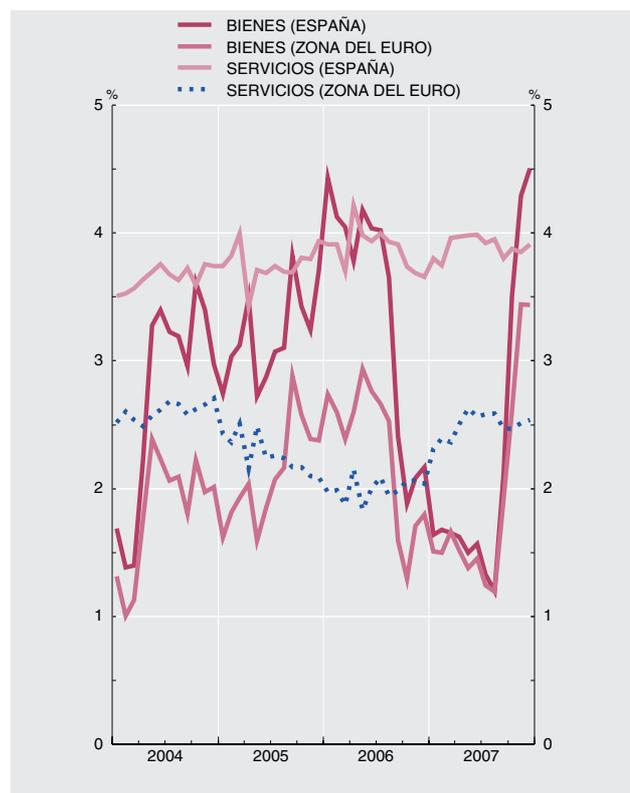
Tasas de variación interanual

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

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



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



FUENTE: Eurostat.

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

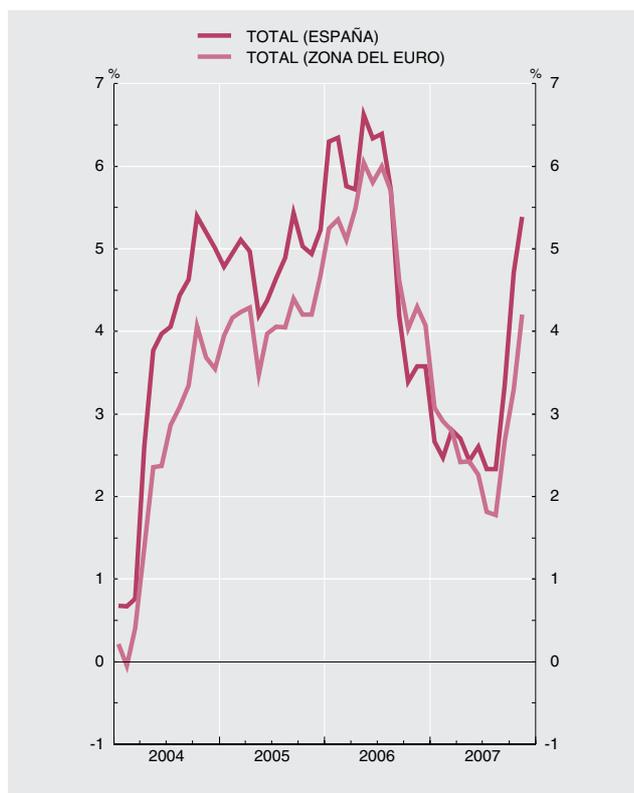
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

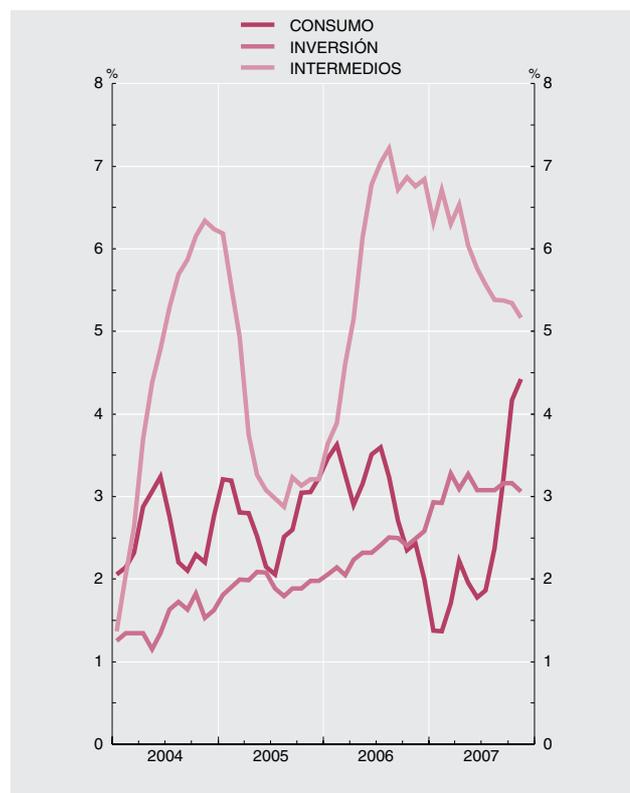
Tasas de variación interanual

		General (100%)		Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m ₁ ¹ (b)	T ₁₂ ¹	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (b)	T_{12}^{1}	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	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-N	MP	118,6	—	5,5	—	3,1	—	2,3	—	5,9	—	11,8	5,2	1,7	1,3	4,7	14,3
07 E-N	MP	122,3	—	3,1	—	2,4	—	3,1	—	5,9	—	-0,1	2,7	2,2	1,8	4,9	1,1
06 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	3,3	1,5	3,9	4,2
Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,2	4,4	0,1	3,1	0,1	5,2	2,7	9,8	4,2	3,7	1,5	3,7	8,0

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.

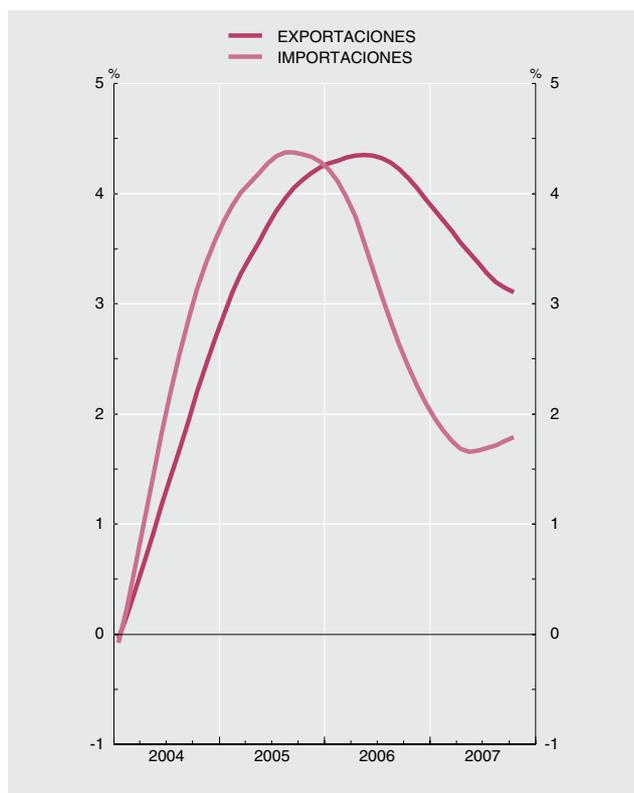
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

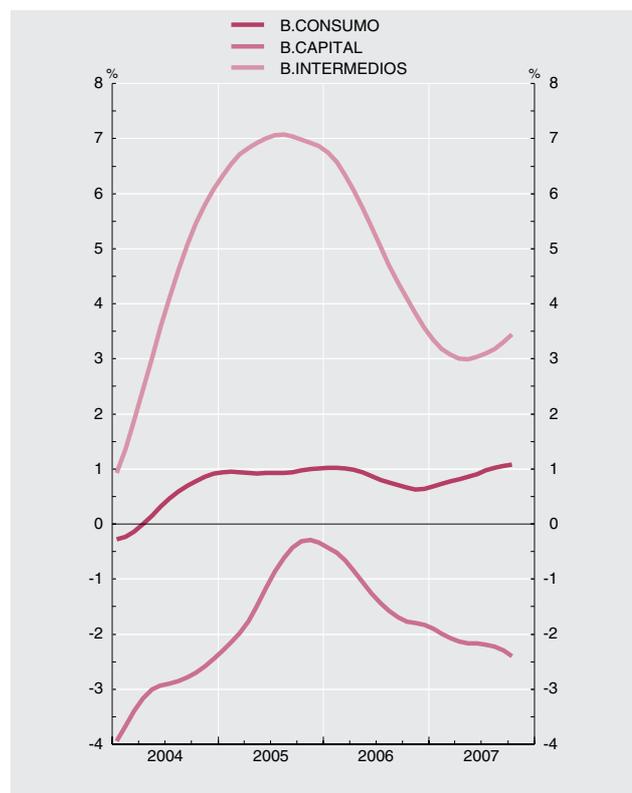
Tasas de variación interanual

	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-O	5,0	3,9	3,2	6,3	21,3		5,6	3,9	0,7	-2,4	6,8	24,9	2,0
07 E-O	2,8	2,3	0,1	3,7	-2,0		4,1	0,8	2,0	-1,8	0,8	-4,8	3,2
06 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
<i>Jun</i>	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3		5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
<i>Jul</i>	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4		5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
<i>Ago</i>	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7		6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
<i>Sep</i>	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9		7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
<i>Oct</i>	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6		7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
<i>Nov</i>	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0		6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7		7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
<i>Mar</i>	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3		5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
<i>Abr</i>	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4		4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
<i>May</i>	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9		6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
<i>Jun</i>	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7		4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
<i>Jul</i>	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9		4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
<i>Ago</i>	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8		0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
<i>Sep</i>	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3		2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
<i>Oct</i>	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5		1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

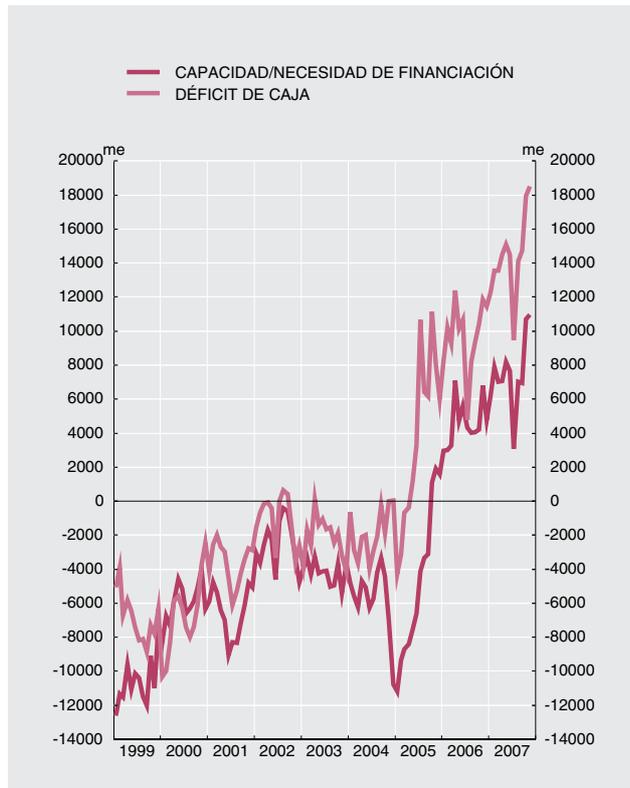
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

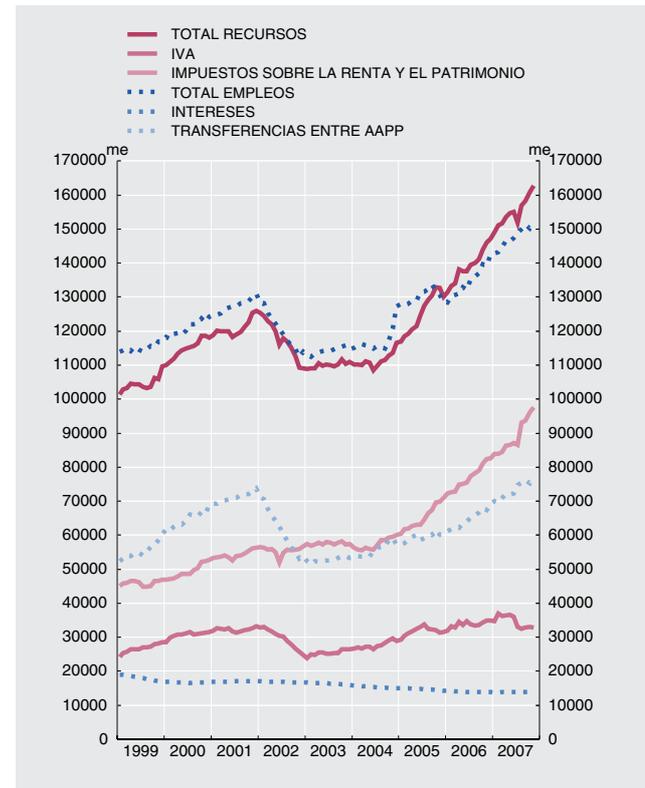
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
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-N	P 19 660	136 331	34 659	10 351	4 372	76 672	10 277	116 671	14 602	12 664	60 323	3 456	25 626	17 070	132 362	115 292
07 E-N	A 25 860	151 812	32 653	11 888	5 585	91 737	9 949	125 952	15 560	12 801	68 106	2 748	26 737	24 104	148 407	124 304
07 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
Nov	A -2 380	10 835	1 205	1 185	1 222	6 126	1 097	13 215	1 333	1 131	7 448	242	3 061	-975	10 080	11 055

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

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

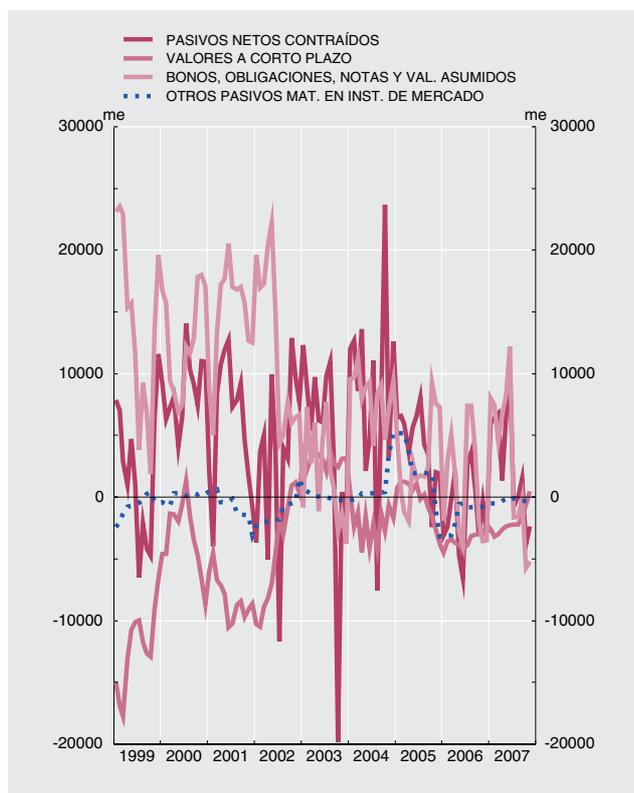
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

