

# BOLETÍN ECONÓMICO

10/2008

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





**BOLETÍN ECONÓMICO OCTUBRE 2008**

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	Republika Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	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 <sub>j</sub>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

## ÍNDICE

<b>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados</b>	11
<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	25
2 Entorno exterior del área del euro	33
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	41
4 La economía española	57
5 Evolución financiera	76
<b>El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía</b>	
<b>Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea</b>	
101	
<b>Informe semestral de economía latinoamericana</b>	
113	
<b>Regulación financiera: tercer trimestre de 2008</b>	
141	
 Indicadores económicos	
1*	
 Artículos y publicaciones del Banco de España	
67*	

COMPARCENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,  
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS  
DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez,  
ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados**

La discusión presupuestaria tiene lugar este año cuando la economía española está inmersa en un proceso de ajuste mucho más pronunciado de lo inicialmente esperado, en un clima internacional marcado por el debilitamiento de la economía americana, la intensidad de las alzas registradas por los precios del petróleo y de otras materias primas y, sobre todo, por la amplitud y la persistencia de las convulsiones en los mercados financieros internacionales. A la luz de los acontecimientos más recientes en Estados Unidos y en Europa, no creo exagerado afirmar que nos encontramos ante una crisis financiera global sin precedentes próximos, y que van a exigir una revisión profunda de los principios que han guiado la regulación de las finanzas internacionales en las últimas décadas.

Las circunstancias excepcionales que vive la economía mundial, con una pérdida generalizada de dinamismo económico, resurgimiento de las tensiones inflacionistas y graves problemas de inestabilidad financiera, han venido así a complicar y acentuar el ajuste de la economía española que la propia maduración del ciclo ya había puesto en marcha, tras un largo período de expansión. Y todo ello ocurre, además, en la primera ocasión en la que la economía española se enfrenta a un proceso de estas características dentro del marco establecido por la pertenencia a la Unión Económica y Monetaria, lo que suministra indudables elementos de resistencia pero también comporta retos considerables. El debate de política económica que subyace a la elaboración y aprobación de los presupuestos adquiere así una especial trascendencia.

Las profundas transformaciones que ha registrado la economía española en las últimas décadas la han dotado de los resortes apropiados para superar esta difícil etapa y reanudar posteriormente una senda de crecimiento sostenido que permita la continuidad en el avance de la convergencia. Pero para que dichos resortes puedan funcionar es imprescindible que las autoridades y todos los agentes afronten la realidad actual y adecuen sus conductas a los esfuerzos requeridos, y que las políticas económicas actúen de manera que se eviten retrocesos y se activen los factores que pueden facilitar el retorno a una senda de crecimiento sostenible.

Naturalmente, centraré la mayor parte de mi intervención en el diagnóstico de la situación de la economía española y en sus implicaciones de política económica. Pero ambos resultarían incompletos sin una referencia, aunque sea breve, al deterioro del contexto internacional y a las perspectivas económicas en la zona del euro, que son, como conocen Sus Señorías, las que determinan el comportamiento de la política monetaria.

El pasado ejercicio, el crecimiento de la economía mundial alcanzó el 5%. Para este año, sin embargo, las previsiones disponibles lo sitúan por debajo del 4%, al tiempo que apenas dejan entrever el inicio de la recuperación en 2009, una recuperación que será moderada, lenta y que está sujeta a unos niveles de incertidumbre considerables, alimentados, entre otros desarrollos, por un resurgimiento de importantes tensiones inflacionistas en la mayoría de las economías. Tres son los factores fundamentales que, en mi opinión, subyacen a este deterioro de la situación económica global.

El primero de ellos es el negativo comportamiento de la economía americana, lastrado por el continuado declive de su sector inmobiliario, que deprime la confianza de las familias y los inversores. Hasta hace relativamente poco, las economías emergentes habían mantenido un

tono considerablemente más dinámico, compensando en parte esta mayor atonía de países más industrializados, como Estados Unidos. Sin embargo, son cada vez mayores las dudas sobre la verdadera capacidad de estas economías para continuar manteniendo tasas de crecimiento vigorosas en un contexto de práctico estancamiento de las naciones más avanzadas.

El incremento de los precios del petróleo y de las materias primas es el segundo de los factores fundamentales que explican la evolución reciente de la actividad y también de la inflación a nivel global, a pesar del relativo alivio que se ha producido después del verano. Los efectos del encarecimiento de estos precios se han dejado sentir plenamente sobre las economías más avanzadas, mientras que en el caso de las emergentes la traslación de los mayores costes energéticos está siendo más lenta y dista aún de haberse completado.

Pero es el tercero de los factores de esta lista el que, muy probablemente, condicionará en mayor medida la evolución de la economía mundial en los próximos trimestres. Me refiero, naturalmente, al severo agravamiento de la crisis financiera en Estados Unidos y en buena parte de Europa, y a la convulsa situación de los mercados financieros internacionales.

Cuando hace ahora más de un año se desencadenó la crisis de las hipotecas norteamericanas de baja calidad existía una gran incertidumbre sobre el alcance y la duración del episodio que entonces se iniciaba. A fecha de hoy, existe desgraciadamente la certeza de que estamos asistiendo a una crisis financiera global de enormes proporciones.

Si en un principio las dificultades parecieron circunscribirse a apenas unos pocos fondos de inversión y a algunas entidades hipotecarias norteamericanas relativamente menores, el conjunto de entidades afectadas se ha ido ampliando considerablemente, en un proceso en el que se han sucedido, sin práctica solución de continuidad, nacionalizaciones, quiebras, intervenciones de entidades, creación de nuevos esquemas de garantías para inversores y limitaciones importantes de prácticas de mercado, como las que han afectado a la venta en descuberto de acciones.

La lista de instituciones afectadas incluye a la gran banca de inversión, que como modelo de negocio ha sucumbido a las perturbaciones; a las agencias hipotecarias respaldadas por el Gobierno de los Estados Unidos, a una de las principales aseguradoras mundiales, o a importantes entidades de crédito americanas. En Europa, se han visto involucrados igualmente bancos ingleses, daneses o islandeses y, más recientemente, también algunos de países del área del euro, como Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Francia y Alemania. Asimismo, varios gobiernos europeos han anunciado su disposición a garantizar los depósitos de sus bancos. Y todo lo anterior palidece ante la trascendencia que tiene la decisión del Tesoro norteamericano de proponer un programa de gran alcance, cuyo objetivo declarado es afrontar de manera global los graves problemas de su sistema financiero. La dotación inicial de ese programa (700 mm de dólares) y la dramática presentación del mismo que hizo el Secretario del Tesoro de Estados Unidos ilustran la dimensión que ha alcanzado el problema. Como bien conocen Sus Señorías, el plan fue finalmente aprobado tras haber sido objeto de un tenso debate en el Congreso y en el Senado estadounidenses.

Ya es patente que, más allá de sus efectos sobre entidades concretas, esta crisis sin precedentes está alterando profundamente algunas de las coordenadas fundamentales que han servido de referencia para el desarrollo financiero mundial en las últimas décadas. Una economía como la española, que ha estado financiando fuera de sus fronteras un porcentaje importante de su gasto, difícilmente podrá aislarse de las consecuencias de cambios de tanto calado.

En los mercados financieros internacionales se ha pasado de una situación generalizada de infravaloración del riesgo a otra caracterizada por una extraordinaria cautela en la evaluación de los mismos. Experiencias pasadas ilustran sobradamente la tendencia de estos mercados a la sobrereacción. Pero no es sensato esperar que, una vez normalizada la situación, vayan a reproducirse sin más las condiciones de financiación internacional que existían hasta el verano de 2007 y que hoy nadie duda en calificar como excesivamente laxas.

Del mismo modo, pocos cuestionan ya que la expansión de los balances de un buen número de las principales instituciones financieras cruzó límites que no deberían haberse sobrepasado. El proceso actual de desapalancamiento financiero puede reflejar, en primera instancia, la corrección de algunos excesos cometidos. Pero, desde una perspectiva más amplia, revela igualmente un movimiento más de fondo hacia una reducción generalizada de los niveles de endeudamiento de los intermediarios financieros y una restricción de los flujos de crédito, cuyos efectos deberán dejarse sentir igualmente sobre sus prestatarios últimos: las empresas y las familias.

Por último, no quería dejar de señalar que la magnitud de los desequilibrios que se han generado y la dimensión y coste de las intervenciones aprobadas por los distintos gobiernos han abierto un necesario período de reflexión sobre el papel de las autoridades económicas en el desarrollo y en la supervisión de los mercados financieros.

Por el momento, sin embargo, me limitaré a recordar que uno de los aspectos que la crisis financiera actual ha puesto de relieve es la importancia de que los bancos centrales cuenten con los instrumentos apropiados para poder gestionar con suficiente flexibilidad su política de provisión de liquidez en presencia de perturbaciones que, como las actuales, están alterando profundamente el funcionamiento de los canales habituales a través de los cuales tiene lugar la redistribución de esos recursos líquidos entre las diferentes entidades que los demandan. En este sentido, es ampliamente reconocido que el marco operativo de la política monetaria del Eurosistema permitió, desde el primer momento, satisfacer las demandas de liquidez de los bancos del área, con lo que está evitando que surjan tensiones adicionales que pudieran agravar la situación de los mercados financieros.

En cualquier caso, volviendo a los desarrollos macroeconómicos que son más relevantes para enmarcar el desenvolvimiento de la economía española, es evidente que en la UEM, como en el resto del mundo, las condiciones financieras se han endurecido notablemente, un endurecimiento que ha venido a sumarse a los efectos contractivos de los choques del petróleo y de las materias primas sobre las rentas reales de los agentes y sobre la capacidad de producción. Los datos más recientes, correspondientes al segundo trimestre del año en curso, muestran cómo el ritmo de crecimiento del área se ha debilitado hasta el 1,4%, situándose por debajo de su potencial. Las proyecciones del BCE de principios de septiembre apuntaban avances entre el 1,1% y el 1,7% este año, y entre el 0,6% y el 1,8% el siguiente, sometidas a un importante grado de incertidumbre y a riesgos de desviación a la baja que se han acentuado en las últimas semanas.

Y, además, a la vez que se desaceleraba el crecimiento, se intensificaron las tensiones inflacionistas y de revisión al alza de las expectativas, incrementándose el riesgo de desanclaje de las mismas. A nadie se le oculta que una eventual pérdida del control de la inflación, con el consiguiente deterioro de las expectativas de precios, contribuiría a agravar significativamente las tendencias al debilitamiento económico del área.

Este es el difícil marco en el que el Consejo de Gobierno del BCE ha tenido que tomar las decisiones de política monetaria, decisiones que se han modulado en todo momento teniendo en cuenta el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras y del cambio en el

dinamismo de la demanda. De este modo, en un contexto de creciente incertidumbre, se decidió mantener los tipos de interés de intervención constantes hasta el mes de julio pasado, cuando la materialización de algunos de los riesgos para la estabilidad de precios identificados previamente obligó a aumentarlos en un cuarto de punto.

En la reciente reunión del Consejo de Gobierno, sin embargo, hemos constatado tanto un debilitamiento de la actividad en el área como que los últimos datos de precios apuntan el inicio de una cierta moderación, de manera que los riesgos inflacionistas se han reducido algo, aunque no han desaparecido, por lo que la política monetaria debe seguir contribuyendo a contenerlos. También hemos reiterado, ante la gravedad de las tensiones que viven los mercados financieros internacionales, la disposición del Eurosistema a suministrar toda la liquidez requerida durante todo el tiempo que sea necesario.

Y ya paso a centrarme en la economía española. Como tuve oportunidad de explicar en esta misma Cámara antes del verano, en España el cambio de fase cíclica se había iniciado antes de la aparición del episodio de turbulencias financieras, dejándose sentir principalmente en el sector inmobiliario, que iniciaba un proceso de corrección de los excesos acumulados durante la larga fase expansiva.

Estos excesos se habían generado, en buena medida, por el entorno global de relajación financiera y de infravaloración del riesgo al que ya me he referido, así como por unas condiciones monetarias y financieras que resultaban particularmente holgadas para España, tras su ingreso en la UEM, pues basculaban sobre unos tipos de interés que permanecieron en niveles reducidos durante un período de tiempo muy dilatado y favorecieron un rápido endeudamiento de los hogares y de las empresas, en especial las relacionadas con el sector inmobiliario.

En todo caso, el ajuste del sector inmobiliario se inició de forma paulatina, reflejando el propio gradualismo con el que se fueron modificando los determinantes de la inversión residencial. De este modo, a medida que el cambio en la orientación de la política monetaria iniciado a finales de 2005 se fue trasladando al coste de financiación de las familias y de las empresas y cuando la sobrevaloración del precio de la vivienda se fue haciendo más patente, el dinamismo del sector se fue moderando.

Sin embargo, esa pauta gradual se vio alterada cuando la erupción de la crisis financiera internacional elevó de manera generalizada las primas de riesgo crediticio, bloqueó una parte muy significativa de los mecanismos de financiación mayorista de los bancos y propagó la incertidumbre y la desconfianza, de manera singular sobre las economías sometidas a ajustes inmobiliarios. En este contexto, la demanda de viviendas se retrajo de forma drástica cuando la edificación todavía registraba volúmenes muy elevados, y sus precios, tras varios años de aumentos cada vez más moderados, empezaron a registrar pequeños descensos en algunos de los indicadores del mercado a partir del segundo trimestre de este año, a la vez que la iniciación de viviendas se redujo casi a la mitad. Este brusco cambio de escenario, junto con el endurecimiento en las condiciones de financiación, aspecto sobre el que me detendré con detalle más adelante, provocó que las empresas inmobiliarias se vieran abocadas a abordar reestructuraciones, llegando algunas de ellas a entrar en situación concursal. Este conjunto de factores añadió severidad a la corrección del sector residencial, con implicaciones adversas sobre el empleo, que está actuando como el principal canal de propagación del ajuste del sector hacia el resto de la economía.

El consumo de los hogares está reflejando con rapidez el deterioro de la confianza, en un marco de importantes tensiones financieras, y el abrupto cambio de tendencia del empleo, de manera

que podría estar dando lugar a un cierto repunte de la tasa de ahorro que resulta coherente con el escenario actual de mayor incertidumbre y dificultades de financiación. Me parece importante subrayar que esta profunda desaceleración del consumo privado es el factor que más está contribuyendo a la pérdida de dinamismo de la economía. La inversión empresarial acusó también una rápida desaceleración, en línea con el cambio en las condiciones financieras, el perfil de la demanda interna y el deterioro de la confianza empresarial. Sin embargo, las exportaciones mantienen ritmos de crecimiento relativamente elevados, a pesar del deterioro del comercio mundial en lo que va de año, y están proporcionando algún apoyo a la inversión en equipo.

Este buen comportamiento de las ventas al exterior, junto con el pronunciado recorte en la tasa de avance de las importaciones, ha determinado que, por primera vez desde 2001, el sector exterior tuviera una contribución positiva al crecimiento del PIB, amortiguando parcialmente la ralentización de la demanda nacional. La demanda exterior neta está suministrando así una línea de soporte frente a la tendencia generalizada al debilitamiento.

Por el lado de la oferta, cobra especial relevancia el hecho de que el intenso ajuste del empleo está teniendo lugar cuando se están produciendo a la vez elevados incrementos de los costes laborales, porque la negociación colectiva está incorporando el deterioro en las expectativas de inflación y porque la activación de las cláusulas de salvaguarda está trasladando a los salarios la desviación en la inflación que se produjo el año pasado. Desafortunadamente, existe el riesgo de que esto vuelva a ocurrir en 2009, pudiéndose desencadenar efectos de segunda vuelta en una coyuntura en la que el comportamiento del empleo tiene gran importancia, como ya he dicho, para la modulación de la fase de debilidad cíclica de la economía. Por otra parte, este aumento en los salarios no ha estado acompañado de incrementos en la productividad de cuantía similar, por lo que los aumentos de los costes laborales unitarios siguen siendo superiores a los de nuestros socios comerciales. Si, además, los márgenes empresariales continúan ampliándose como viene observándose, aumentarían las dificultades de la economía para competir en el exterior, socavando uno de los posibles resortes de reactivación.

Por su parte, la inflación registró en la primera parte del año un rápido incremento, a pesar de la pérdida de pulso de la actividad. Como en otros países, la escalada de los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias explica en gran medida este desarrollo, si bien la mayor dependencia energética de la economía española y la baja fiscalidad sobre la energía han tendido a ampliar ese efecto. Los últimos datos apuntan el inicio de lo que debería ser una fase de gradual contención, aunque sobre este punto volveré más adelante.

Ya he mencionado que entre los factores que han debilitado el crecimiento del gasto se encuentra el endurecimiento de las condiciones financieras. Dada su estrecha relación con la crisis financiera internacional, me parece oportuno detenerme en el análisis del comportamiento del crédito en España durante este período.

Los préstamos concedidos por las entidades residentes a las familias y a las empresas españolas comenzaron a ralentizarse antes de que el aumento de la morosidad de las hipotecas de baja calidad en Estados Unidos desatase la presente crisis financiera internacional. El paulatino incremento de los costes de financiación, la revisión a la baja de las expectativas de renta futura y de revalorización de la riqueza y los propios niveles de endeudamiento alcanzados se habían conjugado ya, antes del verano de 2007, para reconducir las tasas de crecimiento de las deudas hacia ritmos más sostenibles.

Naturalmente, las mayores cautelas en la valoración de los riesgos y la severa reducción de los flujos de financiación internacionales que ha traído consigo esta crisis financiera interna-

cional han venido a añadir nuevos elementos de moderación por el lado de la oferta, que han contribuido igualmente a la desaceleración del crédito.

Como resultado conjunto de ambas fuerzas, los datos más recientes muestran unas tasas de crecimiento interanual de la financiación a las empresas y a las familias españolas en el entorno del 10% y del 7%, respectivamente. Evaluada desde una perspectiva temporal más corta, la expansión del crédito resulta algo más moderada, aunque no llega a alejarse significativamente del crecimiento nominal del PIB. Como cabría esperar en un contexto como el actual, de mayor incertidumbre y de mayor aversión al riesgo, estos nuevos préstamos se están concediendo en condiciones más onerosas que en el pasado, incluyendo entre ellas unas menores ratios préstamo-valor o unos plazos menos dilatados.

Por tanto, puede decirse que la trayectoria que ha seguido el crédito en nuestro país hasta agosto refleja un comportamiento coherente con el proceso de ajuste que está viviendo la economía española y con las condiciones del entorno global en el que este está teniendo lugar, que suponen mayores costes financieros, acentuada aversión al riesgo y graves dificultades para la obtención de recursos en los mercados financieros internacionales.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, las entidades españolas han demostrado una mayor capacidad de resistencia que las de otros muchos países. Pero, como he repetido en distintas ocasiones, no es momento para la complacencia, pues los retos futuros son importantes. Una crisis como la que está sacudiendo hoy los mercados financieros de todo el mundo difícilmente podrá resultar neutral para quienes dependen de ellos en mayor medida. Tampoco se pueden ignorar las implicaciones que puede tener el hecho de que una parte importante de los flujos de financiación del sistema financiero español esté vinculada, de uno u otro modo, al sector inmobiliario.

No obstante, debido a múltiples razones, entre las que cabe citar la calidad de nuestra regulación y supervisión, las entidades españolas no han estado involucradas ni en la generación, ni en la comercialización ni en la adquisición de los productos financieros tóxicos que tanto daño están infligiendo al sistema financiero internacional. Sus niveles de eficiencia, de rentabilidad y de solvencia les han colocado, además, en una posición de relativa fortaleza para hacer frente a esta crisis.

Por eso, y ante los acontecimientos que día a día se vienen sucediendo en el sistema financiero internacional, quiero, como gobernador del Banco de España, hacer un llamamiento a la calma y reiterar la confianza en el sistema financiero español, un sistema bien gestionado, regulado y supervisado. Les puedo asegurar que, en estos momentos, no hay nada que ponga en riesgo los ahorros de los depositantes españoles.

Todas estas consideraciones sobre la crisis financiera internacional introducen una gran incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la economía española. La información de que se dispone apunta a tasas de variación intertrimestrales prácticamente nulas e incluso negativas en la segunda parte del año y a la prolongación del proceso de ajuste en 2009, con ritmos de avance del producto más difíciles de calibrar, pero que probablemente sean también débiles. Cabe esperar una intensificación del proceso de corrección de la inversión residencial, pues los registros de la obra en ejecución reflejarán el año que viene el frenazo de las iniciaciones. Es de prever, asimismo, que continúe la desaceleración del consumo, sobre todo por la debilidad del empleo, y que la inversión empresarial refleje el declive de la actividad. Según todo ello, la contribución de la demanda interna al crecimiento del producto podría llegar a ser negativa y solo podría ser atenuada por el sector exterior si se mantiene la pujanza

de las exportaciones y continúa, como parece lógico, la desaceleración de las importaciones. La importancia que en las actuales circunstancias tiene el efecto dinamizador del sector exterior pone de relieve la relevancia de la evolución futura de la competitividad.

La tendencia previsible de la inflación apunta, como ya he dicho, hacia incrementos medios de precios cada vez más moderados en lo que resta de año, en gran medida por los efectos base de los aumentos de los precios de la energía y de los alimentos elaborados de finales del año pasado y de los descensos recientes en el precio del crudo, siempre y cuando estos se consoliden. Esta trayectoria debería prolongarse a lo largo del próximo año, apoyada, adicionalmente, en la propia debilidad de la demanda. No obstante, para alcanzar una convergencia más completa y sostenible con el área del euro es necesario evitar que se materialicen los riesgos alcistas que se derivan de los efectos indirectos y de segunda vuelta de los aumentos de costes y precios de este año.

El cuadro macroeconómico sobre el que el Gobierno ha elaborado el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2009 recoge, en sus líneas principales, la trayectoria de ajuste macroeconómico a la que antes me he referido, pero se encuentra sujeto a riesgos de desviación a la baja, sobre todo en la evolución de la demanda interna y, en particular, de la inversión residencial. Hay que tener en cuenta, además, que la coyuntura mundial y el impacto de las perturbaciones financieras internacionales van a acentuar dichos riesgos.

A la hora de diseñar los Presupuestos, resulta muy relevante tomar en consideración el pronunciado cambio que se ha producido en la situación cíclica de la economía, así como tener en cuenta la rapidez con la que las finanzas públicas lo están acusando. En comparecencias públicas anteriores ya advertí de que los buenos resultados fiscales de los últimos años tenían un componente muy vinculado a la expansión del sector inmobiliario, que tendería a desaparecer en etapas de menor crecimiento. Desgraciadamente, la pérdida de impulso de la recaudación fiscal se está manifestando con intensidad, lo que, unido al significativo impacto recaudatorio de las medidas expansivas que se han ido tomando a lo largo de este ejercicio, hace que el cierre de las cuentas públicas en 2008 vaya a ser peor que el que se preveía hace tan solo unos meses, y que el saldo de las Administraciones Públicas a final de año sea ya deficitario.

La debilidad de la actividad en 2009 generará una dinámica de ampliación del déficit que, dada la situación de incertidumbre en la que nos movemos, no se puede descartar que pudiera alcanzar una magnitud superior a la prevista en el propio Proyecto de Presupuestos. En este contexto, tengo que reiterar el mensaje de prudencia en la gestión de la política fiscal, según el cual la política presupuestaria debe centrarse en permitir que los estabilizadores automáticos sigan desplegando el efecto contracíclico para el que han sido diseñados, a la vez que se preservan las bases para el mantenimiento de una posición saneada a largo plazo. Dada la incertidumbre que rodea el escenario de crecimiento mundial, es importante que la política fiscal mantenga márgenes de actuación ante posibles situaciones de mayor debilidad. Nada sería peor que tener que enfrentarse a nuevas perturbaciones cuando la única opción que quedara fuera la de tener que reducir el déficit, como nos ocurrió en el pasado o como le ha sucedido más recientemente a otros países de nuestro entorno. Además, debe preservarse la gran ventaja que para la economía española supone mantener una ratio de deuda pública en relación con el PIB comparativamente reducida.

Se ha de mantener, asimismo, una actitud vigilante para evitar desviaciones del gasto corriente que reduzcan el margen de maniobra para acometer los programas de inversión pública y la ejecución de otros gastos productivos comprometidos en los Presupuestos. No debemos

olvidar que, cuando se producen episodios de desbordamiento del gasto público, el ajuste posterior suele recaer sobre el gasto productivo y, de forma singular, sobre la inversión pública, con implicaciones adversas sobre el potencial de crecimiento a largo plazo. En las presentes circunstancias, además, disponer de un cierto margen para acometer los planes de inversión en infraestructuras en marcha resulta fundamental para suavizar el ajuste en el sector de la construcción.

Los Presupuestos del Estado deben, en mi opinión, cumplir estas premisas, pero las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales tienen también una gran responsabilidad en esta tarea, pues una parte muy importante del gasto público —y, en particular, de la inversión pública— se ejecuta por las Administraciones Territoriales y estas afrontan también una etapa de rápido descenso en su capacidad recaudatoria.

En otro orden de cosas, un aspecto preocupante del escenario que acabo de describir es la rapidez e intensidad en la respuesta del empleo, que, como ya he dicho, está amplificando el efecto de la corrección del sector residencial sobre el resto de la economía. Un comportamiento que revela la persistencia de insuficiencias en el funcionamiento de los mercados de factores y de productos que hacen recaer el peso del ajuste sobre el nivel de ocupación y obstaculizan la necesaria reasignación de los factores productivos entre sectores.

El comportamiento de los costes salariales y los altos márgenes que se observan en ciertas actividades tienden, además, a hacer más persistente el episodio inflacionista, con las consecuencias negativas que ello puede acarrear para los hábitos en la formación de precios y costes y para la evolución de los precios y los costes relativos que inciden en la competitividad de la economía.

Por ello, resulta muy importante no perder de vista que el principal instrumento del que se dispone en las actuales circunstancias es el de acometer reformas estructurales que flexibilicen la economía, liberalicen determinados sectores y mercados e incrementen la competencia. Pese a los esfuerzos realizados en las últimas décadas, en la economía española existen todavía numerosos ámbitos en los que se necesitan reformas. No es el objetivo de esta comparecencia hacer un planteamiento detallado de las mismas, por lo que únicamente me referiré brevemente a aquellas áreas en las que considero urgente actuar, con la intención de subrayar que es en este terreno en el que se encuentra el posible margen de maniobra para actuar frente al debilitamiento del crecimiento dentro de la unión monetaria.

En el mercado de trabajo, es prioritario conseguir una reducción más suave del empleo en etapas de desaceleración cíclica, y para ello se han de explorar vías que faciliten la respuesta de los salarios a cambios en el entorno económico, los adecuen a los avances en la productividad y se evite la inercia alcista frente a perturbaciones exteriores que introducen mecanismos como las cláusulas de salvaguarda. Es imprescindible también preservar en niveles reducidos el desempleo de larga duración, y para ello se ha de facilitar al máximo el tránsito desde las situaciones de paro al empleo, mejorando el funcionamiento de los servicios de empleo y la efectividad de las políticas activas.

En el mercado de la vivienda, se debe mejorar la regulación del alquiler para hacerlo más flexible y rentable, de manera que se propicie la adquisición de viviendas con finalidad inversora, ayudando así a reducir el exceso de oferta. Además, la puesta en el mercado de alquiler de estas viviendas ampliaría las posibilidades de satisfacer la demanda de servicios residenciales de la población.

En las actividades de servicios y, en particular, de la distribución comercial existe también margen para introducir un entorno más competitivo y para alcanzar importantes ganancias de eficiencia. La transposición de la Directiva de Servicios ofrece una oportunidad singular para avanzar en la consecución del objetivo de reducir nuestra tasa de inflación y aumentar la competitividad de la economía y el poder adquisitivo de las familias, en un contexto en el que sus rentas se han visto mermadas por el encarecimiento del petróleo y la desaceleración del empleo.

Con estos mismos objetivos, deberían introducirse mejoras en la regulación de las industrias de red y, en particular, del sector de la energía, que favorezcan la competencia y permitan incrementar la eficiencia energética, así como en los servicios portuarios, aeroportuarios y de transporte ferroviario de mercancías, sectores que en España son esenciales para fortalecer la competitividad de los sectores industriales y exportadores.

Permitanme terminar expresando mi confianza en que, si la economía española es capaz de aprovechar los resortes que se han ido construyendo a lo largo de muchos años de fortalecimiento de la estabilidad y de mejora en el funcionamiento de los mercados y se profundiza en esta línea, podrá superar los retos y las dificultades a las que se enfrenta y seguir avanzando a medio plazo en el recorte de las diferencias de bienestar con los países más avanzados.

7.10.2008.

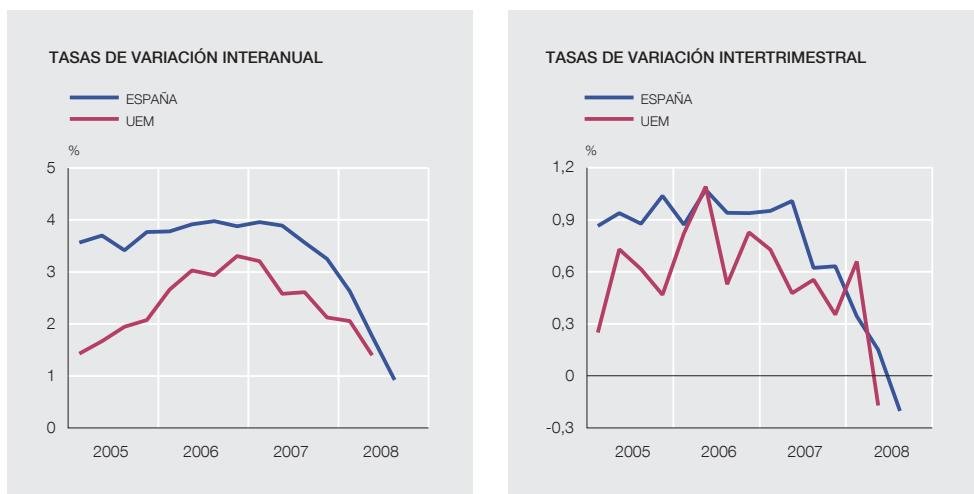
INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

Durante la parte transcurrida del 2008, la economía española ha seguido profundizando el ajuste iniciado el año pasado, en un clima de elevada inestabilidad financiera internacional, que ha alcanzado niveles máximos durante el mes de octubre. En el segundo trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta situarse en el 1,8% (0,1% en términos intertrimestrales), lo que se debió a un comportamiento más desacelerado de la demanda nacional, que creció a una tasa interanual del 1,4% (2,7% en el trimestre precedente), parcialmente compensado por una mejora de la aportación de la demanda exterior neta, que, por primera vez desde 2001, fue positiva y añadió 0,3 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB.

Los indicadores referidos al tercer trimestre de 2008 muestran una intensificación del ajuste, en un entorno en el que el profundo deterioro que están experimentando los mercados financieros internacionales desde mediados de septiembre ha agravado la situación de incertidumbre —con importantes efectos sobre la confianza de los agentes— y ha supuesto un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación. Bajo estos parámetros, las estimaciones realizadas a partir de la información disponible apuntan a que la tasa de crecimiento interanual del PIB en el tercer trimestre se redujo en nueve décimas, hasta el 0,9%, cifra que representa una tasa intertrimestral ligeramente negativa, del -0,2%. Detrás de esta nueva desaceleración del producto se encuentra el significativo recorte en la tasa de avance de la demanda nacional, que se situó en el 0,3% en términos interanuales, al que contribuyeron todos sus componentes, aunque de forma más destacada la inversión residencial y el consumo de los hogares. Frente a ello, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento volvió a aumentar en el período julio-septiembre, hasta situarse en 0,6 pp, como consecuencia de la sensible reducción de la tasa de crecimiento de las importaciones y del mantenimiento de un cierto dinamismo de las ventas al exterior. Por el lado de la oferta, prosiguió la intensa corrección de la actividad en el sector de la construcción y la caída del valor añadido en las manufacturas, a la vez que se iniciaba un proceso de destrucción de empleo que se extendió a las distintas ramas productivas, excepto a los servicios. La información de la EPA correspondiente al tercer trimestre sitúa el descenso de la ocupación en este período en un 0,8% en términos de su tasa interanual, y eleva la tasa de paro hasta el 11,3%. En cuanto a los precios, la tasa de inflación experimentó una cierta mejoría a partir del mes de agosto, como consecuencia, principalmente, de la fuerte disminución de los precios del petróleo que se inició a mediados de julio. El IAPC alcanzó en septiembre una tasa de variación interanual del 4,6% —frente al máximo alcanzado dos meses antes, del 5,3%—, y el diferencial con la UEM se situó en 1 pp, ligeramente inferior al del trimestre previo.

En el panorama económico internacional, el deterioro de la situación financiera a partir de la segunda mitad de septiembre, tras algo más de un año de persistente inestabilidad, desembocó en una grave crisis de confianza y comenzó a extenderse hacia las economías emergentes, cuyos mercados financieros habían permanecido relativamente aislados de las turbulencias en la etapa previa. En estas condiciones, se produjo un nuevo y sustancial empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de los principales países industrializados. En paralelo a ese deterioro, se reducía sustancialmente el precio del petróleo, desde los máximos alcanzados a mediados de julio, y mejoraban las perspectivas de inflación. Todos estos acontecimientos hacen que la economía mundial afronte los próximos trimestres en un entorno de máxima incertidumbre y que se agudicen los riesgos de que la fase bajista del ciclo sea más pronunciada y duradera.



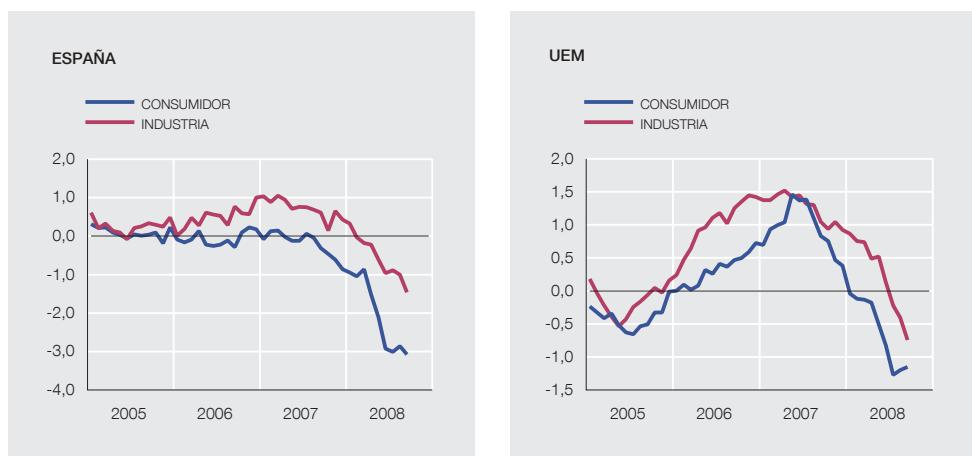
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

La inestabilidad en los mercados financieros internacionales se agravó ante el deterioro de la posición de algunas instituciones financieras, muy relevantes desde el punto de vista sistémico, que dio lugar a la quiebra de un importante banco de inversión americano y desembocó en una serie de procesos de consolidación bancaria y de rescates públicos de entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. Estos acontecimientos deterioraron severamente la situación de los mercados financieros, en los que se bloquearon los mercados interbancarios y otros mercados claves mayoristas (véase recuadro 1), como el del papel comercial, se ampliaron las primas de riesgo crediticio y se desplomaron las cotizaciones bursátiles, dentro de una trayectoria de elevada volatilidad, con caídas de los principales índices bursátiles superiores al 15% desde el mes de junio.

Ante la gravedad de la situación, los bancos centrales y los gobiernos de los principales países desarrollados desplegaron una amplia batería de medidas de distinto alcance, con el triple objetivo de restablecer la confianza, estabilizar los mercados financieros y evitar que se materializaran los potenciales riesgos sistémicos. Para garantizar la liquidez demandada por las instituciones financieras, en un entorno de deficiente funcionamiento de los mercados interbancarios, los principales bancos centrales adoptaron un conjunto de medidas extraordinarias de suministro de liquidez, incluyendo tanto cambios en los plazos de sus préstamos como ampliaciones del colateral admitido como contrapartida, además de un incremento significativo de los volúmenes prestados. El BCE se comprometió a suministrar cantidades ilimitadas de liquidez, a plazos que van desde la semana hasta los seis meses, mientras duren las actuales circunstancias y, al menos, hasta enero de 2009. Adicionalmente, el 8 de octubre, la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra acordaron una reducción concertada de los tipos de intervención en 50 puntos básicos (pb), decisión que fue seguida por las autoridades monetarias de algunas economías emergentes.