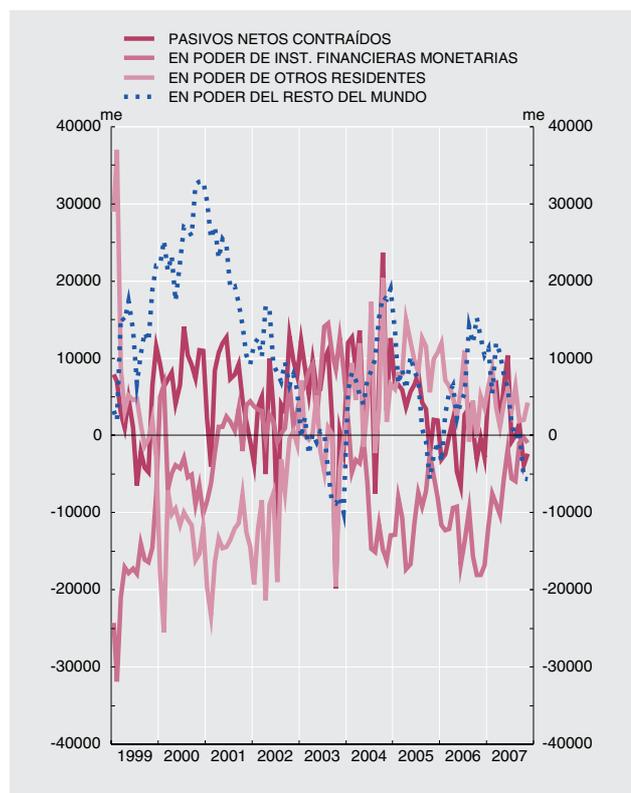
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
			Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	P 1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P 4 766	1 870	-200	-2 896	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 809	-13 253	-16 865	3 613	10 357	-6 704
06 E-N	P 19 660	13 297	-200	-6 363	167	-393	-5 774	-	-547	351	-17 368	-16 470	-898	11 005	-6 713
07 E-N	A 25 860	20 033	-13	-5 827	-128	2 268	-7 497	-519	-290	211	-801	-535	-266	-5 026	-6 039
07 Feb	A 9 918	8 308	0	-1 610	8	-3 064	3 163	-	-1	-1 707	1 444	2 372	-927	-3 054	98
Mar	A -5 731	-269	20	5 462	4	2 220	703	-	7	2 532	-3 512	116	-3 628	8 974	2 930
Abr	A 13 165	7 525	6 773	-5 640	-11	-2 623	986	-519	21	-3 505	-5 230	-4 296	-934	-410	-2 135
May	A -6 481	-3 444	107	3 037	9	2 148	1 003	-	24	-138	6 836	4 683	2 153	-3 799	3 175
Jun	A -8 039	-3 539	-4 491	4 500	8	-2 681	6 529	-	-136	788	4 214	1 880	2 333	286	3 712
Jul	A 2 301	-6 897	-2 109	-9 198	-56	2 031	-15 117	-	-78	3 966	-3 832	-4 218	386	-5 366	-13 165
Ago	A 4 330	-495	-301	-4 825	8	-1 606	1 051	-	27	-4 298	-2 492	207	-2 700	-2 333	-528
Sep	A 518	6 967	97	6 449	3	2 598	4 001	-	-195	44	3 038	4 334	-1 296	3 411	6 404
Oct	A 15 365	2 347	1 800	-13 018	4	-1 216	-12 685	-	18	865	-7 859	-2 777	-5 082	-5 159	-13 883
Nov	A -2 380	3 731	-1 908	6 111	-115	2 834	2 746	-	15	516	5 790	-148	5 938	321	5 595

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



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



FUENTE: BE.

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

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

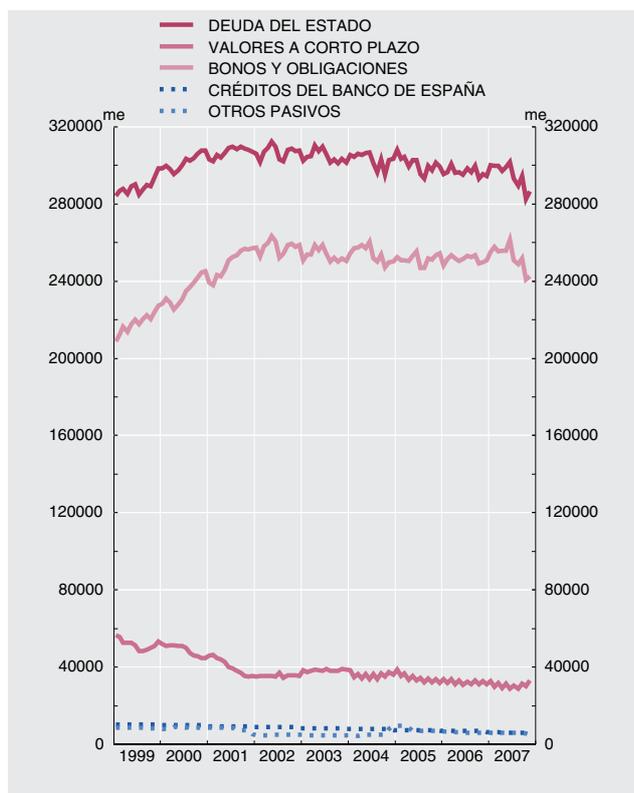
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)											Pro memoria:			
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)			
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04	P	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05	P	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	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	294 586	373	31 360	251 671	5 832	5 723	169 508	25 710	143 799	150 788	195	6 193
	Oct	A	282 674	373	30 148	240 953	5 832	5 740	161 472	24 427	137 045	145 629	1 995	6 277
	Nov	A	286 574	364	32 981	242 645	5 832	5 116	165 680	24 427	141 253	145 320	87	6 207

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

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

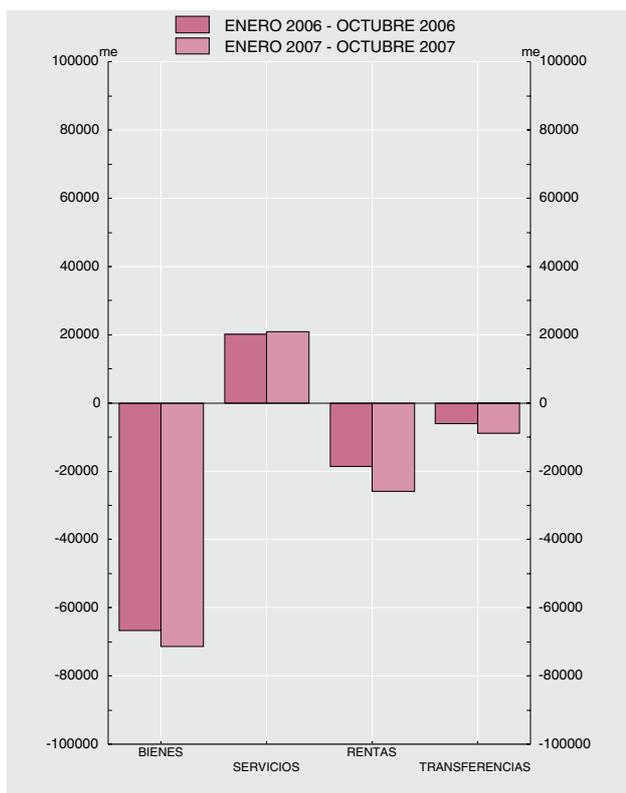
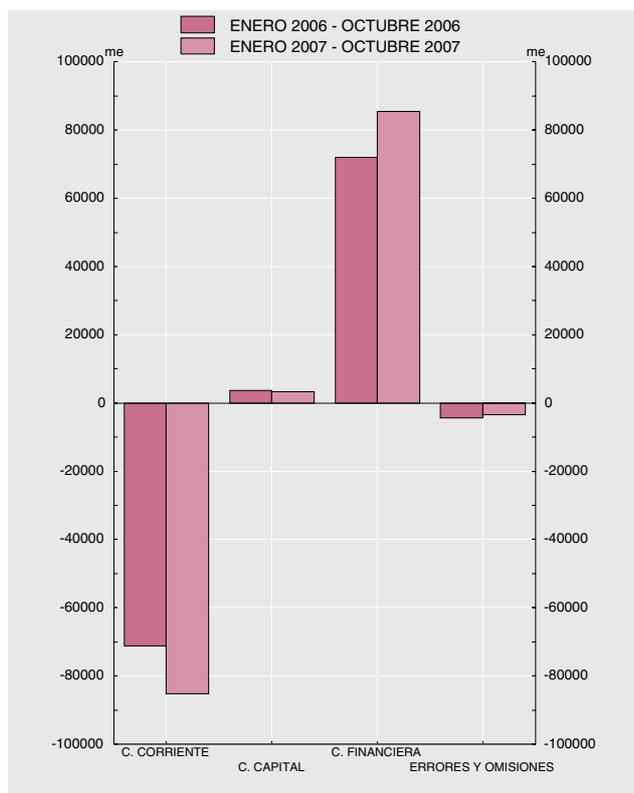
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omision- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
													6						7	8	9
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139	
06	-84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909	
06 E-O	P -71 142	-66 603	142 368	208 971	20 165	71 471	35 811	51 306	11 096	-18 590	29 100	47 690	-6 114	3 603	-67 539	71 924	-4 385	
07 E-O	P -85 259	-71 346	153 080	224 426	20 839	79 232	37 006	58 393	11 980	-25 935	37 018	62 952	-8 818	3 348	-81 911	85 388	-3 477	
06 Jul	P -8 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167	
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 -9 880	-7 813	15 545	23 358	3 370	10 308	5 065	6 938	1 548	-4 499	4 087	8 586	-937	153	-9 727	8 610	1 117	
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	
Oct	P -9 773	-8 342	16 975	25 316	2 524	8 930	4 030	6 406	1 282	-2 787	4 283	7 071	-1 168	825	-8 948	9 416	-469	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

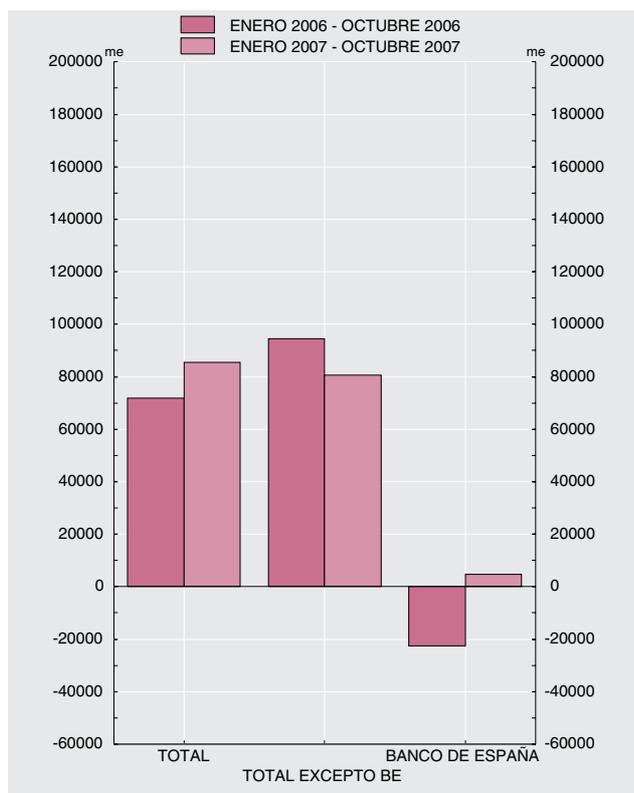
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

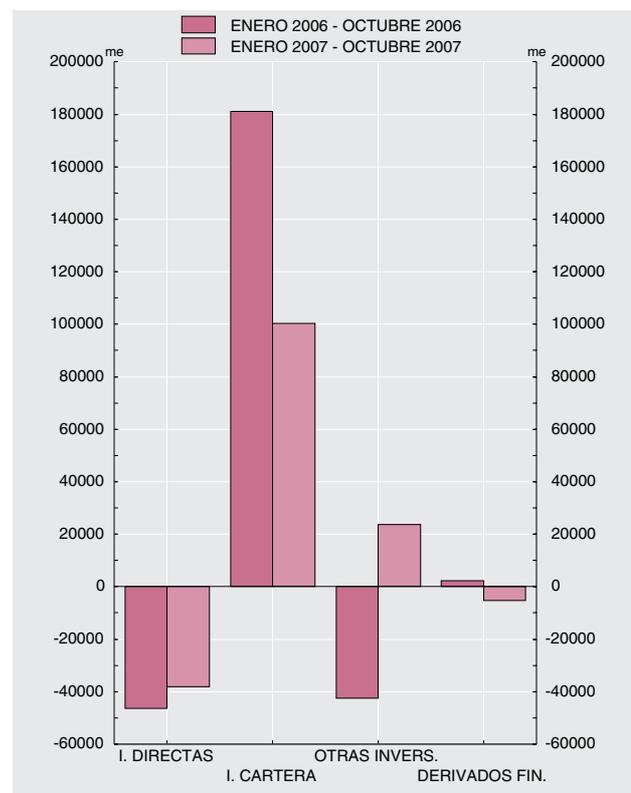
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10	11	12	13=14+15+16	14	15	16
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
06 E-O	71 924	94 437	-46 268	62 076	15 808	181 000	-10 908	170 091	-42 603	69 314	26 711	2 308	-22 513	-387	-14 172	-7 954
07 E-O	85 388	80 724	-38 134	76 148	38 015	100 399	-693	99 706	23 745	58 521	82 267	-5 286	4 663	-128	18 304	-13 513
06 Jul	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	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	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	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	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	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	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	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	7 292	6 518	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 979	24 007	-7 622	19 297	11 675	392	774	-33	2 645	-1 838
Abr	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	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	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	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	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	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
Oct	9 416	7 968	-2 866	24 176	21 310	-14 813	-4 481	-19 294	28 857	-4 070	24 787	-3 209	1 448	-111	3 692	-2 132

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

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

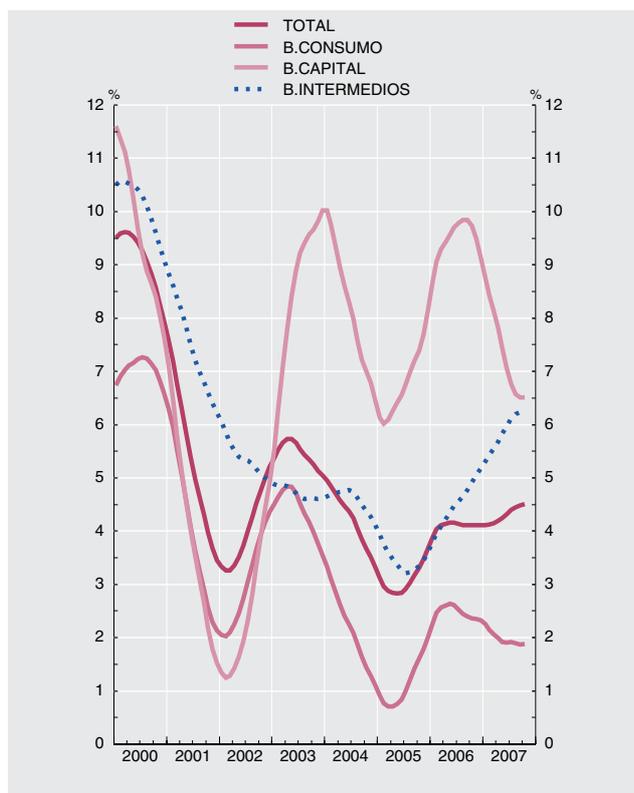
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25		OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual: UE 15	Del cual: Zona del euro	Total				Estados Unidos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
01	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6
02	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5
06 Sep	14 092	4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5
Oct	15 264	15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3
Nov	15 097	3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3
Dic	14 538	9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9
07 Ene	13 969	9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6
Feb	14 860	6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,0	2,5	4,4	4,5	20,8	-16,6	58,2	-23,2
Mar	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	7,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	-8,1
Abr	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,0	8,1	10,1	4,8	-12,0	45,0	42,2	-4,6
May	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,4	3,4	5,6	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	-10,9
Jun	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	2,3	3,0	4,2	24,3	14,2	22,0	14,4
Jul	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	12,1	13,7	11,7	9,4	27,7	-20,9	8,0
Ago	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	4,7	3,4	7,0	3,9	2,9	24,0	-38,6	9,0
Sep	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
Oct	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,5	0,3	2,5	3,7	26,2	44,2	16,6	-1,5

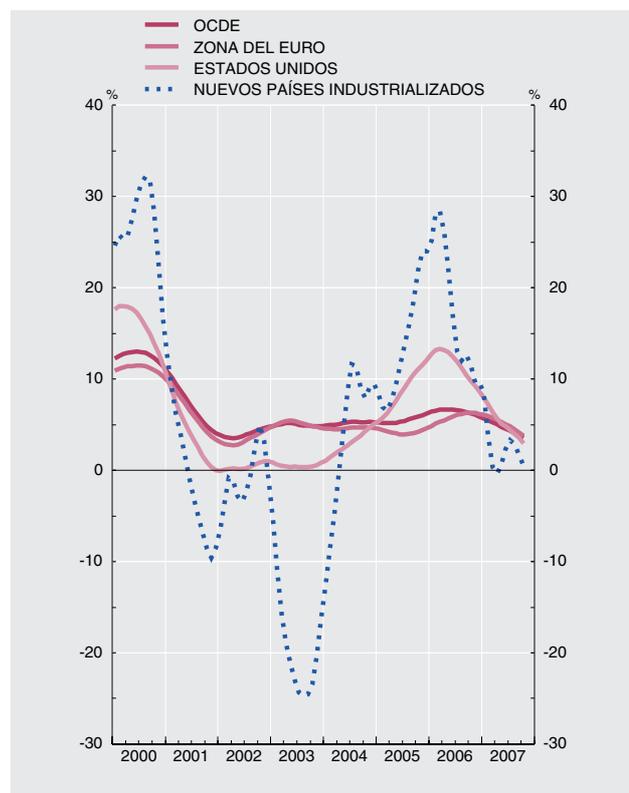
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

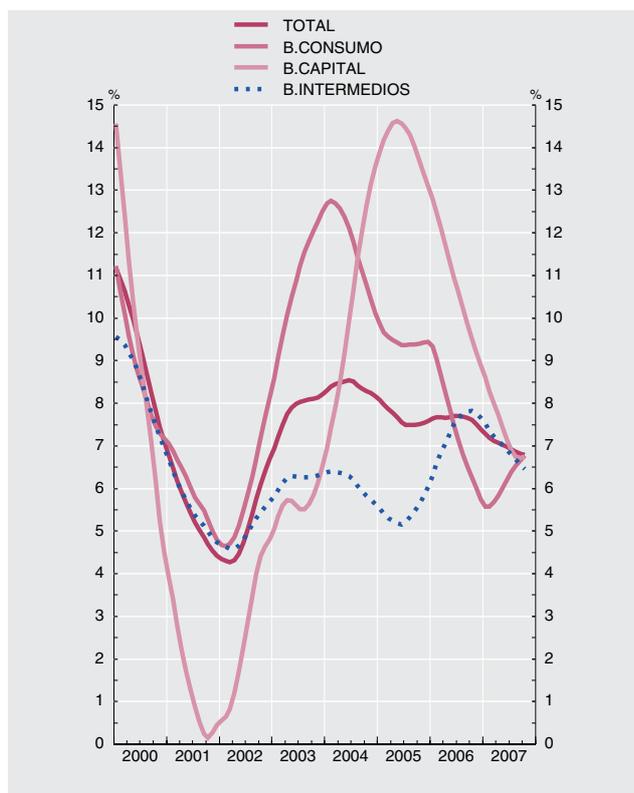
7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

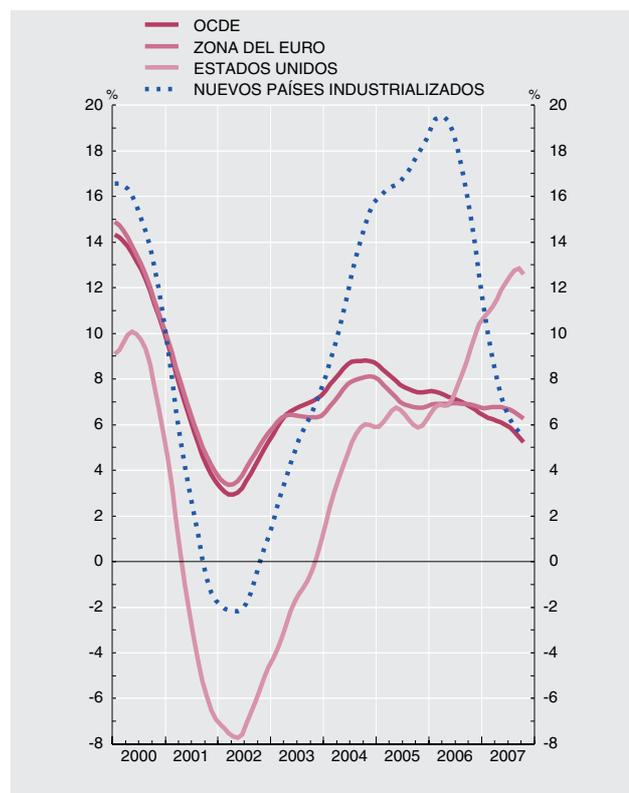
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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: Zona del euro	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 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
Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,7	9,3	10,2	9,6	61,0	3,2	1,4	-16,9

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

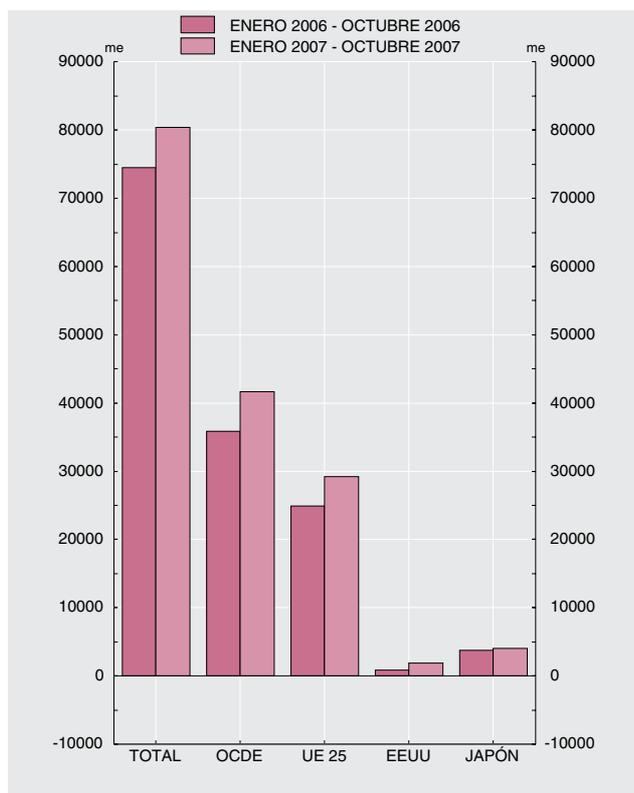
7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

■ Serie representada gráficamente.

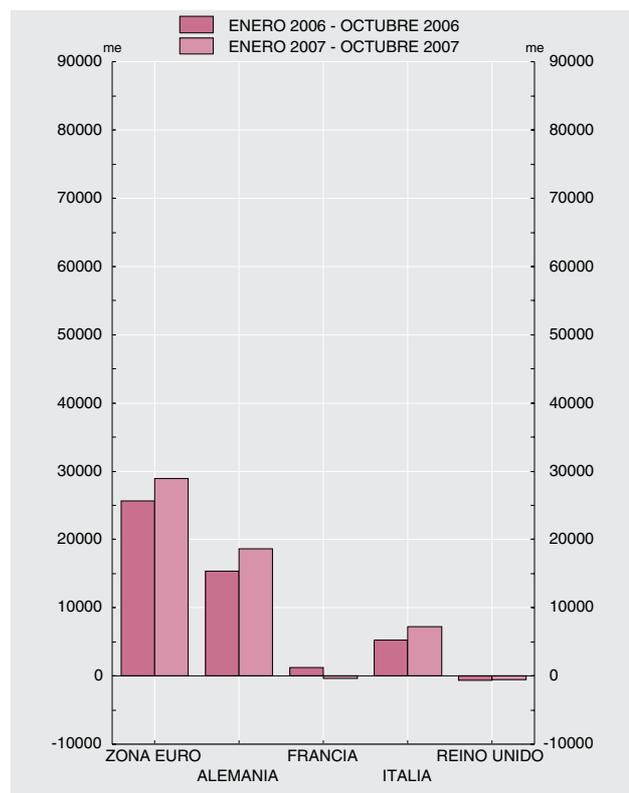
Millones de euros

	Unión Europea (UE 25)									OCDE					OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados
	Total mundial	Unión Europea (UE 15)								Reino Unido	Resto UE 15	Del cual:					
		Total	Zona del euro						Estados Unidos de América			Japón					
			Total	Del cual:													
				Alemania	Francia	Italia											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
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-O	-74 517	-26 149	-24 873	-25 662	-15 317	-1 265	-5 218	651	139	-35 834	-813	-3 758	-15 099	-2 645	-3 704		
07 E-O	-80 419	-30 454	-29 165	-28 912	-18 606	381	-7 234	533	-786	-41 608	-1 855	-3 995	-13 226	-3 249	-3 577		
06 Sep	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322		
06 Oct	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439		
06 Nov	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476		
06 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		
07 Feb	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341		
07 Mar	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355		
07 Abr	-7 660	-3 344	-3 257	-3 061	-1 908	158	-749	-113	-83	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-285		
07 May	-7 924	-2 863	-2 679	-2 718	-1 974	153	-714	81	-42	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-394		
07 Jun	-8 316	-3 617	-3 508	-3 606	-2 199	-24	-897	188	-90	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-540		
07 Jul	-8 661	-3 225	-3 148	-3 217	-2 052	102	-881	132	-63	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-361		
07 Ago	-7 820	-3 012	-2 896	-2 660	-1 355	-203	-731	-142	-93	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-250		
07 Sep	-8 410	-3 181	-3 062	-2 996	-1 934	-45	-728	5	-71	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-357		
07 Oct	-9 310	-3 787	-3 675	-3 536	-2 132	17	-849	-94	-45	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-340		

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

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

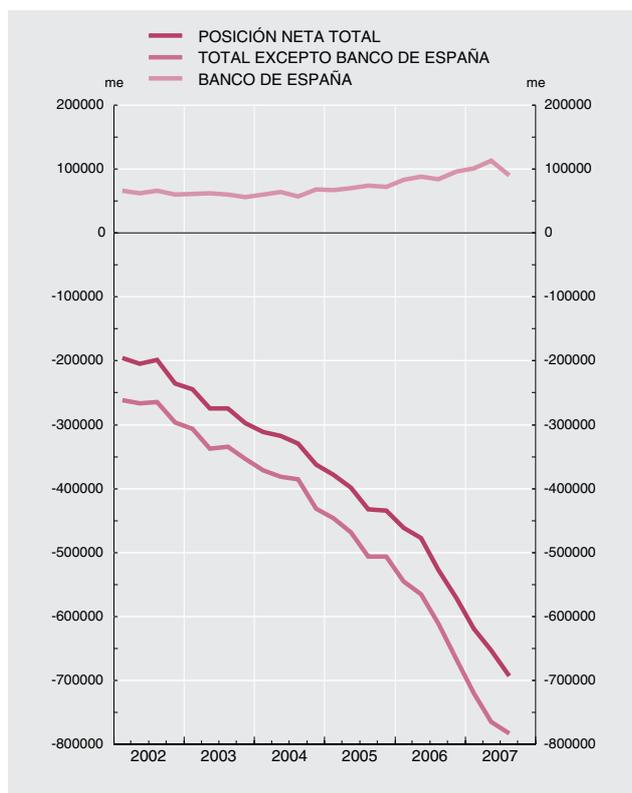
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

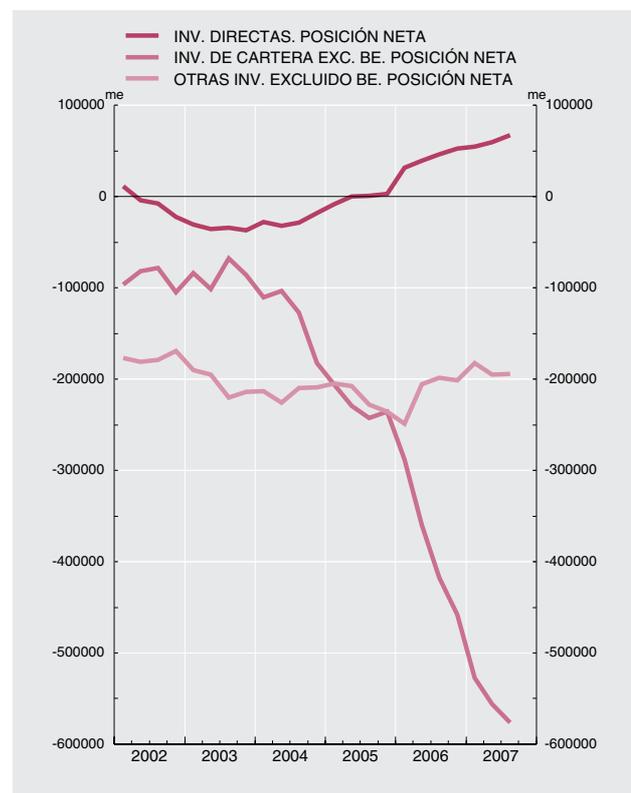
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14+16	14	15	16	
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	...	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04 / III	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	-	56,8	15,9	20,5	20,4
IV	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 / I	-378,7	-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
II	-398,3	-468,6	0,3	298,8	298,5	-261,4	390,8	652,2	-207,5	255,7	463,2	-	70,4	13,7	22,0	34,7
III	-432,3	-506,3	0,4	302,8	302,4	-278,9	417,7	696,6	-227,8	255,5	483,3	-	74,0	14,0	21,2	38,7
IV	-434,3	-506,5	2,6	317,0	314,4	-273,6	454,7	728,4	-235,4	269,1	504,5	-	72,2	14,6	17,1	40,5
06 / I	-461,8	-544,8	31,4	348,4	317,0	-327,1	476,7	803,8	-249,2	286,6	535,8	-	83,0	15,4	26,8	40,8
II	-477,5	-565,3	39,3	360,7	321,4	-399,2	444,3	843,5	-205,5	301,7	507,1	-	87,8	14,6	32,2	41,0
III	-527,7	-611,5	46,1	375,7	329,7	-459,1	447,7	906,8	-198,4	316,6	515,1	-	83,8	15,0	25,4	43,4
IV	-571,2	-667,2	52,4	387,2	334,8	-508,9	455,7	964,6	-201,2	328,8	529,9	-9,6	96,0	14,7	29,4	52,0
07 / I	-619,2	-720,0	54,2	392,8	338,6	-580,7	460,7	1 041,3	-182,3	362,7	545,0	-11,3	100,8	14,0	31,9	54,9
II	-652,7	-765,3	59,3	418,8	359,5	-613,6	470,9	1 084,5	-195,1	366,5	561,6	-15,9	112,6	12,9	40,7	59,0
III	-692,8	-782,7	67,5	432,6	365,1	-638,0	455,8	1 093,9	-194,3	388,2	582,5	-17,9	90,0	12,5	14,8	62,7