Por otra parte, algunos gobiernos adoptaron, inicialmente de manera unilateral, medidas de apoyo al sistema bancario, entre las que se encuentra el plan de adquisición de activos dañados de las entidades financieras, anunciado por el Tesoro de Estados Unidos el 19 de septiembre, al que siguieron la extensión de la garantía de depósitos en Irlanda o el plan británico, cuyo eje central consiste en la recapitalización de los bancos por parte del Tesoro. Sin embargo, la excepcionalidad de la situación requirió una actuación concertada de los gobiernos

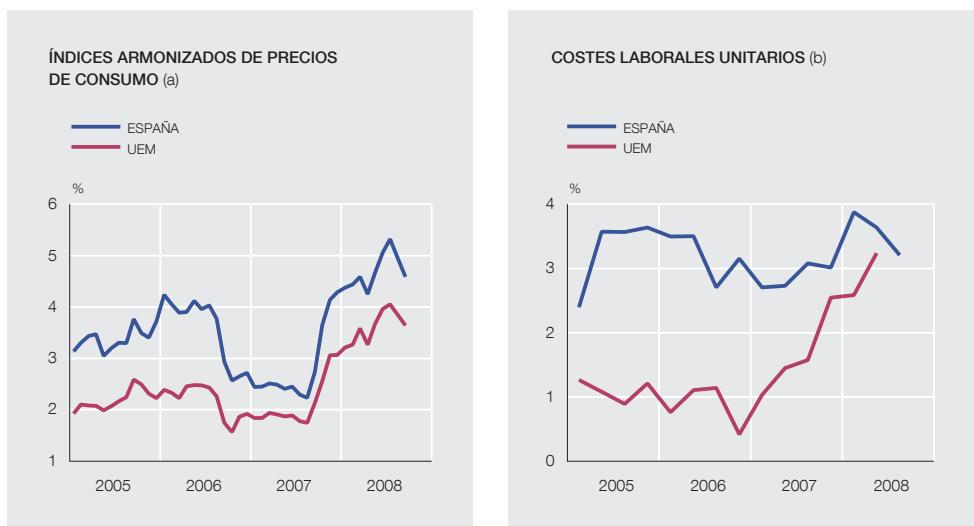


FUENTE: Comisión Europea.

a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

afectados por la crisis, que cristalizó a escala global durante la cumbre de los países del G 8 en Washington. En el ámbito europeo, la reunión del Consejo ECOFIN del 4 de octubre, junto con la posterior declaración conjunta de la UE, marcó el inicio de un proceso de coordinación que culminó el 12 de octubre con el lanzamiento de un plan de acción concertado por parte de los Jefes de Estado y de Gobierno del Eurogrupo (véase recuadro 2). Dicho plan de acción constituye una acción excepcional de los Estados miembros para asegurar la estabilidad del sistema financiero y restaurar la confianza. Con este objetivo, los acuerdos adoptados se articulan en torno a tres grandes áreas: la elevación de los umbrales de garantía de los fondos nacionales de garantía de depósitos; la adopción de medidas encaminadas a evitar la interrupción de flujos crediticios, incluyendo tanto la posibilidad de adquirir o canjear activos de las entidades como la implantación de sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda; y, por último, la posibilidad de que las entidades mejoren sus ratios de capital, mediante operaciones de recapitalización realizadas por los Tesoros correspondientes. Todas estas actuaciones han de diseñarse con vocación de temporalidad, y deben respetar el funcionamiento del mercado único, garantizar que accionistas y directivos asumen sus responsabilidades y proteger los intereses de los contribuyentes. Bajo estas premisas, se enmarcan las medidas adoptadas por el Gobierno de España los días 10 y 13 de octubre. En concreto, el 10 de octubre se decidió elevar el umbral de las garantías de depósito hasta 100.000 euros y la creación de un fondo con cargo al Tesoro, con una aportación inicial de 30 mm y ampliable hasta 50 mm, para la adquisición de activos españoles de máxima calidad. Posteriormente, el 13 de octubre se autorizó el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España, hasta un importe máximo de 100 mm de euros en 2008, y se autorizó con carácter excepcional la adquisición de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

En el entorno de inestabilidad descrito, la actividad de la economía mundial siguió deteriorándose a lo largo de los meses de verano, tras haber registrado crecimientos nulos o negativos en el segundo trimestre en la zona del euro, Reino Unido y Japón, y más elevados en Estados Unidos, aunque en este caso, apoyado por el paquete fiscal para la reactivación de la economía. Por su parte, en las economías emergentes la actividad permaneció robusta a lo largo del trimestre, aunque por lo general mostró un perfil de moderada desaceleración, en un entorno de tensiones crecientes en sus mercados financieros.



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

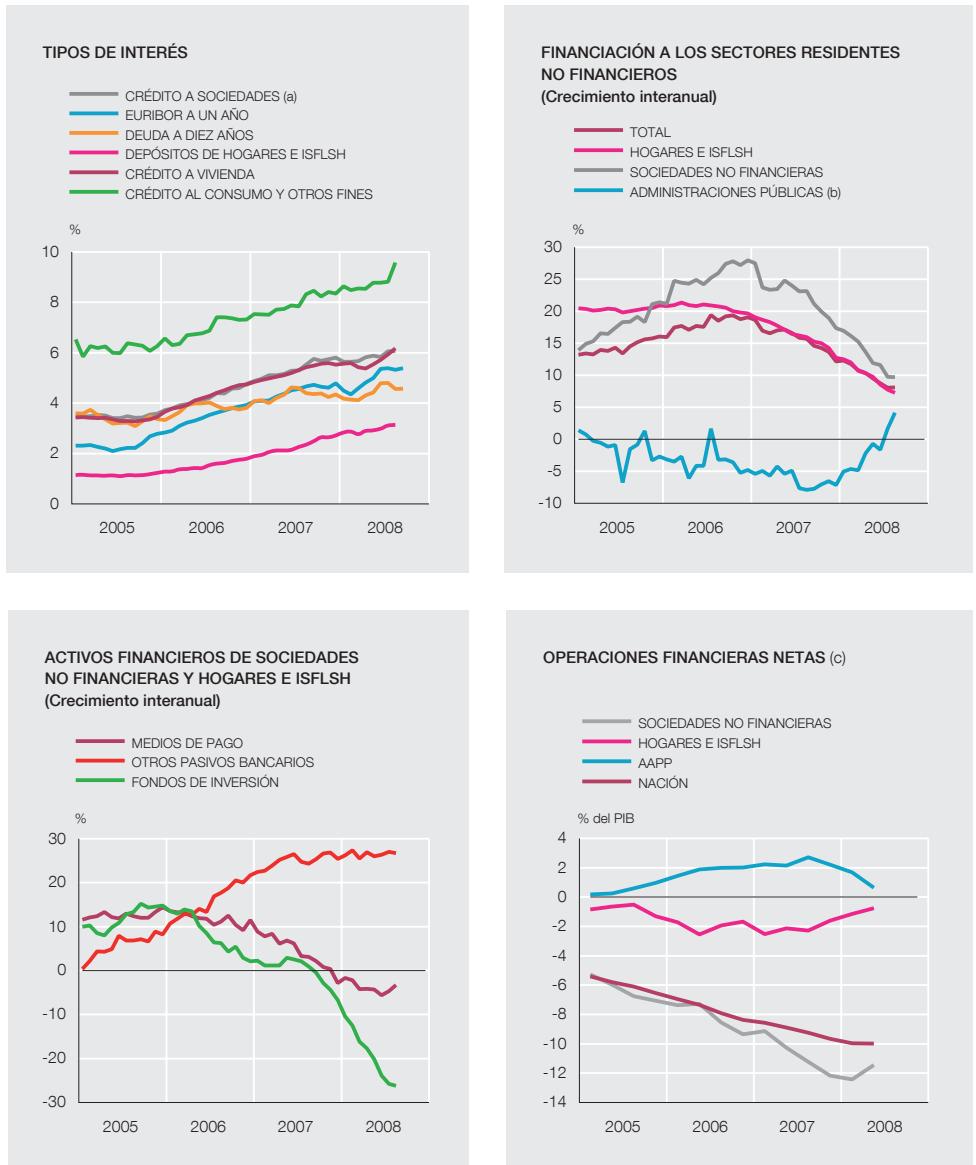
a. Tasas de variación interanual.

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

En cuanto a la evolución económica de la zona del euro, tras experimentar en el segundo trimestre un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB más intenso del previsto, los indicadores coyunturales disponibles mantienen en general una notable atonía. En el ámbito de los precios, las presiones alcistas se han atenuado, en consonancia con el retroceso que han registrado los precios de las materias primas desde mediados de julio, lo que, unido al debilitamiento de la actividad, ha aminorado los riesgos de un posible deslizamiento al alza de los salarios. En este contexto, el BCE redujo los tipos de interés de intervención el 8 de octubre, en la acción concertada ya comentada. Como resultado de ello, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación se redujeron en 50 pb, hasta quedar situados en el 3,75%, y se recortó la amplitud de la banda que determinan las facilidades permanentes, desde los 200 pb a 100 pb, con lo que los tipos para las facilidades de depósito y de crédito se sitúan desde entonces en el 3,25% y el 4,25%, respectivamente (véase recuadro 3).

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior en el que se ha desenvuelto la economía española en estos últimos meses se ha seguido debilitando y ha estado sujeto a importantes perturbaciones en el ámbito financiero. En este contexto, las condiciones de financiación de familias y empresas en España mostraron un nuevo endurecimiento, como resultado de incrementos adicionales en el coste de los fondos y de la aplicación de criterios más estrictos por parte de las entidades en la concesión de préstamos. Adicionalmente, la caída en las cotizaciones bursátiles, junto con la moderada disminución en los precios de los inmuebles, que, según la información proporcionada por el Ministerio de Vivienda, se redujeron en el tercer trimestre en un 1,3% en tasa intertrimestral, tuvo un efecto adverso sobre la riqueza de los hogares.

En estas condiciones, el gasto de las familias acusó una nueva desaceleración. La tasa de variación del consumo se redujo hasta alcanzar registros inferiores al 1% en términos de su crecimiento interanual, muy afectado por el deterioro de la confianza de los agentes —que se situó en mínimos históricos, según la información de los indicadores habituales—, la desaceleración de la renta disponible —ante el mal comportamiento del empleo y el aumento de la tasa de inflación— y la pérdida de valor de la riqueza. Todos estos factores amortiguaron el



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.

efecto expansivo que, en circunstancias de menor incertidumbre, podrían haber tenido la rebaja del IRPF, que entró en vigor a finales de junio, y el repunte de los salarios —que están reflejando con gran rapidez el deterioro de las perspectivas de inflación, a pesar del debilitamiento del mercado de trabajo—. Este entorno de incertidumbre está propiciando la recuperación de la tasa de ahorro de las familias, que ya en el segundo trimestre quebró una trayectoria descendente que había durado nueve trimestres, elevándose hasta el 10,7% de la renta disponible en el acumulado de cuatro trimestres.

En cuanto a la inversión residencial, los indicadores disponibles apuntan hacia una disminución de la actividad, que se va haciendo más pronunciada a medida que avanza el año, como consecuencia del importante efecto contractivo que está teniendo el clima de incertidumbre

sobre las decisiones de compra de vivienda. Por su parte, el cambio en las expectativas sobre la evolución de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación continúan desalentando la inversión residencial, lo que desencadenó el inicio de un proceso de reestructuraciones de empresas inmobiliarias, que añadió severidad al ajuste del sector.

La contrapartida de este descenso de la inversión de las familias y del aumento de la tasa de ahorro está siendo la disminución de las necesidades de financiación de los hogares, que en el segundo trimestre se redujeron hasta el 1,9% del PIB, en media de cuatro trimestres, y es posible que lo hayan seguido haciendo en el período más reciente. En este contexto, el ritmo de avance del endeudamiento de las familias se ralentizó de nuevo, hasta alcanzar en agosto —fecha, en todo caso, anterior a la fase más aguda de las tensiones recientes— una tasa de variación interanual próxima al 7%, un punto inferior a la registrada en junio, lo que afectó tanto a los préstamos para la adquisición de vivienda como a los destinados al consumo y otros fines. Es posible que esta trayectoria de desaceleración se haya intensificado a partir de septiembre, a raíz del agravamiento de la situación en los mercados financieros.

La inversión empresarial se está viendo afectada también por el clima de incertidumbre dominante, tanto en su componente de equipo como en el de otras construcciones, experimentando un ajuste intenso ante el cambio del entorno macroeconómico. La inversión presentó, por tanto, signos de acusada debilidad, en línea con el perfil de la demanda final, el fuerte deterioro de la confianza empresarial y la ralentización de los beneficios empresariales, y solo el mantenimiento de las exportaciones podría estar proporcionando un cierto soporte a los planes de gasto de las empresas. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones de financiación, junto con la desaceleración de la actividad, está propiciando un menor recurso a los fondos ajenos por parte de las sociedades no financieras, que creció en agosto a una tasa interanual próxima al 10%, dos puntos por debajo de la de junio, si bien —también en este caso— cabe prever una intensificación de esta tendencia en los meses de septiembre y octubre. Por actividades productivas, la información más reciente, que se refiere al mes de junio, muestra una desaceleración muy intensa de los fondos destinados a financiar actividades inmobiliarias y más atenuada en los captados por las ramas de la construcción y la industria. Por el contrario, los recursos destinados a financiar otros servicios mantuvieron tasas elevadas, similares a las de trimestres anteriores.

En línea con la progresiva pérdida de vigor del crédito, la ratio de endeudamiento de las sociedades se habría reducido ligeramente en el tercer trimestre, si bien la carga financiera habría seguido aumentando ante la evolución ascendente de los costes de financiación. En conjunto, las ratios de rentabilidad experimentaron una pequeña inflexión en el segundo trimestre y las tasas de dudosidad siguieron aumentando en este mismo período, especialmente en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Este progresivo debilitamiento del gasto interno contrasta con el mayor dinamismo de la demanda exterior neta, para la que se estima una contribución positiva al crecimiento del producto de 0,6 pp en el tercer trimestre. Detrás de esta evolución se encuentra el mantenimiento de un tono relativamente positivo de las exportaciones de bienes; pero, sobre todo, la debilidad de las importaciones, que, como en ciclos anteriores, están reflejando con rapidez el ajuste a la baja de la demanda final. En el caso de las ventas al exterior, los aumentos del tercer trimestre fueron algo más reducidos que en la primera mitad del ejercicio, pero, en todo caso, continúan avanzando a ritmos algo más elevados que nuestros mercados de exportación. Por su parte, la depreciación que ha registrado el euro desde mediados de agosto ha permitido un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio en estos últimos meses, amortiguando las pérdidas acumuladas en la primera mitad del ejercicio.

en la mayoría de ellos. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan a un comportamiento más negativo tanto de las exportaciones como de las importaciones de ese tipo de actividades. El comercio con el exterior de servicios no turísticos recortó, asimismo, su ritmo de avance en el tercer trimestre.

La corrección de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto no se ha trasladado todavía a las necesidades de financiación de la nación, que en los dos primeros trimestres de este año alcanzaron niveles que equivalen al 10% del PIB, en términos acumulados de doce meses. La dinámica del saldo de rentas y las alzas del precio del petróleo, que elevaron sustancialmente el déficit energético en la primera mitad del ejercicio, están detrás de este resultado. No obstante, los datos de la balanza de pagos correspondientes a julio parecen marcar un punto de inflexión en esta trayectoria, al mostrar una sensible reducción de las necesidades de financiación de la nación (del 27%), en términos de su tasa de variación interanual, como consecuencia, principalmente, de la disminución del déficit comercial.

Por el lado de la oferta, durante el tercer trimestre continuó la pérdida de vigor de la actividad en todas las ramas productivas de la economía de mercado, con caídas del valor añadido en la industria y la construcción, aumentos muy moderados en las ramas agrícolas e incrementos más sustanciales en los servicios de mercado, donde todavía se observaron crecimientos interanuales próximos al 3%. En este contexto, el empleo siguió ajustándose con intensidad, de modo que, por primera vez en los últimos catorce años, el número de ocupados del total de la economía descendió con respecto a los niveles del mismo trimestre del año anterior, de manera más pronunciada en la economía de mercado y, sobre todo, en la construcción. Únicamente los servicios siguen generando empleo y, en todo caso, a ritmos cada vez más atenuados. El dinamismo de la población activa está determinando que el aumento del número de desempleados se esté viendo acompañado de incrementos muy rápidos de la tasa de paro, que en el tercer trimestre se elevó hasta el 11,3%, según los datos de la EPA. En conjunto, el descenso del empleo fue más pronunciado que la desaceleración de la actividad, con lo que la productividad experimentó un nuevo repunte.

Por su parte, en el transcurso del año la evolución de los costes laborales está mostrando una elevada sensibilidad al deterioro de la inflación en los meses finales del 2007 y en la primera mitad de 2008, a pesar de la atonía que registra el mercado laboral. Como consecuencia de ello, la remuneración por asalariado está experimentando un significativo repunte, hasta tasas cercanas al 4,5% para la economía de mercado (y del 5% para el total de la economía), más de un punto y medio por encima de los incrementos registrados el año anterior. En términos de los costes laborales unitarios, el aumento habría sido algo inferior, debido a las ganancias de productividad que se están observando, aunque en todo caso excesivo, tanto desde el punto de vista de la necesaria revitalización del mercado laboral como de la evolución de los costes laborales de nuestros competidores, aspectos ambos estrechamente relacionados.

Los costes de las materias primas, y en particular el precio del petróleo, empezaron a flexionar a mediados de julio, y de forma mucho más decidida a raíz del agravamiento de las tensiones financieras, lo que facilitó la reconducción de la inflación hacia tasas algo más contenidas a lo largo del tercer trimestre. En este contexto, el IAPC recortó su tasa de crecimiento interanual desde el máximo anual, que se alcanzó en julio, del 5,3%, hasta niveles del 4,6% en septiembre, aunque la inflación media en el período julio-septiembre fue superior a la del trimestre previo. No se produjeron, sin embargo, descensos en la inflación subyacente, que permaneció en cotas próximas al 3,5%, debido al pequeño repunte de los precios de los bienes industriales no energéticos, probablemente por el agotamiento de los efectos beneficiosos de la

apreciación del tipo de cambio del euro, y al aumento de la inflación en los servicios. En este último caso, a su tradicional resistencia a la baja habría que añadir en el período más reciente el impacto de la elevación de los precios de los servicios de transporte, ante la subida de los costes energéticos. Cabe prever que esta trayectoria de desaceleración del IPC continúe en los próximos meses, impulsada por la eliminación de los efectos base vinculados a las elevaciones del precio de la energía y de los alimentos elaborados que tuvieron lugar en los meses de finales de 2007 y por el debilitamiento cíclico. Pero es importante asegurar que la contencción de los precios se traslade también al núcleo de la inflación subyacente, de manera que se pueda reducir de forma duradera el diferencial de precios con los países de la UEM (por debajo del diferencial medio de 1,1 pp que se observa desde el inicio de la UEM) y se reconduzca la actuación de los agentes sociales hacia las pautas de estabilidad macroeconómica que requiere una situación de ajuste intenso, como la actual.

Las cuentas públicas están mostrando un rápido deterioro, asociado, de un lado, al propio frenazo de la economía, que está provocando un rápido descenso de la recaudación impositiva y, en el caso del gasto, la activación de los estabilizadores automáticos en forma de aumentos del gasto de las prestaciones de desempleo, principalmente. A ello se ha sumado el impacto sobre la recaudación de las medidas expansivas adoptadas a lo largo del ejercicio. Como resultado, con la presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2009, el Gobierno ha revisado las cifras de cierre de la cuenta de las Administraciones Públicas (AAPP) para 2008, previendo un déficit del 1,5% del PIB y un saldo deficitario algo superior el año que viene (del 1,9% del PIB). El Proyecto prevé, asimismo, un incremento de la ratio de deuda pública de alrededor de 2 pp del PIB, que podría ser superior, dado que no incorpora el impacto de la creación del fondo de hasta 50 mm para la adquisición de activos españoles. Estas estimaciones oficiales presentan, además, importantes riesgos, derivados, sobre todo, de la incertidumbre que rodea el escenario macroeconómico. En una situación como la actual, es necesario que la política fiscal siga permitiendo que los estabilizadores automáticos desplieguen su efecto contracíclico, pero preservando, al mismo tiempo, márgenes de actuación ante posibles situaciones de mayor debilidad.

Por otro lado, resulta crucial impulsar medidas de carácter estructural que actúen por el lado de la oferta y que permitan una mayor flexibilidad en el ajuste de los márgenes y salarios a las condiciones macroeconómicas. En este sentido, se ha presentado recientemente el anteproyecto de ley sobre el libre acceso y ejercicio de las actividades de servicios. El contenido y, sobre todo, la implementación de esta normativa deberían dirigirse a lograr una reducción de las barreras a la entrada y un incremento de la competencia en este sector, que resulta tan necesario para dotar de mayor dinamismo a la economía.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante el último trimestre la evolución del entorno financiero exterior de la zona del euro se ha caracterizado por las dificultades de numerosas entidades clave en Estados Unidos, que acabaron abocando en una situación de extrema inestabilidad financiera a escala global a partir de la segunda quincena de septiembre (véase recuadro 1). Este deterioro se ha producido en un momento en el que la actividad se venía debilitando en un número cada vez más amplio de economías, y de forma particularmente acusada en las avanzadas. La negativa evolución en el plano económico y en el financiero y la retroalimentación entre ambos provocaron un notable empeoramiento de las perspectivas económicas, en un contexto de elevada incertidumbre. Ambos factores propiciaron una intensa y rápida corrección en el precio de las materias primas, que ha permitido aliviar las tensiones inflacionistas que venían observándose en los meses precedentes.

A lo largo del último trimestre, y muy especialmente en septiembre y octubre, se exacerbó el deterioro de los mercados de crédito y bursátiles. A principios de septiembre las autoridades americanas se vieron obligadas a intervenir las empresas de titulización hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac, ante la fragilidad de su situación financiera, pero fue a partir de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, a mitad de ese mes, cuando se registró un fuerte incremento en el número de episodios de inestabilidad y se multiplicaron las intervenciones públicas en empresas financieras —entre ellas, la de la primera aseguradora mundial (AIG en Estados Unidos)— y los procesos de fusión entre entidades financieras, tanto en Estados Unidos como en Europa. En este escenario, se sucedieron distintas actuaciones por parte de las autoridades de numerosos países, destacando un incremento muy fuerte de las inyecciones de liquidez. Simultáneamente, comenzó la publicación de distintos planes de rescate y apoyo al sector financiero (de manera destacada, los de Estados Unidos y Reino Unido) y se instrumentó una bajada coordinada de los tipos de intervención de 50 pb —el 8 de octubre— por parte de los principales bancos centrales, salvo Japón. Sin embargo, estas iniciativas no consiguieron restaurar la confianza y evitar fuertes caídas en la mayoría de los mercados bursátiles, tanto desarrollados como emergentes, que, a mediados de octubre, acumulaban descensos superiores al 30% —según el índice MSCI mundial— respecto de los niveles que presentaban a finales de julio. Ante esta situación, coincidiendo con las reuniones anuales del FMI y el Banco Mundial —el segundo fin de semana de octubre—, los comunicados de las reuniones mantenidas por el G 7 y los Jefes de Estado de la eurozona presentaron las líneas maestras de un enfoque común y global para abordar la situación, con el fin de mantener la estabilidad del sistema financiero y restablecer el funcionamiento de los mercados de crédito (véase recuadro 1). Estas líneas se concretaron, en las semanas posteriores, en planes de actuación de un grupo cada vez más numeroso de países, que contribuyeron a estabilizar los mercados.

Los mercados emergentes quebraron en este trimestre la resistencia que había caracterizado su evolución desde el principio de la turbulencia. Ya desde mediados de junio sus indicadores financieros comenzaron a debilitarse, pero fue al hilo de la intensificación de las dificultades en las economías avanzadas cuando los diferenciales soberanos alcanzaron niveles no vistos desde inicios de 2003, mientras que los mercados bursátiles registraron importantes pérdidas, mayores incluso que las registradas por parte de las bolsas de los países desarrollados. En los mercados cambiarios se registraron notables apreciaciones del dólar frente al euro y, sobre todo, del yen frente a las principales divisas, mientras que las monedas emergentes registraban fuertes correcciones a la baja, en algunos casos, como Brasil, México, Chile o Corea del

Las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007 han desembocado en una crisis de confianza en el sistema financiero global. En septiembre de 2008 se han materializado episodios de inestabilidad financiera extrema que, a priori, eran altamente improbables. Estos se han venido sucediendo a gran velocidad, han abarcado un amplio espectro de instituciones financieras, —algunas de ellas de importancia sistémica—, han afectado a mercados claves y han adquirido un carácter global, extendiéndose desde Estados Unidos a un número creciente de países, particularmente en Europa, pero también a numerosas economías emergentes.

Aunque ya a principios de septiembre se intensificaron las tensiones en el sistema financiero, puede argumentarse que la quiebra de Lehman Brothers el día 15 precipitó la situación. En primer lugar, porque, hasta ese momento, los riesgos de contrapartida con las instituciones financieras consideradas sistémicas habían quedado mitigados con las intervenciones públicas; en segundo lugar, porque generó incertidumbre sobre qué entidades eran consideradas sistémicas por las autoridades —y, por tanto, iban a ser protegidas de una quiebra— y cuáles no; y, en tercer lugar, porque la desaparición de esta

entidad ha generado ramificaciones impensadas, debido a la falta de información acerca de la situación de los balances de los intermediarios financieros y al alto grado de interconexión de estos. A partir de ese momento se generó una avalancha de desconfianza que provocó el progresivo bloqueo de mercados clave para la financiación, entre ellos el interbancario y el de papel comercial (véanse gráficos 1 y 2) y provocó el desplome generalizado de las bolsas mundiales.

Al principio de las turbulencias financieras se pusieron de manifiesto dos problemas interconectados: liquidez y solvencia percibida. La persistencia de las turbulencias durante el último año hizo que ambos se fueran retroalimentando, acentuándose los problemas de solvencia y enquistándose los de liquidez. Un elemento clave de esta evolución ha sido la incierta exposición de las entidades financieras a productos estructurados complejos de muy difícil valoración. Paulatinamente, estos problemas se extendieron a nuevos segmentos y afectaron a un número creciente de entidades y a una proporción cada vez más relevante en los mercados financieros globales (véase gráfico 3), hasta llegar a la situación del último mes.

#### 1 ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO. DIFERENCIALES



#### 3 ACTIVOS DE ENTIDADES AFECTADAS (b)



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. Datos medios de Estados Unidos, Japón y la zona del euro ponderados por el PIB.

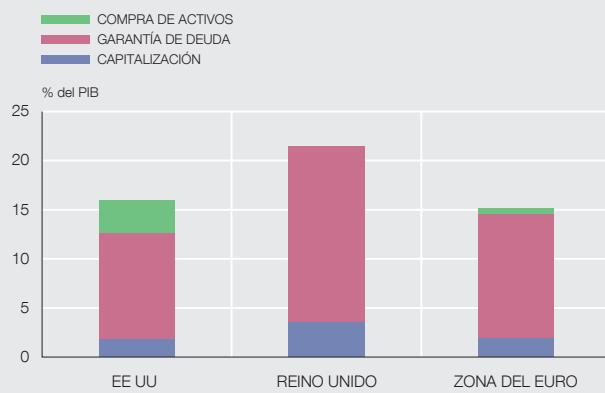
b. Entidades quebradas, intervenidas o inducidas a fusionarse con otras.

c. Datos en porcentaje del PIB.

#### 2 TIPO DE INTERÉS OFICIAL E INTERBANCARIO A TRES MESES (a)



#### 4 CUANTÍA COMPROMETIDA EN LOS PLANES DE AYUDA PÚBLICA (c)



Las respuestas de las autoridades ante el agravamiento de la crisis también han sido cada vez más intensas, abarcando una mayor extensión geográfica. Hasta el verano, la estrategia adoptada fue, a grandes rasgos, dotar de liquidez a los mercados y apoyar momentáneamente a algunas entidades en dificultades, a la espera de que afloraran las pérdidas asociadas a los activos problemáticos y que se realizaran los ajustes necesarios conforme a los mecanismos de mercado, esperando que las condiciones de mercado tendieran a normalizarse. No obstante, la precipitación de los acontecimientos ha dado paso en el último mes a un súbito cambio hacia estrategias mucho más exhaustivas, decididas y, finalmente, articuladas, que además han tendido a converger entre los países afectados. También han mejorado sustancialmente los mecanismos de concertación, como se demostró en la bajada simultánea de tipos de interés por los principales bancos centrales el 8 de octubre, y en la relativa coincidencia entre las estrategias adoptadas, tanto en el tiempo como en el contenido.

La estrategia de las autoridades se puede articular en torno a cuatro pilares fundamentales. Cada uno de ellos está encaminado a atacar uno de los elementos clave que se han señalado anteriormente: liquidez, valoración, solvencia (percibida o real), y (des)confianza, si bien, en la práctica, muchas de las medidas apuntan a mitigar los problemas en varios ámbitos: i) provisión de liquidez y financiación al sistema bancario y a otros segmentos de los mercados de financiación, ante el bloqueo de los mercados; la provisión de liquidez se ha instrumentado por los bancos centrales, a través de unas facilidades crediticias cada vez más amplias, también en moneda extranjera, mientras que la financiación a entidades financieras e, incluso, no financieras en dificultades ha recaído en los gobiernos, si bien en ocasiones se ha instrumentado a través de los bancos centrales, bien como agente en la financiación de operaciones de rescate (el caso de AIG, por ejemplo), o, directamente, financiando a

los prestatarios últimos (compra de papel comercial); ii) *valoración de instrumentos financieros*, a cuyo fin, junto con otros, se dirige explícitamente el plan de compra de activos financieros problemáticos de Estados Unidos (el llamado TARP); iii) *reforzamiento de la solvencia (real o percibida)* que se ha traducido en un reforzamiento de la base de capital a través de varios tipos de iniciativas (inyecciones de capital público, inducción de procesos de fusión y adquisición, nacionalización bancaria, etc.), y iv) *restablecimiento de la confianza*, que constituye el objetivo último de las medidas anteriores y, también, del resto de medidas adoptadas, como las garantías públicas sobre la deuda, los depósitos y otros activos y pasivos bancarios. Este retorno de la confianza y el desbloqueo de los mercados mayoristas de financiación constituyen los elementos esenciales para la restauración de la normalidad en los mercados financieros.

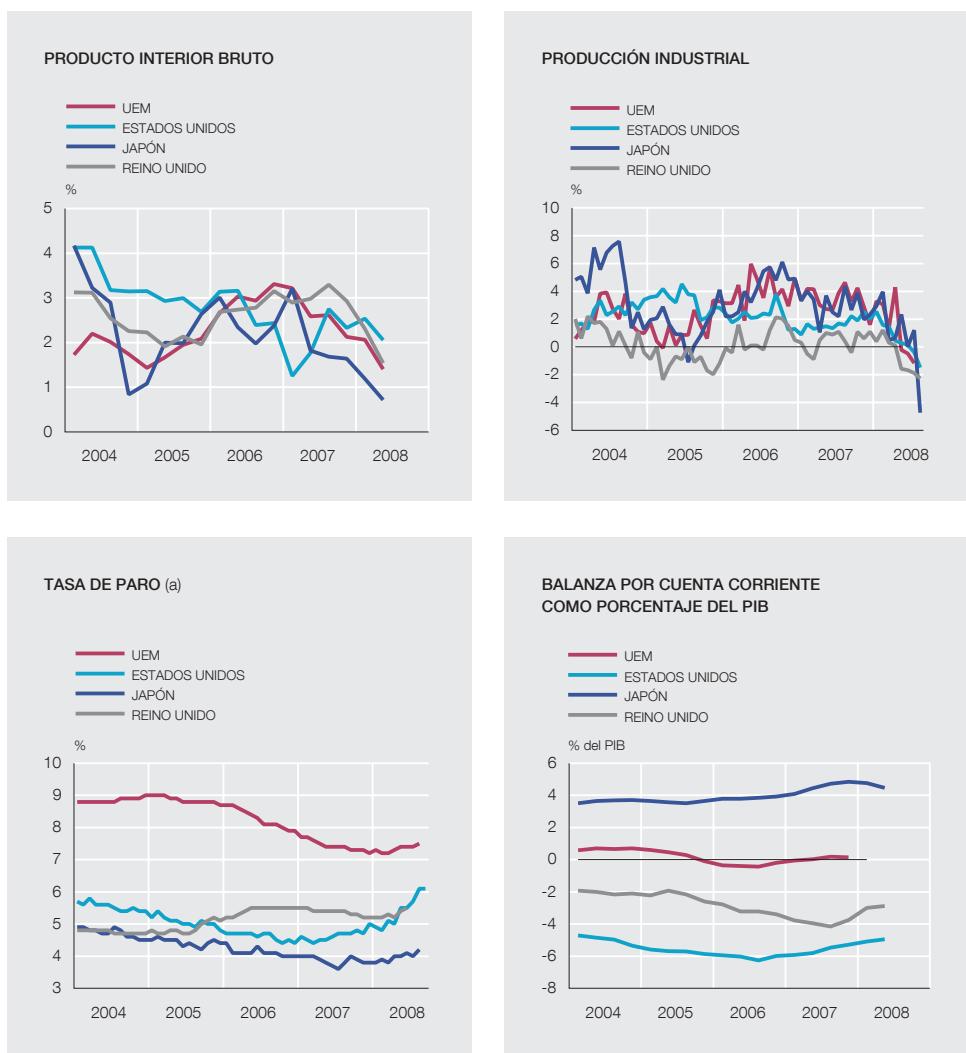
En definitiva, el deterioro de la situación financiera global ha cristalizado en una respuesta decidida, convergente y coordinada entre países. La magnitud de la respuesta puede calibrarse por el monto comprometido de las inyecciones de capital, garantías de deuda bancaria, programas de compra de activos y otras formas de financiación, que ronda o supera el 15% del PIB en numerosas economías avanzadas (véase el gráfico 4). Debe subrayarse que esta cuantía no representa el coste fiscal efectivo de las medidas, que sería mucho menor o, incluso, podría ser nulo o generar ingresos netos a medio plazo, si cumplen su objetivo de estabilizar los mercados. La razón es que estas acciones tienen como contrapartida la adquisición de activos o capital de las empresas respaldadas y las garantías son contingentes y llevan aparejada unos ingresos para las autoridades fiscales. La amplitud, intensidad y complementariedad de las medidas adoptadas deben sentar bases para la paulatina recuperación de la confianza y la normalización de los mercados, aunque será un proceso largo y complejo.

Sur, superiores al 20%. Por último, el intenso retroceso del precio del petróleo desde julio (con una caída cercana al 50%) ha liderado el ajuste a la baja del índice de precios de materias primas (20%), experimentando los metales preciosos una menor caída, debido a su carácter de activo refugio en tiempos de volatilidad elevada.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del segundo trimestre de 2008 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 2,8% gracias a la contribución de la demanda externa y al impacto del impulso fiscal aprobado a principios de 2008. Sin embargo, los indicadores del tercer trimestre mostraron un notable debilitamiento de la actividad, que se acentuó en septiembre. Los índices de confianza del consumidor, una vez superado el impulso fiscal, se mantuvieron en niveles históricamente mínimos. Los indicadores del mercado de la vivienda continuaron reflejando el profundo ajuste en el sector residencial (las viviendas iniciadas, los permisos de construcción y las ventas de viviendas cayeron durante el tercer trimestre) y la confianza de los constructores alcanzó un nuevo mínimo histórico en octubre. Asimismo, el índice ISM de manufacturas descendió en el tercer trimestre hasta niveles asociados con una contracción de la actividad, a la vez que la producción industrial se redujo fuertemente

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

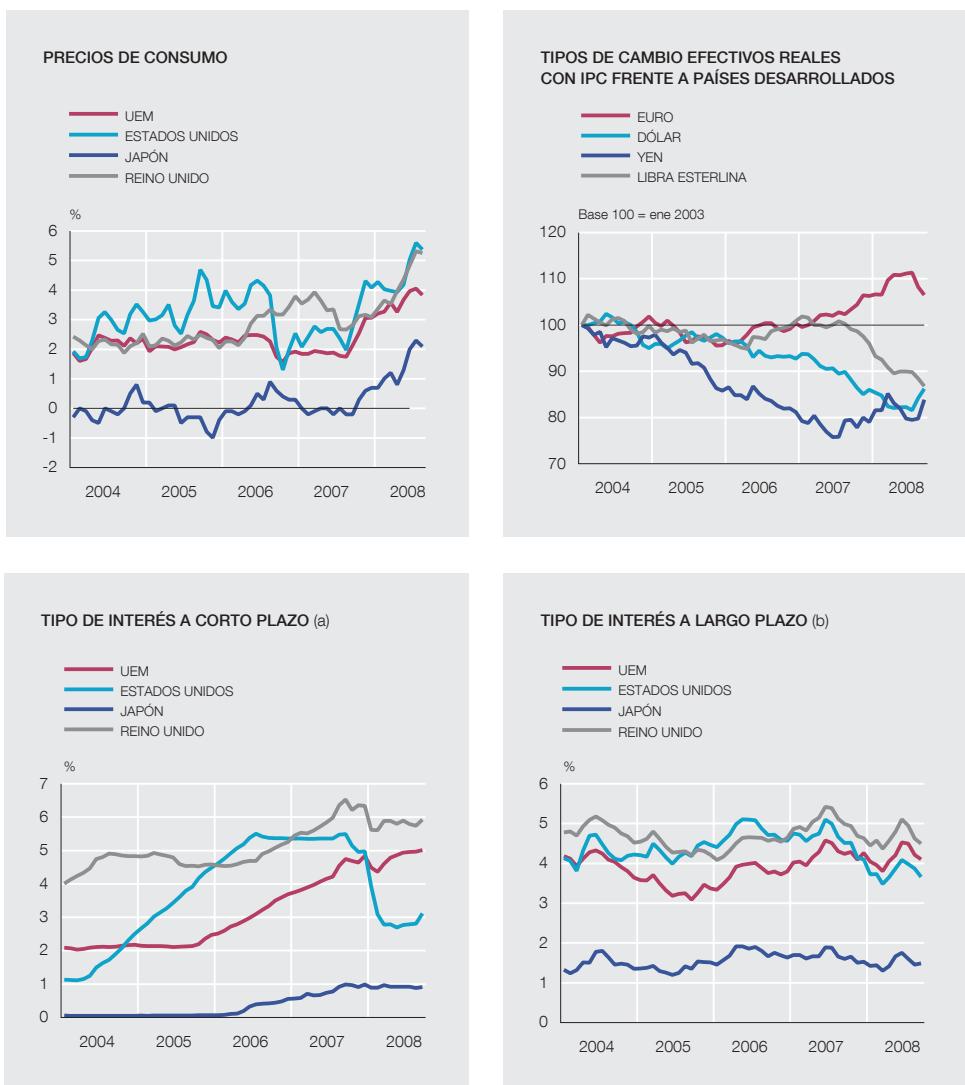


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

en septiembre. No obstante, el ISM de servicios se situó ligeramente por encima del umbral de expansión de la actividad. El mercado laboral registró un fuerte debilitamiento, con un repunte de la tasa de paro hasta el 6,1% en septiembre y una destrucción neta de casi 300.000 empleos en el trimestre. Por su parte, la inflación medida por el IPC repuntó con fuerza en julio, aunque en agosto y septiembre corrigió dicho repunte, gracias a la moderación del precio del petróleo, hasta alcanzar el 4,9% interanual en septiembre, al tiempo que la tasa subyacente registró un 2,5% interanual. La Reserva Federal redujo el tipo de interés de los fondos federales en 50 pb —hasta el 1,5%— en la acción coordinada mencionada anteriormente; asimismo, se aprobó finalmente un plan de rescate financiero, que incluye la compra de activos y recapitalizaciones por un valor total de 700 mm de dólares, un programa para la adquisición de papel comercial, así como el otorgamiento de garantía pública a la deuda bancaria (por un valor estimado de 1,4 billones de dólares) y a los depósitos corporativos.