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

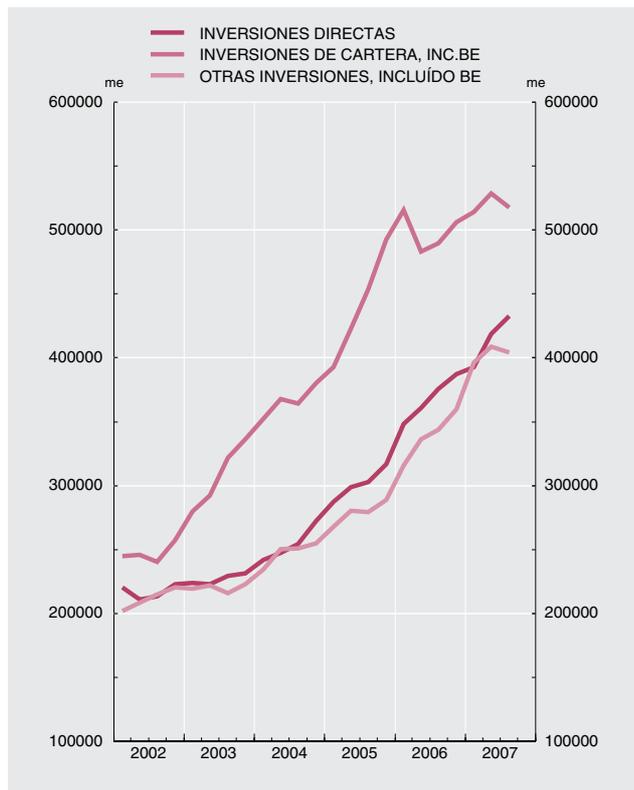
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

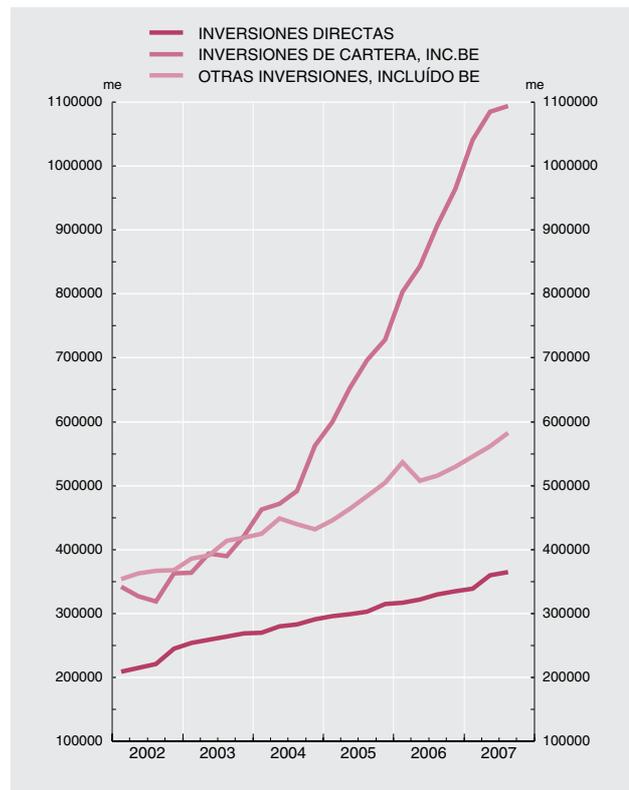
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04 <i>III</i>	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	-	-
<i>IV</i>	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 <i>I</i>	267 443	19 861	225 155	70 423	79 829	313 130	184 793	414 446	267 804	445 247	-	-
<i>II</i>	278 521	20 234	229 158	69 333	83 676	339 219	178 505	473 699	280 368	463 249	-	-
<i>III</i>	281 577	21 228	229 623	72 789	93 654	360 155	204 334	492 267	279 437	483 386	-	-
<i>IV</i>	295 784	21 209	239 162	75 276	104 157	388 472	197 347	531 035	288 964	504 641	-	-
06 <i>I</i>	328 716	19 725	239 451	77 558	119 452	395 944	214 645	589 149	315 994	536 215	-	-
<i>II</i>	339 547	21 190	245 011	76 435	122 047	361 127	206 547	636 951	336 316	507 406	-	-
<i>III</i>	355 852	19 895	247 935	81 755	126 170	363 383	232 494	674 271	343 704	515 248	-	-
<i>IV</i>	365 553	21 685	253 227	81 584	133 193	373 001	245 683	718 897	359 747	530 064	32 973	42 569
07 <i>I</i>	372 310	20 503	254 778	83 791	140 408	373 512	256 533	784 777	396 300	545 113	33 197	44 487
<i>II</i>	403 457	15 347	269 583	89 871	153 759	374 803	270 191	814 353	408 736	561 729	39 921	55 856
<i>III</i>	412 220	20 351	273 132	91 962	143 611	373 744	274 128	819 742	404 271	582 628	44 181	62 069

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

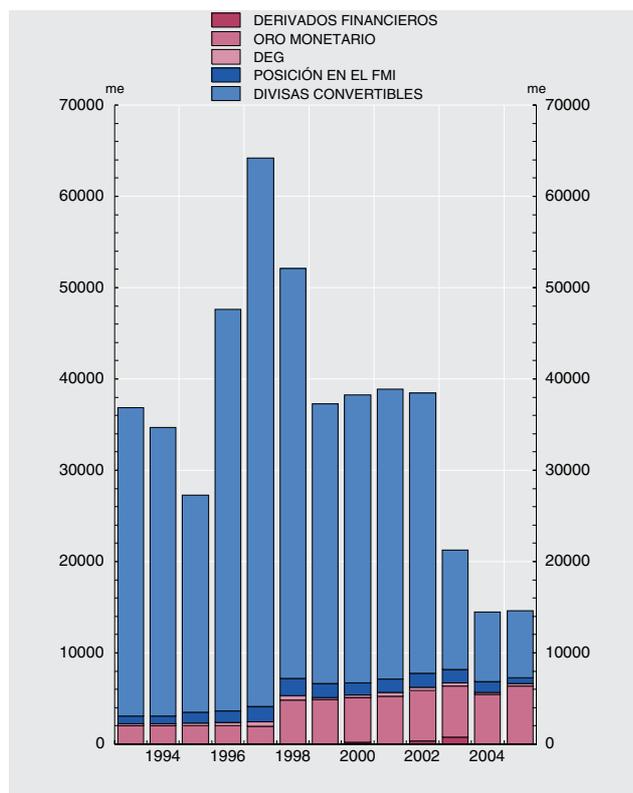
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

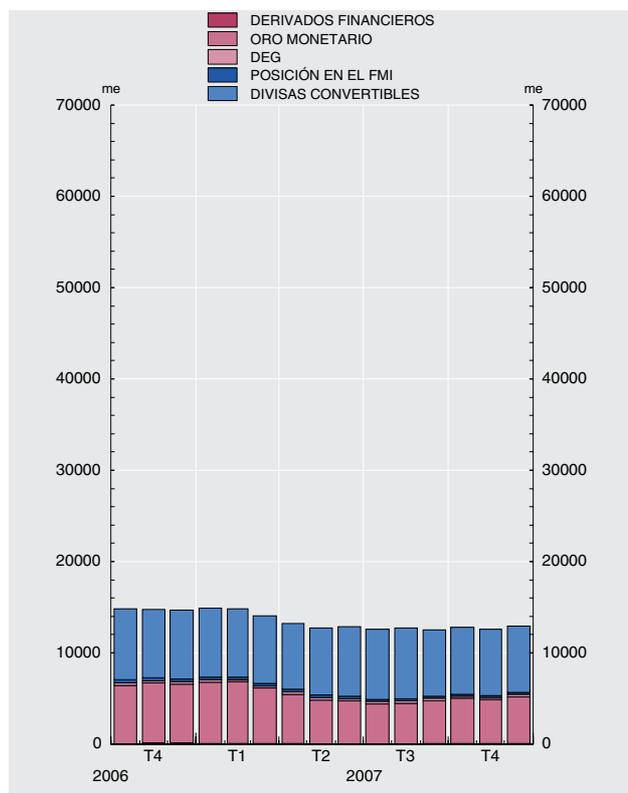
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06							
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
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumen- tos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
03 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	1 238 230	214 061	4 628	11	191 300	18 121	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
II	1 258 285	213 327	3 620	345	191 381	17 981	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
III	1 307 418	214 162	6 070	1 469	188 569	18 054	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
IV	1 370 042	215 553	4 836	662	191 871	18 183	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347
07 I	1 458 094	219 218	4 901	37	195 616	18 664	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026
II	1 516 205	213 522	5 446	440	188 891	18 744	-	683 730	10 672	294 344	269 402	109 312
III	1 539 186	203 156	4 820	1 326	178 468	18 543	-	705 947	14 900	308 459	273 031	109 557

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
03 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	321 318	2 905	18 990	408	195 679	102 468	359	510	112 866	46 915	65 950
II	291	291	349 838	4 283	17 828	330	226 684	99 856	352	506	113 928	48 180	65 748
III	158	158	372 852	4 641	21 379	830	244 071	101 084	349	499	117 899	51 431	66 468
IV	154	154	410 448	4 786	22 267	694	275 114	106 759	340	489	121 080	51 701	69 379
07 I	154	154	452 643	5 303	21 084	541	315 618	109 298	331	467	128 204	51 980	76 225
II	96	96	478 734	5 418	26 760	1 054	334 524	110 194	327	457	140 124	52 528	87 596
III	106	106	493 161	2 153	21 323	837	346 371	121 686	334	457	136 816	53 830	82 986

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros		Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Resto			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15		
06 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	-		
<i>Ago</i>	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53 267 906	589 612	23 289	327 310	-17 684	3 046	165 915	-		
<i>Sep</i>	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162 254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-		
<i>Oct</i>	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92 261 353	591 533	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-		
<i>Nov</i>	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43 252 397	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-		
<i>Dic</i>	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93 261 057	616 005	4 996	326 660	-33 284	5 152	175 819	-		
07 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		
<i>Feb</i>	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119 236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-		
<i>Mar</i>	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597 234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-		
<i>Abr</i>	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295 247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-		
<i>May</i>	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553 244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-		
<i>Jun</i>	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254 245 845	628 080	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-		
<i>Jul</i>	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308 257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-		
<i>Ago</i>	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280 251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-		
<i>Sep</i>	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918 256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-		
<i>Oct</i>	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	-		
<i>Nov</i>	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	-		
<i>Dic</i>	467 641	259 094	274 422	-65 014	-172	314	1 003 239 097	663 813	14 467	331 309	-107 875	20 754	207 790	-		

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto							Contrapartidas									
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Otros pasivos netos en euros			Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto			
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	
06 Jul	22 582	19 066	3 622	-67	-2	37	38 610 82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-		
<i>Ago</i>	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	35 048 82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-		
<i>Sep</i>	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	30 389 81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-		
<i>Oct</i>	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	30 132 81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-		
<i>Nov</i>	21 334	17 392	3 939	-	2	0	29 670 81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-		
<i>Dic</i>	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	26 202 84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-		
07 Ene	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	25 995 84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-		
<i>Feb</i>	22 588	19 883	2 692	12	1	-	25 658 83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-		
<i>Mar</i>	20 302	16 637	3 939	-	-0	-	274 22 613 83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-		
<i>Abr</i>	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	72 25 505 85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-		
<i>May</i>	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	34 020 84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-		
<i>Jun</i>	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	33 209 84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-		
<i>Jul</i>	18 355	15 804	2 520	2	31	-	24 807 85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-		
<i>Ago</i>	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	21 241 85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-		
<i>Sep</i>	20 937	12 319	8 673	-49	-5	-	18 791 83 558	11 531	12 559	-63 738	-17 965	-17 669	-296	20 111	-		
<i>Oct</i>	35 396	18 311	17 821	-734	-5	3	19 773 82 899	14 773	12 779	-65 120	-6 316	-5 873	-443	21 938	-		
<i>Nov</i>	40 368	19 314	21 172	-90	-7	-	21 20 305 81 859	17 425	12 812	-66 167	-150	291	-442	20 214	-		
<i>Dic</i>	44 086	33 527	18 781	-8 202	-3	-	16 401 84 039	12 081	13 456	-66 263	3 854	4 278	-424	23 831	-		

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

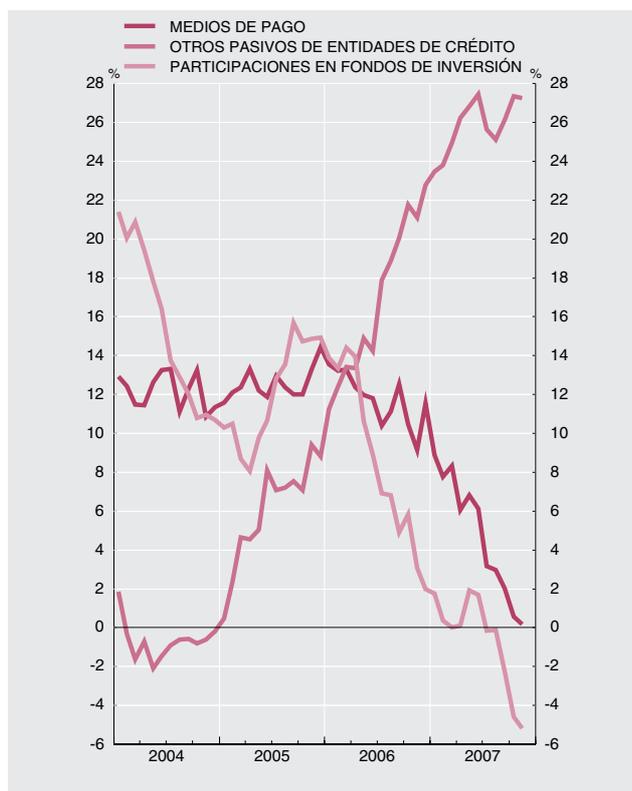
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