En Japón, tras una contracción del PIB del 3% en tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, los indicadores recientes apuntan hacia un escenario de notable debilidad de la



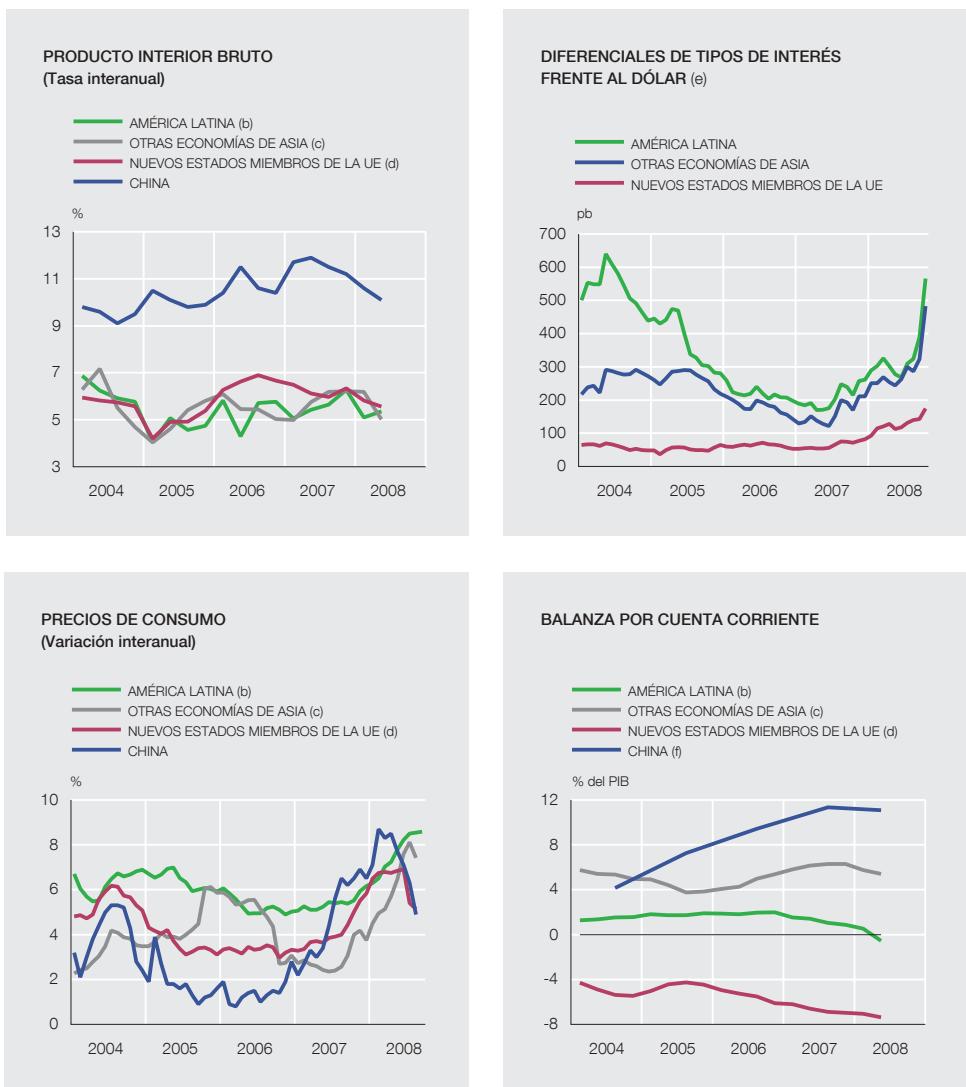
FUENTE: Banco de España.

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

economía, que podría ser más prolongado y severo de lo inicialmente previsto. El consumo privado y la demanda externa no muestran signos de mejoría y el gasto de inversión sigue retraído, en un contexto de elevada incertidumbre. La producción industrial, el índice PMI de manufacturas, la encuesta empresarial Tankan y el mal comportamiento del sector de la construcción apuntan hacia una contracción de la actividad en el tercer trimestre. La evolución desfavorable del consumo privado puede atribuirse a la continua merma de poder adquisitivo de las familias y a la debilidad del mercado laboral. La tasa de desempleo aumentó hasta el 4,2% en agosto, mientras que la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo y los salarios reales experimentaron nuevos recortes. En el ámbito externo, cabe destacar el ligero déficit comercial en agosto, debido a la continuada debilidad de las exportaciones y al aumento del precio de las importaciones. En cuanto a los precios, la inflación disminuyó tres décimas, hasta el 2,1%, en agosto. El Banco de Japón no se unió a la bajada coordinada de tipos oficiales, debido a su ya bajo nivel (0,5%). Sin embargo, la autoridad monetaria ha intensificado las operaciones de inyección de liquidez a las entidades bancarias, que, no obstante, están ralentizando su expansión crediticia.

**ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)**

GRÁFICO 7



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 a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.  
f. Datos anuales

En el Reino Unido, las tendencias a la baja de la actividad y el empleo se han intensificado de un modo acusado: el crecimiento del PIB del segundo trimestre fue nulo y ha sido negativo en el tercer trimestre, período en el que los indicadores de actividad más importantes volvieron a caer fuertemente. El índice de directivos de compras (PMI) del sector manufacturas alcanzó un nuevo mínimo en septiembre. Los precios de los inmuebles registraron una caída interanual del 13% en septiembre. Por su parte, pese a la debilidad y al retroceso de los precios de las materias primas, la inflación se incrementó en septiembre hasta el 5,2%, debido al incremento del precio de los alimentos y al traslado a precios finales de aumentos anteriores del precio del petróleo. En este contexto, el Banco de Inglaterra participó en la reducción coordinada de tipos, rebajando su tipo de interés al 4,5%. En la primera semana de octubre se anunció la propuesta del Tesoro para recapitalizar la banca —tras conversaciones con los principales

bancos del país—, para lo que se dotó un fondo de 50 mm de libras, garantizar la deuda nueva bancaria y ampliar las facilidades de liquidez.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del segundo trimestre se desaceleró tres décimas en promedio, hasta el 5,6% interanual. Sin embargo, los países bálticos sufrieron un fuerte ajuste de la actividad, por la acusada ralentización de la demanda interna, en una situación de notable desaceleración del crédito y elevadas necesidades de financiación exterior. Por el contrario, la actividad en Eslovaquia, Rumanía y Bulgaria siguió mostrando un fuerte dinamismo, en Hungría mantuvo una recuperación progresiva y en el resto de la región la moderación del crecimiento es más gradual. No obstante, los indicadores de alta frecuencia muestran, en general, una ralentización en la actividad y en las exportaciones, debido a la menor demanda del área del euro. La inflación disminuyó en la mayoría de países a lo largo del trimestre, aunque en septiembre se mantuvo en tasas superiores al 10% en los países bálticos y en Bulgaria. La política monetaria se endureció en Rumanía, mientras que la República Checa redujo en 25 pb el tipo de interés oficial. En el ámbito institucional, el Gobierno polaco anunció su intención de entrar en la UEM en enero de 2012, lo que implicaría la entrada del zloty polaco en el ERM II en la primera mitad de 2009. Más recientemente, el agravamiento de las tensiones financieras ha afectado notablemente a algunos países con fuerte dependencia de financiación externa (en particular, Hungría, país con el que el BCE abrió una línea de swaps a mediados de octubre para aliviar su situación). También cabe destacar las dificultades financieras de otros países europeos, en particular de Islandia —que conllevó la nacionalización de sus principales bancos y el desplome de su moneda—, Rusia —donde el Gobierno inyectó recursos sustanciales en su sistema financiero— y Ucrania.

En China, el PIB creció un 9% en el tercer trimestre de 2008, tras el 10,1% del segundo. Este menor crecimiento estuvo en línea con la evolución de la producción industrial a lo largo del trimestre, que continuó moderando su aumento interanual, mientras que los indicadores de consumo (como las ventas al por menor) siguieron creciendo fuertemente. Por su parte, el superávit comercial se amplió en el tercer trimestre con respecto al mismo período de 2007 y las reservas internacionales se elevaron hasta 1,9 billones de dólares en septiembre, en un contexto de interrupción en la apreciación del renminbi frente al dólar. Los precios de consumo crecieron un 5,3% interanual en el tercer trimestre, continuando su moderación tras haberse situado en un máximo en el primer trimestre. La oferta monetaria y el crédito crecieron a tasas interanuales similares o inferiores a las de 2007 y las autoridades monetarias redujeron los tipos de interés —por primera vez desde 2002— y también, en dos ocasiones, el coeficiente de reservas bancarias, coincidiendo el último movimiento con la acción concertada de reducción de tipos de interés oficiales por parte de algunas de las principales economías desarrolladas. A lo largo del trimestre, las autoridades chinas adoptaron algunas medidas que fueron interpretadas como una señal de sesgo relativo hacia el crecimiento y de apoyo al mercado bursátil. En el resto de Asia, el PIB se desaceleró en la mayoría de países durante el segundo trimestre, al igual que la producción industrial, cuyos últimos datos continuaron apuntando hacia una moderación. La caída del precio del petróleo propició una disminución de la inflación, tras el máximo alcanzado en julio y agosto en la mayoría de los países de la región. A grandes rasgos, la política monetaria pasó de restrictiva en julio y agosto, con subidas de tipos en la mayoría de países y del coeficiente de reservas en India, a más acomodaticia a partir del mes de septiembre, cuando tuvieron lugar reducciones en los tipos de interés oficiales de Hong Kong, Corea del Sur e India. Las dificultades financieras se fueron extendiendo por casi todos los países de la región, destacando por su intensidad el deterioro en Corea del Sur, donde se adoptó un paquete de medidas para contrarrestar sus efectos.

En América Latina, los indicadores publicados durante el tercer trimestre del año recogen parcialmente el endurecimiento de las condiciones de financiación externas y el deterioro del entorno internacional, en forma de debilitamiento de la actividad industrial y de moderación de las exportaciones, pero los indicadores de demanda han seguido mostrando una robustez apreciable, lo que adelantaría solo una ligera moderación del crecimiento durante ese trimestre. La caída del precio de las materias primas durante los últimos meses, sin embargo, sí se reflejó en una reducción de los superávits de las balanzas comerciales y en la moderación de los ingresos públicos. La región experimentó un ajuste de los precios de los activos financieros más intenso que el de otras regiones emergentes, sobre todo en los meses de septiembre y octubre, del mismo modo que registró un comportamiento relativamente mejor en el año previo. Una razón de este comportamiento diferencial fue la propia corrección de los precios de las materias primas. Asimismo, la retracción de los inversores externos provocó el cierre de posiciones en moneda local y el reposicionamiento de los inversores locales hacia dólares, lo que generó dificultades notables de financiación en esta moneda y una abrupta depreciación de los tipos de cambio en la región, en un entorno de extrema volatilidad. Frente a esta situación, durante las últimas semanas numerosos países de la región han introducido medidas extraordinarias orientadas a restablecer la liquidez en los mercados, particularmente en dólares, incluyendo la venta de reservas, orientadas también a estabilizar los tipos de cambio. En este contexto, algunos bancos centrales (Chile y Perú) interrumpieron el proceso de endurecimiento de sus políticas monetarias llevado a cabo durante los últimos meses, a pesar de la persistencia de la inflación, que se situó en 8,6% en el agregado de la región en septiembre, frente al 8,2% registrado en junio. Por el contrario, el Banco Central de Argentina elevó sus tipos de interés oficiales para aumentar el atractivo de su moneda.

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

Desde mediados de septiembre, la evolución económica global y del área del euro ha estado marcada por el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, que se inició en Estados Unidos con la quiebra de Lehman Brothers y que ha terminado por contagiar a la banca europea. El agravamiento de las tensiones se ha materializado en fuertes caídas en los índices bursátiles, dentro de una volatilidad extrema, y en aumentos pronunciados de las primas de riesgo, mientras que la brecha entre los tipos oficiales de intervención y los vigentes en los mercados monetarios se ampliaba hasta máximos históricos. En los mercados cambiarios, el euro siguió depreciándose, situando su tipo de cambio frente al dólar próximo a 1,2 dólares/euro a finales de octubre, un nivel que no se observaba desde 2006.

La gravedad de la situación obligó a las autoridades económicas a efectuar actuaciones extraordinarias y de muy distinta índole para estabilizar los mercados financieros, restablecer la confianza y evitar que se materializaran los potenciales riesgos sistémicos (véase recuadro 2). Por parte de las autoridades monetarias se realizaron diversas operaciones de inyección de liquidez en cuantías y plazos superiores a los habituales y, el 8 de octubre, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y otros bancos centrales decidieron relajar simultáneamente las condiciones monetarias. La reducción de los riesgos al alza para el mantenimiento de la estabilidad de precios permitió que el BCE recortara 50 pb el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, situándose en el 3,75%. Además de esta acción concertada, el BCE introdujo cambios significativos en la instrumentación de sus decisiones de política monetaria, con el fin de mantener los tipos del mercado interbancario más alineados con el tipo de intervención oficial (véase recuadro 3).

Estas actuaciones han detenido el deterioro intenso que los indicadores habituales de tensión financiera habían experimentado en las últimas semanas, si bien existe una elevada incertidumbre sobre cuál será su evolución futura inmediata. Todavía no se dispone de suficiente información para valorar el impacto de los acontecimientos recientes sobre los principales agregados macroeconómicos. Las cifras de contabilidad nacional disponibles hasta el segundo trimestre arrojaron un descenso del crecimiento intertrimestral del PIB más intenso del previsto y los indicadores coyunturales disponibles para el tercer trimestre mantienen en general una notable atonía. La intensificación de la crisis financiera global ha supuesto un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y un empeoramiento notable de la confianza de los agentes, que las previsiones más recientes de diferentes organismos públicos y privados han traducido en una prolongación de la debilidad de la actividad económica. En cualquier caso, la excepcionalidad de la situación añade dosis adicionales de incertidumbre. La recuperación a lo largo de 2009 dependerá, entre otros factores, del resultado de las actuaciones extraordinarias de las autoridades económicas, encaminadas a restablecer la confianza y el funcionamiento de los mercados financieros y a evitar de este modo la posibilidad de retroalimentación perversa entre inestabilidad financiera y actividad económica.

En el ámbito de los precios, las presiones alcistas se están amortiguando en consonancia con el retroceso que han registrado los precios de las materias primas desde mediados de julio. Entre ellas, destaca la evolución del precio del petróleo, que se situó cerca de los 60 dólares/barril a finales de octubre, tras rozar los 150 dólares en julio. Esta circunstancia y el debilitamiento de la actividad han llevado a revisar a la baja las perspectivas de inflación que recogen los indicadores habituales de expectativas, si bien continúa siendo necesario evitar los riesgos de un posible deslizamiento al alza de los salarios.

Desde el inicio de las turbulencias financieras, las autoridades económicas europeas han trabajado en una respuesta conjunta y coordinada con otras iniciativas internacionales, particularmente con las recomendaciones del Financial Stability Forum (FSF)<sup>1</sup>. El plan de trabajo quedó recogido en la hoja de ruta que el Consejo ECOFIN aprobó en

octubre de 2007, cuyos objetivos son mejorar el funcionamiento de los mercados (incluyendo la actuación de las agencias de calificación), incrementar la transparencia, mejorar la valoración de activos y reforzar la supervisión, la gestión de riesgos y la cooperación entre supervisores.

1. El FSF se creó tras la crisis asiática, con el ánimo de coordinar esfuerzos globales para fortalecer el sistema financiero. En abril de 2008, el FSF emitió unas recomendaciones para combatir la actual situación. Un examen de la puesta en práctica está disponible en [http://www.fsforum.org/press/pr\\_081009f.pdf](http://www.fsforum.org/press/pr_081009f.pdf).

Desde mediados de septiembre, el extremado agravamiento de la crisis financiera global, con riesgos para la estabilidad financiera y con efectos perniciosos incluso sobre entidades bancarias solventes, requirió una actuación decidida de los gobiernos. La cumbre de los países europeos del G 8, el 4 de octubre, y la posterior declaración

#### LOS PLANES NACIONALES DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO EN LA UEM (a)

	Financiación			Activos	Cantidades totales			
	Garantías		De los depósitos		En mm € (b)	% del PIB	% activos bancarios (c)	
	Recapitalizaciones	De deuda						
DE	Sí 70 mm € (ampliable a 10 mm € adicionales)	Sí Máx. 400 mm €. Provisión 5% para insolvencias	Compromiso político de cobertura 100%	Solo si es necesario	Sí. Dotación compartida con medidas de recapitalización	480	19,8 6,3	
FR	Sí Máx. 40 mm €	En circunstancias especiales. Sí para Dexia	Se mantiene en 70.000 €	Sí Fondo de refinanciación 320 mm €		360	18,0 5,4	
IT	Sí Sin dotación	Sí Sin dotación	Se mantiene en 103.291,38 €		Sí Canje deuda pública Hasta 40 mm €	40	2,6 1,2	
ES	Sí Sin dotación	Sí Máx. 100 mm €	Se eleva a 100.000 €		Sí Fondo importe inicial 30 mm €, ampliable a 50 mm €	150	14,3 5,1	
NL	Sí Dotación total sin especificar, 20 mm € de forma inmediata	Sí Máx. 200 mm €	Se eleva a 100.000 €	Banco de Holanda dará crédito a empresas financieras		220	38,8 10,0	
BE	Sí Sin dotación	Sí Sin dotación	Se eleva a 100.000 €					
AT	Sí Max. 15 mm €	Sí. Hasta 85 mm €, incluyendo otras formas de financiación	Cobertura 100%, con efecto desde 1.10.2008	Sí Entidad privada con aval estatal intermediará el mercado interbancario		100	36,9 11,2	
GR	Sí 5 mm €	Sí 15 mm €	Se eleva a 100.000 €		Sí. 8 mm €. Canje deuda pública	28	12,2 7,3	
IE		Sí Sin dotación	Cobertura 100%					
FI	Sí 4 mm €	Sí 50 mm €	Se eleva a 50.000 €			54	30,1 18,8	
PT		Sí Máx. 20 mm €	Se eleva a 100.000 €			20	12,3 4,5	

FUENTES: Banco Central Europeo, bancos centrales y ministerios de finanzas nacionales.

a. Medidas anunciadas hasta el 24 de octubre. En muchos casos, pendientes de especificación y de aprobación legislativa.

b. Para la UEM en su conjunto la cifra total alcanza 1.412 mm euros.

c. Activos de instituciones de crédito en 2007, tomados de la publicación del BCE, de octubre de 2008, *EU banking structures*.

conjunta de los Jefes de Estado y de Gobierno de la UE recogieron inicialmente el compromiso político de actuar coordinada y decididamente para garantizar la estabilidad del sistema financiero. Posteriormente, el 7 de octubre, los ministros de economía y finanzas de la UE acordaron tomar todas las acciones necesarias para restablecer la confianza y el funcionamiento adecuado de los mercados. Los ministros decidieron elevar la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta 50.000 euros y establecieron unos principios comunes sobre los que deberían pivotar las iniciativas nacionales: protección de los intereses de los contribuyentes, responsabilidad de accionistas y directivos, y respeto de las reglas del mercado único y de la competencia<sup>2</sup>.

Tras este compromiso, el 12 de octubre los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro lanzaron un plan de acción concertado. Mientras que el BCE apoya con sus medidas las condiciones de liquidez a muy corto plazo (véase recuadro 3), el plan de los gobiernos pretende facilitar la financiación a medio plazo y restaurar los ratios de capital de las entidades para que sigan realizando su labor de intermediación en la economía. De forma inmediata, los países miembros dieron a conocer algunas características de los planes nacionales, que en algunos casos venían a complementar medidas anunciadas o aprobadas con anterioridad. Como se ilustra en el cuadro adjunto, el conjunto de planes de los países de la UEM contempla varias categorías de medidas, cuya cuantía, con los datos conocidos hasta el momento, superaría 1.400 mm de euros.

En primer lugar, para que los mercados de crédito vuelvan a funcionar con normalidad y los bancos se puedan financiar a medio plazo, los gobiernos de la UEM contemplan sistemas temporales de garantía sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda senior (con plazo hasta cinco años). Además, algunos países, como Francia y Austria,

ofrecen préstamos garantizados a su sistema bancario; mientras que otros, como España e Italia, contemplan la compra o canje de activos de alta calidad que permitan la refinanciación de las entidades. Por otro lado, el plan también facilita que las entidades restauren sus ratios de capital. Para ello, varios gobiernos han anunciado inyecciones de capital (*Tier 1*) a entidades solventes y, en caso necesario, inyecciones de emergencia para evitar el posible riesgo sistémico. Todas estas actuaciones deberán cumplir con unos requisitos, como tener un carácter temporal y realizarse en condiciones de mercado, entre otros.

Finalmente, el plan de acción concertado en la UEM también incluye una mejora de los mecanismos de cooperación entre países<sup>3</sup> y una flexibilización de los criterios contables. En relación con este último aspecto, la Comisión Europea ya ha emitido un reglamento para que la depreciación de activos no siga introduciendo presiones adicionales sobre las entidades europeas.

En definitiva, se trata de medidas dirigidas a restaurar la confianza y mitigar las presiones de liquidez en el corto plazo y de financiación en el medio plazo, contribuyendo a que el sistema bancario pueda seguir canalizando de forma eficiente los recursos de los ahorradore hacia los individuos y empresas con necesidades de financiación y, por tanto, reduciendo el impacto de las tensiones financieras sobre el crecimiento económico.

En cualquier caso, a medio plazo es preciso también poner en marcha las reformas identificadas en la hoja de ruta que aprobó el Consejo ECOFIN en octubre de 2007, que sigue siendo una prioridad. Además, la naturaleza global de esta crisis y la creciente interrelación transfronteriza de mercados y entidades requerirán una estrecha cooperación internacional de los gobiernos, los reguladores, autoridades supervisoras y los bancos centrales.

2. Posteriormente, la Comisión Europea adoptó una comunicación donde detalla las características que deben tener los sistemas de garantía y de recapitalización nacionales para cumplir con los principios generales y respetar las leyes europeas.

3. En relación con este aspecto, el Consejo Europeo del 15 y 16 de octubre ha anunciado la constitución de una célula de crisis financiera que servirá de mecanismo de alerta, de intercambio de información y de evaluación.

La desaceleración de la actividad está teniendo también implicaciones en la evolución de los saldos fiscales, que, según la información disponible sobre la ejecución presupuestaria y los proyectos de presupuestos de diversos países —actualmente en fase de aprobación—, están registrando un deterioro más intenso y rápido que el proyectado hace unos meses. Este resultado es consecuencia de la actuación de los estabilizadores automáticos y de la introducción de algunas medidas discrecionales en algunos países. Pero, sobre todo, destaca la desaceleración que está registrando la recaudación de algunas figuras impositivas vinculadas a la evolución de los mercados inmobiliarios y a los beneficios empresariales, que en los años más recientes habían contribuido de manera extraordinaria a la mejora de los saldos fiscales. Todo ello pone de manifiesto el escaso margen de maniobra del que dispone la política presupuestaria de algunos países del área. Además, la magnitud de los planes de recapitalización y salvamento de las entidades financieras que están llevando a cabo los distintos

	2007				2008			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	-0,2		
Consumo privado	0,0	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,2		
Consumo público	1,0	0,2	0,5	0,3	0,3	0,5		
FBCF	0,9	0,2	0,9	1,1	1,4	-1,0		
Importaciones	1,2	0,8	2,2	-0,4	1,8	-0,5		
Exportaciones	0,5	1,3	1,8	0,3	1,8	-0,2		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demandas internas, excluidas existencias</i>	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	-0,2		
<i>Variación de existencias</i>	0,6	-0,2	0,2	-0,3	0,3	0,0		
<i>Demandas exteriores netas</i>	-0,3	0,2	-0,2	0,3	0,0	0,1		
PIB (tasa de variación interanual)	3,2	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables (variación interanual)	3,9	2,8	3,9	2,9	2,6	1,2	-0,9	
Sentimiento económico	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	88,6	
PMI compuesto	57,5	57,2	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	44,6
Empleo (variación interanual)	1,8	1,7	1,9	1,7	1,5	1,2		
Tasa de paro	7,6	7,4	7,4	7,3	7,2	7,3	7,4	
INDICADORES DE PRECIOS (datos de fin de período)								
IAPC (variación interanual)	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	
IPRI (variación interanual)	2,8	2,3	2,7	4,4	5,8	8,1	8,5	
Precio del petróleo en dólares	62,3	71,8	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	75,0
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,1	4,7	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	4,4
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,58	0,46	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-0,49
Tipo de cambio dólar/euro	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,260
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	3,4	-0,7	-6,2
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	1,5	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-47,0

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

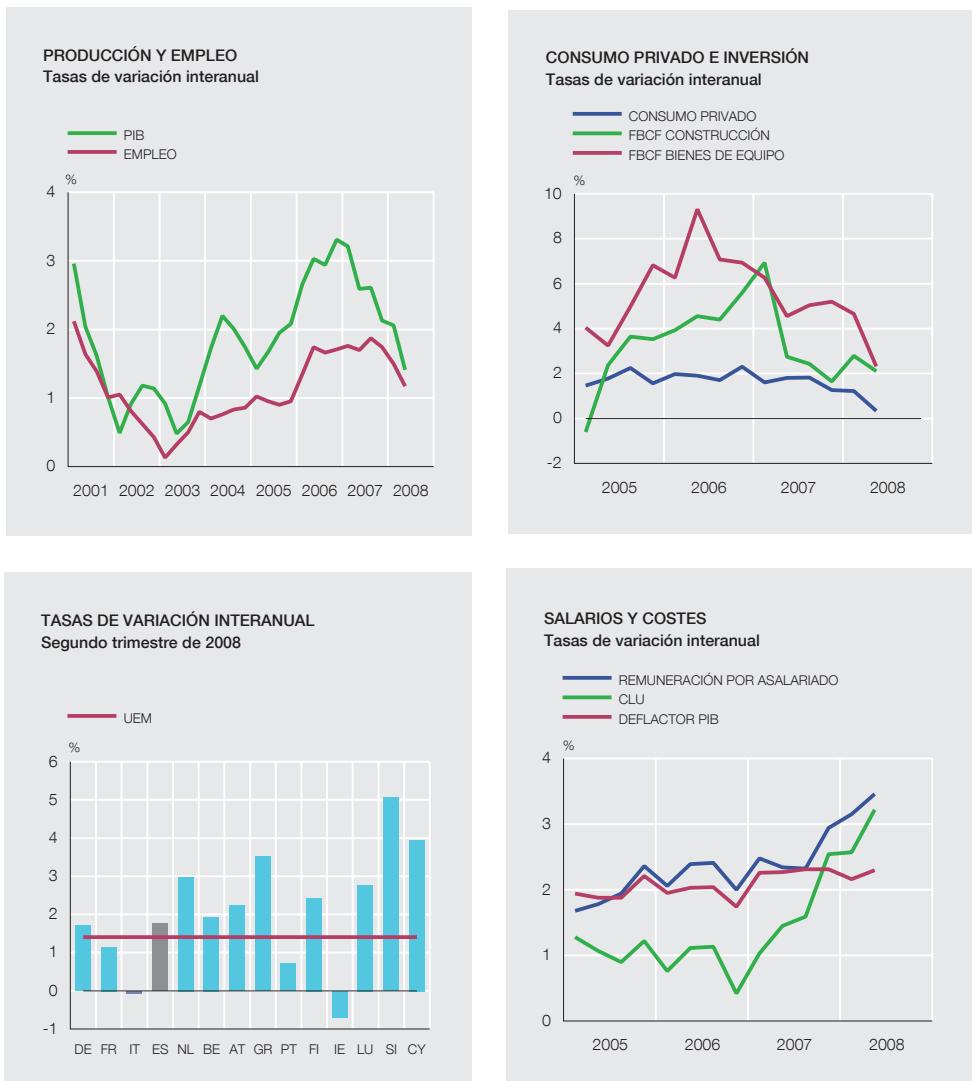
- a. Información disponible hasta el día 24 de octubre de 2008. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

gobiernos puede tener un impacto significativo sobre la evolución de las magnitudes fiscales.

### 3.1 Evolución económica

Tras avanzar a un ritmo elevado en los tres primeros meses del año, el PIB del área del euro registró un descenso intertrimestral del 0,2% en el segundo trimestre, de acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional (véanse cuadro 1 y gráfico 8). Esta caída reflejaba, en parte, una compensación técnica de los factores extraordinarios que impulsaron el PIB a principios de año, pero su magnitud, superior a la esperada, constituyó un claro indicio de que la actividad del área comenzaba a manifestar el impacto negativo y coincidente de diversas perturbaciones. Entre ellas, destacan el aumento de los precios de las materias primas, la apreciación del euro y la pérdida de dinamismo del entorno internacional y las turbulencias que venían registrando los mercados financieros desde mediados de 2007, que se están reflejando en un endurecimiento de las condiciones de financiación y en un retroceso de la riqueza asociado al descenso del precio de los activos financieros y reales.

Por componentes, destacó el descenso del gasto en inversión y consumo. El primero fue particularmente intenso, especialmente en el caso de la construcción, que se había visto impulsada en el trimestre anterior hasta niveles muy elevados por las favorables condiciones climatológicas. La caída del consumo privado obedeció al impacto contractivo de la



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

inflación sobre la renta de los agentes y al endurecimiento de las condiciones financieras, en un clima de incertidumbre sobre las perspectivas económicas y deterioro de la confianza, que ha impulsado al alza la tasa de ahorro de las familias. En términos interanuales, el crecimiento del PIB del área del euro se redujo en siete décimas, hasta situarse en el 1,4%. La desaceleración de la actividad se extendió a las mayores economías del área. En el caso de Alemania, el retroceso intertrimestral del PIB fue del 0,5% y tuvo un carácter generalizado, si bien destaca la debilidad del consumo privado, que disminuyó por tercer trimestre consecutivo. En Francia e Italia la caída del consumo privado y de la inversión no fue tan intensa como en Alemania, pero a ello se añadió una contribución negativa de la demanda exterior, que situó el descenso intertrimestral del PIB de ambas economías en el 0,3%.

Pese al retroceso de la actividad, el empleo aumentó en el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo inferior al observado en los meses precedentes, prolongando la trayectoria de desaceleración que inició en la segunda mitad de 2007. Por otra parte, dado que la ralentización del empleo fue inferior a la del producto, lo que es habitual en las fases descendentes del ciclo, la productividad del trabajo avanzó a tasas muy moderadas. Esta desaceleración cíclica de la productividad, en conjunción con la aceleración de la remuneración por asalariado, provocó que el coste laboral unitario alcanzara un crecimiento elevado, por encima del 3%. No

obstante, la contracción de los márgenes de explotación amortiguó en parte el aumento de los costes laborales sobre los precios finales.

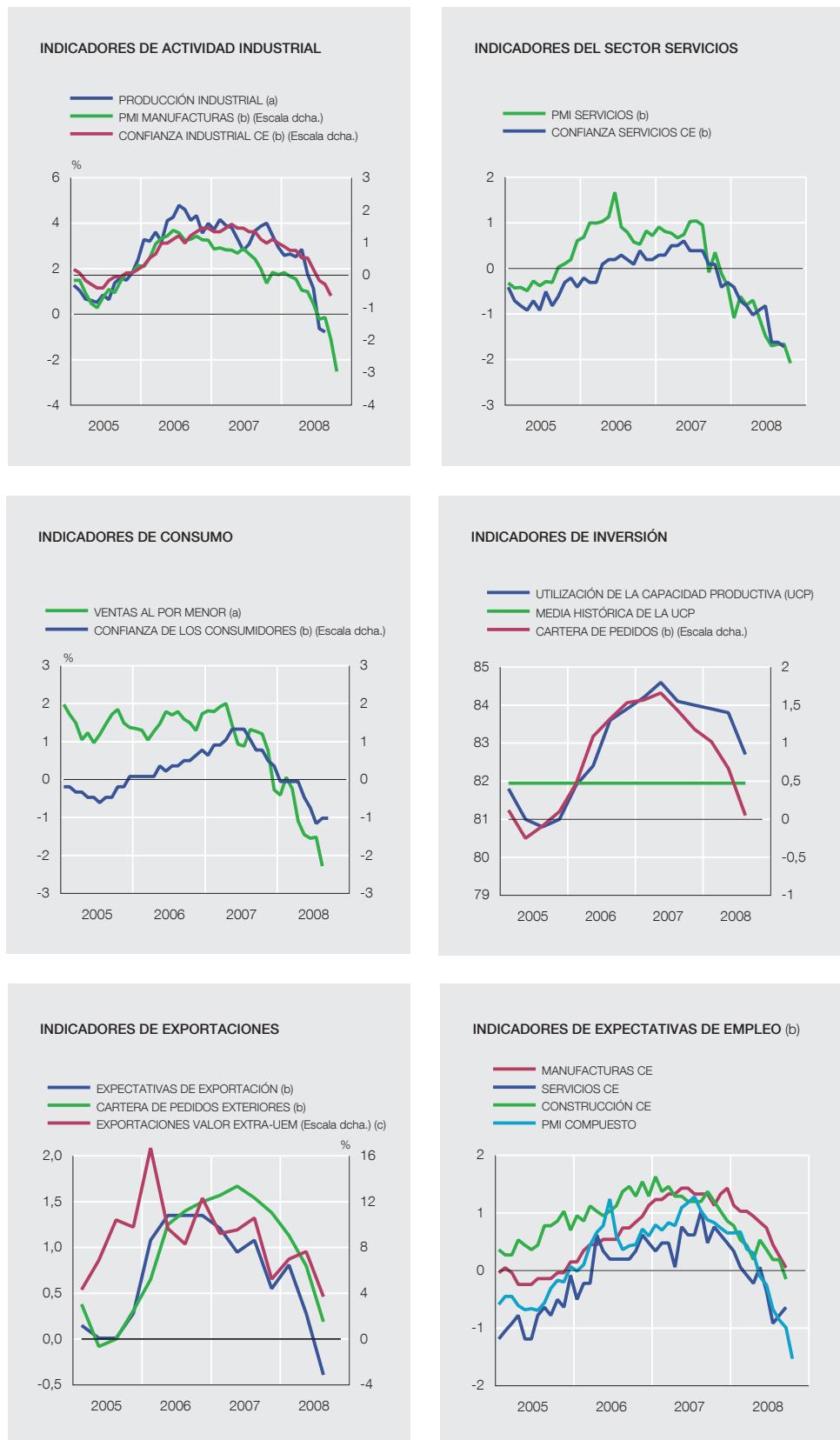
En el tercer trimestre del año, los indicadores coyunturales de actividad registraron un deterioro adicional (véase gráfico 9). Así, el índice de producción industrial acentuó su descenso interanual en julio y agosto y las encuestas de opinión mostraron un retroceso notable hasta septiembre, generalizado a todas las ramas y a la mayoría de sus componentes (situación actual, expectativas, etc.). Además, los índices elaborados a partir de las encuestas a los directores de compras (PMI) se situaron por debajo de los 50 puntos en el promedio del trimestre, lo que apuntaría a una contracción de la actividad tanto en la industria como en los servicios. Por su parte, los indicadores de expectativas de creación de empleo prolongaron la desaceleración que iniciaron el trimestre anterior, mientras que la tasa de paro siguió ascendiendo lentamente, hasta situarse en el 7,5% en julio.

La información disponible desde la óptica de la demanda también refleja un ritmo de avance débil de los principales agregados macroeconómicos en el tercer trimestre. Entre los indicadores del gasto de las familias, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles registraron tasas de variación intermensual muy moderadas en julio y agosto, tras el descenso del segundo trimestre. Por su parte, los índices de confianza de los consumidores y del comercio minorista intensificaron su desaceleración en el conjunto del trimestre, apreciándose un empeoramiento notable de las opiniones sobre la evolución del empleo, la posición financiera de los hogares y la situación económica general. Por lo que se refiere a la inversión en equipo, destaca el rápido retroceso del grado de utilización de la capacidad productiva en la industria, aunque aún se mantiene por encima de su media de largo plazo. Finalmente, en relación con la demanda exterior, las exportaciones experimentaron un tono muy débil en julio, apreciándose una nueva caída de la cartera de pedidos exteriores y de las expectativas de exportación, en consonancia con el debilitamiento de la demanda externa.

En definitiva, la información disponible para el tercer trimestre apunta a una prolongación en este período de la debilidad económica observada en el trimestre anterior. El recrudecimiento de la crisis financiera desde mediados de septiembre ha alejado la posibilidad de un fin temprano del período de inestabilidad financiera iniciado el verano del año pasado y ha incrementado notablemente la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento. Las previsiones más recientes de organismos internacionales y privados retrasan el inicio de la mejoría hasta la segunda parte del año 2009, de forma que el crecimiento medio que anticipan para el año siguiente es muy reducido (véase cuadro 2). Este escenario, además, estaría sometido a notables riesgos a la baja, que se derivarían de una posible retroalimentación entre el deterioro de las condiciones financieras y reales.

La inflación del área del euro descendió a lo largo del tercer trimestre, hasta situarse en septiembre en el 3,6%, desde el máximo del 4% alcanzado en junio y julio. Como viene sucediendo en los últimos meses, este comportamiento se encuentra ligado, en su mayor parte, a la evolución de los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los alimentos (véase gráfico 10). Por el contrario, los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos registraron una ligera aceleración, que contrasta con el paulatino debilitamiento de la demanda. La inflación subyacente —medida por la tasa de variación interanual del IAPC sin alimentos no elaborados y energía— se mantuvo estabilizada, entre junio y septiembre, en el 2,5%.

La intensificación de la crisis financiera y sus efectos previsibles sobre la economía real, junto con la moderación de los precios de las materias primas alimenticias y energéticas —a finales de octubre el precio del petróleo Brent se aproximaba a los 60 dólares—, justifican la



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

b. Series normalizadas.

c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

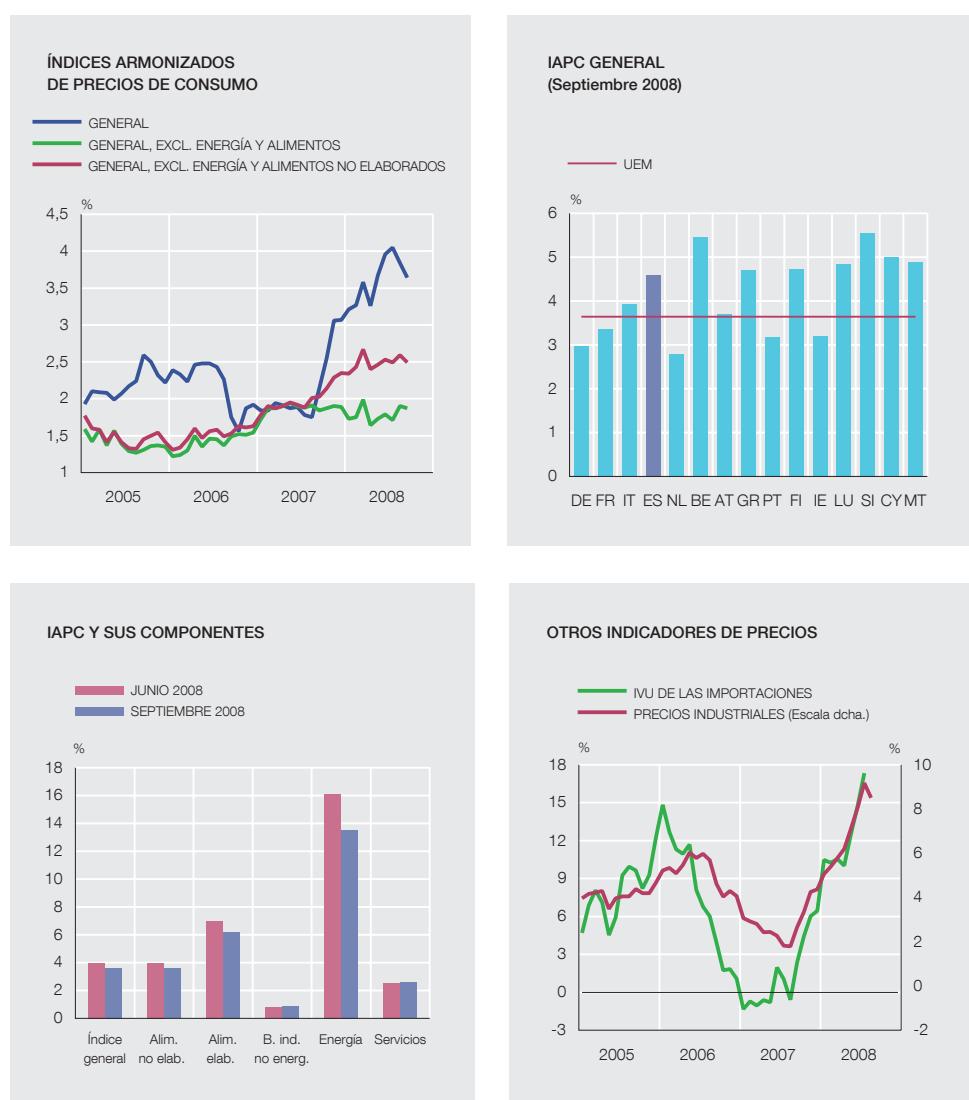
	2008		2009	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (septiembre 2008)	1,1-1,7	3,4-3,6	0,6-1,8	2,3-2,9
Comisión Europea (abril 2008)	1,7	3,2	1,5	2,2
Actualización ínterim (septiembre 2008)	1,3	3,6		
FMI (octubre 2008)	1,3	3,5	0,2	1,9
OCDE (junio 2008)	1,7	3,4	1,4	2,4
Actualización ínterim (septiembre 2008)	1,3			
Consensus Forecast (octubre 2008)	1,2	3,4	0,5	2,2
Euro Barómetro (octubre 2008)	1,2	3,5	0,3	2,3

FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

### UEM. INDICADORES DE PRECIOS Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

revisión a la baja que están experimentando las expectativas de inflación en el corto y medio plazo. En esta línea apuntan los indicadores de precios de venta de las encuestas de opinión y los indicadores de expectativas de inflación procedentes de los mercados financieros. No obstante, es previsible que los salarios se mantengan todavía en registros elevados, ya que son el resultado de las negociaciones realizadas hace varios meses, cuando las perspectivas económicas eran más favorables y el mercado de trabajo presentaba escasa holgura. Por ello, cabe esperar que el debilitamiento de la demanda y de las perspectivas de empleo contribuya a atenuar las demandas salariales, a la vez que disminuye el riesgo de que se produzcan efectos de segunda vuelta generalizados de los aumentos de los precios energéticos sobre los salarios.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 39,8 mm de euros hasta el mes de agosto de 2008 (un 0,6% del PIB), que contrasta con el superávit de 8,9 mm de euros registrado en idéntico período del año anterior. Este cambio de signo refleja en buena medida el descenso del superávit de la balanza de bienes y el aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. El comportamiento de la balanza de mercancías es resultado de la moderación de las ventas al exterior, en línea con el debilitamiento del comercio mundial y, muy especialmente, con el deterioro de la relación real de intercambio vinculado a los intensos crecimientos que registraron hasta julio los precios de importación. En la cuenta financiera, el agregado de inversiones directas y en cartera registró salidas netas por importe de 95 mm de euros entre enero y agosto, frente a los 188 mm de entradas registrados en el mismo período del año anterior. Ello se debió a que las inversiones directas se saldaron con una salida neta de capitales muy superior a la observada en el mismo período del pasado año, mientras que las entradas netas de capital en concepto de inversiones de cartera se redujeron notablemente.

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria apunta a un deterioro del saldo presupuestario de las AAPP superior al que contenían las previsiones de la Comisión de primavera de 2008. Este resultado revela principalmente la intensa desaceleración que están registrando los ingresos y que refleja tanto la introducción de medidas de carácter discrecional —entre las que destacan el recorte de las cotizaciones sociales en Francia y Alemania, la reducción de los impuestos sobre los beneficios empresariales en España y Alemania o la bajada de los impuestos directos en España— como el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas. Además, destaca la desaparición de los ingresos extraordinarios registrados en los dos años anteriores en algunos países, vinculados al auge del sector inmobiliario y al aumento de los beneficios empresariales.

Ante estas circunstancias, en el momento de la elaboración de sus presupuestos para los próximos años, la mayoría de los países están revisando los objetivos que se fijaron en la actualización de sus programas de estabilidad a finales de 2007 (véase cuadro 3). Las revisiones son especialmente significativas en los casos de Irlanda, donde se prevé acabar el año 2008 con un déficit superior al 5%, y España. Los gobiernos de Francia e Italia también han revisado al alza sus estimaciones de déficit para el año 2008, hasta el 2,7% y el 2,5% del PIB, respectivamente. El primero de estos países, además, ha retrasado hasta el año 2013 el objetivo a medio plazo de alcanzar una situación presupuestaria equilibrada, mientras que en el segundo se ha aprobado un paquete de medidas fiscales que pretende lograr el equilibrio en el 2011. Únicamente en Alemania las estimaciones de déficit presupuestario para el año 2008 se han revisado a la baja, situando el saldo de las AAPP en una posición próxima al equilibrio en ese año, en contraste con los 0,5 pp de déficits previstos con anterioridad.

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2006	2007		2008		2009
		Pr. Estab. (b)	CE (c)	Pr. Estab. (b)	CE (c)	CE (c)
Bélgica	0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,4	-0,6
Alemania	-1,6	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,2
Grecia	-2,6	-2,7	-2,8	-1,6	-2,0	-2,0
España	1,8	1,8	2,2	1,2	0,6	0,0
Francia	-2,4	-2,4	-2,7	-2,3	-2,9	-3,0
Irlanda	3,0	0,5	0,3	-0,9	-1,4	-1,7
Italia	-3,4	-2,4	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4
Luxemburgo	1,3	1,0	2,9	0,8	2,4	2,3
Holanda	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,4	1,8
Austria	-1,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6
Portugal	-3,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,2	-2,6
Eslovenia	-1,2	-0,6	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6
Finlandia	4,1	4,5	5,3	3,7	4,9	4,6
Malta	-2,6	-1,6	-1,8	-1,2	-1,6	-1,0
Chipre	-1,2	1,5	3,3	0,5	1,7	1,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)						
Saldo primario	1,6	2,2	2,3	2,1	1,9	1,8
Saldo total	-1,3	-0,8	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1
Deuda pública	68,5	66,6	66,4	64,8	65,2	64,3

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. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008.  
 c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2008.

Lo comentado hasta ahora pone de manifiesto el escaso margen de maniobra de que disponen algunos países —con déficits próximos al 3% del PIB ya en el año 2008— para dejar actuar sin restricciones a los estabilizadores automáticos o establecer políticas discrecionales de carácter anticíclico. A ello hay que añadir el coste fiscal que previsiblemente tendrán los planes de recapitalización y rescate de entidades financieras emprendidos por varios gobiernos. En este contexto, es previsible que algunos gobiernos invoquen en los próximos meses la incidencia de circunstancias excepcionales previstas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

En la zona del euro, el extraordinario agravamiento de las tensiones financieras que se observó a mediados de septiembre se ha materializado en un endurecimiento adicional de las condiciones financieras. En efecto, como se recoge en el recuadro 3, la dificultad para conseguir liquidez en los mercados monetarios provocó un elevado aumento de los diferenciales entre los tipos de interés del mercado interbancario y los de activos sin riesgo de contrapartida. También las primas de riesgo y los diferenciales de bonos corporativos se han incrementado notablemente, y los índices bursátiles, en un contexto de extrema volatilidad, han registrado fuertes caídas (véanse gráficos 11 y 12). El deterioro de la situación patrimonial de algunas instituciones y las dificultades crecientes para obtener financiación han dado lugar a movimientos corporativos que están produciendo una reestructuración del sector bancario europeo y en ocasiones han requerido la intervención de algunos gobiernos sobre entidades con problemas para evitar un posible riesgo sistémico. Además de estas actuaciones sobre entidades

En la zona del euro, como en otras partes, el deterioro de los mercados financieros internacionales ha llegado a afectar a todo el sector bancario, incluyendo entidades altamente solventes y sin exposición directa a los productos que se han venido a denominar como «tóxicos». La preocupación sobre la solvencia de las entidades bancarias alcanzó niveles máximos, con un crecimiento extraordinario de las primas de los contratos de aseguramiento de riesgo de crédito (véase

se gráfico 1). En los mercados monetarios, la financiación a plazo en el segmento no garantizado fue prácticamente inexistente y la falta de confianza entre entidades se reflejó en unos niveles del EURIBOR que incorporaban primas por encima de los 200 pb a principios de octubre (véase gráfico 2). Asimismo, en los mercados de máxima calidad crediticia, como los *covered-bonds*, los tipos también repuntaron. Por su parte, los índices bursátiles registraron caídas abultadas

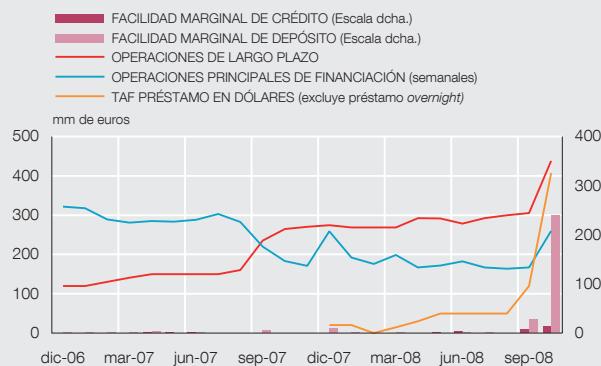
#### 1 INDICADORES DE RIESGO



#### 3 EURO STOXX AMPLIO E ÍNDICES SECTORIALES



#### 5 VOLUMENES DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (d)



FUENTES: Banco Central Europeo, Bloomberg, Datastream y JP Morgan.

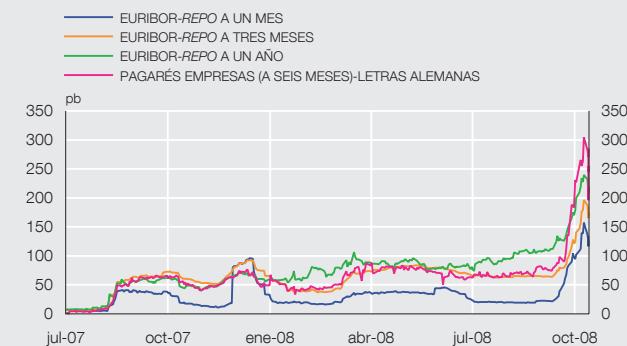
a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.

b. Diferencial con respecto a swaps. Medias móviles de cinco días.

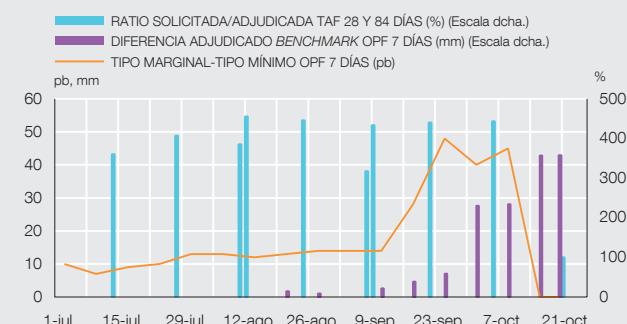
c. Bonos de titulización hipotecaria en euros y con calificación AAA. Diferencial con EURIBOR a tres meses. Media sin ponderar de los índices disponibles para países.

d. Se representa el préstamo neto medio mensual en cada una de las modalidades, salvo para las TAF y facilidades permanentes de crédito y depósito, para las que se muestran volúmenes a fin de mes. Datos de octubre, hasta el día 24.

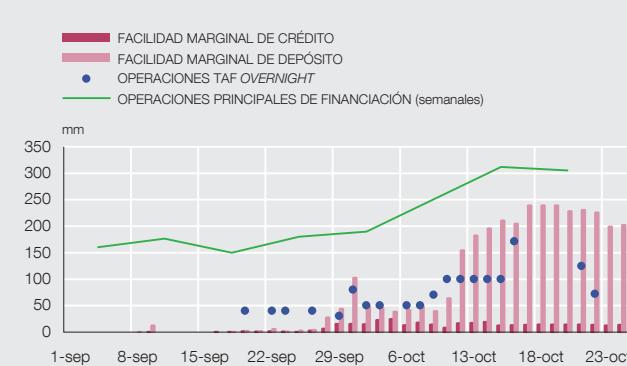
#### 2 DIFERENCIALES MERCADOS MONETARIOS



#### 4 OPERACIONES DEL BCE. DATOS DIARIOS



#### 6 VOLÚMENES DE OPERACIONES DEL BCE. DATOS DIARIOS



das, dentro de una extrema volatilidad que afectó a todos los sectores, con una corrección del EUROSTOXX 50 cercana al 30% desde mediados de septiembre (véase gráfico 3).

Ante los riesgos que esta situación supone para la actividad de intermediación financiera, los gobiernos y los bancos centrales de numerosos países, incluyendo los de la UEM, pusieron en marcha medidas extraordinarias de apoyo al sistema financiero (véase recuadro 2 para más detalle sobre las iniciativas de los gobiernos en la zona del euro).

Pero el agravamiento de las tensiones afectó intensamente también a la instrumentación de la política monetaria única. Así, desde mediados de septiembre el tipo marginal de las subastas semanales alcanzó niveles notablemente elevados, a pesar de que el BCE seguía inyectando liquidez por encima de lo que ex ante se consideraba como neutral (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, sin embargo, las entidades recurrieron de forma creciente a la facilidad de depósito, lo que indicaba que la distribución de la liquidez en el sistema no estaba siendo eficiente (véase gráfico 5). Además, se acrecentaron las necesidades de liquidez en dólares por parte de los bancos europeos.

La autoridad monetaria respondió a este tensionamiento adicional de la situación renovando las operaciones suplementarias de financiación a largo plazo con vencimiento a tres y a seis meses que había instrumentado antes del verano y aumentando las cantidades ofrecidas en estas últimas. Se llevaron a cabo también operaciones puntuales, como, por ejemplo, la realizada el 29 de septiembre para inyectar 120 mm de euros a un plazo de 38 días con el compromiso de renovación hasta el comienzo de 2009. Como resultado, las operaciones de préstamo a plazos más largos están aportando el grueso de la financiación (véase gráfico 5), de modo que el préstamo neto medio en septiembre alcanzó los 305 mm de euros, frente a 167 mm de euros a través de las subastas semanales. En los días transcurridos de octubre estas cantidades fueron, incluso, superiores (véase gráfico 6).

Sin embargo, en octubre el Consejo de Gobierno BCE decidió emprender cambios más radicales ante la prolongación de la crisis y la

constatación de que era improbable que el mercado interbancario pudiera normalizar su funcionamiento en el corto plazo. En primer lugar, se decidió que las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo fijo (el mínimo de las subastas semanales), con adjudicación plena de las cantidades demandadas, lo que dio lugar a un importante incremento de este tipo de financiación (310 mm euros en la subasta del 15 de octubre). Este procedimiento de subasta sería posteriormente extendido a las operaciones a plazos más largos. En segundo lugar, se redujo el *corredor* que determinan las facilidades permanentes de 200 pb a 100 pb en torno al tipo de interés de la operación principal de financiación. Finalmente, el Consejo acordó ampliar de forma significativa la lista de activos admisibles como colateral. En paralelo, el BCE, en coordinación con otros bancos centrales, ha ampliado los acuerdos con la Reserva Federal para incrementar el préstamo de dólares. Así, se introdujeron nuevas operaciones en dólares a una semana y subastas diarias para préstamos a un día. Además, en varias ocasiones se aumentó la dotación de las subastas TAF a plazo y el 13 de octubre los bancos centrales acordaron conceder el total de los recursos solicitados en las subastas TAF (salvo en las diarias) a un tipo fijo, medida que se mantendrá, al menos, hasta enero de 2009. El BCE llegó también a un acuerdo con el Banco Nacional de Suiza para proporcionar financiación en francos suizos.

El conjunto amplio de medidas adoptadas en las últimas semanas implica que el BCE ha pasado a desempeñar el papel de distribución de la liquidez que en tiempos normales desempeña el mercado. Como es bien sabido, el normal funcionamiento de los mercados financieros es condición necesaria para que operen los principales canales a través de los cuales discurre el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, en circunstancias como las presentes aumentan los riesgos de que eventuales problemas de liquidez se transformen rápidamente en situaciones de inestabilidad financiera. Desde esta perspectiva, las decisiones que ha adoptado el Consejo de Gobierno del BCE, dentro del ámbito del ejercicio independiente de sus competencias, tienen un carácter complementario con las medidas, también extraordinarias, adoptadas recientemente por los gobiernos de los países del área del euro.

concretas, como se expone en el recuadro 2, los gobiernos de la zona del euro adoptaron de forma coordinada medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero para que siga realizando adecuadamente su labor de intermediación en la economía. En este contexto, el BCE ha tomado también numerosas decisiones para mitigar los efectos del recrudecimiento de la crisis sobre las condiciones financieras, devolver la confianza a los mercados y satisfacer la abundante demanda de liquidez.

En la reunión del 2 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE discutió extensamente la intensificación de las turbulencias financieras y su impacto sobre la actividad y los precios. Valoró en ese momento que el debilitamiento de la actividad se había traducido en una disminución de los riesgos existentes al objetivo de estabilidad de precios, si bien estos no se habían disipado

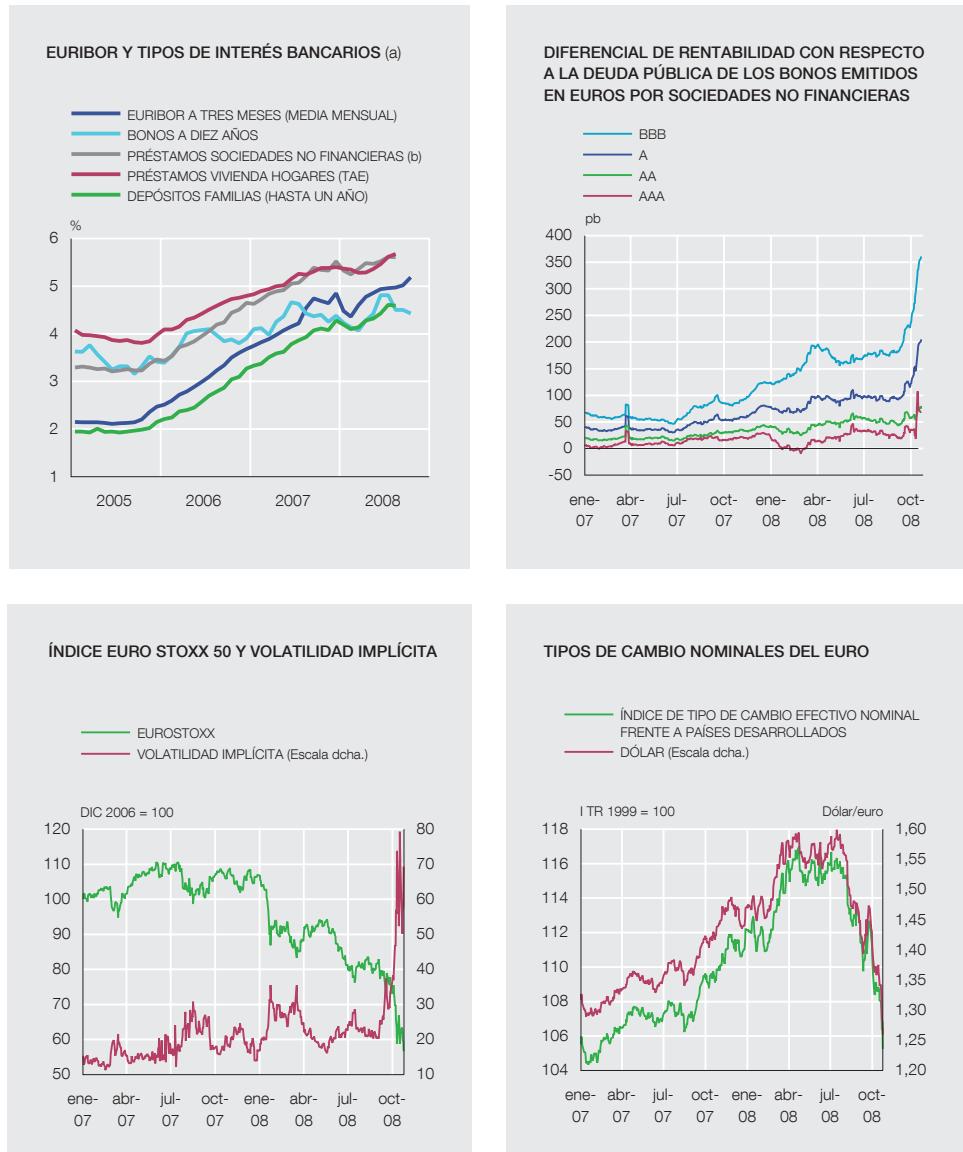
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 11



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

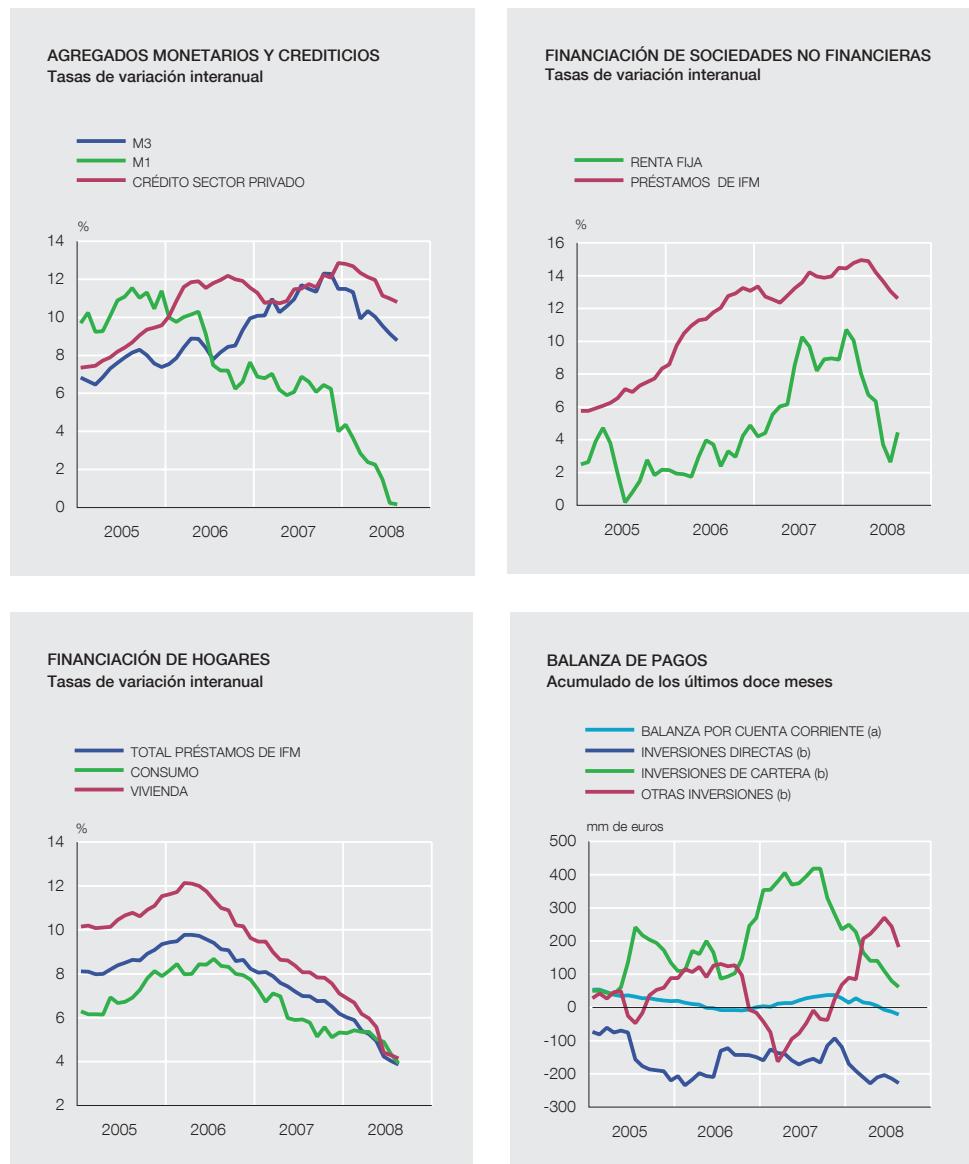


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

totalmente. En los días sucesivos, sin embargo, se fueron acumulando noticias negativas sobre el desarrollo de la crisis financiera y sus posibles efectos sobre las perspectivas de crecimiento e inflación. El 8 de octubre, el Consejo de Gobierno del BCE, en una acción concertada con otros bancos centrales, decidió reducir los tipos de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) en 50 pb, hasta situarlos en el 3,75%. Esta medida vino acompañada por cambios significativos en la política de concesión de liquidez, que se analizan en el recuadro 3.

Como ya se ha dicho, la incertidumbre existente en el momento de cierre de este artículo es muy elevada, pero parece que las acciones adoptadas por las autoridades económicas para atenuar los efectos adversos de la intensificación de las turbulencias financieras han detenido, al menos, el rápido deterioro que registraban la mayor parte de variables financieras. Sin embargo, la mayoría de los indicadores de tensiones financieras no han corregido en su totalidad



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.  
 b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

el empeoramiento que experimentaron desde mediados de septiembre y, en cualquier caso, continúan en registros muy elevados.

Así, los tipos de interés del EURIBOR, tras alcanzar un máximo a principios de octubre, se han ido reduciendo desde el anuncio de las medidas. No obstante, el tipo a un mes se mantenía el 24 de octubre todavía por encima de los valores registrados antes de la intensificación de las turbulencias, mientras que el EURIBOR a un año se sitúa en el 5,04%, nivel que no se observaba desde el mes de mayo. Por otra parte, a la fecha de cierre de este Boletín, las rentabilidades a largo plazo existentes en los mercados de deuda pública eran ligeramente superiores al 4%, algo por debajo de lo observado en junio, reflejando una mayor afluencia del ahorro hacia activos seguros, además del posible impacto del deterioro de las perspectivas económicas y la moderación de las presiones inflacionistas. El diferencial de rentabilidad existente con el bono a diez años americano era en torno a 50 pb. Por otra parte, los diferenciales de rentabi-

lidad existentes entre el bono soberano alemán y los equivalentes en otros países del área del euro superaban los registros de junio, situándose por encima de los 90 pb en el caso de Italia, Grecia e Irlanda; por encima de los 50 pb en los de España y Bélgica, y en torno a 30 pb en los de Francia, Holanda y Finlandia. Finalmente, los diferenciales de rentabilidad de la deuda privada frente a la deuda pública también han aumentado de forma notable, especialmente en el caso de los títulos de peor calidad crediticia.

Las cotizaciones de los mercados bursátiles europeos fueron claramente penalizadas por los episodios recientes y, como se ha dicho, todavía no han recuperado el terreno perdido desde entonces. La volatilidad aumentó significativamente y el EURO STOXX 50 acumulaba, el 24 de octubre, un descenso del 47% desde comienzos del año y próximo al 30% desde mediados de septiembre, con pérdidas que se extendían a la mayoría de los sectores, y con mayor intensidad al financiero. Por su parte, el tipo de cambio del euro se situaba en 1,26 dólares/euro, con una depreciación acumulada algo superior al 14% en lo que va de año. En términos efectivos nominales, la depreciación acumulada era del 6,2%. Adicionalmente, en este contexto de tensiones financieras, se han producido presiones depreciatorias sobre algunas de las monedas que participan en el ERM II.

La última información disponible sobre los agregados monetarios y crediticios se refiere a agosto y no recoge, por tanto, los posibles efectos del agravamiento reciente de las turbulencias financieras (véase gráfico 13). La información disponible hasta ese mes refleja una progresiva desaceleración de M3, hasta situarse en el 8,8% interanual en agosto, con tasas de avance casi nulas de su componente más líquido, M1, que incluye el efectivo y los depósitos a la vista. Desde la perspectiva de las contrapartidas, los préstamos concedidos al sector privado mantenían una suave tendencia de moderación, que se extendía a todos los países y que resultaba algo más intensa en los préstamos a los hogares que en los concedidos a las empresas no financieras (SNF). En conjunto, la ralentización de los préstamos a empresas y familias observada hasta agosto estaba en consonancia con la pérdida de dinamismo de la actividad y el deterioro de las perspectivas económicas y con el persistente aumento de los costes de financiación. Por la parte de la oferta, la encuesta de préstamos bancarios recogía un endurecimiento adicional de los criterios de concesión de préstamos en el segundo trimestre de 2008, proceso que las entidades esperaban que continuara en el tercer trimestre.

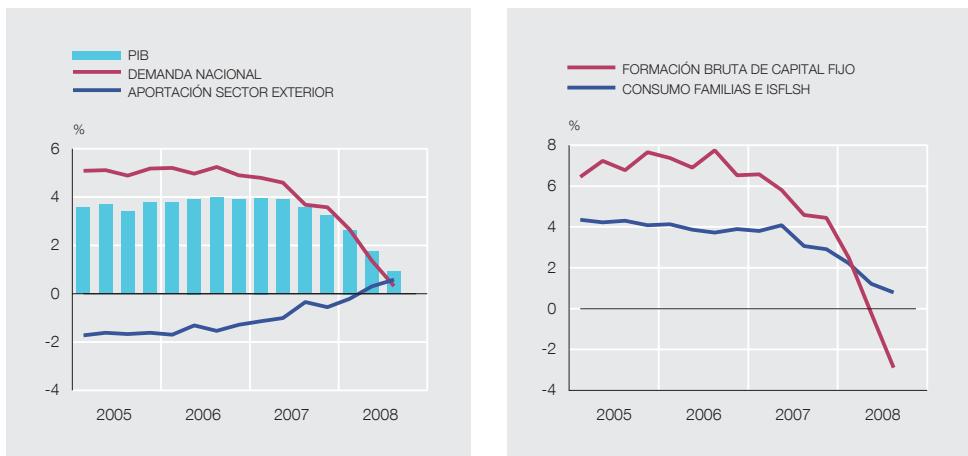
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se desaceleró con intensidad en el segundo trimestre de 2008, mostrando un crecimiento interanual del 1,8%, ocho décimas por debajo de la tasa estimada para el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, la tasa de avance del producto se situó en el 0,1%, dos décimas menos que en el primer trimestre. Esta pérdida de vigor de la actividad reflejó el menor dinamismo de la demanda nacional, en especial de la inversión residencial. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró cinco décimas, pasando a ser positiva, en un contexto de desaceleración más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, con la excepción de la energía, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, particularmente la construcción y la industria. La desaceleración de la actividad se reflejó en el ritmo de creación de empleo, que, según los datos de la CNTR, se ralentizó significativamente en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en el 0,4% en términos interanuales, 1 pp menos que en el trimestre anterior, con lo que, dada la tasa de expansión del producto, el ritmo de avance de la productividad se incrementó en dos décimas, hasta el 1,4%.

De acuerdo con la información disponible, en el tercer trimestre de 2008 ha continuado el debilitamiento de la actividad de la economía española. La persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y sus implicaciones sobre las condiciones de financiación y la confianza de los agentes han amplificado la corrección iniciada en trimestres precedentes, contribuyendo a frenar el avance de la actividad. Los episodios más agudos de la crisis financiera que han tenido lugar en las últimas semanas podrían haber inhibido el crecimiento económico adicionalmente. En este contexto, se estima que el ritmo de variación interanual del PIB se situó en el 0,9% en el tercer trimestre, nueve décimas por debajo del observado el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso, hasta registrar una tasa del -0,2%. Esta evolución sería atribuible a la continuada pérdida de impulso de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual habría descendido hasta el 0,3%, en tanto que se prevé que la contribución positiva del sector exterior continuó mejorando, hasta situarse en 0,6 pp (véase gráfico 14).

Por el lado de la oferta, se estima que la ralentización del valor añadido de la economía de mercado en el tercer trimestre fue generalizada, recayendo principalmente sobre las ramas de la industria y la construcción. En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores disponibles apuntan hacia una intensificación del proceso de destrucción de empleo. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a tasas elevadas, similares a las observadas en los últimos trimestres, con lo que se anticipa que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ralentizaría ligeramente en el tercer trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC aumentó en el conjunto del tercer trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 4,9%, tres décimas más que en el trimestre anterior, aunque se moderó sensiblemente a partir de agosto. Esta trayectoria estuvo condicionada en buena medida por la senda de los precios del petróleo, que, tras alcanzar niveles máximos en julio, han experimentado fuertes caídas con posterioridad. En media del trimestre, la inflación subyacente repuntó en la misma magnitud que el índice general, hasta el 3,5%, como resultado de la aceleración de los precios en los servicios y en los bienes industriales no energéticos.