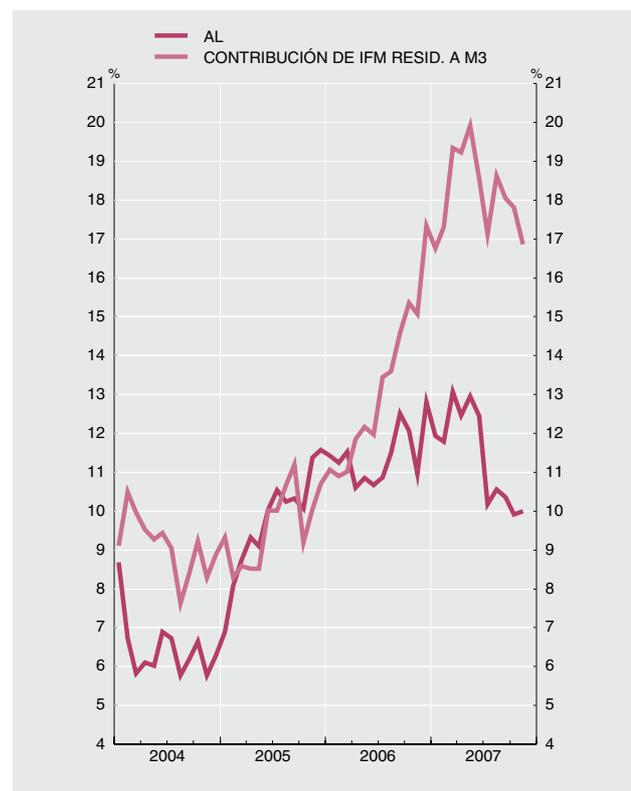
Millones de euros y porcentajes

	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		AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
05	459 550	14,4	16,1	14,0	302 369	8,8	10,5	0,0	7,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,6	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	371 208	22,8	22,8	29,2	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
06 Ago	476 857	11,1	12,4	10,8	344 018	18,9	17,7	33,1	-3,3	227 969	6,8	-6,8	20,7	11,5	13,6
<i>Sep</i>	490 567	12,5	11,4	12,8	346 630	20,0	19,3	33,3	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
<i>Oct</i>	481 540	10,5	10,5	10,4	351 519	21,8	20,5	36,6	1,2	229 123	5,8	-7,4	18,9	12,1	15,3
<i>Nov</i>	486 157	9,1	10,6	8,8	358 921	21,1	21,4	27,0	-3,5	226 128	3,1	-9,6	15,1	11,0	15,1
<i>Dic</i>	512 581	11,5	9,9	11,9	371 208	22,8	22,8	29,2	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07 Ene	490 546	8,9	9,2	8,8	379 151	23,5	26,0	17,5	-4,0	225 798	1,8	-9,0	11,1	11,9	16,8
<i>Feb</i>	491 056	7,8	8,6	7,6	385 795	23,8	26,6	15,8	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
<i>Mar</i>	501 750	8,3	8,3	8,4	397 686	24,9	27,7	14,6	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,1	19,3
<i>Abr</i>	491 186	6,0	7,2	5,8	402 175	26,2	28,5	18,6	7,1	228 575	0,1	-2,1	1,8	12,5	19,2
<i>May</i>	498 400	6,8	7,2	6,7	410 168	26,8	28,0	22,5	17,9	230 073	1,9	-3,7	6,2	12,9	19,9
<i>Jun</i>	516 493	6,1	6,5	6,0	419 806	27,4	28,5	27,0	5,4	229 351	1,7	-6,0	8,0	12,4	18,6
<i>Jul</i>	502 322	3,2	5,5	2,6	422 516	25,6	27,0	22,5	8,3	225 037	-0,2	-7,8	5,9	10,2	17,1
<i>Ago</i>	491 019	3,0	5,9	2,3	430 422	25,1	26,3	22,2	10,5	227 669	-0,1	-3,8	2,4	10,6	18,6
<i>Sep</i>	500 430	2,0	4,7	1,4	437 183	26,1	27,9	19,5	12,1	222 421	-2,3	-3,3	-1,4	10,4	18,0
<i>Oct</i>	484 336	0,6	3,7	-0,2	447 703	27,4	29,8	18,5	5,6	218 623	-4,6	-6,5	-3,1	9,9	17,8
<i>Nov</i>	486 977	0,2	2,7	-0,4	456 698	27,2	30,0	17,7	1,1	214 383	-5,2	-4,6	-5,7	10,0	16,9

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.

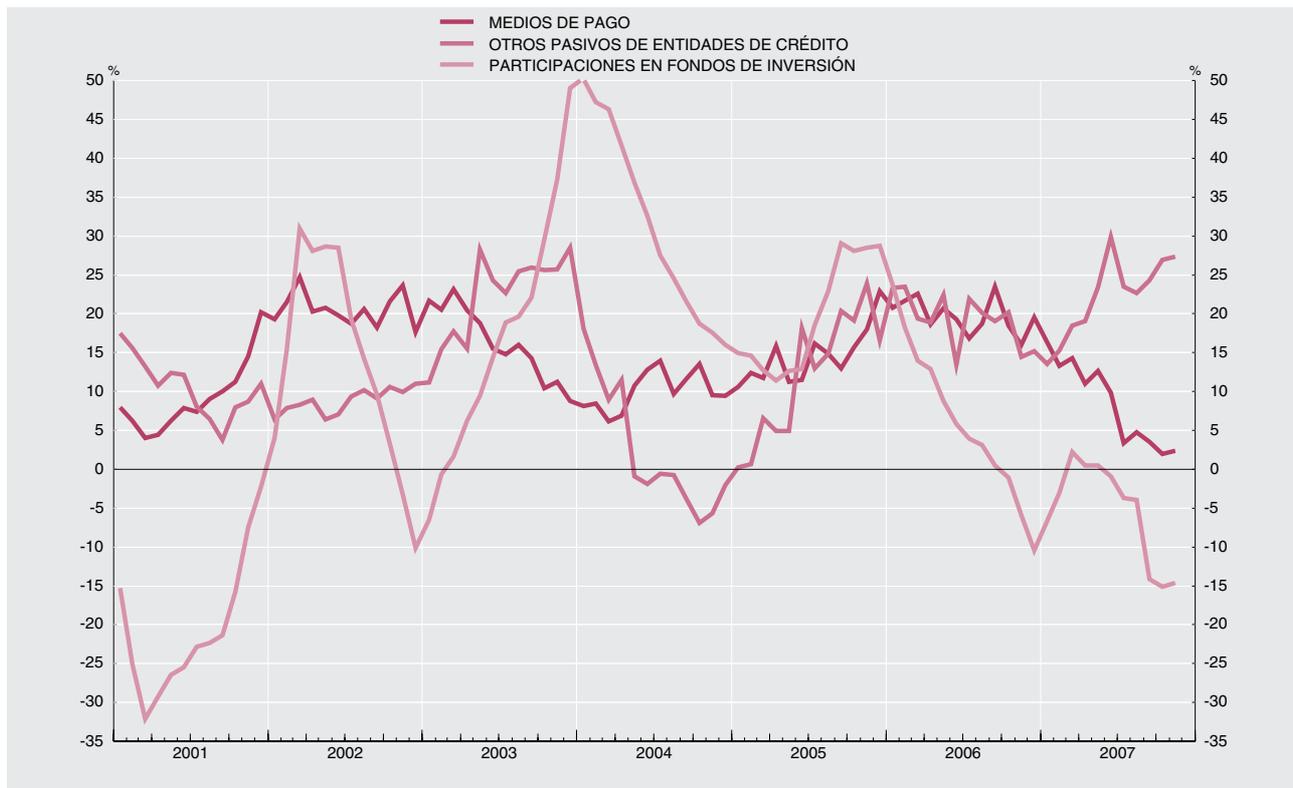
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
04	93 495	9,4	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
05	114 876	22,9	72 732	16,6	30,5	2,3	30 552	28,7	14,8	42,8
06	137 357	19,6	83 788	15,2	17,4	12,3	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
06 Ago	120 495	18,8	78 598	20,1	21,8	17,8	29 057	3,1	-8,9	14,3
<i>Sep</i>	128 117	23,5	79 242	19,0	24,3	12,3	29 075	0,5	-10,0	9,8
<i>Oct</i>	123 226	18,4	78 730	20,2	22,0	17,7	28 899	-1,0	-9,8	6,7
<i>Nov</i>	126 253	16,0	79 853	14,4	19,5	7,7	28 178	-5,9	-12,0	-0,7
<i>Dic</i>	137 357	19,6	83 788	15,2	17,4	12,3	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
07 Ene	128 823	16,3	82 361	13,6	24,5	0,3	28 093	-6,7	-12,6	-2,0
<i>Feb</i>	129 819	13,3	83 177	15,3	28,2	-0,6	28 740	-3,1	-6,4	-0,5
<i>Mar</i>	134 565	14,3	86 917	18,4	30,7	3,1	29 765	2,2	2,4	2,0
<i>Abr</i>	128 862	11,0	85 992	19,0	28,8	6,1	29 234	0,5	1,5	-0,3
<i>May</i>	133 554	12,7	90 233	23,4	29,8	14,8	28 803	0,5	-1,9	2,2
<i>Jun</i>	137 293	9,9	96 277	29,9	36,9	20,1	28 110	-0,9	-4,7	2,0
<i>Jul</i>	128 420	3,4	93 119	23,5	30,3	14,2	27 581	-3,7	-8,1	-0,5
<i>Ago</i>	126 227	4,8	96 396	22,6	27,4	16,1	27 903	-4,0	-3,7	-4,2
<i>Sep</i>	132 591	3,5	98 478	24,3	30,7	15,3	24 966	-14,1	-11,8	-15,9
<i>Oct</i>	125 602	1,9	99 909	26,9	35,8	14,1	24 540	-15,1	-15,2	-15,0
<i>Nov</i>	129 236	2,4	101 703	27,4	36,8	13,4	24 064	-14,6	-14,0	-15,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

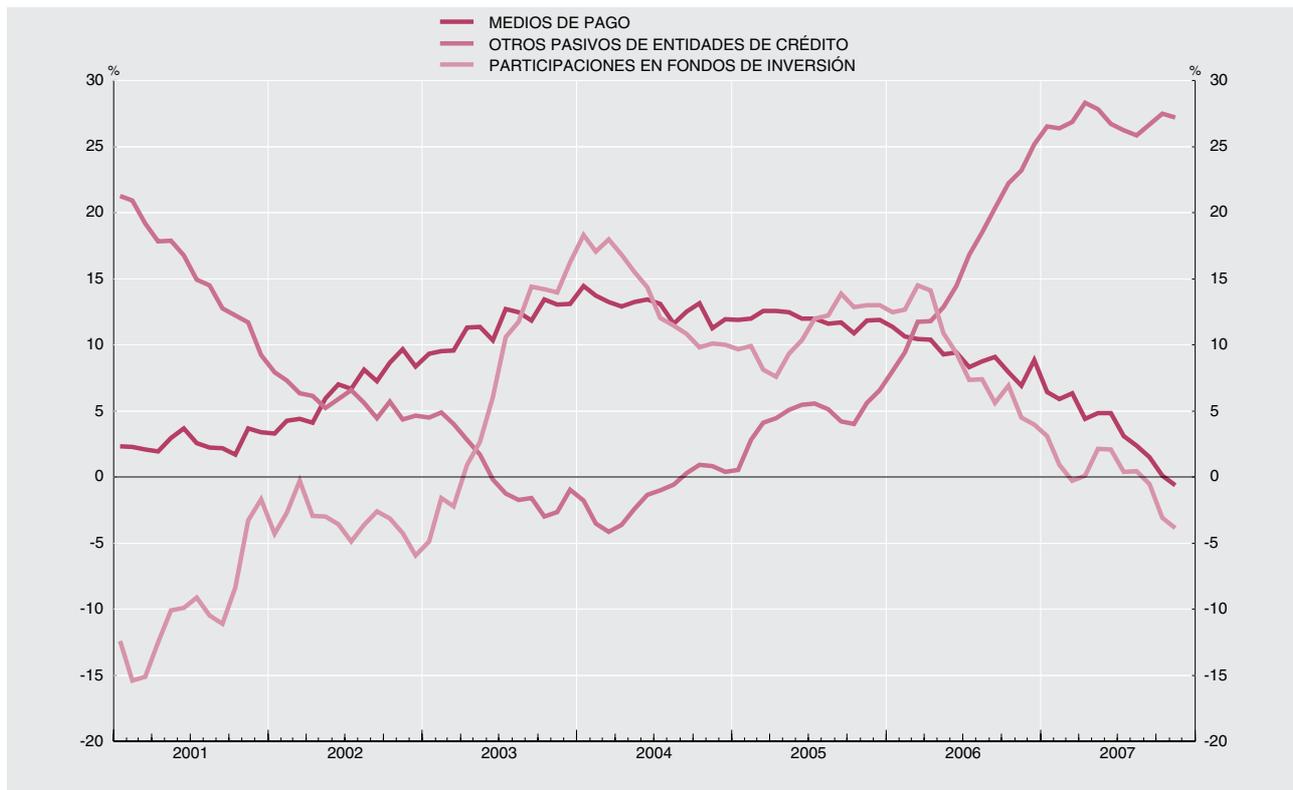
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04	308 075	11,9	19,9	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4
05	344 674	11,9	14,3	11,2	229 637	6,6	7,3	0,7	190 753	13,0	6,7	19,6
06	375 224	8,9	9,2	8,8	287 420	25,2	23,8	36,9	198 328	4,0	-9,3	16,5
06 Ago	356 362	8,8	11,3	8,0	265 420	18,5	17,0	31,8	198 912	7,4	-6,4	21,8
<i>Sep</i>	362 451	9,1	10,4	8,7	267 387	20,4	18,3	39,2	198 501	5,6	-7,4	18,7
<i>Oct</i>	358 315	7,9	9,6	7,5	272 788	22,2	20,2	41,0	200 224	6,9	-7,0	20,9
<i>Nov</i>	359 904	6,9	9,8	6,1	279 067	23,2	21,8	35,4	197 950	4,5	-9,2	17,8
<i>Dic</i>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 420	25,2	23,8	36,9	198 328	4,0	-9,3	16,5
07 Ene	361 723	6,4	8,6	5,8	296 790	26,5	26,2	29,1	197 705	3,1	-8,5	13,3
<i>Feb</i>	361 237	5,9	8,1	5,3	302 618	26,4	26,3	26,5	197 014	0,9	-7,2	7,6
<i>Mar</i>	367 185	6,3	7,8	5,9	310 769	26,9	27,1	25,3	198 308	-0,3	-3,8	2,4
<i>Abr</i>	362 324	4,4	6,9	3,6	316 183	28,3	28,4	27,4	199 340	0,1	-2,6	2,1
<i>May</i>	364 846	4,8	7,0	4,2	319 935	27,8	27,7	29,0	201 270	2,1	-3,9	6,8
<i>Jun</i>	379 200	4,8	6,4	4,4	323 530	26,7	26,9	25,4	201 241	2,1	-6,2	8,9
<i>Jul</i>	373 902	3,1	5,4	2,4	329 396	26,3	26,3	25,6	197 456	0,4	-7,7	6,8
<i>Ago</i>	364 792	2,4	5,9	1,3	334 025	25,8	26,1	24,1	199 766	0,4	-3,2	3,4
<i>Sep</i>	367 839	1,5	4,8	0,5	338 705	26,7	27,4	21,2	197 455	-0,5	-2,2	0,8
<i>Oct</i>	358 735	0,1	3,9	-1,0	347 794	27,5	28,7	18,0	194 083	-3,1	-5,3	-1,3
<i>Nov</i>	357 741	-0,6	3,0	-1,7	354 995	27,2	28,7	15,5	190 319	-3,9	-3,2	-4,3

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

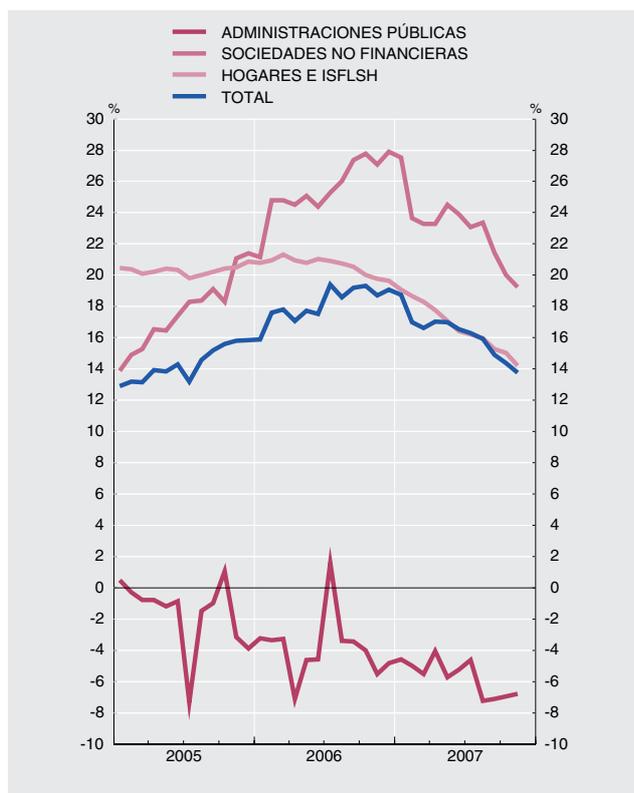
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