### 4.1 Demanda

El gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó en el tercer trimestre el perfil de marcada desaceleración observado desde principios de año, de acuerdo con la información



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

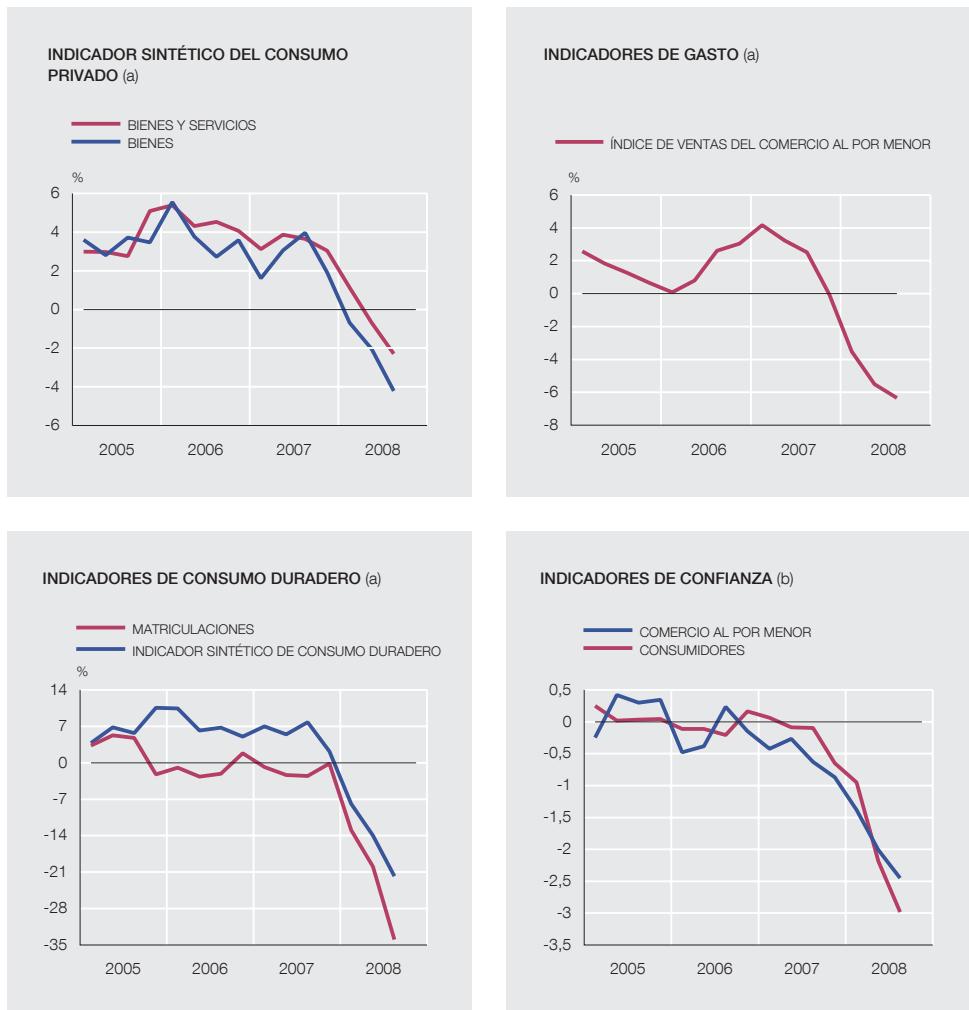
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

coyuntural más reciente (véase gráfico 15). La confianza de los consumidores y la de los comerciantes minoristas experimentaron nuevos retrocesos, alcanzando un nuevo mínimo histórico en el primer caso y situándose muy cerca de este en el segundo. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a julio y agosto, mostraron descensos interanuales de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo algo mayores que en la media del segundo trimestre. En ese mismo sentido, el índice del comercio al por menor en términos reales disminuyó en el período julio-agosto a ritmos también superiores a los observados en la primavera. El deterioro fue mayor en el caso de los bienes de consumo duradero. Así, en el tercer trimestre del año tuvo lugar una caída interanual de las matriculaciones de automóviles superior al 30%.

Detrás de este debilitamiento del consumo de las familias se encuentran tanto la pérdida de confianza señalada anteriormente, generada por la delicada situación de los mercados financieros internacionales y por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, como la evolución más desfavorable de sus determinantes. Así, la destrucción de empleo y las elevadas tasas de inflación han moderado el ritmo de avance real de la renta bruta disponible de los hogares, a pesar de la tónica de elevado crecimiento salarial. Además, la caída de las cotizaciones bursátiles y la acusada desaceleración de los precios de las viviendas están teniendo un efecto desfavorable sobre la riqueza de las familias. A su vez, el endurecimiento de las condiciones financieras podría estar contribuyendo a que los hogares pospongan algunas decisiones de gasto en bienes de consumo duradero. Todos estos factores están conduciendo a una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, aumentó hasta el 10,7% de la renta disponible en los cuatro trimestres acumulados hasta el segundo de 2008. Con todo, algunos factores de índole más estructural podrían ejercer un cierto papel de soporte del consumo en esta fase de debilidad, tal como se analiza en el recuadro 4.

El consumo final de las AAPP presentaría en el tercer trimestre una tasa similar a la registrada el trimestre anterior (3,8%), aunque los datos de la ejecución presupuestaria del Estado sugieren un aumento algo más moderado de la remuneración de los asalariados públicos.

La formación bruta de capital fijo continuó retrocediendo en el tercer trimestre de 2008, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En el caso de los bienes



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

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

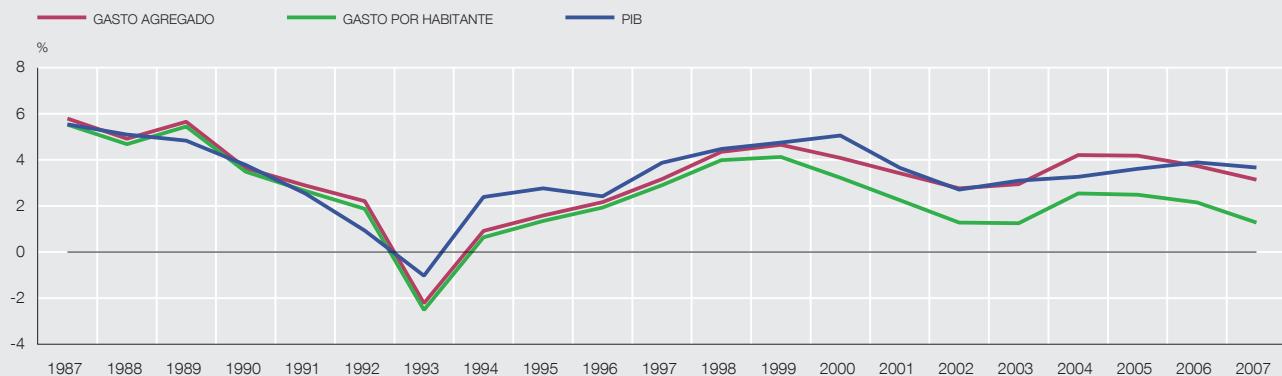
de equipo, los indicadores de disponibilidades del tercer trimestre, aunque incompletos, apuntan hacia una cierta contracción, mientras que los indicadores de confianza señalan una mayor atonía, con caídas en el indicador de clima industrial de bienes de equipo y en el del total de la industria, así como un empeoramiento en la cartera de pedidos. Esta evolución está en consonancia con el debilitamiento de la demanda interna y del comercio mundial, y con la moderación de los beneficios empresariales. Asimismo, el endurecimiento reciente de las condiciones de financiación bancaria y las mayores dificultades para captar financiación por esta y por otras vías estarían afectando negativamente a las decisiones de gasto de las sociedades no financieras. Este conjunto de factores se está traduciendo, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, en un descenso de las necesidades de financiación del conjunto del sector, que, en los cuatro trimestres comprendidos hasta el segundo de 2008, se situaron en el 10,3% del PIB (0,8 pp menos que en el acumulado de los cuatro trimestres anteriores).

El comportamiento contractivo de la inversión en construcción se agudizó en el tercer trimestre. Así, los indicadores de consumos intermedios —como la producción interior de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento— intensificaron su ritmo de caída en el conjunto de los meses de julio y agosto. Los indicadores del mercado de trabajo también si-

El consumo privado mantiene una estrecha relación con la evolución del producto, el empleo y la renta, que determinan los ingresos de las familias, así como con el valor de sus activos y con el tipo de interés

real esperado. Pero, además, determinados aspectos de carácter demográfico y social pueden tener también una influencia significativa sobre las fluctuaciones del consumo.

#### 1 CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES (tasas de variación)



#### 1 POBLACIÓN, COMPOSICIÓN Y GASTO DE LOS HOGARES

	1992	1995	1998	2000	2002	2005
Población total (crecimiento anual)	0,3	0,2	0,4	0,8	1,5	1,7
Formación de hogares (miles) (a)	170,6	117,0	221,2	309,5	377,0	477,9
Tamaño medio del hogar (a)	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,8
Distribución (% hogares) (a)						
Un miembro	11,3	12,2	13,0	14,0	14,9	16,3
Dos miembros	22,1	22,9	24,0	25,2	26,3	27,6
Tres miembros	21,2	21,9	22,9	22,9	23,5	23,8
Cuatro miembros	24,8	25,3	25,4	24,9	24,1	22,8
Cinco o más miembros	20,6	17,7	14,7	12,9	11,2	9,6
Gasto medio por persona (euros) (b)				5.481,0	6.425,4	8.651,1
Índice s/gasto medio (tres miembros) (b)						
Un miembro	141,4	149,2	154,5	158,4		
Dos miembros	110,1	114,5	119,9	112,9		
Tres miembros	100,0	100,0	100,0	100,0		
Cuatro miembros	88,7	86,3	90,2	86,3		
Cinco miembros	76,4	78,8	80,6	74,1		

#### 2 ESTRUCTURA DEL CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES (COICOP)

	1993	2006
%		
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,5	13,0
Bebidas alcohólicas, tabaco y narcóticos	2,4	2,6
Artículos de vestir y calzado	8,1	5,7
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	13,1	15,7
Mobiliario, equipamiento del hogar y gastos corrientes de conservación de la vivienda	6,9	5,7
Salud	5,2	3,6
Transporte	13,5	11,6
Comunicaciones	1,1	3,5
Ocio, espectáculos y cultura	5,8	9,8
Educación	1,8	1,4
Hoteles, cafés y restaurantes	16,1	17,2
Otros bienes y servicios	6,6	10,1
<b>GASTO EN CONSUMO FINAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Encuesta de Población Activa (Indicadores sociales).

b. Encuesta Continua de Presupuestos Familiares.

En primer lugar, el crecimiento de la población afecta al consumo agregado en tanto en cuanto existen unos estándares mínimos de gasto por persona en bienes y servicios de consumo que solo en circunstancias muy excepcionales se recortan. Este aspecto implica que determinados tipos de bienes, como, por ejemplo, la alimentación, exhiban un patrón cíclico suave y que el gasto medio por habitante tienda a fluctuar en menor medida que el gasto agregado en períodos de fuerte expansión demográfica. Ciertamente, este ha sido el caso de España en los últimos 15 años, cuando la población ha aumentado notablemente y el consumo medio por habitante ha registrado un patrón de crecimiento más moderado que el del gasto agregado (véase gráfico 1).

En segundo lugar, determinados factores de carácter social han originado cambios en la estructura y en la composición de los hogares y han reducido su tamaño medio. Por un lado, el número de hijos que, en promedio, tienen las parejas españolas ha mostrado una tendencia descendente durante las tres últimas décadas. Por otro, el incremento del número de separaciones y el aumento de la longevidad han propiciado un crecimiento de los hogares con un reducido número de individuos, de modo que las unidades familiares con un solo miembro, que representaban un 11% del total en 1992, suponían un 16% en 2005 (véase cuadro 1). Un incremento similar experimentó la proporción de familias con dos individuos, mientras que las de cinco o más individuos redujeron su peso en 11 pp. Con todo ello, el número de miembros por hogar, que, en promedio, era de 3,3 al principio de los noventa, descendió hasta 2,8 en 2005, produciéndose, al mismo tiempo, un incremento notable en la creación de nuevos hogares, tendencia que, según la información más reciente, se habría mantenido en los últimos años. La existencia de gastos fijos en los hogares —por ejemplo, los ligados al alquiler y gastos corrientes de la vivienda— y las consiguientes economías de escala que se generan dan lugar a una relación inversa entre el gasto medio por

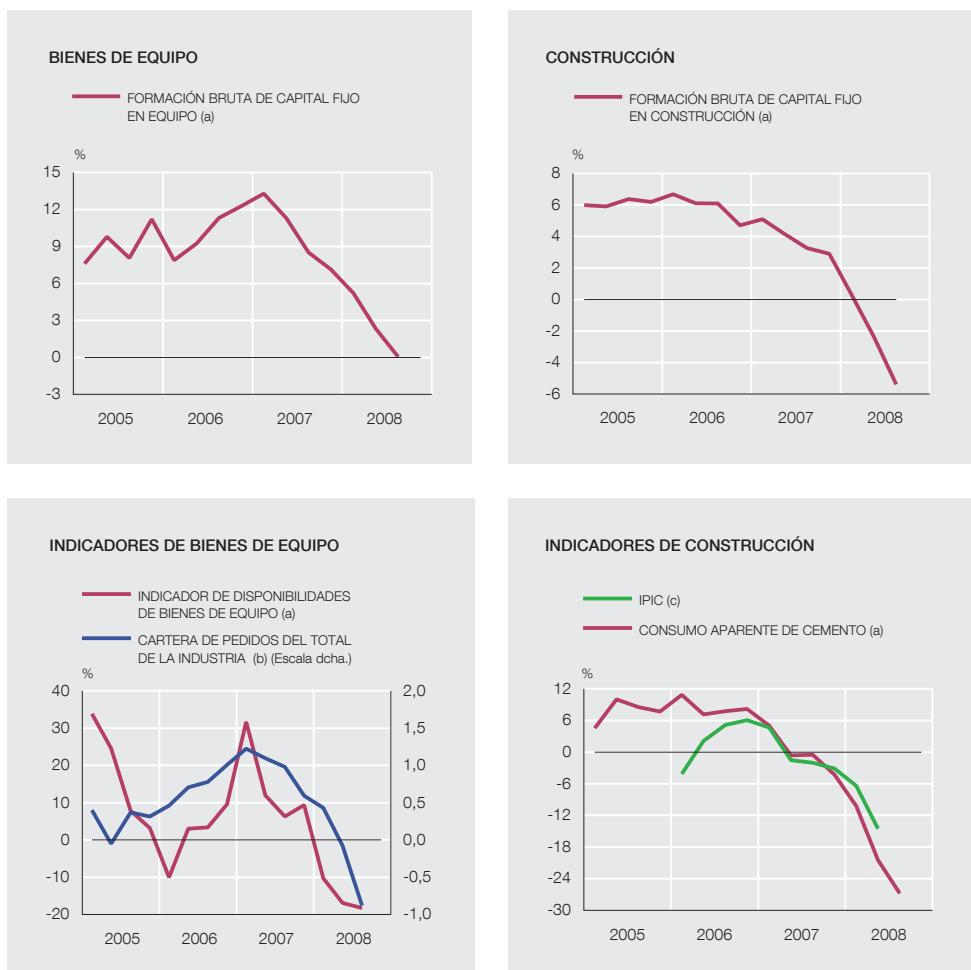
persona y el número de miembros que integran la unidad familiar. Además, dicha relación tiene carácter no lineal, como pone de manifiesto la Encuesta de Presupuestos Familiares. La disminución del tamaño medio de los hogares que se ha producido en España habría contribuido, por tanto, a elevar el consumo medio por habitante.

Un último aspecto que influye sobre el gasto medio por persona es la recomposición de la estructura de consumo hacia bienes y servicios, cuya demanda tiende a elevarse con el desarrollo económico y el nivel de renta per cápita. Así, la pérdida de peso de los alimentos o el incremento que ha registrado el gasto en comunicaciones, en servicios recreativos y culturales y en cuidados personales —estos últimos, incluidos en los denominados *otros bienes y servicios*— constituyen algunos ejemplos de cómo dichos cambios sociales tienden a elevar el crecimiento medio del consumo, ya que el gasto per cápita en alimentos avanza a un ritmo inferior a la media, mientras que los bienes y servicios que ganan peso en la estructura de gasto lo hacen a un ritmo superior (véase cuadro 2). Si el crecimiento del consumo por tipos de bienes hubiera sido el observado a comienzos de los años noventa, el cambio en la composición mencionado habría llevado en la actualidad a un mayor crecimiento del consumo medio por habitante, que se estima en algo más de medio punto porcentual.

En consecuencia, el intenso crecimiento demográfico y el aumento de la creación de nuevos hogares parecen haber impulsado el avance del consumo agregado desde finales del siglo XX. Por otro lado, diversos factores de carácter estructural, relacionados con la disminución del tamaño de las unidades familiares y con la composición del gasto —ligada, a su vez, con los niveles de renta más altos— han contribuido a elevar el gasto medio por persona a lo largo de las dos últimas décadas. Estos elementos podrían proporcionar cierto soporte para el avance del consumo privado en la actual fase de ajuste de la economía.

guieron esta tónica, con una disminución del 12% interanual en el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector en el conjunto del tercer trimestre. Además, el indicador de confianza de los empresarios de la construcción retrocedió en el tercer trimestre más intensamente que en el segundo. Respecto a los distintos tipos de obra, la inversión en edificación residencial se habría reducido a un ritmo superior al observado en el trimestre precedente, como consecuencia del significativo descenso en las iniciaciones de viviendas, según se desprende de las cifras de proyectos de obra nueva visados y de la paulatina terminación del elevado volumen de proyectos comenzados en 2006 y 2007. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas —y, en particular, el empleo— y sobre la propia evolución de los precios de la vivienda ha afectado a la demanda residencial por parte de los hogares, lo que, a su vez, ha tendido a desanimar la puesta en marcha de nuevos proyectos. También los visados de edificación no residencial mostraron en el tercer trimestre una apreciable pérdida de tono.

La información disponible indica que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado aumentando en el tercer trimestre, hasta situarse en 0,6 pp, como

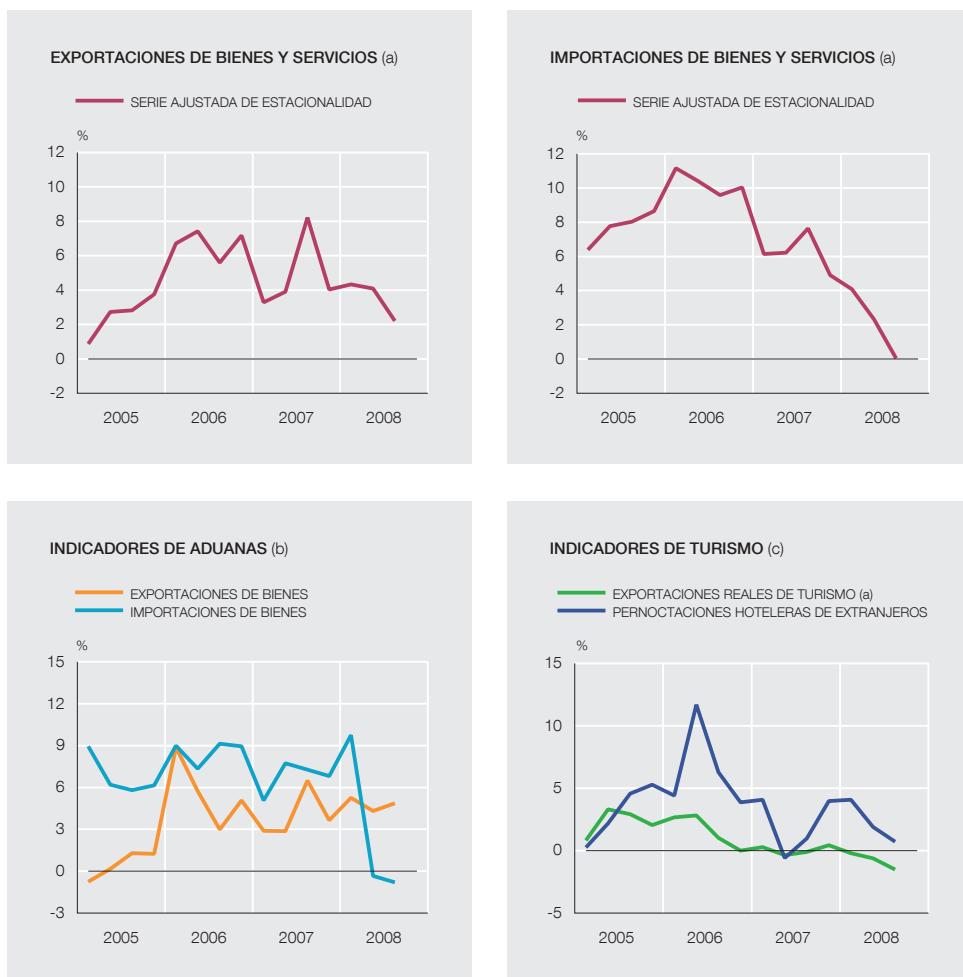


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

- a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción. Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

resultado de la continuación de la pérdida de pulso de las importaciones (véase gráfico 17). Esta desaceleración de las compras al exterior está en línea con la trayectoria descrita de la demanda final de consumo y de inversión en equipo. Por su parte, las exportaciones habrían registrado una cierta pérdida de pujanza, en un entorno de ralentización del comercio mundial, concentrada básicamente en el conjunto de las economías desarrolladas, y en particular en algunos de nuestros principales socios europeos. La información disponible señala que en el tercer trimestre la depreciación del euro se tradujo en un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio, aunque en el período transcurrido del año estos indicadores acumulan todavía un cierto deterioro.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes se desaceleraron en los meses de julio y agosto, creciendo a un ritmo interanual del 4,1%, frente al 6,6% del segundo trimestre. Con todo, en el período acumulado hasta agosto las exportaciones reales de bienes crecieron un 4,4%, tasa muy similar a la observada en 2007. Por grupos de productos, los componentes más dinámicos de las exportaciones en julio y agosto fueron los productos energéticos y los bienes de equipo, si bien estos últimos acumulan en lo



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.

que se lleva de año un retroceso, mientras que las ventas de bienes de consumo distintos de los alimentos fueron las que experimentaron una mayor atonía. Por áreas geográficas, para las que la información se presenta en términos nominales, las exportaciones extracomunitarias repuntaron fuertemente en esos dos meses de verano, destacando las elevadas tasas de crecimiento de las ventas dirigidas a Japón, Rusia y países de la OPEP. El ritmo de avance de las ventas a la UE fue mucho más moderado, con caídas de las exportaciones nominales para el conjunto de la UEM, lo que está en consonancia con la debilidad de la demanda en esos mercados.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos apunta hacia una intensificación de su descenso en el tercer trimestre. En este período, las entradas de turistas en España retrocedieron un 5,2%, aunque se incrementaron las pernoctaciones hoteleras (0,7%) y la estancia media en nuestro país. El gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, se redujo un 0,3% en julio y agosto, aunque repuntó notablemente el gasto medio por turista (5,8%). La desagregación por países de procedencia muestra que el descenso de las entradas de turistas en el tercer trimestre afectó a los principales mercados emisores, especialmente a Francia. Por otra parte, los datos de

Balanza de Pagos apuntan a que en el tercer trimestre se habría acentuado la ralentización de las exportaciones reales de servicios no turísticos. La información desagregada de Balanza de Pagos destaca los retrocesos de los *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial y de los ingresos por servicios de seguro, mientras que prosiguió el dinamismo de los ingresos de servicios de transporte y, particularmente, de construcción.

De acuerdo con la información disponible, se estima que las importaciones reales de bienes se moderaron muy sensiblemente en el tercer trimestre. Los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en julio y agosto un 3,6%, frente al incremento del 1,4% registrado en el segundo trimestre. En los ocho primeros meses del año, las importaciones reales crecieron un 2,3%, una tercera parte de lo que lo hicieron en 2007. Por grupos de productos, en julio y agosto destacó la fuerte disminución de las compras exteriores de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio, mientras que las importaciones reales de bienes intermedios energéticos mantuvieron elevadas tasas de crecimiento (13,4%), debido, en parte, al significativo incremento de las exportaciones de productos refinados (especialmente, gasolinas).

Por último, las importaciones reales de servicios se habrían ralentizado en el tercer trimestre, debido tanto al comportamiento de los pagos por servicios no turísticos como, especialmente, a la evolución de las importaciones turísticas. En el primer caso, con datos desagregados de Balanza de Pagos de julio, destacaron los retrocesos de los pagos nominales ligados a servicios financieros y *royalties* y rentas de la propiedad inmaterial. En sentido contrario, los servicios de construcción y de transporte mantuvieron un comportamiento dinámico.

#### **4.2 Producción y empleo**

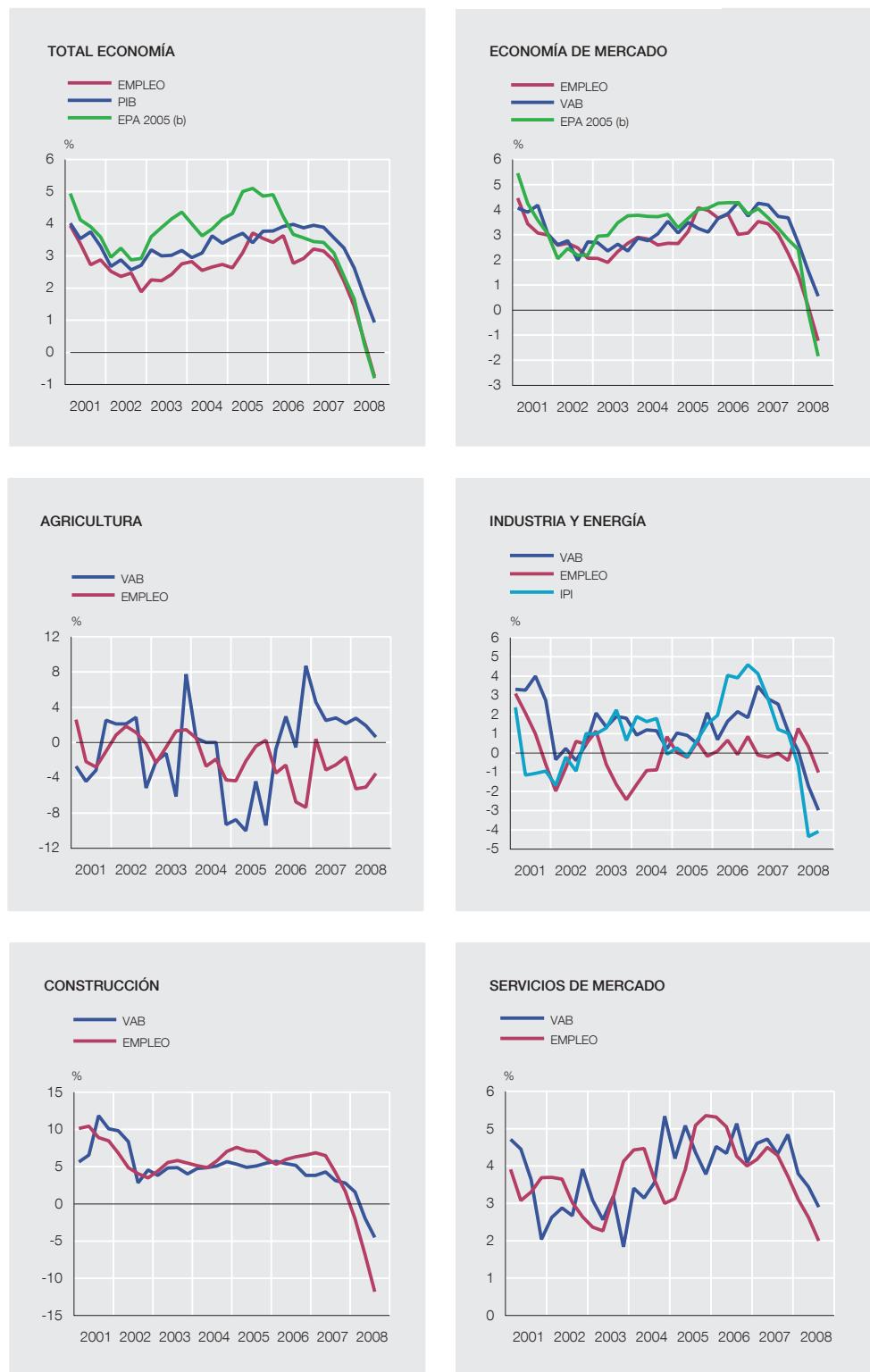
En línea con el análisis de la demanda, el valor añadido de la economía de mercado habría experimentado una moderación sustancial en el tercer trimestre, como consecuencia de la intensificación del ajuste de la rama industrial y, particularmente, de la construcción, en tanto que la desaceleración de los servicios de mercado habría sido comparativamente menor (véase gráfico 18).

Se estima que la producción de la rama industrial y energética disminuyó en el tercer trimestre, como consecuencia de la desaceleración de la energía y de la contracción de la industria. En línea con el comportamiento de las ventas de bienes de las grandes empresas, el componente no energético del índice de producción industrial (IPI) intensificó su ritmo de retroceso en el conjunto de los meses de julio y agosto, especialmente en el caso de los bienes de equipo y de consumo no alimenticio. Los indicadores basados en el mercado de trabajo, como es el caso del número medio de afiliados a la Seguridad Social, confirman esta tónica de ajuste. Además, las encuestas de opinión también apuntan hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el tercer trimestre. Así, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de directores de compras del sector manufacturero disminuyeron en el período julio-septiembre respecto al trimestre anterior, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción futura. También la actividad constructora habría intensificado su contracción en el tercer trimestre, a tenor del retroceso que, como ya se ha indicado al describir las perspectivas de la inversión en construcción, se ha podido observar en sus principales indicadores.

Según la información coyuntural disponible, la rama de servicios habría registrado un debilitamiento algo más intenso en el tercer trimestre de 2008 en comparación con el anterior. En efecto, las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidos de calendario, volvieron a experimentar una apreciable caída en el conjunto de los meses de julio y agosto, mientras que el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector redujo su

VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO, POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 18



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento 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. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el SE de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

crecimiento en el tercer trimestre hasta el 1,4%, frente al 2,2% del trimestre previo. Finalmente, 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 (PMI) se deterioraron adicionalmente en el tercer trimestre, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos.

En cuanto a la evolución del conjunto del mercado de trabajo, los indicadores disponibles coinciden en señalar que en el tercer trimestre se agudizó el ajuste a la baja del empleo, que habría empezado a disminuir en el conjunto de la economía. En concreto, el crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, retrocedió un 0,9%, frente al incremento del 0,5% del segundo trimestre. Del mismo modo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue más pronunciado en el tercer que en el segundo trimestre (-9,9%, frente al -7,2%, respectivamente). Finalmente, la EPA recientemente publicada estimó una caída interanual del empleo, por primera vez desde 1994, del 0,8%, tras el incremento del 0,3% observado en el segundo trimestre del año.

Por ramas productivas, en todos los sectores de la economía de mercado, y especialmente en la construcción, se habría reducido el empleo, con la excepción de los servicios. La información de la EPA referida al tercer trimestre confirma un descenso del empleo de la economía de mercado del 1,8%. Durante este período se intensificó la destrucción de empleo en la construcción (-13%, frente al -7,9% en el segundo trimestre), y pasó a reducirse el número de ocupados en la industria, hasta el -1% (frente al 0,2% del trimestre previo). El empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas similares a las del trimestre previo (-4,1%). Finalmente, la tasa de creación de empleo en los servicios de mercado se redujo en 0,9 pp, hasta el 1,7%.

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 0,7%, como al de no asalariados (-1,3%). Con todo, la tasa de asalarización se mantuvo en el 82,3%, apenas una décima más que la observada un año antes. La destrucción de empleo se concentró en los trabajadores de nacionalidad española (-1,5%), mientras que el empleo entre el colectivo de nacionalidad extranjera mantuvo tasas positivas (3,6%), aunque mostrando una ralentización respecto al trimestre pasado (6,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -8,2%, protagonizando el ajuste del empleo, puesto que el empleo indefinido continuó aumentando sensiblemente (2,8%, frente al 4,1% del trimestre anterior). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 29,5%, 2,4 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial presentó crecimientos positivos, lo que elevó ligeramente la ratio de parcialidad hasta el 11,4%, frente al 11,1% de un año antes.

La población activa creció en el segundo trimestre de 2007 un 2,9%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, a la vez que continuó la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 1,4% (0,1 pp menos que en el trimestre anterior). Con estos datos, la tasa de actividad alcanzó el 60%, lo que mantiene el incremento interanual en casi 1 pp. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino (4,5%), ya que el de los hombres aumentó de forma más moderada (1,7%). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 1,5 pp en términos interanuales, hasta el 50,5%, y la de los hombres se incrementó en dos décimas, hasta el 69,8%. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo muy elevado, aunque más moderado (10,7%, frente al 12,6% en el segundo trimestre), reflejando una ralentización en el crecimiento de la población (10,4%, frente al 11,5% del trimestre pasado) y un incremento algo inferior de su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,6% (1,5% en el primer trimestre).

Finalmente, la caída del empleo, unida al dinamismo elevado que mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento acusado del desempleo en el tercer trimestre de 2008, que se cifra en unas 800.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 45%, y en una elevación de la tasa de paro hasta el 11,3, nueve décimas superior a la del trimestre anterior y más de tres puntos por encima de la que se observaba hace un año.

#### 4.3 Costes y precios

La evolución salarial en 2008 viene marcada por los convenios firmados hasta el mes de septiembre, que afectan a cerca de 8 millones de trabajadores, y que recogen un aumento medio de las tarifas salariales superior al 3,5% para este año (véase gráfico 19). Esta cifra supera en más de cuatro décimas el incremento pactado en 2007 (sin considerar el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda) y se sitúa por encima de las directrices acordadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008. Como suele ser habitual en coyunturas de incremento de la inflación, los aumentos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales (4% y 3,4%, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior, acercándose al 87% del total. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 (que afectan en torno al 74% de trabajadores con convenio en dicho año) sobre los incrementos salariales de 2008 es de 1,1 pp, superando en ocho décimas al calculado para el pasado ejercicio, como resultado de la elevada tasa de inflación observada a finales de 2007. Este hecho ilustra cómo contribuyen negativamente los mecanismos de indicación salarial vigentes en España a la evolución de los costes laborales en coyunturas de aumento transitorio de la inflación, como el provocado por el encarecimiento del petróleo, lo que dificulta el ajuste de la economía ante una situación de cambio de ciclo como la actual.

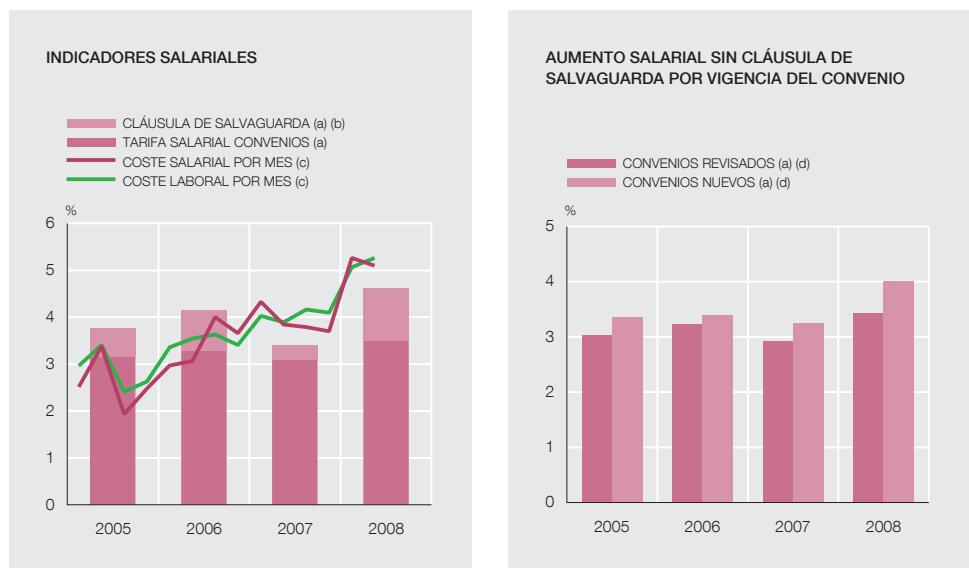
Los últimos datos de CNTR, correspondientes al segundo trimestre de 2008, se encuentran en consonancia con esa información, pues muestran un crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía del 5,1%, algo inferior en el caso de la economía de mercado (véase gráfico 20). En este mismo período, según la Encuesta Trimestral de Costes Laborales, la tasa de variación del coste salarial por trabajador y mes en la economía de mercado no agrícola se incrementó en 0,2 pp, hasta el 5,3%. Para el tercer trimestre de 2008 se espera un mantenimiento del ritmo de avance de la remuneración por asalariado, lo que, unido al repunte de la productividad, conduciría a una cierta desaceleración de los CLU.

Los indicadores de precios de consumo repuntaron en el conjunto del tercer trimestre, si bien disminuyeron paulatinamente a partir del mes de agosto. Así, aunque la tasa interanual del IPC aumentó en media del tercer trimestre hasta el 4,9%, tres décimas más que en el trimestre anterior, tras el máximo alcanzado en julio (5,3%) se asistió a una sensible moderación, que llevó la tasa al 4,5% en septiembre (véase gráfico 21). Esta evolución estuvo condicionada por la de los precios de la energía, que, en media del trimestre, crecieron un 17,9%, como consecuencia de la subida de la tarifa eléctrica en julio y de la trayectoria de los precios de los combustibles, que mantuvieron una elevada tasa de crecimiento en el conjunto del trimestre. No obstante, desde julio el precio del petróleo ha disminuido significativamente en dólares, descenso que solo ha sido parcialmente compensado por la depreciación del euro frente al dólar. Los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron su ritmo de crecimiento en 0,2 pp, hasta el 4,2%, gracias al buen comportamiento de los precios del pescado y de las legumbres y hortalizas frescas, así como a la desaceleración de los precios de las frutas frescas.

En cuanto a los componentes del IPSEBENE (índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados), los precios de los servicios y de los bienes industriales no energé-

## EVOLUCIÓN DE INDICADORES SALARIALES Y DE COSTES LABORALES

GRÁFICO 19

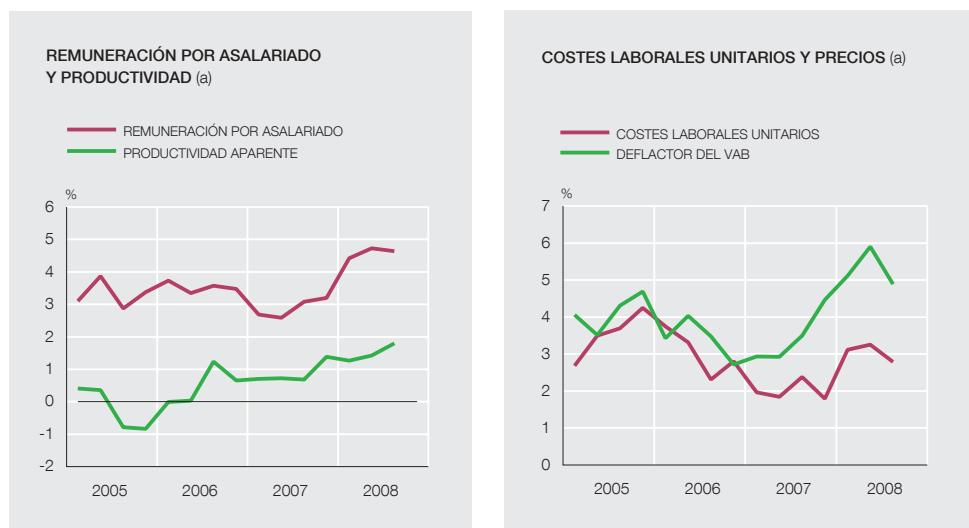


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

- a. El último año, con información parcial de convenios colectivos (hasta septiembre).
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer o único año de vigencia.

## PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

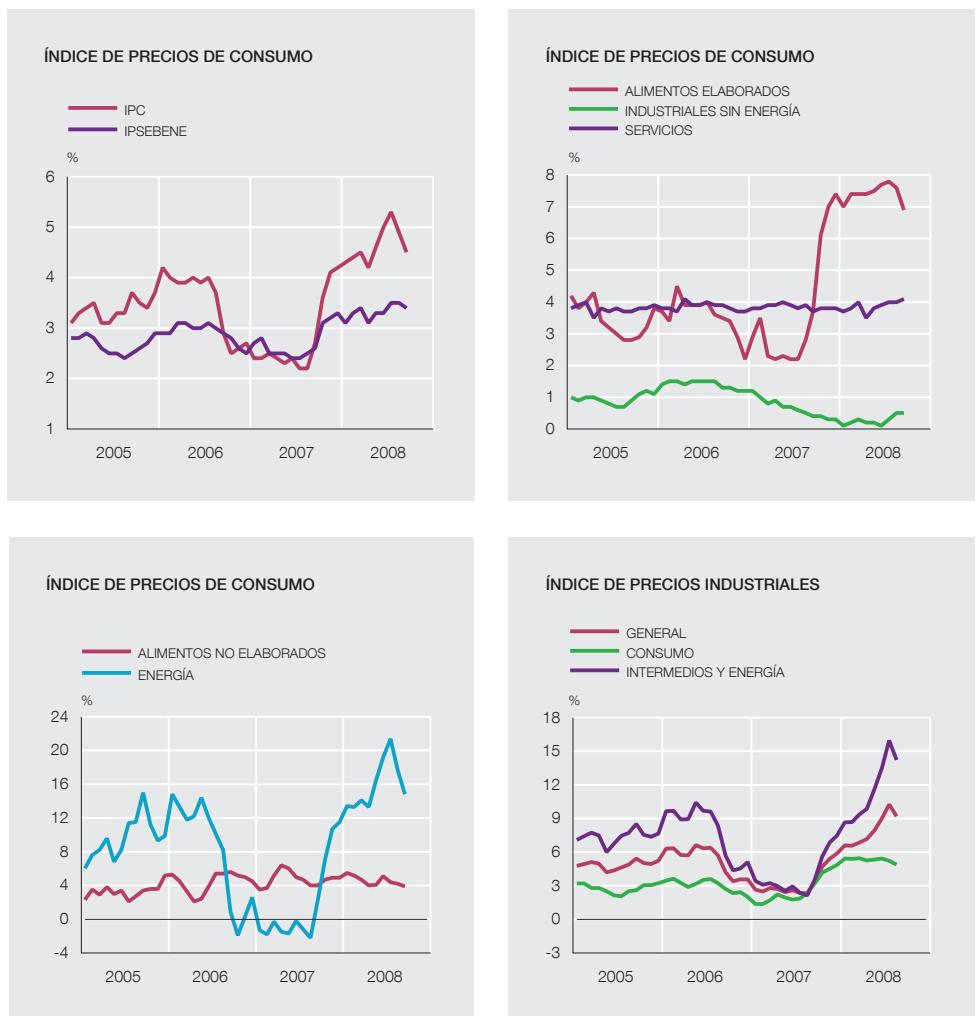
GRÁFICO 20



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

ticos también contribuyeron al repunte de la inflación media del trimestre. En el primer caso, el crecimiento medio interanual fue del 4,1%, tres décimas más que en el trimestre anterior, en un entorno de elevado dinamismo de los precios de los servicios de transporte, y del turismo y la hostelería. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron dos décimas, hasta el 0,4%, en lo que influyó el descenso menos pronunciado de los precios de los automóviles. La tasa de inflación de los alimentos elaborados interrumpió la senda ascendente iniciada a mediados de 2007, reduciéndose en una décima, hasta el 7,4%, debido a la ligera

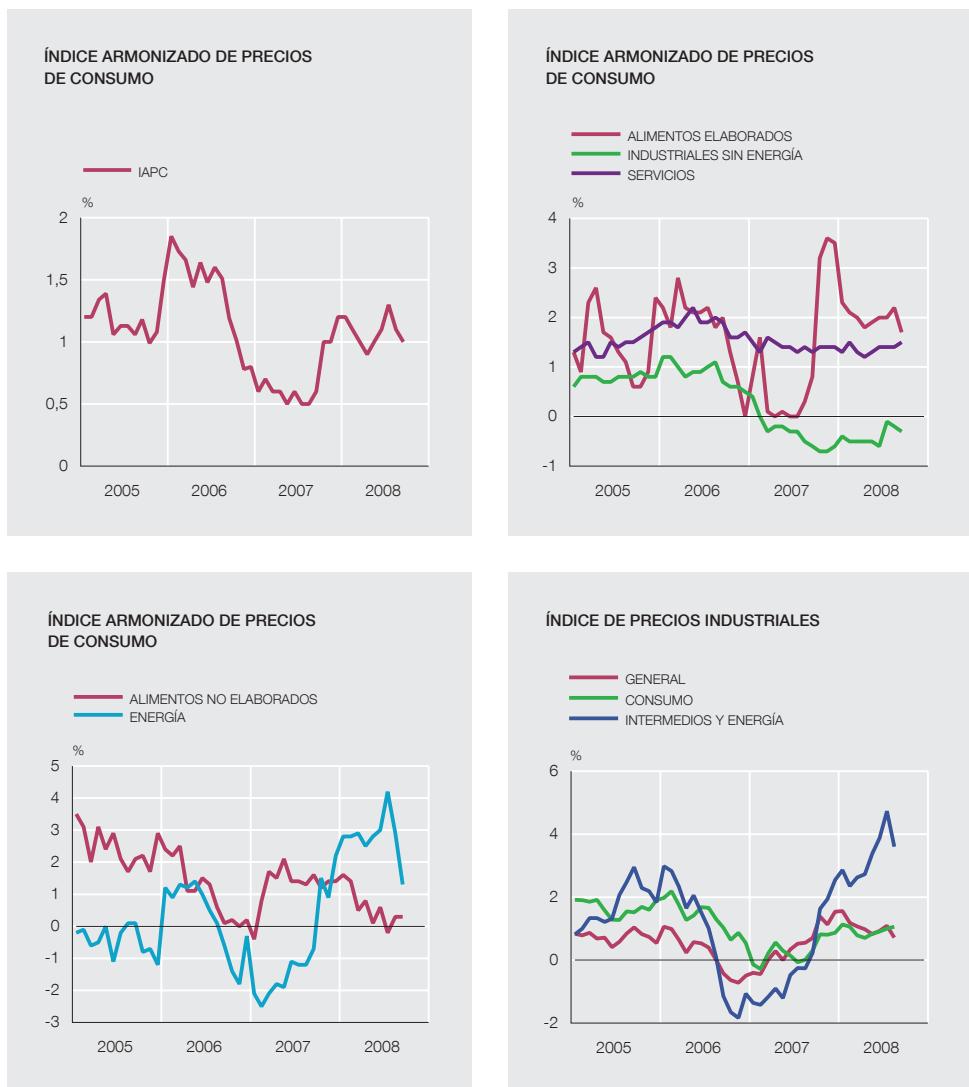


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

moderación del ritmo de incremento del precio de la leche, en un contexto en que la trayectoria alcista de los precios de los cereales y derivados, productos lácteos y bebidas no alcohólicas continuó inalterada. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, la tasa de variación media interanual del IPSEBENE se elevó tres décimas, hasta el 3,5%.

Al igual que en el caso del IPC, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó tres décimas en el promedio del tercer trimestre del año, hasta el 5%, si bien a partir de agosto se ralentizó su ritmo de crecimiento. En el conjunto de la UEM, el aumento de la inflación media trimestral fue de dos décimas, alcanzando el 3,8%, por lo que, para el período julio-septiembre, el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro aumentó una décima, hasta 1,1 pp, aunque tras el máximo alcanzado en julio descendió hasta situarse en 1 pp en septiembre (véase gráfico 22). El incremento registrado en el conjunto del tercer trimestre se debió a la ampliación de los diferenciales de las rúbricas de servicios y, particularmente, energía, así como a la reducción del diferencial negativo que mantiene España en bienes industriales no energéticos, si bien tanto este último como el de la energía evolucionaron favorablemente a partir de agosto. Solo el diferencial positivo de precios de los alimentos respecto a la zona del euro se estrechó en la media del tercer trimestre.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

También las oscilaciones de los precios del petróleo afectaron al índice de precios industriales (IPRI), cuya tasa interanual repuntó en julio, para desacelerarse en agosto y septiembre, hasta el 8,1% en este último mes, crecimiento similar al experimentado en el segundo trimestre del año. Los componentes que presentaron los ritmos de avance más altos de sus precios siguieron siendo la energía y los bienes intermedios. En el conjunto de la UEM, los precios industriales se incrementaron en agosto un 8,5%, lo que permitió que el diferencial con la UEM se estrechara hasta 0,7 pp, dos décimas menos que en el segundo trimestre. Los precios de importación y exportación de productos industriales se desaceleraron en agosto hasta el 8,6% y el 3,9%, respectivamente, como consecuencia de la moderación de los precios energéticos y, en el caso de las exportaciones, de la ralentización de los precios de los bienes de consumo.

#### 4.4 La actuación del Estado

El pasado 26 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2009, en el que se fija como objetivo alcanzar un déficit para el conjunto de las AAPP del 1,9% del PIB. Este objetivo incluye el déficit que permite la Ley de Estabilidad Presupuestaria por inversiones de las Comunidades Autónomas (0,25% del

PIB), del Estado (0,20%) y de las Corporaciones Locales (0,05%) en dicho año. Asimismo, los PGE prevén que el saldo de Contabilidad Nacional (CN) del sector AAPP cierre el presente ejercicio con un déficit del 1,5% del PIB, desviándose de la previsión inicial de superávit del 0,9% del PIB. Por subsectores, la Administración Central registraría un déficit del 1,6% de PIB en 2008, mientras que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarían el ejercicio con déficits del 0,5% y del 0,2% del PIB, respectivamente. Finalmente, se prevé que la Seguridad Social obtenga un superávit en sus cuentas del 0,8% del PIB en este año (en el recuadro 5 se analiza la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en lo que va de año).

En términos de caja, el déficit del Estado en 2008 se elevará a 8.042 millones de euros según el Avance de liquidación, frente al superávit de 6.426 millones de euros previsto en el documento presupuestario inicial. Esta diferencia refleja el fuerte deterioro experimentado por los ingresos de las principales figuras impositivas, como consecuencia de los efectos de las medidas de reducción de impuestos adoptadas, por una parte, y de la desaceleración de la actividad, por otra.

En cuanto a la ejecución presupuestaria hasta septiembre, según la metodología de la CN, las cuentas del Estado registraron un déficit acumulado de 13.576 millones de euros (-1,2% del PIB), saldo que contrasta con el superávit de 12.253 millones (1,2% del PIB) del mismo período de 2007 (véase cuadro 4). Dicho resultado se derivó de una caída de los recursos del 15,3%, mientras que los empleos aumentaron un 8,3%. Por lo que respecta a la ejecución en términos de caja, el presupuesto del Estado hasta septiembre se saldó con un déficit de 13.009 millones de euros, frente al superávit de 10.169 millones registrado en el mismo período del año anterior. En el tercer trimestre del año se intensificó la caída de los ingresos, hasta el -16,1%, en tanto que los pagos se aceleraron, aumentando un 5,2%. Estos resultados hacen prever un déficit del Estado para el conjunto del año del 1,6% del PIB.

Para el análisis de los ingresos se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 4, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Esa información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la evolución de la recaudación impositiva. Las cifras indican que los ingresos tributarios se contrajeron significativamente durante el tercer trimestre como consecuencia del comportamiento de los impuestos directos, mientras que los impuestos indirectos atenuaron levemente su caída. Por su parte, los otros ingresos experimentaron una ligera moderación respecto de las elevadas tasas de crecimiento del primer semestre. Tanto el IRPF, con una reducción del 0,1% hasta septiembre, como el Impuesto sobre Sociedades, con una caída del 29,5%, registraron sendos empeoramientos en sus ritmos de recaudación en este trimestre con respecto a la primera parte del año. En el primer caso, la reducción de los ingresos se debió fundamentalmente al impacto de la nueva deducción de hasta 400 euros para los contribuyentes que perciban rentas del trabajo o rendimientos de actividades económicas, y, en menor medida, por el impacto de la reforma sobre la cuota diferencial. Por lo que respecta al Impuesto sobre Sociedades, su acusado descenso se atribuye, por una parte, a una concentración de cambios normativos en este Impuesto (incidencia de la reforma fiscal sobre la cuota diferencial del ejercicio 2007, cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta y segunda rebaja del tipo de pago fraccionado) y, por otra parte, al empeoramiento de los beneficios empresariales a causa del incremento de costes salariales, financieros y energéticos. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, se moderó ligeramente el retroceso de la recaudación del IVA, aunque siguió siendo pronunciada (-13,4%). Su evolución en lo que va de año está condicionada, en primer lugar, por el efecto negativo sobre la recaudación que se deriva del nuevo régimen especial de compensación de las cuotas de IVA entre las diferentes entidades de un mismo grupo, que está resultando mayor del esperado inicialmente por la AEAT. En todo caso, se trata de un

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 10.916 millones de euros hasta julio de 2008, superior en un 1,1% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución menos favorable que hasta abril. Los ingresos no financieros se desaceleraron en los últimos meses, situando su crecimiento en el 8,3%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 9,7%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 6,6% hasta julio, frente al aumento del 7,7% registrado hasta abril. Por otra parte, la acusada pérdida de dinamismo del mercado de trabajo también se reflejó en la reducción del número de afiliados a la Seguridad Social del 2,4% hasta septiembre de 2008, en franco contraste con los incrementos registrados el año anterior.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una suave aceleración, incrementándose un 8% hasta julio, frente al 7,8% hasta abril, por encima en ambos casos del 7,4% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en torno a ritmos de crecimiento del 1,5%, ligeramente superior al registrado en promedio para el conjunto del año

anterior (un 1,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se intensificó de manera notable, hasta el 15,7% en julio, situándose muy por encima de los aumentos presupuestados.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,3% hasta junio, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 9,2% hasta el mismo mes.

Por otra parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 22,7%, en tasa interanual, hasta junio de 2008. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 71,4%, casi cuatro puntos por encima de la registrada en igual período de 2007. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta junio, un 30,7% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 23,9%, en tasa interanual, en este período. La última información disponible, hasta septiembre, sobre el gasto destinado a prestaciones por desempleo y sobre el paro registrado continúa mostrando nuevos repuntes, hasta el 27,1% y hasta el 32,4%, respectivamente.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

#### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

m€ y %

	Presupuesto	Presupuesto	Liquidación			Liquidación ENE-JUL			
			2007	2008	% variación				
			1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>106.142</b>	<b>114.081</b>	<b>7,5</b>	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>	<b>65.008</b>	<b>70.401</b>	<b>8,3</b>	
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	7,7	7,7	59.738	63.668	6,6	
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	62,8	62,8	3.588	4.865	35,6	
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	35,8	35,8	1.682	1.868	11,0	
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	<b>98.390</b>	<b>106.048</b>	<b>7,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,5</b>	<b>54.208</b>	<b>59.485</b>	<b>9,7</b>	
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	7,0	7,0	1.252	1.345	7,5	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	3,4	3,4	990	1.067	7,7	
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	9,5	9,5	51.551	56.491	9,6	
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>80.099</i>	<i>86.041</i>	<i>7,4</i>	<i>7,8</i>	<i>7,8</i>	<i>44.301</i>	<i>47.852</i>	<i>8,0</i>	
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.313</i>	<i>7.716</i>	<i>5,5</i>	<i>7,1</i>	<i>7,1</i>	<i>3.741</i>	<i>4.327</i>	<i>15,7</i>	
<i>Resto</i>	<i>6.330</i>	<i>7.298</i>	<i>15,3</i>	<i>34,2</i>	<i>34,2</i>	<i>3.508</i>	<i>4.311</i>	<i>22,9</i>	
2.4 Otros	588	601	2,2	111,0	111,0	416	583	40,2	
<b>3 SALDO NO FINANCIERO</b>	<b>7.752</b>	<b>8.033</b>	<b>3,6</b>	<b>16,8</b>	<b>16,8</b>	<b>10.800</b>	<b>10.916</b>	<b>1,1</b>	

FUENTES: Ministerios de Economía y Hacienda y de Trabajo e Inmigración, 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 2008.

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.

	Liquidación							
	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Avance de liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
						2007 ENE-SEP	2008 ENE-SEP	Variación porcentual 2008/2007
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	159.840	12,7	142.247	-11,0	-5,1	111.524	93.566	-16,1
Impuestos directos	96.980	19,5	83.624	-13,8	4,4	65.957	53.912	-18,3
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	44.645	-8,2	13,7	33.978	30.582	-10,0
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	35.445	-20,9	-17,6	29.372	20.703	-29,5
<i>Otros (a)</i>	3.531	42,8	3.534	0,1	1,9	2.606	2.627	0,8
Impuestos indirectos	48.445	0,2	42.423	-12,4	-18,1	35.950	29.258	-18,6
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	27.791	-17,7	-22,8	24.940	18.380	-26,3
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.458	-0,1	-2,6	8.588	8.520	-0,8
<i>Otros (b)</i>	3.224	7,2	3.174	-1,6	-0,5	2.422	2.358	-2,7
Otros ingresos	14.415	16,4	16.200	12,4	9,5	9.617	10.395	8,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	139.704	7,2	150.289	7,6	4,2	101.354	106.575	5,2
Personal	23.678	6,6	25.425	7,4	7,5	16.937	18.078	6,7
Compras	4.454	17,2	4.212	-5,4	-2,5	2.788	2.857	2,5
Intereses	14.539	-6,9	16.094	10,7	15,3	12.182	13.914	14,2
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.661	7,7	4,5	57.581	60.154	4,5
Inversiones reales	10.106	11,8	10.575	4,6	-3,2	6.314	6.738	6,7
Transferencias de capital	9.248	23,5	10.321	11,6	-16,0	5.552	4.835	-12,9
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	20.135	—	-8.042	—	—	10.169	-13.009	—
<b>PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL</b>								
Recursos no financieros	165.179	12,2	146.640	-11,2	-4,8	114.152	96.730	-15,3
Empleos no financieros	151.683	6,7	164.280	8,3	10,0	101.899	110.306	8,3
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN</b>								
	13.496	—	-17.640	—	—	12.253	-13.576	—
(En porcentaje del PIB)	1,3	—	-1,6	—	—	1,2	-1,2	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

efecto transitorio, dado que afecta negativamente a la recaudación por IVA en términos de caja durante todo el 2008 al producir menores ingresos, pero también generará menores solicitudes de devolución en 2009. En segundo lugar, el impacto del incremento de los costes energéticos sobre las cuotas soportadas por las empresas, unido al menor pulso de la actividad económica, está lastrando la evolución de esta figura impositiva.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, la aceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la de los pagos de capital, que experimentaron una cierta recuperación, especialmente en el caso de las inversiones reales. Por su parte, los pagos corrientes crecieron a un ritmo similar al del trimestre anterior, como consecuencia de la evolución contrapuesta de los pagos de personal y por intereses, que se ralentizaron, y de las compras, que ganaron dinamismo. El Avance de liquidación prevé una aceleración significativa de los pagos totales en la última parte del año, que vendría ligada a las transferencias corrientes y de capital.

#### 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) se situó en los primeros siete meses del año 2008 en

		Millones de euros		TASA DE VARIACIÓN 2008/2007 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	203.203	217.875	7,2
	Mercancías	110.484	118.514	7,3
	Servicios	52.260	55.604	6,4
	Turismo	23.014	23.574	2,4
	Otros servicios	29.247	32.030	9,5
	Rentas	31.118	35.209	13,1
	Transferencias corrientes	9.340	8.549	-8,5
	Cuenta de capital	3.196	4.802	50,2
	Cuentas corriente + capital	206.399	222.677	7,9
PAGOS	Cuenta corriente	264.230	283.901	7,4
	Mercancías	159.862	172.430	7,9
	Servicios	40.366	42.261	4,7
	Turismo	7.747	7.840	1,2
	Otros servicios	32.619	34.421	5,5
	Rentas	49.381	54.245	9,9
	Transferencias corrientes	14.622	14.964	2,3
	Cuenta de capital	1.217	786	-35,4
	Cuentas corriente + capital	265.447	284.687	7,2
SALDOS	Cuenta corriente	-61.027	-66.026	-4.998
	Mercancías	-49.378	-53.916	-4.539
	Servicios	11.895	13.343	1.448
	Turismo	15.266	15.734	467
	Otros servicios	-3.372	-2.391	981
	Rentas	-18.263	-19.037	-774
	Transferencias corrientes	-5.281	-6.415	-1.134
	Cuenta de capital	1.979	4.016	2.037
	Cuentas corriente + capital	-59.049	-62.010	-2.961

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos provisionales.  
 b. Variaciones absolutas para los saldos.

62.010 millones de euros, lo que supone un aumento del 5% interanual, tasa significativamente inferior a la observada en 2007 (véase cuadro 5). Esta ampliación del desequilibrio exterior reflejó un aumento del déficit por cuenta corriente del 8,2%, que fue resultado del incremento del déficit energético y, en menor medida, de los correspondientes a las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, evolución que la mejora del superávit de servicios no pudo compensar. Por su parte, el saldo positivo de la cuenta de capital se duplicó, hasta 4.016 millones de euros.

En los siete primeros meses de 2008, el desequilibrio de la balanza comercial aumentó un 9,2%, hasta 53.916 millones de euros. Este ritmo de aumento es algo más elevado que el observado en el conjunto del año pasado, si bien ha mostrado un perfil de desaceleración en meses recientes. Además, el mayor aumento de las compras nominales al exterior en comparación con las ventas (7,9% y 7,3%, respectivamente) se explica por el deterioro de la relación real de intercambio generado por los precios del petróleo, pues, según los datos de Aduanas, el avance de las exportaciones de bienes en términos reales superó al de las importaciones. A diferencia de lo acontecido el año anterior, la factura energética, que se incrementó significativamente entre enero y julio de 2008, fue el elemento determinante en el

ascenso del déficit comercial nominal, puesto que el déficit no energético se corrigió moderadamente.

La balanza de servicios arrojó en los siete primeros meses de 2008 un superávit de 13.343 millones de euros, un 12,2% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Esta elevación del saldo positivo se explicó por la modesta mejora del superávit de turismo, del 3,1%, hasta alcanzar 15.734 millones de euros, y, en mayor medida, por la corrección del déficit del resto de servicios, del 29,1%, situándose en 2.391 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales crecieron un 2,4% en el conjunto de los siete primeros meses de 2008, tasa inferior a la del conjunto de 2007 (3,6%). Por su parte, los pagos turísticos se desaceleraron, aumentando un 1,2% interanual, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes, y en particular con la pérdida de empuje del gasto de los hogares. En cuanto al resto de servicios, en los siete primeros meses del año el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 9,5% y 5,5%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera considerablemente.

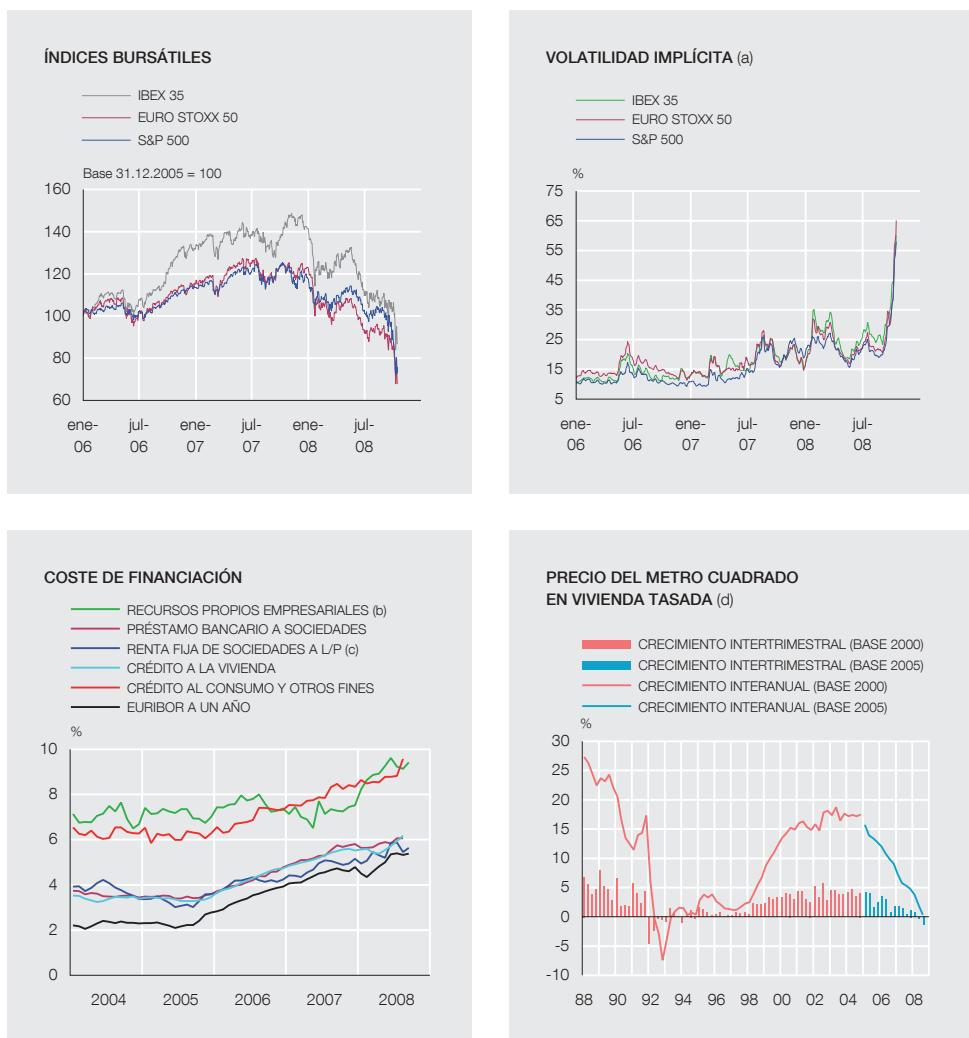
Durante los siete primeros meses de 2008, el saldo deficitario en rentas creció un 4,2%, lo que supone una ralentización en comparación con lo observado en los últimos años. Esta moderación se explica por un avance más acusado de los ingresos que de los pagos (13,1% y 9,9%, respectivamente). Por el contrario, el ritmo de expansión del déficit de transferencias corrientes en los siete primeros meses del presente ejercicio (21,4%) fue más pronunciado que en el conjunto del año anterior. Esta evolución fue resultado tanto de la reducción de los ingresos, del 8,5%, como del avance de los pagos, del 2,3%. El descenso de los ingresos se concentró en los procedentes de la UE, particularmente en los correspondientes a los fondos de carácter agrario y, en menor medida, en el Fondo Social Europeo. Por su parte, el incremento de los pagos respondió al comportamiento de los dirigidos a la UE, impulsados sobre todo por los correspondientes al recurso RNB. También dentro de estas transferencias corrientes, las remesas enviadas al exterior descendieron un 5,3% en los siete primeros meses de 2008, en contraste con el dinamismo mostrado a lo largo de la última fase expansiva de la economía española.

### 5.1 Rasgos más destacados

La evolución financiera durante el tercer trimestre de 2008 y las primeras semanas del cuarto ha estado condicionada por los nuevos brotes de inestabilidad asociados al fuerte deterioro de la posición patrimonial de algunas instituciones financieras estadounidenses y europeas sistémicamente importantes, que llevaron a quiebras, en algunos casos, y a rescates públicos y procesos de consolidación bancaria, en otros. Estos acontecimientos propiciaron una preocupación creciente por la estabilidad financiera internacional, lo que llevó a que se agravaran significativamente las tensiones en los mercados financieros internacionales durante septiembre y principios de octubre. La decidida actuación de los bancos centrales (que redujeron los tipos de intervención de forma coordinada en 50 pb) y de los gobiernos (que anunciaron distintos planes de ayuda al sector financiero) ha contribuido a una cierta normalización de las condiciones en los mercados durante los últimos días, aunque es pronto aún para valorar su efecto final. En todo caso, salvo en el caso de los mercados financieros, la información que se utiliza en esta sección para analizar la evolución financiera reciente se refiere a un período anterior al momento de mayores turbulencias, por lo que no se dispone de datos para estudiar cuál ha sido el impacto de estos desarrollos sobre las principales variables que se comentan.

En las bolsas, las tensiones se tradujeron en descensos de las cotizaciones y en un notable repunte de su volatilidad (véase gráfico 23). A mediados de octubre, el IBEX 35 se situaba un 23% por debajo del nivel de finales de junio, una caída inferior a la del EURO STOXX 50 (28%) y a la del S&P 500 (26%). Tras estos movimientos, las pérdidas acumuladas por el índice español en el conjunto del año aumentaron hasta el 39% (45% y 36%, en el caso de las referencias europea y estadounidense, respectivamente). A lo largo de todo este período aumentaron las primas de riesgo en los mercados de crédito, mientras que en los de deuda pública se redujeron las rentabilidades negociadas como consecuencia tanto de la mayor preferencia de inversores por los activos más seguros como de la revisión a la baja de las expectativas futuras de los tipos de interés oficiales. Dentro del área del euro, este movimiento fue más acusado para los bonos emitidos por el estado alemán, lo que redundó en una ampliación de los diferenciales frente a dichos activos, que en el caso de los títulos españoles alcanzó los 45 pb en el plazo de diez años. En los mercados interbancarios no se apreciaron variaciones significativas en los precios durante el tercer trimestre, de forma que la media del EURIBOR a un año en septiembre fue del 5,4%, prácticamente el mismo valor que en junio. Durante los primeros días de octubre este tipo de interés se elevó por encima del 5,5%, 225 pb más que el correspondiente a las operaciones al mismo plazo con garantías (145 pb más que a finales de junio). No obstante, tras la aprobación del plan de medidas de ayuda al sector financiero por parte del Eurogrupo descendieron algo las rentabilidades de los depósitos interbancarios a plazo.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, entre julio y septiembre se mantuvo la pauta de desaceleración en el precio de la vivienda libre, que habría llevado a que se registrase una disminución con respecto al trimestre previo (del 1,3%), lo que situó la tasa interanual de avance en el 0,4% (1,6 pp menos que en junio). Por otra parte, una novedad relevante sobre la información del valor de los inmuebles es el nuevo índice que el INE empezó a publicar a principios de octubre. Esta serie mide las variaciones en el precio de las viviendas adquiridas en cada período, corrigiéndolas por cambios en la calidad y en la composición geográfica. El dato más reciente, que se refiere al segundo trimestre de 2008, muestra un descenso del 0,3% en relación con junio de 2007.



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.

Los últimos datos disponibles sobre las condiciones de financiación del sector privado, que se refieren a un período anterior a la fase más aguda de las tensiones recientes en los mercados, siguen apuntando a nuevos endurecimientos, a través tanto de aumentos en el coste de los fondos como de la aplicación de unas condiciones de oferta crediticia más exigentes, según se deduce de las respuestas relativas a las expectativas de las entidades para el tercer trimestre contenidas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio.

La información más reciente de los balances del sector privado, que también se refiere al período anterior a la fase de mayores tensiones en los mercados, muestra que durante los dos primeros meses del tercer trimestre la deuda del sector privado continuó desacelerándose. En el caso de las familias, el avance interanual del crédito en agosto estuvo en el entorno del 7%, una reducción de algo más de un punto porcentual respecto al dato de junio, mientras que las tasas intertrimestrales apuntan a un incremento algo inferior al 5% en

términos anuales. El crecimiento de los fondos ajenos de las sociedades se redujo en mayor medida, alrededor de 2 pp, situándose ligeramente por debajo del 10% en comparación con el mismo período del año anterior y alrededor del 5% en términos intertrimestrales anualizados. Los últimos datos disponibles del crédito por finalidades, correspondientes a junio, muestran una ralentización de esta variable en la mayoría de las ramas, aunque esta fue más intensa en la de servicios inmobiliarios que en la de construcción y en la industria. Por el contrario, se mantuvo un ritmo de expansión elevado, similar al de los meses anteriores, en los fondos captados por el resto de servicios.

En el segundo trimestre de 2008 se mantuvieron las ratios de endeudamiento de hogares y sociedades en relación con sus rentas, pero la carga financiera volvió a aumentar como consecuencia del curso creciente de los costes de financiación (véanse gráficos 24 y 25). Los datos de avance más recientes apuntan a ligeros retrocesos del primer indicador y a una continuación de la senda ascendente en el segundo. Por otra parte, de acuerdo con las Cuentas Financieras, durante la primavera se redujeron las necesidades de financiación de estos sectores. En línea con esta evolución, se recuperó el ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda, trayectoria que habría proseguido durante el verano. En paralelo, entre abril y junio descendió ligeramente la riqueza neta de las familias en términos de la renta bruta disponible (RBD), tendencia que podría haberse extendido durante los meses posteriores a juzgar por la evolución del precio de los activos. Por lo que se refiere a las empresas, los beneficios han empezado a dar muestras de menor dinamismo durante el primer semestre del año y, en el caso de las cotizadas, los analistas han revisado a la baja sus previsiones para el próximo ejercicio (véase gráfico 26). Además, según se deduce de diversas encuestas de opinión, durante los últimos trimestres la evolución financiera habría influido negativamente sobre la actividad de las compañías (véase recuadro 6).

El grado de presión financiera soportada por algunos segmentos de estos sectores habría aumentado durante los últimos meses, especialmente entre los agentes más endeudados, más expuestos a la evolución desfavorable del precio de los activos y que desarrollan su actividad en las ramas que se han visto más afectadas por la desaceleración económica. En sintonía con ello, la ratio agregada de dudosos de empresas y familias ha seguido aumentando, situándose en agosto en el 2,5%, frente al 0,9% de finales de 2007.

Por otra parte, la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente a junio de 2008, muestra que las necesidades de financiación de la nación en relación con el PIB se han mantenido en los mismos niveles del primer trimestre (10%, en términos acumulados de doce meses) como resultado del descenso en el déficit de fondos de los hogares y las sociedades, que fue compensado por la reducción del superávit de recursos de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras (véase cuadro 6). A diferencia de lo que ocurrió durante los tres primeros meses del año, entre abril y junio los recursos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrir el déficit exterior, de modo que el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo por un importe equivalente a algo más del 1% del PIB.

En resumen, los datos más recientes apuntan a que el curso de las condiciones de financiación del sector privado durante los últimos meses ha continuado siendo restrictivo. Se mantiene así la progresiva desaceleración de los fondos ajenos de los hogares y de las sociedades, evolución que habría sido compatible con el aumento de la proporción de agentes que se encuentran bajo una mayor presión financiera. Por último, la prolongación y el agravamiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales de las últimas semanas tienden a dificultar en mayor medida que hasta ahora la captación de recursos en el resto del mundo,

Durante los últimos trimestres, el contexto económico y financiero en el que han operado las empresas ha experimentado un cambio notable. Así, la demanda agregada se ha debilitado sustancialmente y han aparecido turbulencias financieras, que se han agravado notablemente durante las últimas semanas. Estos desarrollos podrían traducirse en mayores dificultades financieras de las sociedades —en términos tanto de su posición patrimonial como de su acceso a la financiación externa—, lo que podría llegar a afectar negativamente a su actividad.

En este contexto, en el presente recuadro se analiza la percepción de las empresas con respecto a la influencia de los factores financieros sobre su actividad durante el período reciente. Para aproximar este concepto se utilizan encuestas de opinión. En concreto, se usan, en primer lugar, los resultados del Indicador de Confianza Empresarial, que elaboran trimestralmente las Cámaras de Comercio a partir de las respuestas de unas 5.000 sociedades situadas en todo el territorio nacional a un cuestionario que incluye una serie de preguntas relativas a la evolución de su actividad y a los factores que la limitan. Entre estos últimos se encuentran posibles dificultades de financiación o tesorería. El gráfico 1 muestra el porcentaje de empresas que, en promedio, y de acuerdo con esta encuesta, indicaban tener este tipo de problemas en dos períodos: entre 2003 (año en que se empieza a elaborar este indicador) y 2007, y en la parte transcurrida de 2008 (hasta el tercer trimestre, último dato disponible).