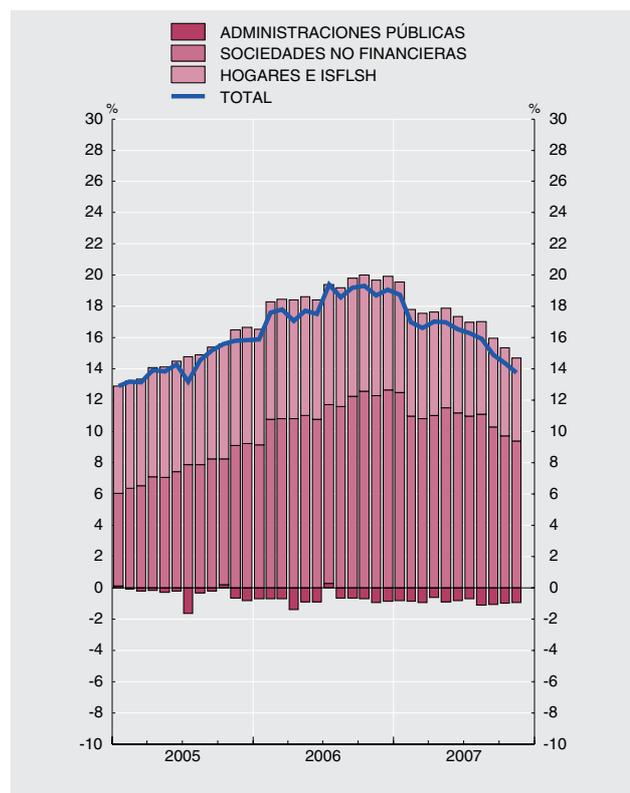
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4
05	1 756 788	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3
06	2 095 767	335 476	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
06 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	1 999 646	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0
Oct	2 014 209	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	2 095 767	47 364	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8
07 Ene	2 120 279	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	2 165 612	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	16,3	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	2 262 274	43 532	16,5	-5,2	20,6	23,9	16,4	21,9	30,2	11,9	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4
Jul	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	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	2 310 253	17 064	14,9	-7,1	18,8	21,5	15,3	19,9	28,5	10,6	-1,1	16,0	10,3	5,7	14,3	0,4	1,3
Oct	P 2 315 809	5 641	14,4	-6,9	17,9	20,0	15,0	18,7	24,4	11,7	-1,0	15,3	9,7	5,6	13,6	0,4	1,4
Nov	P 2 339 737	24 047	13,8	-6,8	17,1	19,3	14,2	17,6	22,1	13,0	-0,9	14,7	9,4	5,3	12,9	0,3	1,5

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

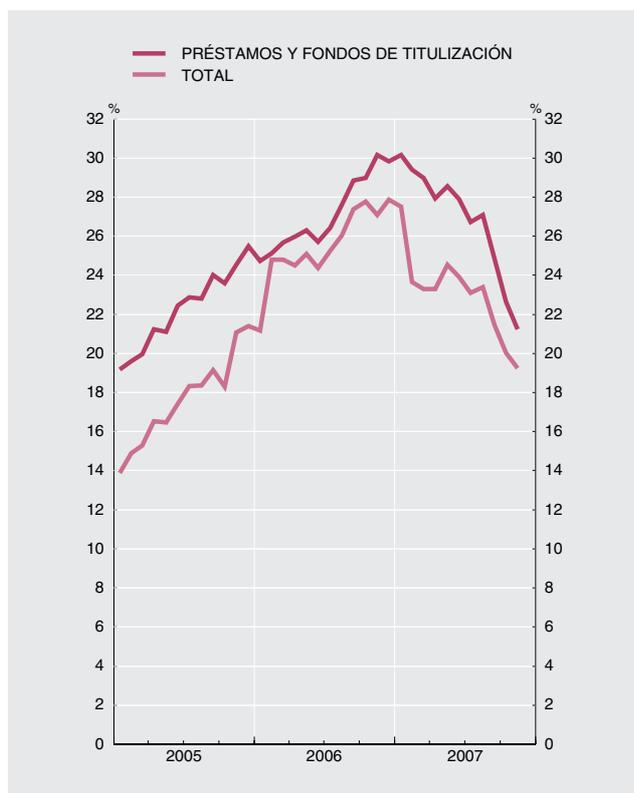
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

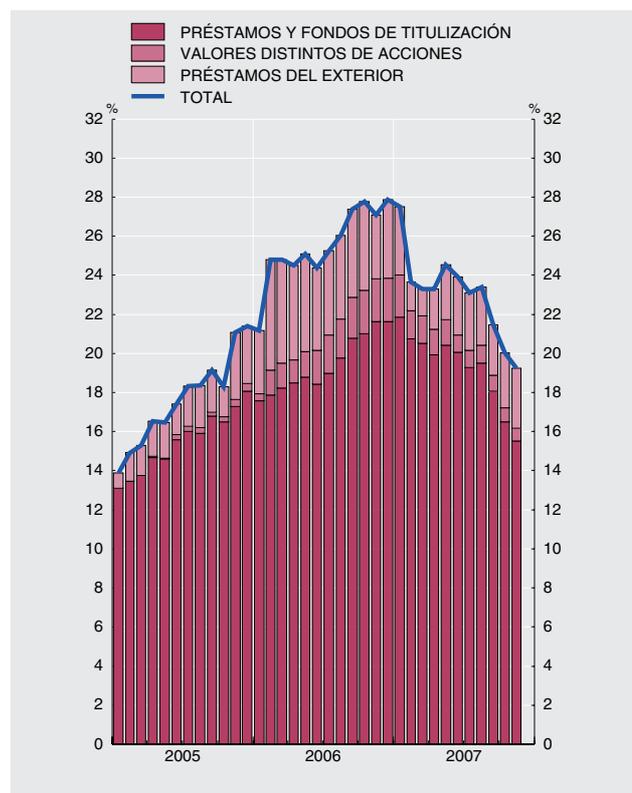
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total		
														del cual	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	1 023 962	222 367	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
06 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	959 120	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	17 203	123,3	2,1	234 025	17,1	4,5	4 245
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	1 023 962	25 147	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
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	1 069 168	15 215	23,3	783 187	29,0	20,5	32 465	21 277	58,9	1,4	253 516	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	1 136 036	17 759	23,9	832 475	27,9	20,1	33 507	21 494	30,2	0,9	270 054	11,8	3,0	2 932
Jul	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	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	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 1 188 821	10 358	20,0	873 983	22,7	16,5	36 904	23 443	24,4	0,7	277 934	11,6	2,8	2 078
Nov	P 1 201 065	12 283	19,3	883 392	21,2	15,5	36 754	23 338	22,1	0,7	280 919	12,8	3,1	1 805

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

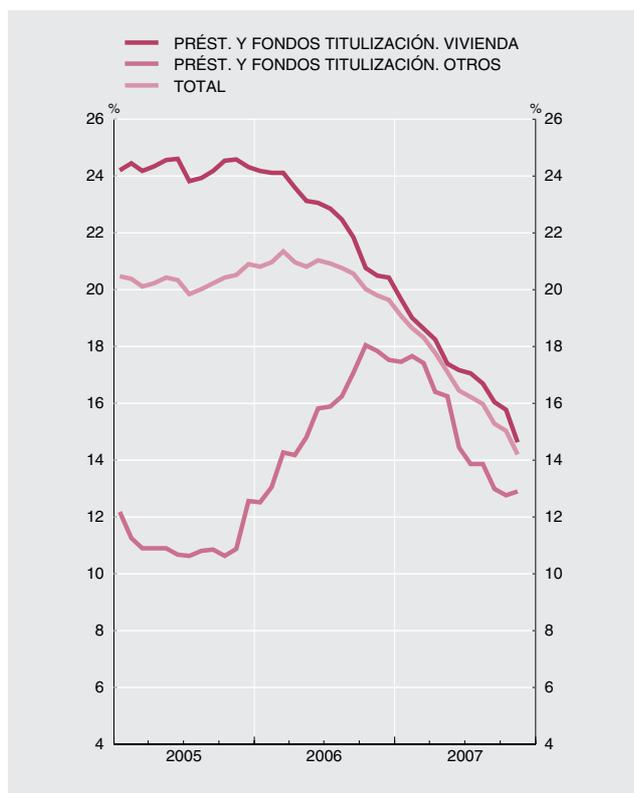
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

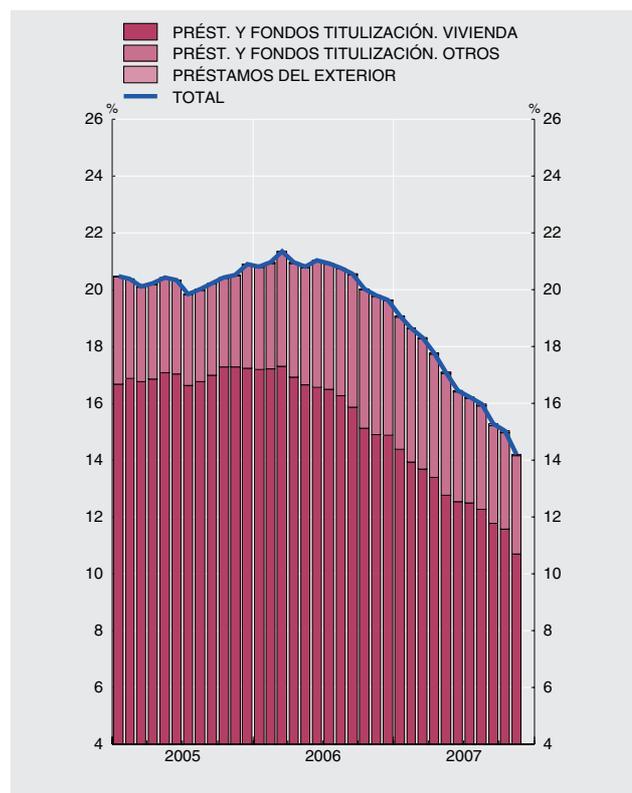
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance		
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
04	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9		861	19,3	0,0	47 873	9 802
05	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030	
06	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421	
06 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	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	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	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 863 653	8 821	15,0	638 100	15,8	11,6	223 876	12,8	3,4	1 676	39,8	0,1	27 802	6 191	
Nov	P 875 671	12 099	14,2	643 451	14,6	10,7	230 512	12,9	3,4	1 708	41,0	0,1	27 578	6 052	

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

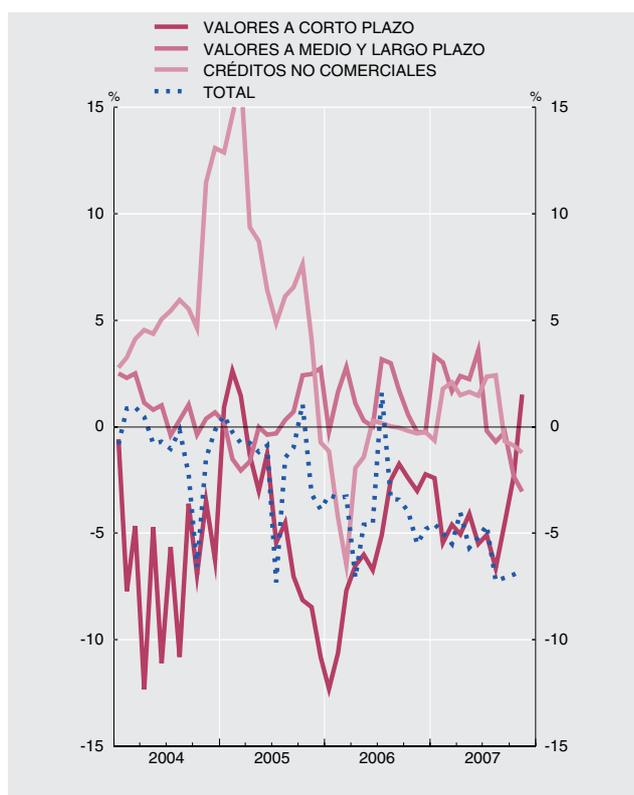
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

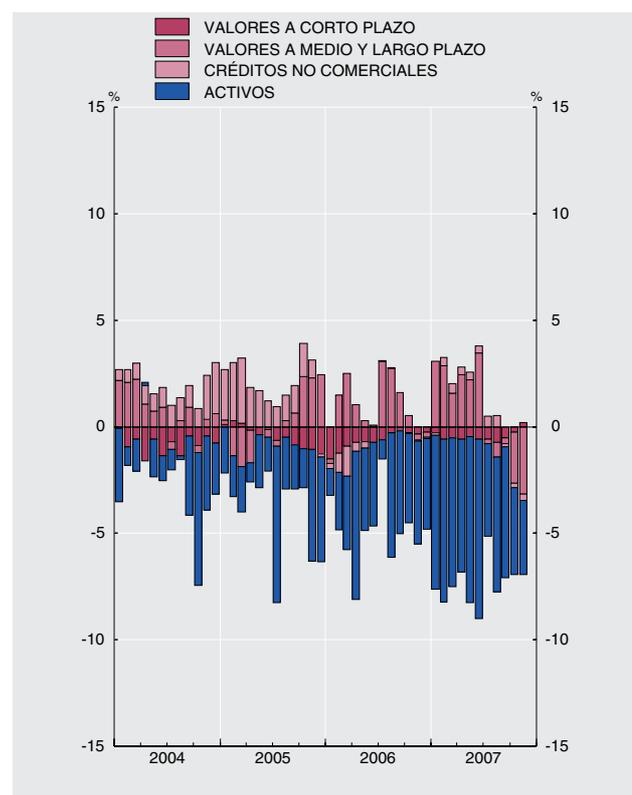
Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
03	321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8	
04	320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4	
05	308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9	
06	P 293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
06 Jun	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9	
Jul	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9	
Ago	P 300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9	
Sep	P 297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8	
Oct	P 283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5	9 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0	-4,2	
Nov	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8	
Dic	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2	
07 Ene	P 298 272	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	
Feb	P 291 407	-6 865	-5,0	-151	-3 007	2 607	249	71	6 643	2,1	-5,4	3,0	1,8	27,8	-0,6	2,9	0,4	-7,6	
Mar	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	
Abr	P 273 919	-18 781	-4,0	-2 982	-2 692	-124	-167	13 375	2 424	1,6	-5,0	2,4	1,5	16,9	-0,6	2,4	0,3	-6,2	
May	P 279 307	5 389	-5,7	2 087	2 267	35	-215	131	-3 433	1,6	-4,1	2,2	1,6	23,8	-0,5	2,2	0,4	-7,8	
Jun	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	
Jul	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	
Ago	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	
Sep	P 276 873	-1 743	-7,1	3 262	2 582	2 767	-2 087	-72	5 077	-0,7	-4,5	-0,3	-0,7	18,7	-0,5	-0,3	-0,1	-6,2	
Oct	A 263 336	-13 538	-6,9	-11 301	-1 178	-10 160	37	1 859	378	-2,1	-2,3	-2,3	-0,9	10,8	-0,3	-2,4	-0,2	-4,1	
Nov	A 263 001	-335	-6,8	2 799	2 868	-361	292	-2 152	5 286	-2,3	1,5	-3,0	-1,2	8,8	0,2	-3,2	-0,3	-3,5	

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

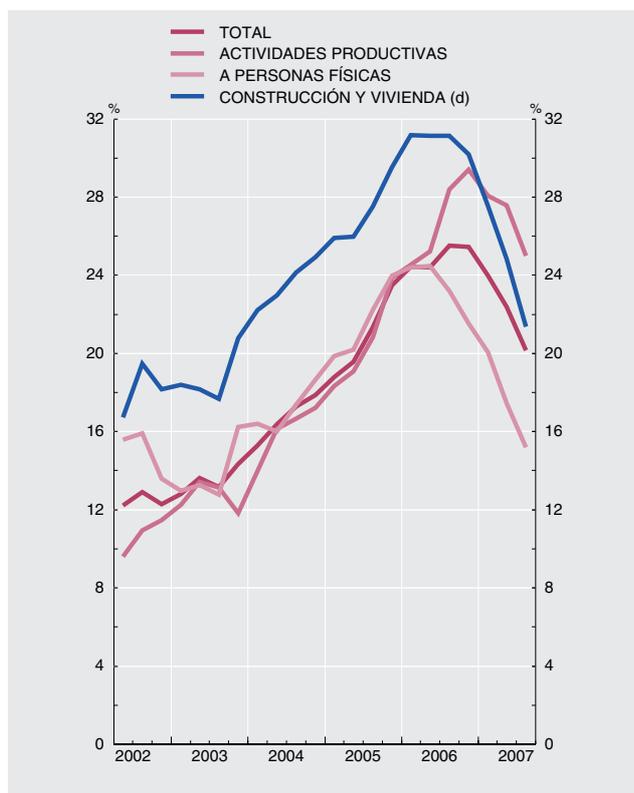
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

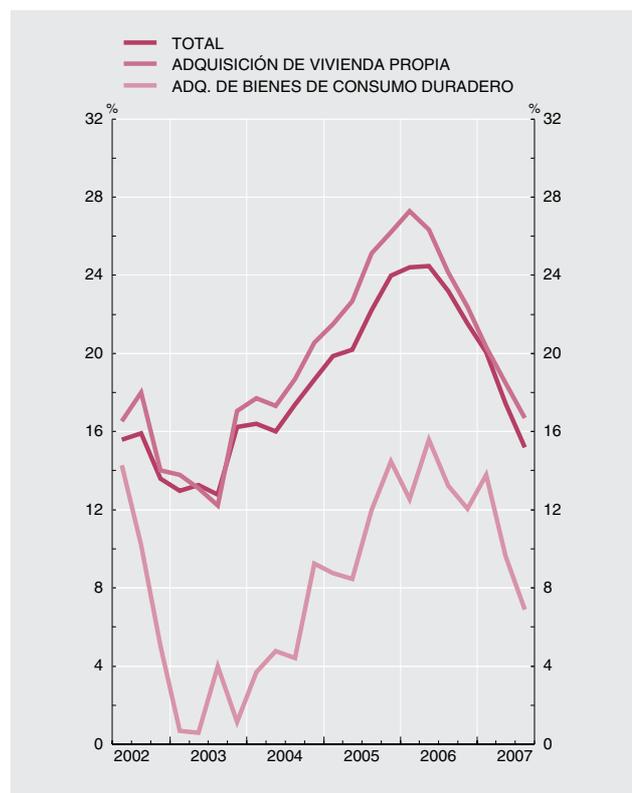
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ. a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)				
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
														Del cual	Servicios inmobiliarios	Total	Adquisición de vivienda
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		
II	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		
II	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	304 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869		
III	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970		
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363		
05 /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622		
II	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277		
III	1 131 241	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		
II	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441		
III	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192		
IV	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756		
07 /	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		
II	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		
III	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.

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

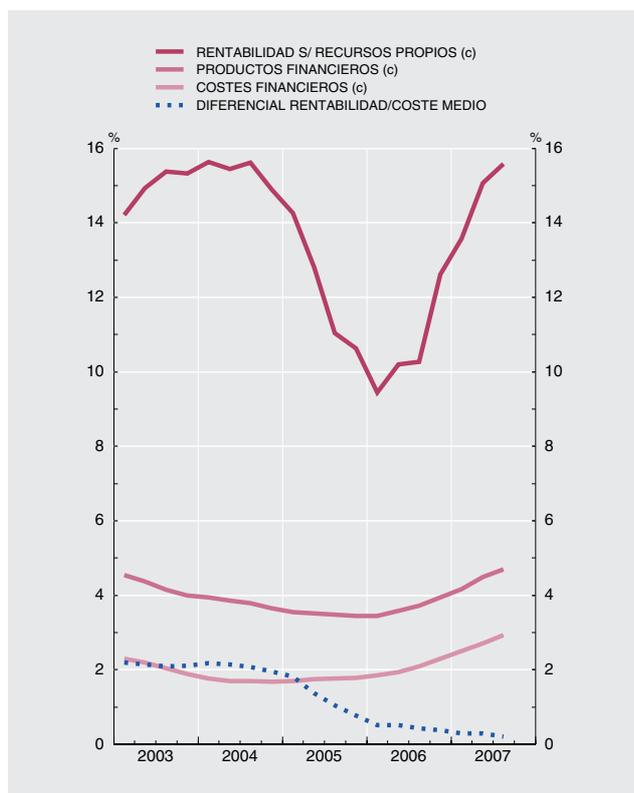
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

■ Serie representada gráficamente.

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

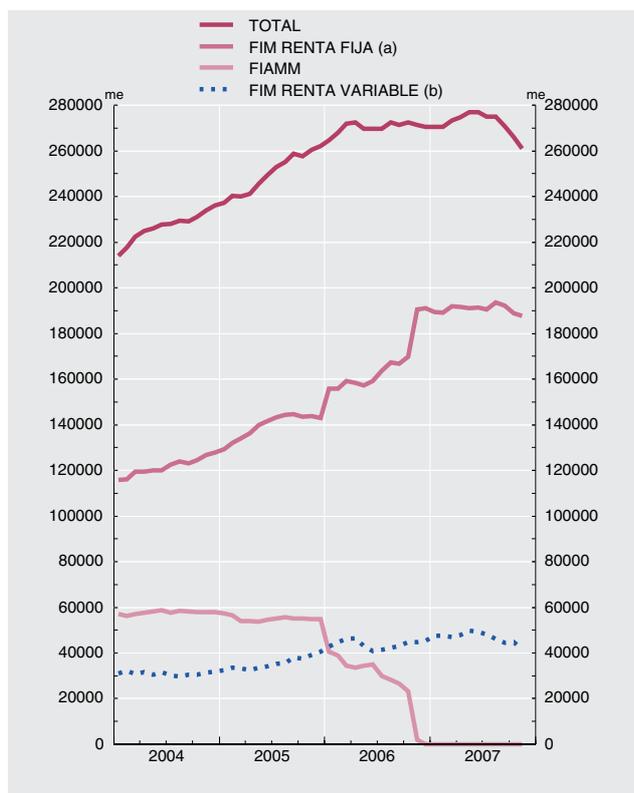
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

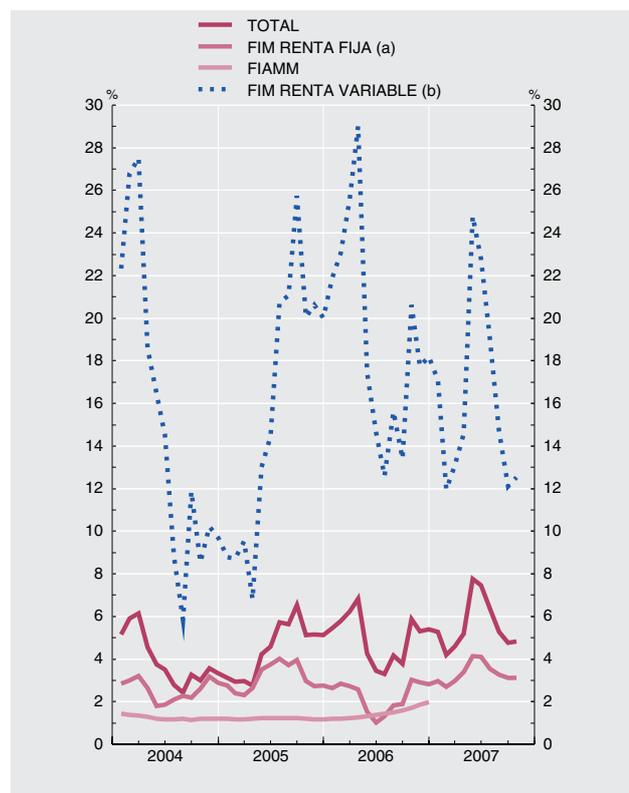
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730
06	270 407	8 206	-10 861	5,4	106	-54 645	-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934
06 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	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
Oct	266 113	-4 623	-6 233	4,8	-	-	-	...	188 814	-3 475	-4 024	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	32 484

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

c. Fondos globales.

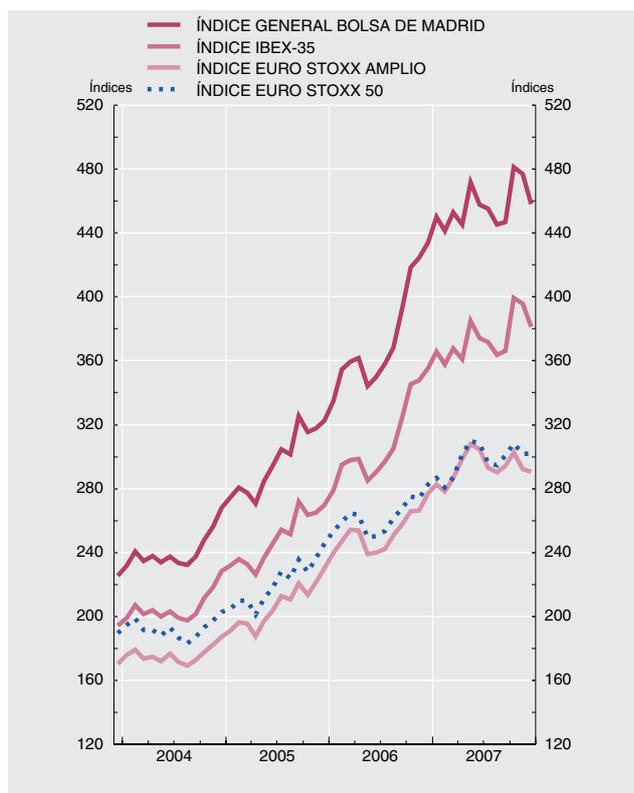
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

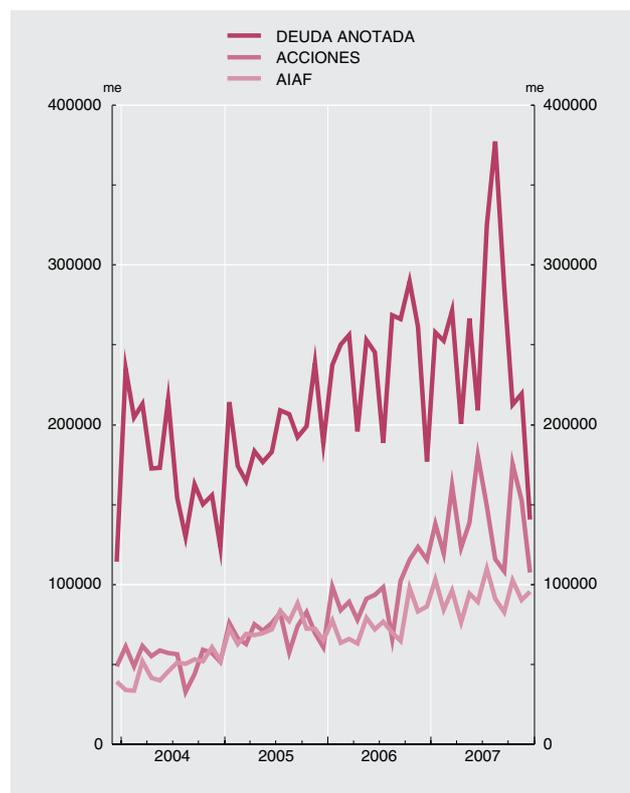
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
07	P 1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 018 575	1 115 708	-	14 161	-	8 722
06 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	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
Dic	P 1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	140 544	95 535	...	1 719	...	549

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)

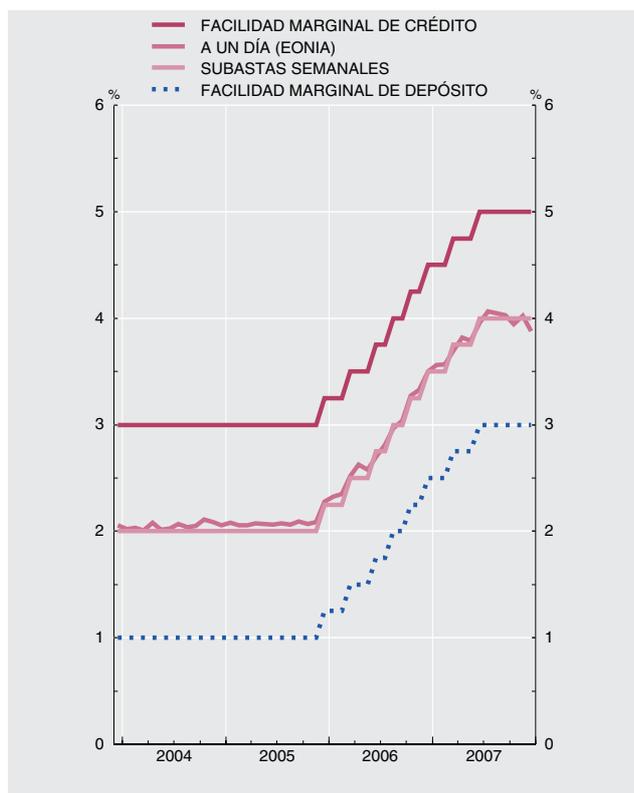
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

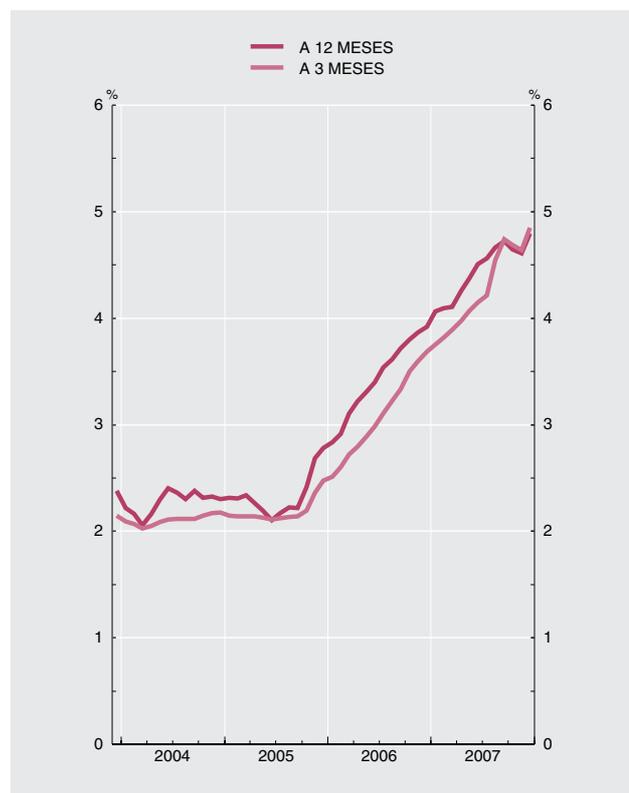
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
06 Sep	3,00	3,30	4,00	2,00	3,041	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
Oct	3,25	3,48	4,25	2,25	3,276	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
Nov	3,25	3,58	4,25	2,25	3,328	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
Dic	3,50	3,66	4,50	2,50	3,501	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07 Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,563	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
Feb	3,50	3,72	4,50	2,50	3,570	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,48	3,88	3,99	4,01	-
Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,72	3,94	4,00	4,00	-
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04
Nov	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
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,78	3,80	3,94	3,92	-

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.