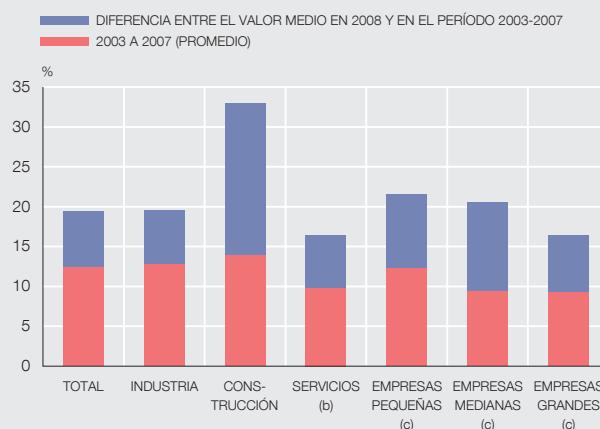
El gráfico 1 permite observar, en primer lugar, algunas diferencias sectoriales en el porcentaje de sociedades que declaran que los factores financieros ejercen una influencia negativa sobre la marcha del

negocio. Así, el desglose por ramas productivas muestra que en el sector servicios dicha proporción es algo menor que en la industria y la construcción, mientras que la desagregación por tamaño empresarial ilustra que existe una relación inversa entre esta variable y la percepción de dificultades de financiación y tesorería como factor limitador de la actividad.

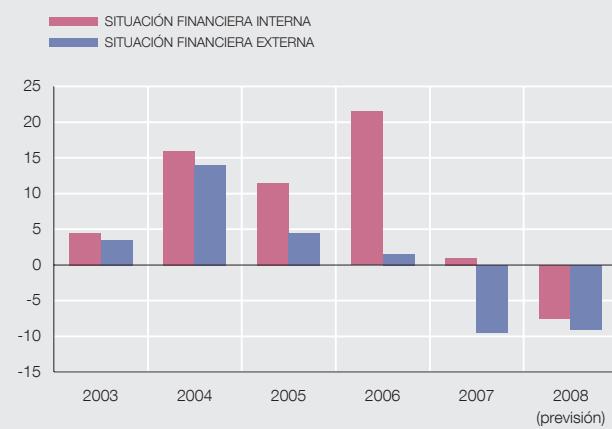
En segundo lugar, se observa que durante los últimos trimestres ha aumentado la proporción de empresas que perciben que los factores financieros han ejercido una influencia negativa sobre su actividad. Concretamente, para el conjunto de la muestra el indicador ha aumentando en 7 pp. El incremento ha sido más acusado en la construcción, con un ascenso de casi 20 pp, hasta situarse por encima del 30%, en línea con el menor dinamismo de la actividad en este sector. En el resto de ramas productivas, aunque también se ha producido una elevación, esta ha sido mucho más moderada. Por el contrario, no se detectan diferencias significativas en las variaciones del período más reciente en función del tamaño de las empresas.

El aumento en el porcentaje de empresas que perciben una influencia negativa de los factores financieros sobre la marcha de su actividad puede reflejar tanto una evolución menos favorable de los recursos generados internamente, en un contexto de menor dinamismo económico, como unas mayores dificultades de acceso a financiación externa. La Encuesta de Inversiones Industriales, elaborada por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, y en la que participan unas 2.000 empresas del sector industrial, aporta información útil sobre este aspecto, ya que ofrece un desglose que aproxima esos dos componentes. En concreto, separa entre los referidos a la situa-

1. PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE REPORTAN DIFICULTADES FINANCIERAS O DE TESORERÍA COMO UN FACTOR LIMITATIVO DE SU ACTIVIDAD (a)



2. INDICADOR DEL IMPACTO DE LOS FACTORES FINANCIEROS SOBRE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL DEL SECTOR INDUSTRIAL (d)



FUENTES: Cámaras de Comercio (gráfico 1) y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (gráfico 2).

a. Medias de las observaciones trimestrales en el período considerado.

b. Calculado como el promedio de los porcentajes observados para comercio, hostelería y otros servicios.

c. Empresas pequeñas, medianas y grandes se definen como aquellas con menos de 50, entre 50 y 249, y más de 250 empleados, respectivamente.

d. El porcentaje correspondiente a las empresas pequeñas es el promedio de los correspondientes a aquellas con menos de 10 empleados y entre 10 y 49.

El porcentaje correspondiente a las empresas medianas es el promedio de los correspondientes a aquellas con entre 50 y 249 empleados y más de 250 empleados.

El porcentaje correspondiente a las empresas grandes es el promedio de los correspondientes a aquellas con más de 250 empleados.

ción financiera interna y a la externa. En el gráfico 2 se recoge la evolución que en los últimos años ha presentado un índice (acotado entre 100 y -100) que resume el impacto de estos dos aspectos sobre la inversión para la muestra de empresas colaboradoras. Valores positivos indican un efecto positivo, mientras que registros negativos recogerían la situación opuesta.

Como puede observarse en el gráfico 2, de acuerdo con la encuesta correspondiente a la primavera de 2008 (última disponible), las empresas industriales (excluyendo las constructoras) preveían que, por primera vez en los últimos seis años, su situación financiera interna tendría este año un impacto negativo sobre su inversión. Por su parte, la influencia positiva asociada a los factores financieros externos se habría reducido en los últimos años (en concreto, desde 2005, período en el que los costes de financiación empezaron a registrar una senda ascendente), y habría pasado a ser negativa en 2007 y 2008, en línea con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, que indican que las entidades han endurecido las condiciones de oferta crediticia durante el mismo período.

En resumen, los datos más recientes de encuestas empresariales alternativas parecen apuntar a una influencia más negativa de los factores financieros sobre la marcha de la actividad de las compañías, que habría estado ligada tanto a una menor disponibilidad de fondos internos, en un contexto de pérdida de dinamismo económico, como al endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación externa. Por ramas productivas, los cambios más notables se han registrado en aquellas que, como la construcción, se han visto más afectadas por el cambio en el ciclo económico, mientras que en el resto de sectores las variaciones han sido más moderadas.

Hay que tener en cuenta, no obstante, que la información utilizada en este recuadro se basa en datos que se han recogido antes de los episodios de mayor tensión en los mercados financieros internacionales de principios de octubre. En este sentido, es previsible que estos desarrollos se hayan traducido en una mayor percepción negativa de las compañías de la influencia de los factores financieros sobre la marcha de las empresas, aunque los anuncios de planes de ayuda al sector financiero por parte de las autoridades económicas han podido atenuar este impacto.

riesgo que es especialmente relevante en aquellas economías que, como la española, presentan un déficit exterior elevado.

En este contexto, es importante resaltar los esfuerzos conjuntos de los bancos centrales y de los gobiernos de los principales países desarrollados para restablecer el normal funcionamiento de los mercados financieros. Los primeros han llevado a cabo modificaciones en sus marcos operativos y en su operativa diaria para garantizar que las complejas necesidades de liquidez de las entidades en esta situación de máxima tensión no lleven a un agravamiento adicional de la misma. Los segundos, tras una fase inicial de actuaciones de carácter eminentemente individual, han diseñado un marco concertado común de acción, con un triple objetivo: incrementar la confianza de los depositantes mediante la elevación de los umbrales de garantía de los fondos nacionales de garantía de depósitos; prevenir la interrupción de los flujos crediticios, habilitando la adquisición (o el canje) por parte de los Tesoros de determinados activos de las entidades e implantando sistemas de garantía pública sobre las nuevas emisiones bancarias de deuda; y permitir a las entidades aumentar sus recursos propios con aportaciones estatales. Este es el marco en el que se inscriben las medidas adoptadas a comienzos de este mes por el Gobierno de España: elevación del umbral de las garantías de depósito hasta 100.000 euros, creación de un fondo a partir de una aportación inicial del Tesoro de 30 mm (ampliable hasta 50 mm) para la adquisición de activos españoles de máxima calidad en poder de las entidades, otorgamiento de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España hasta un importe máximo de 100 mm de euros en 2008, y autorización para la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades de crédito.

## 5.2 El sector hogares

Durante el tercer trimestre de 2008 se ha registrado un nuevo ascenso en el coste de la financiación de los hogares. Así, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito

	% del PIB									
	2003	2004	2005	2006	2007			2008		
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-8,9	-9,3	-9,7	-10,0	-10,0	
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,4	-11,0	-12,4	-13,5	-13,8	-13,6	-12,2	
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,5</i>	<i>-7,1</i>	<i>-9,4</i>	<i>-10,3</i>	<i>-11,2</i>	<i>-12,2</i>	<i>-12,4</i>	<i>-11,4</i>	
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,3</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,7</i>	
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,9	0,6	1,3	1,6	1,9	1,9	1,6	
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	2,7	2,2	1,7	0,7	
PRO MEMORIA:										
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,4	-17,0	-16,3	-16,4	-18,1	-18,7	-16,1	

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.

para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines se incrementaron durante julio y agosto en torno a 45 pb y 80 pb, respectivamente. Asimismo, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades financieras esperaban que entre junio y septiembre los criterios de concesión en ambos tipos de préstamos fueran más exigentes que en los tres meses precedentes.

El endurecimiento de las condiciones de financiación y la menor confianza de los hogares contribuyeron a que su deuda siguiera desacelerándose, de modo que la tasa de avance interanual se redujo en más de un punto porcentual, hasta situarse en agosto en el entorno del 7%. Las tasas intertrimestrales anualizadas muestran un crecimiento algo más moderado (en torno al 5%). Por finalidades, el menor dinamismo de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros del 7% y del 8%, respectivamente, en relación con el mismo período de 2007.

Por otra parte, la información más reciente de las Cuentas Financieras muestra que la inversión en activos financieros volvió a moderarse durante el segundo trimestre de 2008 (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales esta se situó en el entorno del 6% del PIB, más de un punto porcentual por debajo del nivel de marzo. Esta evolución vino acompañada de una continuación en el proceso de recomposición de la cartera, de modo que los depósitos a plazo, incluidos en la partida otros depósitos y valores de renta fija, siguieron ganando peso, mientras que las adquisiciones netas de participaciones en fondos de inversión y de medios de pago fueron negativas.

Durante el segundo trimestre la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el entorno del 130% de la RBD, el mismo nivel de tres meses antes (véase gráfico 24). Por el contrario, el curso creciente de los tipos de interés determinó un nuevo aumento, aunque modesto, de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se situaba cerca del 18% de la RBD. No obstante, la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, se recuperó durante este período, en línea con el descenso de las necesidades de financiación de este sector, que se redujeron hasta el 0,7%

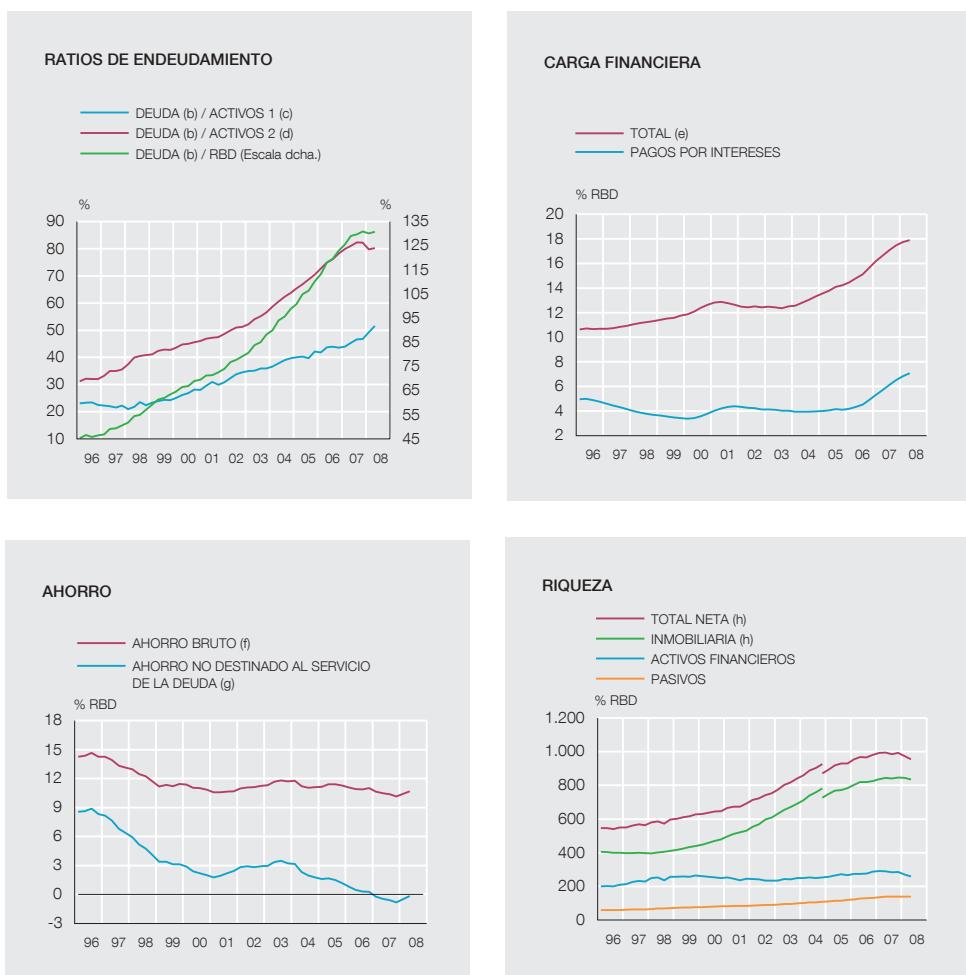
% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008	
				IV TR	I TR	II TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	10,9	7,7	6,8	5,6
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	-1,0	-1,0	-1,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,8	7,8	7,9	8,3
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-1,1	0,7	0,5	0,9
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,2	-1,5	-2,8
Reservas técnicas de seguros	1,9	2,0	1,8	1,0	0,9	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,7	0,6	0,3	0,2	0,2
<i>De jubilación</i>	0,9	1,0	0,9	0,6	0,5	0,5
Resto	0,7	0,7	1,2	0,4	0,1	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,7	12,6	9,3	8,0	6,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	9,4	8,0	6,6
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	8,7	10,2	9,9	7,2	6,2	4,7
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,1	2,2	3,1	2,2	1,8	1,8
Resto	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	14,4	18,2	22,5	12,9	10,2	5,6
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,2	1,6	2,4	2,7	2,3
Acciones y otras participaciones	6,3	7,2	10,9	6,7	5,3	2,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,8	3,9	7,7	5,5	5,6	3,5
Resto	6,8	7,7	7,7	4,2	3,2	1,8
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	25,2	31,8	25,0	22,6	17,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,6	13,9	12,4	9,3
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,4	2,6	2,7	2,4
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,5	0,3	0,5
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	5,0	5,0	4,4
Resto	5,5	6,2	6,6	3,0	2,2	0,4
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	15,3	13,3	10,3
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	12,7	10,7	8,5
Sociedades no financieras	13,2	21,4	28,0	17,3	15,3	11,6

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 realizadas por 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.

del PIB en términos acumulados de cuatro trimestres (frente al 1,2% de marzo). En paralelo, la riqueza neta de estos agentes retrocedió ligeramente en relación con su RBD entre marzo y junio.

Las ratios de dudosidad de los préstamos concedidos a los hogares han continuado aumentado durante el segundo trimestre, incremento que fue más acusado en el caso del crédito sin garantías que en el hipotecario, hasta situarse en junio en el 3,6% y el 1,3%, respectivamente, frente al 3% y al 1% de marzo.



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.

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

En el caso de las sociedades, el coste de la financiación bancaria también aumentó durante el tercer trimestre del año. Así, los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros se elevaron durante julio y agosto en 18 pb, mientras que los de un importe superior subieron 24 pb. Además, según la EPB correspondiente a julio, las entidades esperaban aplicar durante el verano unos criterios de concesión de créditos más estrictos que durante los tres meses precedentes.

El endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y el deterioro de las perspectivas económicas han seguido frenando el dinamismo de los fondos ajenos, de modo que en agosto estos crecían alrededor del 10% en términos interanuales, casi 2 pp por debajo de la cifra de junio. Las tasas intertrimestrales anualizadas continuaron en niveles más reducidos (en torno al 5%). Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante. Cabe destacar también

que el componente de valores de renta fija se ha desacelerado de forma importante durante los últimos meses (la tasa intertrimestral se redujo en casi 8 pp), si bien su importancia relativa es muy reducida. En todo caso, el grueso de los recursos obtenidos por esta vía ha sido en valores a corto plazo, lo que puede estar asociado con las dificultades de captación de recursos a largo plazo en los mercados.

Los datos más recientes, referidos a junio, del desglose por actividad productiva del crédito muestran una importante desaceleración de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios (su tasa de crecimiento interanual se ha reducido en más de 6 pp, hasta el 11%) y de menor intensidad en los fondos captados por la ramas de la construcción y la industria. Por el contrario, la financiación bancaria obtenida por el resto de servicios siguió avanzando a un ritmo elevado (22%), similar al de los trimestres anteriores.

La información de las Cuentas Financieras para el segundo trimestre de 2008 muestra un descenso de un punto porcentual en las necesidades de financiación del sector, que se situaron en torno al 11% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas, se redujo hasta el 16% del PIB, más de 2 pp por debajo del valor de marzo.

En línea con la progresiva desaceleración de los fondos ajenos, durante el segundo trimestre de 2008 se frenó el avance de la ratio de endeudamiento de las sociedades, que se situó en el 570% de los recursos generados por el sector, prácticamente el mismo nivel observado tres meses antes (véase gráfico 25). Sin embargo, la carga financiera siguió aumentando, acercándose al 28% del resultado económico bruto más los ingresos financieros del sector, apoyada en la evolución creciente de los costes de financiación. Este incremento contribuyó al estancamiento del resultado ordinario neto de las empresas, lo que se tradujo en una ligera reducción de la rentabilidad del capital durante el primer semestre del ejercicio. Por su parte, las tasas de dudosidad de las empresas han seguido creciendo entre marzo y junio, especialmente en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios (que ha pasado del 1% al 2%), mientras que en las otras actividades productivas el ascenso ha sido más moderado (del 1% al 1,2%).

La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia una reducción de su ratio de endeudamiento en el segundo trimestre de 2008, como consecuencia de la disminución experimentada en los grandes grupos, que compensó el aumento registrado para el resto de empresas, mientras que la carga financiera por intereses registró un ligero aumento. Por su parte, la rentabilidad de las compañías de esta muestra se redujo ligeramente. Como consecuencia del efecto conjunto de estas variables, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo aumentó, mientras que el correspondiente a la inversión se mantuvo estable.

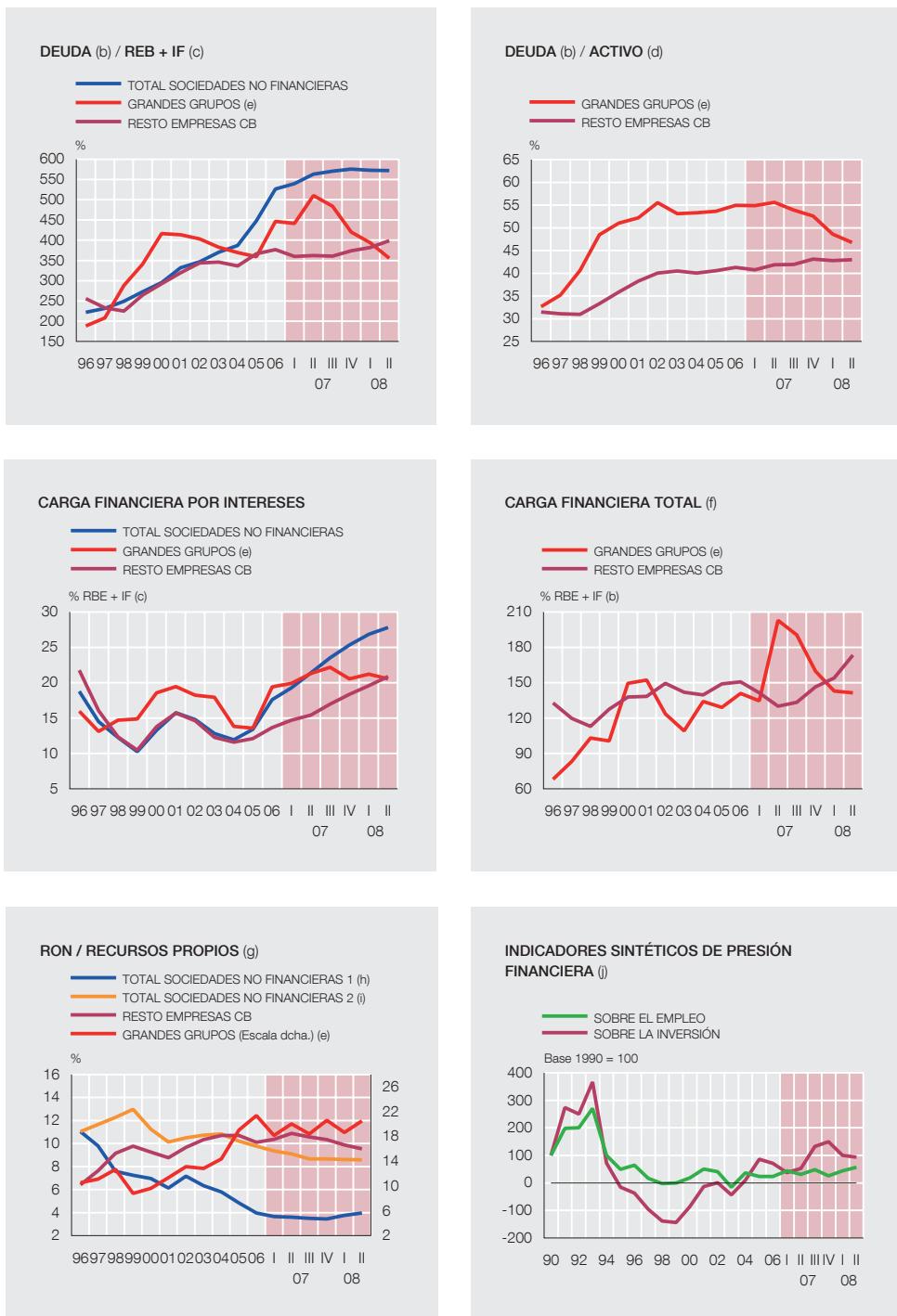
Por último, los analistas anticipan un menor crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, tanto para los próximos meses, hasta situarse en tasas de avance negativas, como a más largo plazo, aunque en este último caso el descenso es más moderado (véase gráfico 26).

#### **5.4 Las Administraciones Públicas**

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en junio, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 0,7% del PIB, un punto menos que la registrada a finales de marzo (véase

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 25

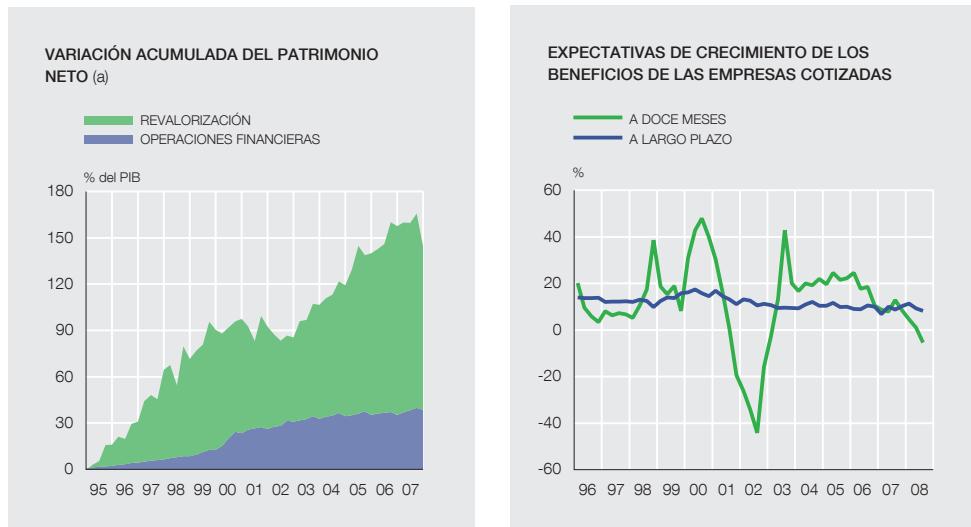


FUENTE: Banco de España.

- 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  $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$ .
- 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.

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 26

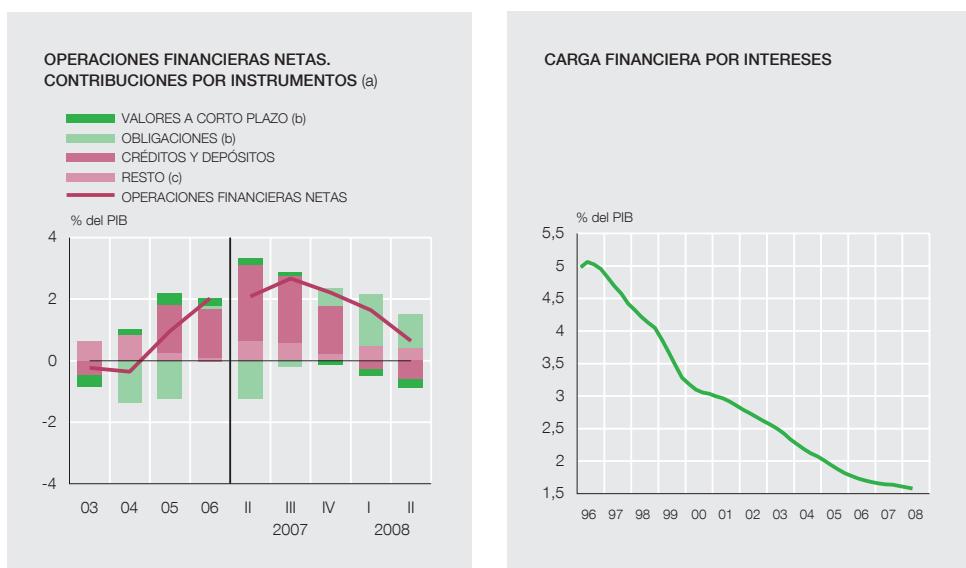


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 27



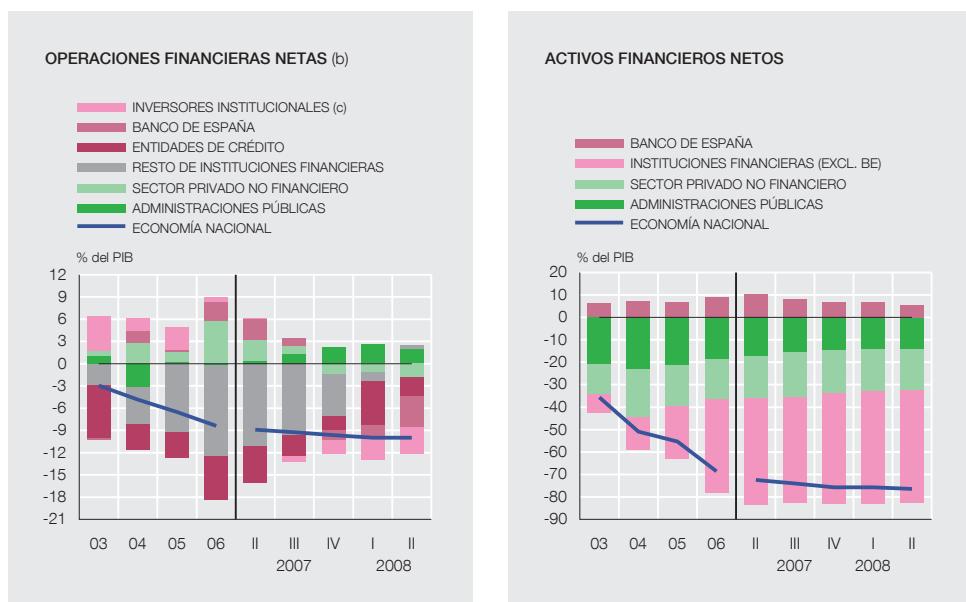
FUENTE: Banco de España.

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.

gráfico 27). El desglose por instrumentos muestra que durante los últimos doce meses se ha producido un descenso del volumen de valores a medio y largo plazo emitidos por estas instituciones en manos del resto de sectores, evolución que ha venido acompañada de una reducción en el saldo de depósitos netos de crédito y de una emisión positiva de instrumentos a corto plazo. Por otra parte, la contracción de la ratio de endeudamiento, junto con el mantenimiento del coste medio de los fondos, hizo que se redujeran ligeramente los pagos por intereses en relación con el PIB, hasta el 1,6%.



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de

periódico. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (de) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 10% del PIB, el mismo nivel de marzo. El desglose por sectores revela que esta evolución resultó de un descenso en el déficit de fondos de las sociedades y, en menor medida, de los hogares, que se ha compensado con la contracción del superávit de las instituciones financieras y, de forma más acusada, del de las AAPP (véase cuadro 6).

El desglose sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo evidencia que durante el segundo trimestre se registraron unas entradas netas de fondos canalizadas a través de los inversores institucionales (por las desinversiones realizadas), del sector privado no financiero y de las AAPP. Sin embargo, estos recursos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos y la financiación concedida por el resto de instituciones financieras distintas del Banco de España (que fue positiva en términos netos), por lo que los flujos netos de activo frente al exterior de esta institución volvieron a ser negativos y, en términos acumulados de doce meses, se situaron el 4,2% del PIB (véase gráfico 28).

Por el lado de los instrumentos de pasivo, durante el segundo trimestre de 2008 aumentó el volumen de los flujos financieros frente al extranjero, evolución que vino acompañada de una entrada neta de fondos canalizada a través de valores de renta fija emitidos por parte tanto de las AAPP como de las instituciones financieras. Sin embargo, en términos acumulados de cuatro trimestres las entradas de capital volvieron a reducirse, situándose en el 17% del PIB, casi 2 pp por debajo del dato de marzo (véase cuadro 8). Por instrumentos, el principal vehículo de financiación correspondió a los depósitos interbancarios (incluyendo los colateralizados), que supusieron una entrada bruta de recursos de cerca del 11% del PIB, y de casi el

% del PIB	2004	2005	2006	2007		2008
				IV TR	I TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,6	13,0	9,0	7,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,2	2,1	-0,7	1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,7	3,1	3,4	4,2	1,6	4,6
Valores distintos de acciones	1,8	8,7	-1,2	1,6	1,5	0,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	6,6	-2,1	1,8	2,1	1,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,3	2,3	0,6	-0,1	-0,7	-0,8
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	7,8	6,3	3,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,8	3,9	7,7	5,5	5,6	3,5
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,8	0,9	1,2	-1,0	-1,9	-2,6
Préstamos	0,8	1,1	2,1	1,2	1,3	1,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	22,7	18,9	17,0
Depósitos	1,7	5,6	0,3	7,3	11,2	13,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,0	7,2	0,6	6,7	10,9	10,7
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	7,9	-0,2	-3,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,7	0,2	1,3	-1,5	-2,3	-1,7
<i>Entidades de crédito</i>	4,6	6,3	8,0	3,5	0,8	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,1	9,3	12,4	5,9	1,2	-0,4
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	4,3	4,7	4,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,7	1,0	-0,5	4,5	4,7	4,2
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,8	3,0	2,4
Otros neto (c)	-0,6	-0,8	-0,8	0,0	-0,3	0,4
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	8,7	8,9	7,0
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	4,0	5,6	6,1

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.

6% si se descuentan las operaciones por el lado del activo. Las transacciones canalizadas a través de deuda se tradujeron en una salida capital equivalente al 3% del PIB, mientras que el importe captado a través de acciones y otras participaciones se mantuvo en torno a los mismos niveles de los primeros tres meses del ejercicio, a pesar del mayor dinamismo de la inversión directa del exterior en España.

El volumen de los flujos de activo frente al resto del mundo también se recuperó, materializándose el grueso de estos recursos en préstamos interbancarios. Sin embargo, en términos acumulados de cuatro trimestres, el importe se redujo hasta el 7% del PIB, 2 pp menos que en marzo. La mayor parte de las salidas de capital se canalizaron a través de la rúbrica de

efectivo y depósitos, entre los que cabe destacar los interbancarios. Por otra parte, descendió la inversión en valores de renta fija en el extranjero por parte de los residentes, y especialmente de los inversores institucionales, que se deshicieron de una parte de su cartera. Por último, en parte como consecuencia del retroceso de la inversión directa de España en el exterior, también se contrajeron las adquisiciones de acciones y otras participaciones.

La evolución de los flujos financieros con el exterior y las variaciones en el precio de los activos, junto con el tipo de cambio, determinó un ligero aumento en el valor de la deuda neta acumulada frente al resto del mundo (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución fue el resultado de un incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras y de una reducción del saldo acreedor del Banco de España, que más que contrarrestaron el moderado retroceso de los pasivos netos del sector privado no financiero y de las AAPP.

24.10.2008.

EL PRECIO DEL PETRÓLEO Y SU EFECTO SOBRE EL PRODUCTO POTENCIAL  
DE LA ECONOMÍA

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada y Pablo Hernández de Cos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción<sup>1</sup>**

Aunque en las últimas semanas el precio del petróleo en los mercados internacionales se ha reducido de forma muy significativa, alcanzó niveles muy elevados en el último año y llegó a superar ampliamente la barrera de los 100 dólares por barril en los meses centrales de 2008. De esta forma, el precio del petróleo en términos reales (es decir, expresado en la moneda de cada país y descontando el nivel general de precios) se situó por encima de los máximos históricos alcanzados en la primera mitad de los años ochenta en la mayoría de los países importadores.

Los canales a través de los cuales el aumento de los precios del petróleo se traduce en un mayor nivel de la inflación y en un ajuste a la baja de la demanda de los agentes económicos son bien conocidos. En cambio, existe un mayor desconocimiento sobre las vías por las que puede afectar a la oferta de la economía. Este artículo describe precisamente algunos de los mecanismos que pueden provocar que el nivel de la oferta de una economía importadora de petróleo se modifique ante una variación de los precios de esta materia prima.

Con este objetivo, en el análisis desarrollado a continuación, el concepto de oferta de la economía se identifica con la definición tradicional de producto potencial, es decir, con el nivel de actividad que se puede alcanzar sin que se generen presiones alcistas sobre la inflación. Además, se asumen algunos supuestos simplificadores. Por un lado, no se analizan las causas que generan la variación del precio del petróleo. En la realidad, los cambios en el precio del petróleo, al igual que los precios de cualquier otro producto, pueden ser el resultado de variaciones en la oferta o en la demanda, y los efectos sobre la economía pueden ser muy distintos dependiendo de que sea una u otra la causa inicial del ajuste de los precios<sup>2</sup>. Por otro lado, la definición del precio del petróleo que resulta relevante para los agentes económicos debe tener en cuenta el tipo de cambio<sup>3</sup> y los impuestos indirectos que recaen sobre este producto<sup>4</sup>. Sin embargo, en este artículo no se considerará el impacto de la imposición y, aunque se incorpora el del tipo de cambio, no se tiene en cuenta el efecto que la apreciación o la depreciación de la moneda puede tener sobre la competitividad de la economía y, por tanto, sobre el producto potencial<sup>5</sup>.

En este contexto, en este artículo se describen tres posibles canales a través de los cuales los precios del petróleo pueden afectar al nivel del producto potencial de una economía (medido

---

1. Este artículo resume el análisis y las principales conclusiones del Documento Ocasional del Banco de España, de próxima publicación, con el mismo título. 2. Por ejemplo, si el aumento de los precios del petróleo es consecuencia de que la demanda de determinados países importadores es muy elevada, estos países demandarán no solo más petróleo, sino también otros bienes, entre los cuales se encuentran los que producen los restantes países importadores de petróleo, que también se beneficiarán del incremento de la demanda mundial. En cambio, si el aumento de los precios del petróleo es consecuencia de que la oferta es menor (debido, por ejemplo, a un incremento del poder oligopolista de la OPEP o a un ajuste a la baja de las existencias), todos los países importadores de petróleo reducirán su demanda agregada de bienes y servicios, incluyendo sus importaciones, con lo que el comercio mundial se resentirá y, por tanto, la demanda de los países importadores de petróleo mostrará un ajuste adicional. 3. Es decir, el precio del petróleo debe medirse en la moneda del país importador. 4. La necesidad de considerar los impuestos indirectos se debe a que, en su gran mayoría, son de carácter unitario, con lo que no se modifican al cambiar el precio del petróleo y, por tanto, amortiguan la magnitud de la perturbación en términos del precio de venta a los demandantes finales. 5. Merece la pena destacar este último efecto, ya que, en ocasiones, se argumenta que el impacto de un aumento del precio del petróleo en dólares es menos pernicioso si coincide con una apreciación de la moneda del país importador de petróleo frente al dólar; sin embargo, no se tiene en cuenta que tal apreciación empeora la competitividad de ese país, con lo que los productos fabricados en el exterior se abaratan y, por tanto, se reduce la producción interna.

en términos del producto interior bruto —PIB—). En primer lugar, se analiza el efecto que puede tener sobre la productividad de la economía; en segundo lugar, sobre el *stock* de capital, y, por último, sobre la tasa de paro potencial. La siguiente sección resume estos canales y muestra alguna evidencia empírica preliminar sobre su existencia y relevancia. La sección tercera resume las principales conclusiones.

### ***El impacto del precio del petróleo sobre la productividad, el stock de capital y el empleo potencial***

Como se señaló en la introducción, en el análisis del impacto del precio del petróleo sobre la oferta agregada de la economía se opta por identificar esta última con el producto potencial. Con carácter general, el producto potencial se define como aquel nivel de producción que es capaz de alcanzar la economía utilizando los factores productivos disponibles y la tecnología existente, sin generar presiones inflacionistas. El producto potencial se puede considerar, por tanto, una buena descripción del funcionamiento de la oferta de la economía, por lo que constituye una variable muy relevante para el análisis económico y la toma de decisiones de política económica.

Desde un punto de vista teórico, el producto potencial se puede modelizar a partir de una función que relaciona el PIB (valor añadido) de la economía con los *inputs* necesarios para generarlo. En concreto, se suelen considerar dos *inputs* (capital y trabajo) y una tercera variable, que recoge aquella parte de la producción observada que no se puede explicar por los niveles de utilización registrados en los factores productivos. Este *input* es lo que se conoce como productividad total de los factores (PTF), que aproxima la eficiencia técnica con la que se utilizan los factores de producción y cuya evolución se suele relacionar con el progreso tecnológico.