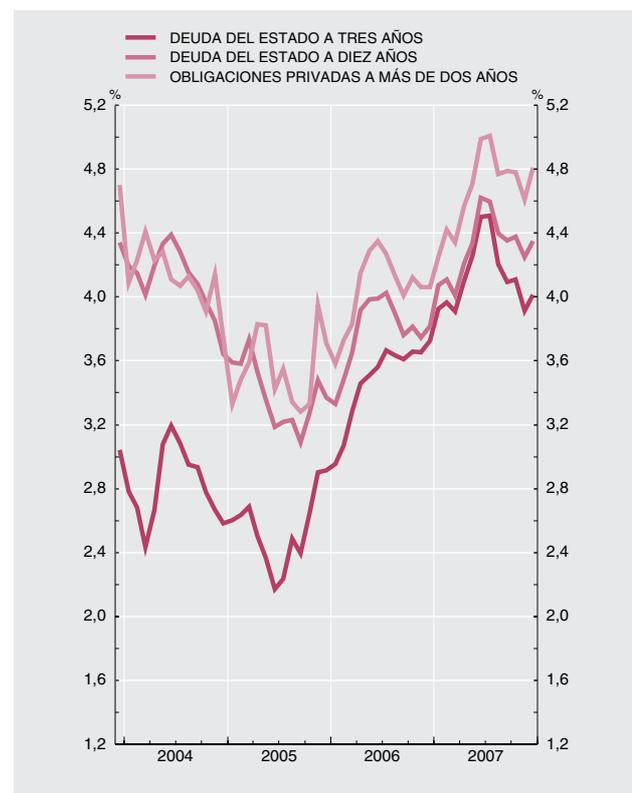
Porcentajes

	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		Pagarsés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años		A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
05	2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55	
06	3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05	
07	4,11	4,07	4,47	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67	
06 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	
Dic	4,11	4,03	4,91	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

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

■ Serie representada gráficamente.

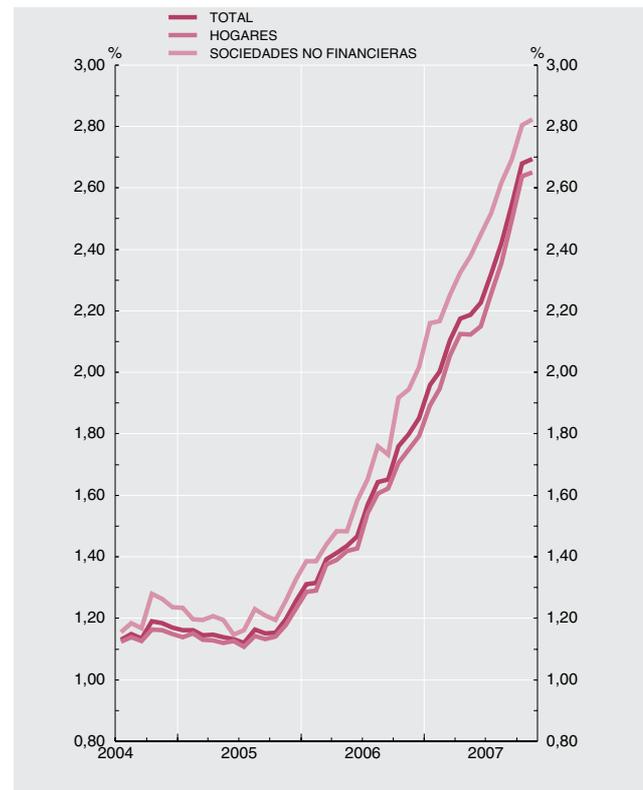
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22
06	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48
07	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,23	4,02
06 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	4,62	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	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
Nov	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,23	4,02

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS
TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS
TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

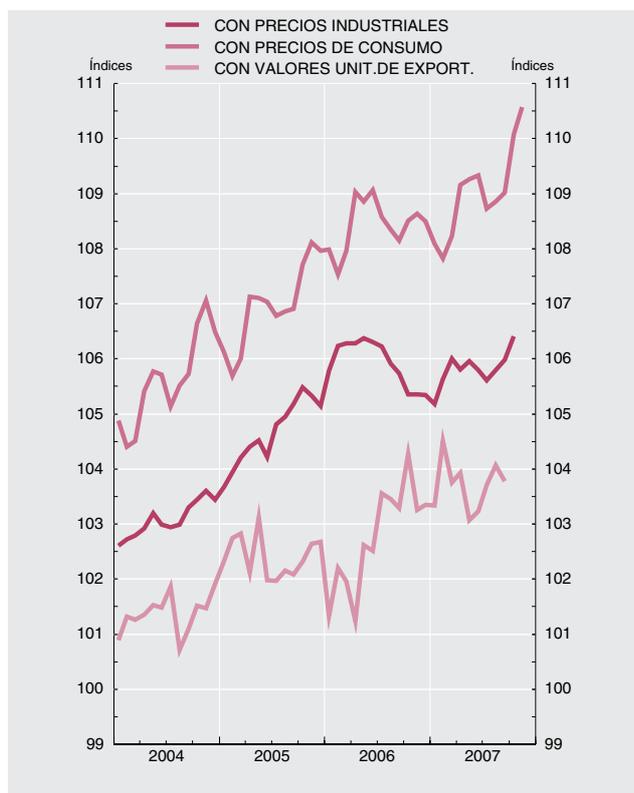
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

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

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

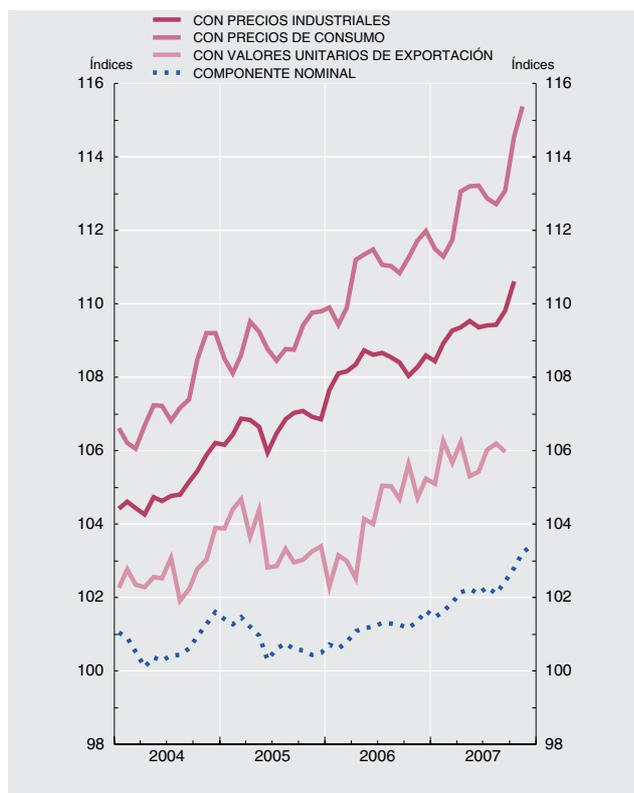
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

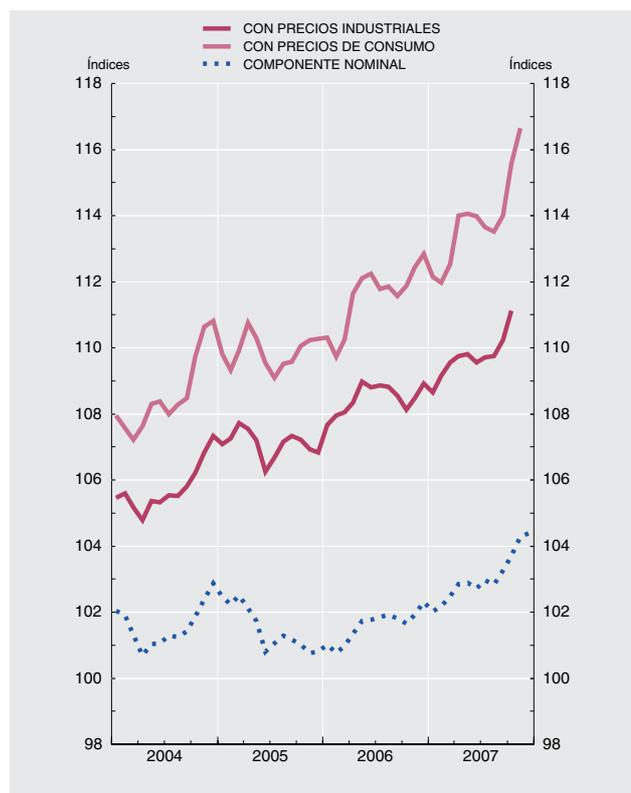
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales (1)	Con precios consumo (2)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios consumo (7)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)	Con precios industriales (10)	Con precios consumo (11)		Con precios industriales (13)	Con precios consumo (14)
04	104,9	107,4	109,3	102,6	100,7	104,2	106,6	108,5	101,9	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9
05	106,7	109,0	112,1	103,5	100,8	105,8	108,1	111,1	102,7	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3
06	108,3	110,9	114,1	104,1	101,1	107,1	109,7	112,8	103,0	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8
05 IV	107,0	109,7	112,1	103,2	100,5	106,4	109,1	111,5	102,7	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2
06 I	108,0	109,8	115,0	102,8	100,7	107,2	109,0	114,2	102,1	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1
II	108,6	111,3	114,3	103,6	101,2	107,3	110,1	113,0	102,4	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2
III	108,5	111,0	113,1	104,9	101,3	107,2	109,6	111,6	103,6	108,7	111,7	101,9	106,8	109,7
IV	108,3	111,7	114,0	105,2	101,4	106,8	110,1	112,5	103,8	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2
07 I	108,9	111,5	114,5	105,7	101,6	107,1	109,7	112,6	103,9	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
II	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
III	109,5	112,9	114,3	106,1	102,3	107,1	110,4	111,7	103,7	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
07 Mar	109,3	111,7	...	105,7	101,9	107,3	109,7	...	103,7	109,6	112,5	102,5	106,9	109,8
Abr	109,4	113,1	...	106,2	102,1	107,1	110,7	...	104,0	109,8	114,0	102,9	106,7	110,8
May	109,5	113,2	...	105,3	102,2	107,2	110,7	...	103,0	109,8	114,1	102,9	106,7	110,9
Jun	109,4	113,2	...	105,4	102,1	107,1	110,9	...	103,2	109,6	114,0	102,7	106,7	111,0
Jul	109,4	112,9	...	106,0	102,3	107,0	110,4	...	103,7	109,7	113,7	103,0	106,6	110,4
Ago	109,4	112,7	...	106,2	102,1	107,2	110,4	...	104,0	109,8	113,5	102,8	106,7	110,4
Sep	109,8	113,1	...	106,0	102,4	107,2	110,4	...	103,4	110,2	114,0	103,3	106,8	110,4
Oct	110,6	114,6	...	...	102,8	107,6	111,4	...	...	111,1	115,6	103,7	107,2	111,4
Nov	...	115,4	...	...	103,2	...	111,8	...	...	...	116,6	104,3	...	111,8
Dic	...	...	...	...	103,4	...	...	...	...	...	...	104,4	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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 neokeynesiana	71
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007	83
	Informe semestral de economía latinoamericana	91
	Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional?	119
OCT 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos	89
	El proceso de integración de los mercados de valores	101
	La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM	113
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007	125
	Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes	135
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2007	149
NOV 2007	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa	51
	Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación	61
	La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos	69
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007	87
	Simplificación del crédito del FMI	101
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
ENE 2008	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008	79
	La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa	91
	Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo	105
	Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario	113
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007	125

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)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
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

- 0701 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: Cost effectiveness of R&D and strategic trade policy.
- 0702 MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Preconditions for a successful implementation of supervisors' prompt corrective action: Is there a case for a banking standard in the EU?
- 0703 PHILIP VERMEULEN, DANIEL DIAS, MAARTEN DOSSCHE, ERWAN GAUTIER, IGNACIO HERNANDO, ROBERTO SABBATINI Y HARALD STAHL: Price setting in the euro area: Some stylised facts from individual producer price data.
- 0704 ROBERTO BLANCO Y FERNANDO RESTOY: Have real interest rates really fallen that much in Spain?
- 0705 OLYMPIA BOVER Y JUAN F. JIMENO: House prices and employment reallocation: International evidence.
- 0706 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ M.^a SERENA: Global financial integration, monetary policy and reserve accumulation. Assessing the limits in emerging economies.
- 0707 ÁNGEL LEÓN, JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Parametric properties of semi-nonparametric distributions, with applications to option valuation.
- 0708 ENRIQUE ALBEROLA Y DANIEL NAVIA: Equilibrium exchange rates in the new EU members: external imbalances vs. real convergence.
- 0709 GABRIEL JIMÉNEZ Y JAVIER MENCÍA: Modelling the distribution of credit losses with observable and latent factors.
- 0710 JAVIER ANDRÉS, RAFAEL DOMÉNECH Y ANTONIO FATÁS: The stabilizing role of government size.
- 0711 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Measurement of capital stock and input services of Spanish banks.
- 0712 JESÚS SAURINA Y CARLOS TRUCHARTE: An assessment of Basel II procyclicality in mortgage portfolios.
- 0713 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: The reaction by industry insiders to M&As in the European financial industry.
- 0714 MARIO IZQUIERDO, JUAN F. JIMENO Y JUAN A. ROJAS: On the aggregate effects of immigration in Spain.
- 0715 FABIO CANOVA Y LUCA SALA: Back to square one: identification issues in DSGE models.
- 0716 FERNANDO NIETO: The determinants of household credit in Spain.
- 0717 EVA ORTEGA, PABLO BURRIEL, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, EVA FERRAZ Y SAMUEL HURTADO: Actualización del modelo trimestral del Banco de España. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

- 0718 JAVIER ANDRÉS Y FERNANDO RESTOY: Macroeconomic modelling in EMU: How relevant is the change in regime?
- 0719 FABIO CANOVA, DAVID LÓPEZ-SALIDO Y CLAUDIO MICHELACCI: The labor market effects of technology shocks.
- 0720 JUAN M. RUIZ Y JOSEP M. VILARRUBIA: The wise use of dummies in gravity models: Export potentials in the Euromed region.
- 0721 CLAUDIA CANALS, XAVIER GABAIX, JOSEP M. VILARRUBIA Y DAVID WEINSTEIN: Trade patterns, trade balances and idiosyncratic shocks.
- 0722 MARTÍN VALLCORBA Y JAVIER DELGADO: Determinantes de la morosidad bancaria en una economía dolarizada. El caso uruguayo.
- 0723 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier.
- 0724 JUAN AYUSO, JUAN F. JIMENO Y ERNESTO VILLANUEVA: The effects of the introduction of tax incentives on retirement savings.
- 0725 DONATO MASCIANDARO, MARÍA J. NIETO Y HENRIETTE PRAST: Financial governance of banking supervision.
- 0726 LUIS GUTIÉRREZ DE ROZAS: Testing for competition in the Spanish banking industry: The Panzar-Rosse approach revisited.
- 0727 LUCÍA CUADRO SÁEZ, MARCEL FRATZSCHER Y CHRISTIAN THIMANN: The transmission of emerging market shocks to global equity markets.
- 0728 AGUSTÍN MARAVALL Y ANA DEL RÍO: Temporal aggregation, systematic sampling, and the Hodrick-Prescott filter.
- 0729 LUIS J. ÁLVAREZ: What do micro price data tell us on the validity of the New Keynesian Phillips Curve?
- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 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 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area.
- 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.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks.
- 0741 ÓSCAR ARCE: Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies.
- 0801 ENRIQUE BENITO: Size, growth and bank dynamics.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process.

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 VARIAS¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Difusión estadística

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

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

Boletín Estadístico (mensual)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales²)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito³

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

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

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