El primer canal por el cual las variaciones en el precio del petróleo pueden influir sobre la oferta de la economía es precisamente a través de su impacto sobre la productividad. La diferencia que existe entre la producción bruta y el valor añadido de la economía (PIB) puede servir de ilustración de este efecto. El PIB se puede obtener como la suma de los valores añadidos generados por las empresas que integran la economía y, en el marco de la Contabilidad Nacional, se estima restando a la producción bruta los consumos intermedios. Entre estos últimos se encuentran algunos consumos importados de otros países, como pueden ser el petróleo y sus derivados. Un aumento, por tanto, del precio del petróleo puede provocar que, incluso aunque se utilicen las mismas dotaciones de trabajo y capital, el porcentaje de la producción que permanece en un país importador de petróleo sea inferior, por lo que el aumento del precio del petróleo es equivalente a una reducción de la productividad de estos dos factores productivos primarios. Existe, por tanto, una similitud entre una perturbación del precio del petróleo y una perturbación de la productividad.

El segundo canal se basa en su posible efecto sobre el *stock* de capital de la economía. En efecto, en el corto plazo, un aumento del precio de esta materia prima puede conducir a la obsolescencia a algunas plantas de producción y maquinaria, ya que dejan de ser rentables. Esta pérdida de rentabilidad puede ser consecuencia tanto de que exista otra tecnología alternativa menos intensiva en energía como de que los productos fabricados con ella sean intensivos en energía y, por tanto, su demanda se reduzca. Además, a medio plazo los efectos pueden ser más perjudiciales aún, ya que, si la energía es un complemento imprescindible del capital, el aumento del precio del petróleo hará que el grado de utilización del capital presente y futuro se reduzca, con lo que su rendimiento marginal también será menor y, por tanto, el *stock* de capital y la inversión tendrán que ser ajustados a la baja. Sin embargo, estos efectos son difíciles de contrastar empíricamente, ya que, a nivel agregado, los *stocks* de capital se suelen estimar acumulando la inversión de diversos períodos y asumiendo que su tasa de depreciación es constante. Además, no existen estadísticas (cuantitativas o cualitativas) para el conjunto de la economía sobre el grado efectivo de utilización del *stock* de capital en cada momento del tiempo.

El tercer canal se desarrolla a través del efecto del precio del petróleo sobre el empleo potencial. En este caso, debe tenerse en cuenta que el empleo potencial se estima normalmente aplicando una tasa de desempleo de equilibrio (o NAIRU) a una medida de la población activa potencial de la economía. En concreto, el empleo potencial de una economía se puede estimar estableciendo, en primer lugar, qué parte de la población en edad de trabajar está potencialmente dispuesta a participar activamente en el mercado de trabajo. De este colectivo habría que restar, posteriormente, aquellos individuos que, como consecuencia de la existencia de determinadas rigideces en el mercado de trabajo, solo podrían ser empleados a costa de elevar el nivel de inflación. La ratio de este último grupo respecto a los individuos activos en este mercado es lo que se conoce como NAIRU. En consecuencia, la NAIRU es la variable que equilibra el mercado de trabajo<sup>6</sup>, con lo que, para contrastar si el precio del petróleo tiene algún efecto sobre ella, es necesario analizar si desplaza —y, si lo hace, en qué dirección— las curvas de demanda y/u oferta de trabajo.

En general, puede aceptarse que, bajo determinadas condiciones, los movimientos en los precios del petróleo tienden a alterar la demanda y la oferta de trabajo, y que esto se suele traducir en cambios en el nivel de la tasa de paro potencial. En el caso de la demanda de empleo, dependerá positivamente del volumen de producción y negativamente del coste laboral real que supone contratar a un trabajador. Si, como es habitual, se supone que las empresas tienen un cierto poder de mercado, aparece un determinante adicional de la demanda de trabajo, que es el margen del precio sobre los costes. En concreto, si, por ejemplo, se produce un aumento de los márgenes, esto implicaría que el poder de mercado de la empresa aumenta y, por tanto, que su decisión óptima es elevar sus precios de venta y reducir la producción, por lo que, dado un coste laboral real, contratará un menor número de trabajadores. En este contexto, si los márgenes que los empresarios cargan sobre sus productos aumentan cuando crecen los precios del petróleo, la demanda de empleo será menor para cada salario y, por lo tanto, la tasa de desempleo estructural (NAIRU) tenderá a aumentar.

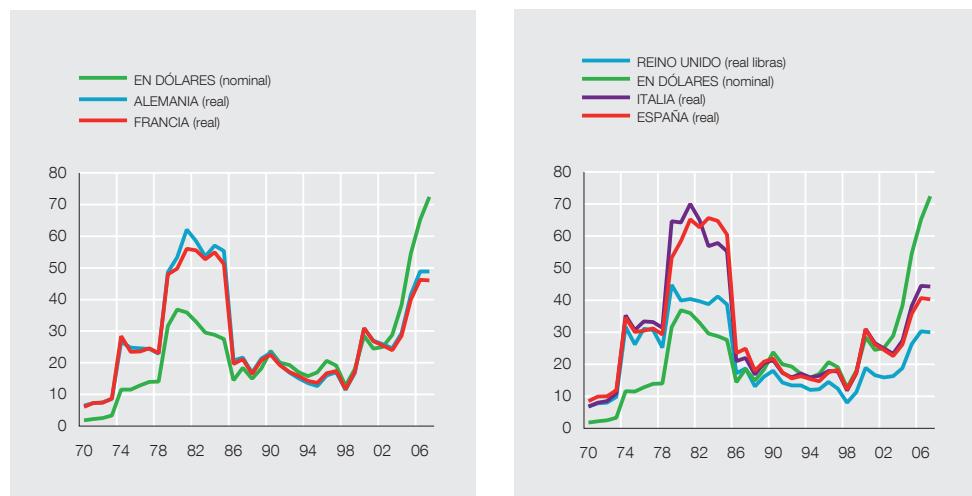
De la misma forma en que la demanda de empleo depende de las decisiones de las empresas, la oferta de trabajo incorpora las demandas salariales de los trabajadores. Con carácter general, se puede afirmar que los salarios demandados por los trabajadores<sup>7</sup> aumentarán más cuanto mayor sea la inflación y/o el crecimiento de la productividad. En cambio, los aumentos de la tasa de paro harán que las demandas salariales sean menores o, incluso, se reduzcan, ya que elevan la probabilidad de perder el empleo y reducen la probabilidad de encontrar uno nuevo. Por lo tanto, los aumentos en el precio relativo del petróleo hacen que los trabajadores eleven sus demandas salariales, incluso aunque el resto de variables determinantes (productividad, desempleo, etc.) se mantengan estables. En el caso español, dada la generalización de las cláusulas de salvaguarda en los convenios colectivos, la traslación es prácticamente total y, más importante, es asimétrica, ya que, tal como están diseñadas estas cláusulas, solo se activan cuando se producen aumentos de los precios de petróleo, pero no cuando se producen reducciones. En este contexto, si los salarios de los trabajadores aumentan ante el incremento del precio del petróleo, la tasa de desempleo estructural o NAIRU sufrirá un incremento.

---

6. La intuición es que, si la participación de las rentas del trabajo en la renta agregada de la economía que demandan los trabajadores no coincide con la que están dispuestos a pagar los empresarios, se producirá un desequilibrio que se ajustará a través de la tasa de paro. 7. Además, un elemento importante es que los salarios y los precios relevantes para los trabajadores no son los mismos que los considerados por los productores. De hecho, el salario relevante para el trabajador excluye las cotizaciones a la Seguridad Social y el impuesto sobre la renta (que forman parte del coste laboral que paga la empresa), y el precio relevante para el trabajador incluye los impuestos indirectos y los precios de los productos importados (entre los que se encuentran el petróleo y sus derivados).

## PRECIO DEL PETRÓLEO EN DÓLARES Y EN TÉRMINOS REALES

GRÁFICO 1



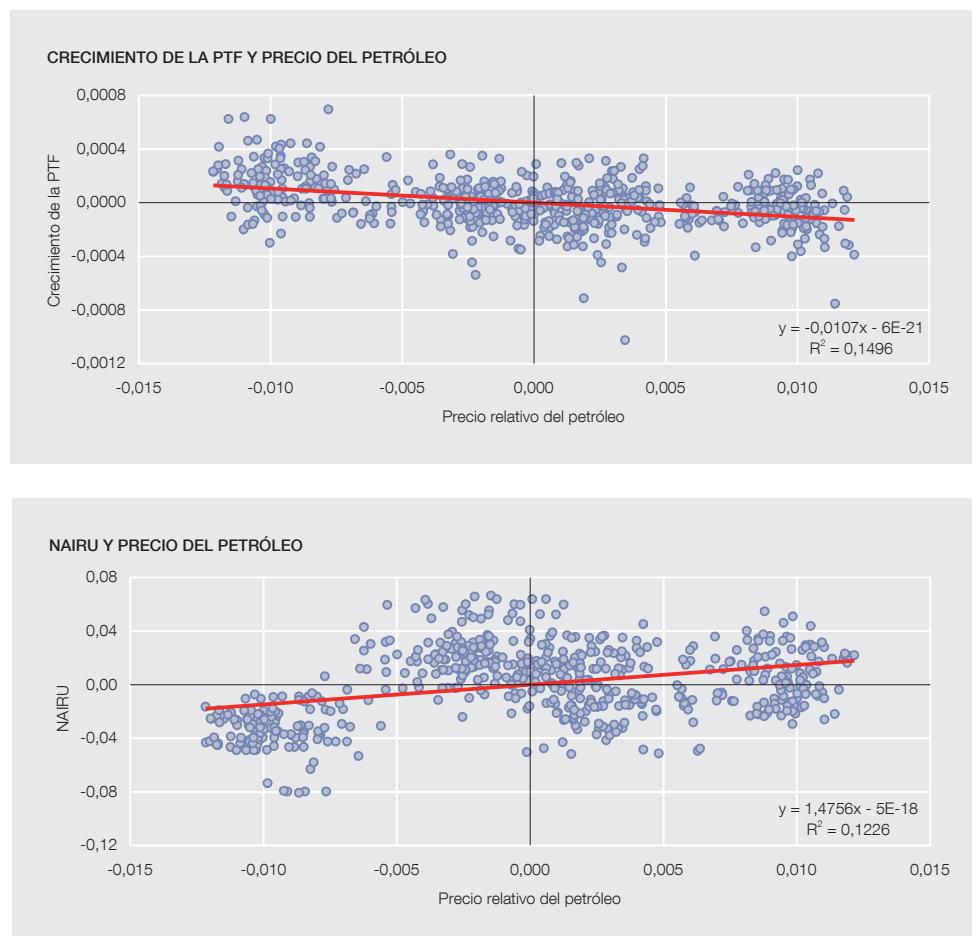
FUENTES: Reuters, *The Economist*, AMECO y Banco de España.

En consecuencia, se puede afirmar que el nivel de la NAIRU podría ser más elevado cuanto mayor sea el precio relativo del petróleo. Por otro lado, la NAIRU no solo tiene un impacto inverso sobre el empleo potencial de la economía y, por tanto, sobre el producto potencial, sino que, además, se observa que la participación de la población en edad de trabajar en el mercado de trabajo tiende a ser mayor en los países con menores tasas de paro. Esto se debe a que la tasa de paro es un indicador (inverso) de la probabilidad de encontrar un empleo. Obviamente, dada la población en edad de trabajar, el empleo potencial será menor cuanto menor sea la tasa de participación de largo plazo. A través de esta vía, por tanto, el incremento del precio del petróleo generará una reducción adicional del empleo potencial.

La existencia e importancia de los efectos teóricos del precio del petróleo sobre el producto potencial de la economía descritos con anterioridad pueden ilustrarse de una forma sencilla. En el gráfico 1 se muestran los precios del barril de brent desde 1970, tanto en dólares como en términos reales (es decir, teniendo en cuenta la evolución de los correspondientes tipos de cambio y los precios nacionales), para algunos de los países europeos. Como se puede apreciar, aunque el precio del crudo en dólares ha superado desde 2002 los niveles alcanzados en la primera mitad de los años ochenta, en términos reales el nivel del año 2007 todavía era inferior, aunque fue superado temporalmente a mediados de 2008, para volver a reducirse en las últimas semanas<sup>8</sup>.

Por su parte, el gráfico 2 presenta una evidencia preliminar sobre la relevancia del primer y el tercer canal discutidos anteriormente. En el panel superior se ilustra la relación entre el crecimiento de la PTF del total de la economía (eje vertical) y el precio del petróleo relativo (eje horizontal); en el panel inferior se ha sustituido el crecimiento de la PTF por el nivel de la

8. En todo caso, debe recordarse que el precio del petróleo en términos reales tampoco es la variable preferida para el análisis, ya que los derivados petrolíferos se caracterizan por estar sujetos a una elevada carga impositiva, que, obviamente, afecta al precio que pagan los demandantes y, por tanto, es la que determina sus decisiones de gasto. La falta de información completa sobre estos impuestos para todos los países impide tenerlos en cuenta en este estudio, pero, para los países que cuentan con esa información, se aprecia una tendencia generalizada al aumento de la carga impositiva desde los años setenta, por lo que un aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales implica un aumento del precio de venta de sus derivados mucho menor en la actualidad que en los años ochenta.

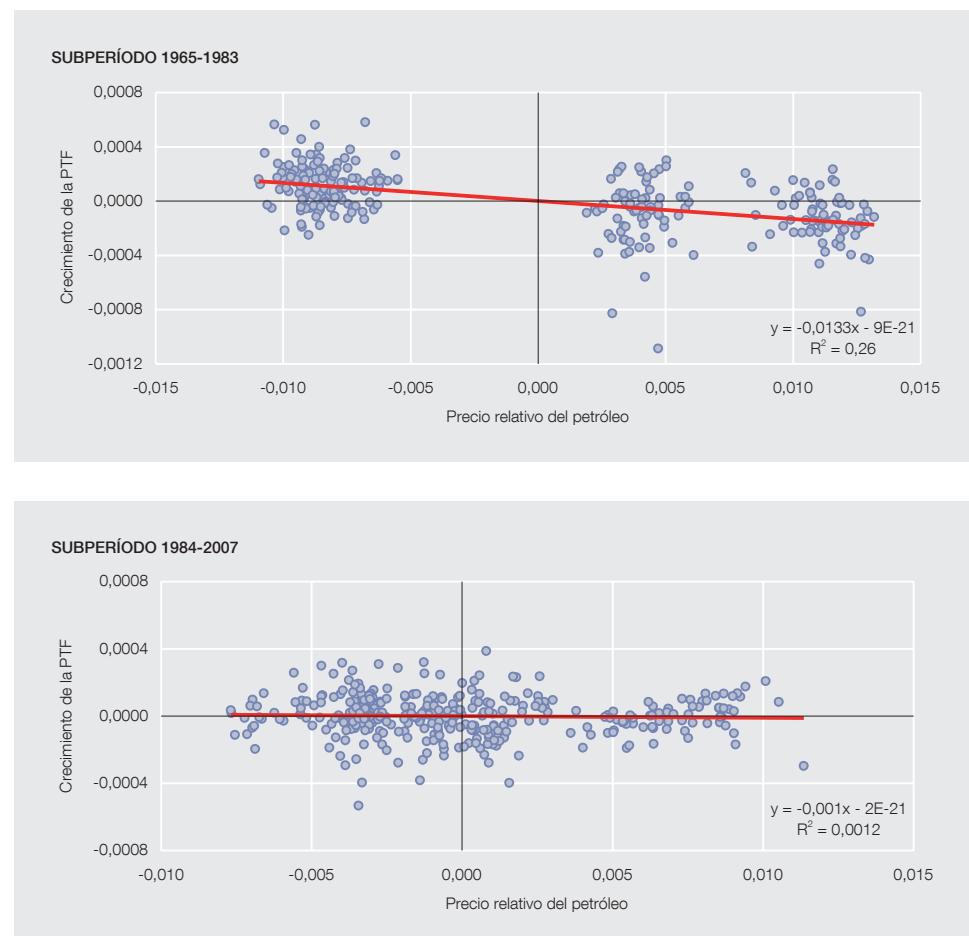


FUENTES: Reuters, *The Economist*, AMECO y Banco de España.

NAIRU<sup>9,10</sup>. Como se puede apreciar, la correlación entre el crecimiento de la productividad y el precio relativo del petróleo es negativa y estadísticamente significativa. Sin embargo, el coeficiente estimado implica que el efecto no es muy elevado, ya que, dado que el crecimiento promedio anual de este precio relativo ha sido del 4%, la reducción promedio del crecimiento de la PTF sería de solo un 0,04%. Por su parte, la correlación entre la NAIRU y el precio del petróleo es positiva y también significativa. En este caso, aunque no se puede distinguir si el principal responsable de este efecto es el aumento de los márgenes (demanda de empleo) o la presión salarial ejercida por los trabajadores (oferta de trabajo), se obtiene un efecto también moderado, ya que el precio relativo del petróleo justificaría un aumento de la NAIRU de alrededor de 0,06 puntos porcentuales en promedio anual.

Por otra parte, recientemente han aparecido algunos trabajos que ponen de manifiesto cómo la magnitud del efecto del precio del petróleo sobre las economías de los países importadores de crudo puede haber cambiado en los últimos años. En concreto, Blanchard y Gali (2007)

9. Tanto la PTF como la NAIRU han sido tomadas de la base de datos AMECO, que elabora la Comisión Europea y abarcan a 11 países del área del euro (excepto Luxemburgo y Eslovenia, debido a limitaciones de los datos), Reino Unido, Suecia y Dinamarca para el período 1965-2007. 10. Todas las variables se presentan en desviaciones respecto a los promedios temporales de cada país. Por tanto, las pendientes estimadas pueden ser interpretadas como el estimador intragrupo con efectos fijos para un panel. En cualquier caso, no se tienen en cuenta otros posibles determinantes del crecimiento de la PTF o la NAIRU, por lo que las correlaciones simples que se presentan aquí podrían presentar sesgos si existen otros determinantes de estas variables que estén relacionados con el precio relativo del petróleo.

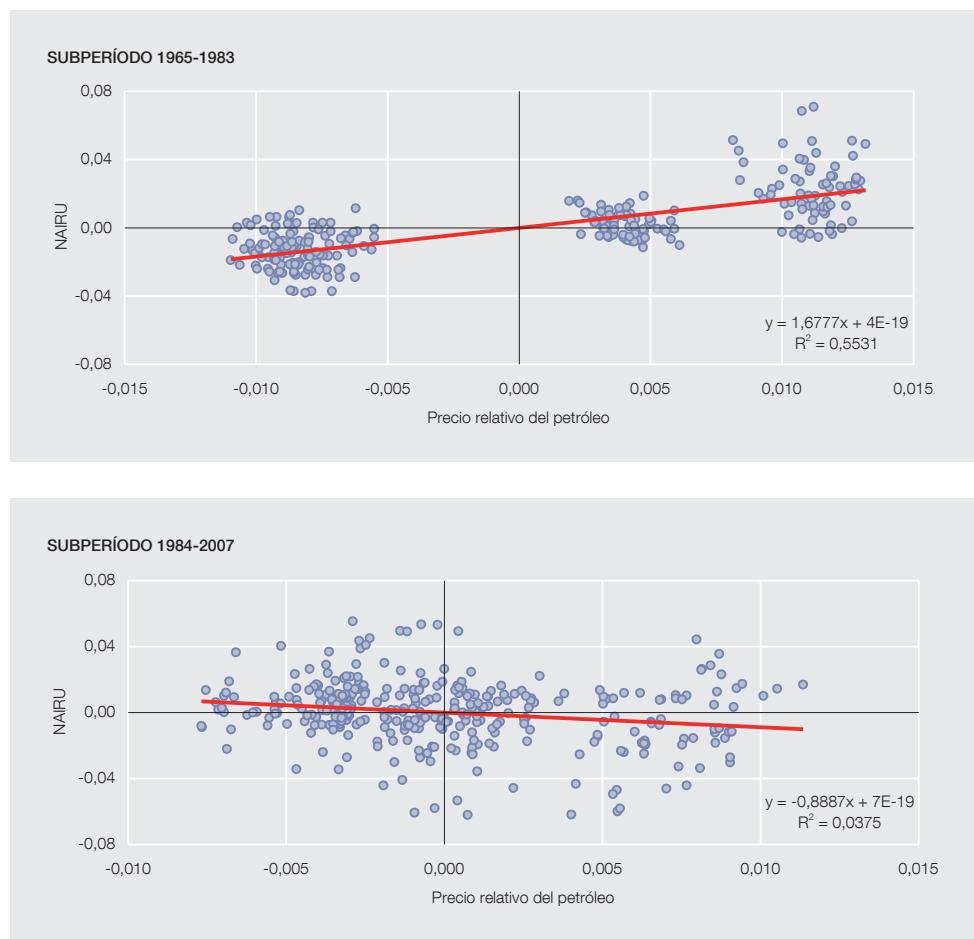


FUENTES: Reuters, *The Economist*, AMECO y Banco de España.

muestran que el impacto negativo y positivo sobre la actividad y la inflación, respectivamente, de un aumento de los precios del petróleo se ha reducido sustancialmente desde mediados de los años ochenta, en comparación con décadas anteriores.

Aunque estos autores no consideran el canal de la productividad (ni el del stock de capital), cuando la muestra utilizada en este artículo se divide en el mismo año que la considerada en ese trabajo (1984), la correlación entre estas dos variables cambia de forma apreciable (véase gráfico 3). Así, antes de 1984 la correlación era negativa y estadísticamente distinta de cero. Sin embargo, después de ese año, aunque el coeficiente de regresión continúa siendo negativo, es 10 veces inferior y, más importante, no resulta estadísticamente significativo. Estos resultados sugieren que desde mediados de los años ochenta los precios del petróleo apenas si habrían afectado a la PTF y, por tanto, al producto potencial.

En el caso de la NAIRU, los resultados son, incluso, más claros, como se puede apreciar en el gráfico 4, ya que la correlación entre ambas variables pasa de ser positiva en el primer subperiodo a ser negativa —aunque no significativa— en el segundo. Obviamente, esta última correlación sugiere que existen otros determinantes de la NAIRU que han sido omitidos en la ecuación (por ejemplo, la ratio de reemplazamiento o el poder de negociación de los sindicatos), pero es coherente con la evidencia presentada por Blanchard y Gali (2007) sobre el papel que habría desempeñado en este proceso la reducción del grado de rigidez real de los salarios, asociado a las reformas introducidas en la mayoría de los mercados de trabajo europeos en estos años.



FUENTES: Reuters, *The Economist*, AMECO y Banco de España.

### Conclusiones

Los precios del petróleo han mantenido niveles muy elevados en el último año. El análisis del impacto de estos incrementos de los precios del petróleo suele limitarse a enfatizar su efecto negativo sobre la demanda y positivo sobre la inflación. Sin embargo, no siempre se tiene en cuenta el posible impacto negativo adicional sobre el crecimiento potencial de la economía. Este último impacto se derivaría de los efectos del precio del petróleo sobre la productividad, el stock de capital y la tasa de desempleo estructural de la economía, y, de acuerdo con cierta evidencia preliminar, puede resultar de magnitud significativa. En el caso de esta última variable, el efecto se puede ver amplificado cuando existe un nivel de competencia en los mercados reducido, si ante un incremento del precio del petróleo se produce un aumento de los márgenes, o cuando el grado de indicación salarial es elevado, provocando una traslación de los incrementos de los precios del petróleo a los salarios. Desde este punto de vista, por tanto, las reformas que tiendan a incrementar el grado de competencia en los mercados de bienes y servicios y a mejorar los mecanismos de determinación salarial son útiles para ayudar a minimizar los efectos negativos de los incrementos del petróleo sobre el crecimiento a largo plazo de la economía. Al menos, debería evitarse que este tipo de mecanismos funcionen de forma asimétrica.

21.10.2008.

### BIBLIOGRAFÍA

BLANCHARD, O., y J. GALI (2007). *The Macroeconomic effects of oil price shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?*, NBER Working Paper, n.º 13368.

UN ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES DE LAS ADQUISICIONES BANCARIAS  
EN LA UNIÓN EUROPEA

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Hernando, de la Dirección General del Servicio de Estudios, María Jesús Nieto, de la Dirección General de Regulación, y Larry D. Wall, de la Reserva Federal de Atlanta<sup>1</sup>.

## Introducción

El proceso de consolidación del sistema bancario europeo ha revestido un marcado carácter nacional, de modo que, hasta fechas muy recientes, las operaciones de integración transfronteriza han sido muy escasas. Esta evolución ha respondido previsiblemente a la estrategia de los grandes grupos europeos, que han optado por afianzarse, en primer lugar, en el propio mercado, con el fin de afrontar en mejor posición un entorno crecientemente competitivo. Además, este predominio de las adquisiciones corporativas de índole nacional puede explicarse por la ausencia de las barreras de diversa naturaleza —diferencias en el marco regulatorio o en cultura empresarial, entre otras— que habitualmente obstaculizan las transacciones entre bancos de distintos países y, sobre todo, por la presencia de mayores sinergias de costes cuando las entidades que se integran operan en el mismo mercado.

Precisamente, la literatura sobre los determinantes de las fusiones y adquisiciones bancarias ha identificado la consecución de ganancias de eficiencia como el elemento esencial en el impulso de este tipo de operaciones. No obstante, la magnitud de estas mejoras está asociada no solo a los previsibles ahorros de costes derivados de la integración, sino también al potencial avance en la calidad de la gestión de las entidades adquiridas, factor este último que, en principio, no depende del alcance geográfico de la transacción. Por otro lado, el carácter nacional del proceso de integración en el sistema bancario europeo ha generado elevados niveles de concentración en algunos mercados, principalmente en los países de menor dimensión, reduciéndose el margen disponible para procesos de consolidación interna.

En este contexto, el presente artículo identifica las características de los bancos —y del mercado en el que operan— que hacen más probable que sean comprados, distinguiendo entre adquisiciones por parte de un competidor local y por una corporación extranjera. Con este fin, tras ofrecer un panorama de la evolución de las operaciones de fusión y adquisición en el sector bancario de la Unión Europea (UE) en el transcurso de la última década, se presenta una revisión de la literatura sobre los determinantes de las adquisiciones bancarias. A continuación, se exponen los resultados del análisis basado en una muestra de 157 transacciones entre entidades de la UE en el período 1996-2004. El artículo finaliza con las principales conclusiones del estudio.

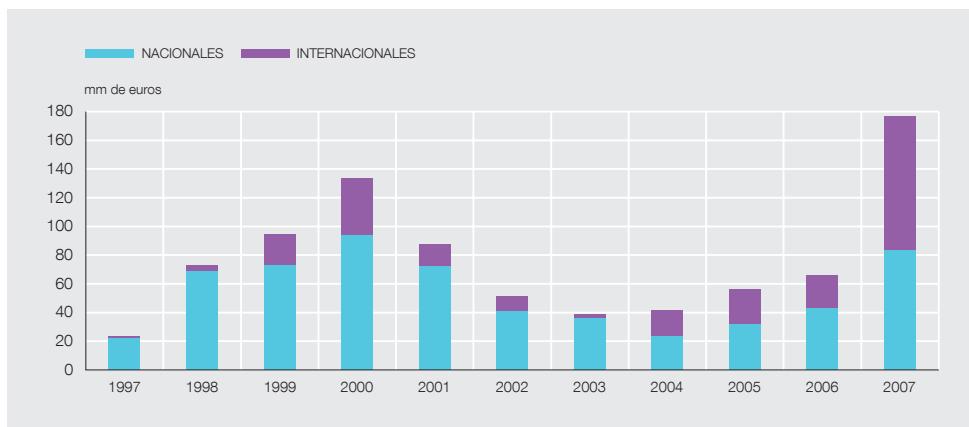
## Evolución reciente de la actividad de fusiones y adquisiciones en el sistema bancario europeo

El proceso de consolidación en el sistema bancario de la UE se ha caracterizado en los últimos años, como es habitual en la mayoría de los sectores, por un perfil cíclico bastante acusado. Como muestra el gráfico 1, la actividad de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito de la UE<sup>2</sup>, medida en términos del valor de las operaciones, mostró una notable expansión en el período 1998-2000, experimentando posteriormente una intensa reducción. A partir de 2004 comenzó a apreciarse una cierta recuperación, que ha culminado en 2007 con un máximo histórico, aunque este se explica, en buena medida, por un conjunto limitado de operaciones entre bancos de gran dimensión. Otro rasgo destacado de esta evolución es

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo, de próxima publicación, titulado *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union*, realizado por los autores. 2. A los efectos de este artículo, se han considerado exclusivamente los 25 países que integraban la UE antes de la ampliación de enero de 2007. Es decir, Bulgaria y Rumanía no se han incluido en el análisis.

VALOR DE LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN EN EL SECTOR BANCARIO DE LA UNIÓN EUROPEA (a)

GRÁFICO 1



FUENTES: Thomson One Banker y Banco de España.

a. Se incluyen todas las operaciones en las que tanto la empresa compradora como la adquirida pertenecen al sector bancario y están radicadas en un país de la Unión Europea.

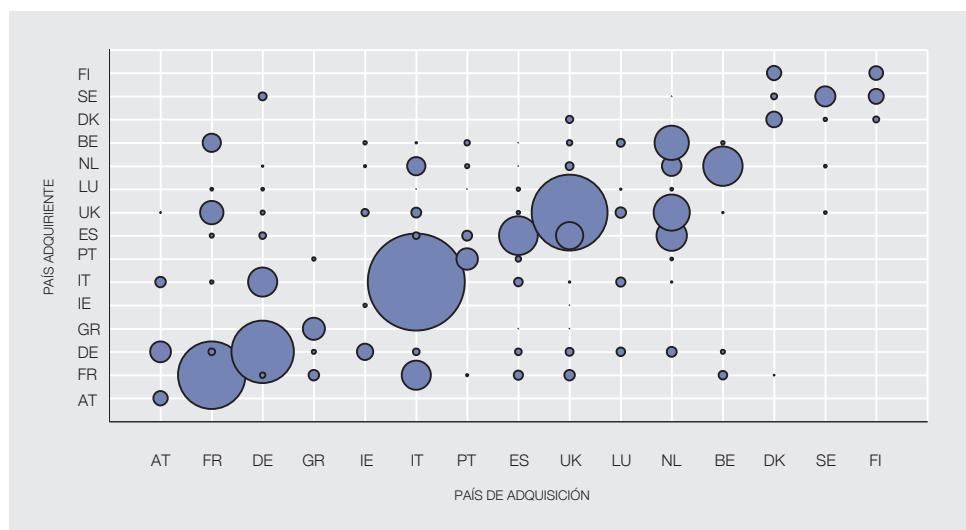
el claro predominio de las transacciones entre entidades de un mismo país, como se aprecia en el gráfico 1 y, con mayor detalle para los 15 Estados que integraban la UE antes de la ampliación de mayo de 2004 (UE 15), también en el gráfico 2. Esta preponderancia ha favorecido la aparición de grandes grupos bancarios nacionales con una presencia reducida en otros mercados, a diferencia de lo observado en otros sectores, donde se han formado, mediante adquisiciones corporativas, empresas con un indudable carácter paneuropeo. No obstante, en los últimos años se ha apreciado un aumento significativo de la importancia relativa, en términos de valor, de las operaciones transfronterizas, siendo algunas de ellas entre grandes corporaciones.

La preeminencia de las operaciones de consolidación nacional se ha traducido en un incremento de la concentración en el sector bancario. Así, como muestra el cuadro 1, el porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario nacional (índice C5) ha aumentado en la mayoría de las economías de la UE 15<sup>3</sup> en el período 1997-2006, sobre todo en el final de la pasada década, coincidiendo con el mayor dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones. Por el contrario, en el caso de los nuevos Estados miembros, los índices de concentración se han mantenido bastante estables, aunque en los elevados niveles de los que partían. Solo se han observado descensos sustanciales de los mismos en Malta y en Chipre, y aumentos en Letonia.

Por países, con cifras de 2006, se aprecian notables diferencias en el grado de concentración. En general, estos registros son más altos en los países de menor dimensión. En cinco de ellos —Estonia, Holanda, Bélgica, Lituania y Finlandia—, la cuota de mercado de las cinco mayores entidades supera el 80%, lo que parece indicar que existe poco margen para nuevas fusiones de carácter nacional. En el extremo opuesto, Alemania e Italia presentan una estructura de mercado bastante fragmentada.

La existencia de diversos obstáculos que acentúan las dificultades de integración inherentes a todo proceso de fusión podría contribuir a explicar la reducida importancia relativa de las

3. Las únicas excepciones son Dinamarca y Finlandia, aunque en este último país se debe a la ampliación de las entidades incluidas en la definición de sector bancario en el año 2001.



FUENTES: Thomson One Banker y Banco de España.

a. El área de los círculos es directamente proporcional al volumen de las operaciones de adquisición.

operaciones internacionales. Así, un informe elaborado por la Comisión Europea en 2005, a partir de los resultados de una encuesta entre los participantes en el mercado sobre los obstáculos a la consolidación transfronteriza en el sistema financiero europeo, señalaba como principales trabas las menores sinergias de costes e ingresos, la desfavorable percepción de operadores extranjeros por parte de los agentes locales —directivos, sindicatos y consumidores— y la existencia de un entorno regulatorio adverso [véase Comisión Europea (2005)].

No obstante, a pesar de la preponderancia de la consolidación bancaria a nivel nacional en la última década, en diversas regiones dentro de la UE (Benelux y países nórdicos), que cuentan con una larga trayectoria de interrelación económica, las adquisiciones corporativas entre sus empresas han sido relativamente frecuentes (véase gráfico 2). Además, la actividad transfronteriza en el conjunto de la UE se ha desarrollado significativamente en los últimos años. A esta evolución ha contribuido el proceso de adhesión de los países de Europa Central y del Este, que ha favorecido la compra de algunas de sus entidades financieras, en algunos casos como resultado de los procesos de privatización de las mismas, por parte de otros bancos europeos. Como se aprecia en el cuadro 2, en el caso de los países que se incorporaron a la UE en mayo de 2004, la proporción de activos de sus sistemas bancarios en manos de filiales y sucursales de bancos pertenecientes a otros países de la UE ha crecido notablemente en los últimos años, situándose en 2006 en el 63% para el conjunto de esos diez Estados, superando incluso el 90% en Estonia, República Checa y Eslovaquia. Por el contrario, esta proporción es sustancialmente inferior en el caso de los países de la UE 15, para los que, en conjunto, se sitúa por debajo del 20%. Ese porcentaje es especialmente reducido en las mayores economías del área del euro: Alemania e Italia (9%), Francia (10%) y España (11%). Finalmente, en los últimos años se han producido operaciones de integración de carácter transfronterizo entre bancos de mayor dimensión, de modo que, como puede apreciarse en el gráfico 1, la proporción del valor de las transacciones internacionales ha aumentado notablemente, lo que puede responder no solo al proceso de ampliación de la UE, sino también a la

	1997	2001	2006
UE 15 (b)	46	52	53
Alemania	17	20	22
Austria	44	45	44
Bélgica	54	78	84
Dinamarca	70	68	65
España	32	45	40
Finlandia	88	80	82
Francia	40	47	52
Grecia	56	67	66
Holanda	79	83	85
Irlanda	41	43	45
Italia	25	29	26
Luxemburgo	23	28	29
Portugal	46	60	68
Reino Unido	24	29	36
 NEM 10 (b)	 72	 72	 68
Chipre	92	72	64
Eslovaquia	62	66	67
Eslovenia	63	68	62
Estonia	99	99	97
Hungría	53	56	54
Letonia	51	63	69
Lituania	84	88	83
Malta	98	80	71
Polonia	46	55	47
República Checa	67	68	64
Suecia	58	55	58
 UEM (b)	 45	 53	 54
UE 25 (b)	57	60	59

FUENTES: Banco Central Europeo, excepto los datos correspondientes a 1997 para los 10 nuevos Estados miembros (NEM), que están tomados de Allen et ál. (2005).

a. Porcentaje que los activos de los cinco mayores bancos de cada país representan sobre el total de activos del sector bancario del país.

b. Media no ponderada de los índices de los países.

gradual reducción de las diversas barreras que dificultaban la entrada de competidores extranjeros.

**Determinantes de las adquisiciones bancarias: una revisión de la literatura**

La realización de operaciones de consolidación depende fundamentalmente de los beneficios esperados de la integración<sup>4</sup> —asociados a los potenciales ahorros de costes, la entrada en nuevos segmentos o líneas de negocio, la expansión geográfica o la mejora de la posición de dominio en el mercado— y de los criterios de actuación de los supervisores bancarios y de las autoridades de competencia ante los procesos de concentración. A su vez, las características de las empresas y del entorno en el que operan condicionan las ganancias potenciales de la integración y la posibilidad de ser aprobadas por el supervisor. En esta línea, una parte de la literatura sobre los determinantes de las adquisiciones bancarias se ha ocupado de la identificación de aquellos rasgos de los ban-

4. En el caso de fusiones de carácter defensivo, en las que se persigue evitar o mitigar los efectos de un hipotético desarrollo adverso del mercado, estos beneficios esperados deben evaluarse, más bien, en relación con el escenario alternativo en que no se produce la fusión y, en cambio, se materializa la amenaza potencial.

	%	2002	2006
EU 15		15	17
Alemania		5	9
Austria		21	19
Bélgica		22	22
Dinamarca		22	18
España		8	11
Finlandia		9	58
Francia		11	10
Grecia		6	28
Holanda		9	12
Irlanda		37	35
Italia		5	9
Luxemburgo		89	87
Portugal		27	22
Reino Unido		22	22
Suecia		6	9
 NEM 10		51	63
República Checa		88	92
Estonia		90	99
Chipre		14	22
Letonia		22	50
Lituania		56	74
Hungría		57	53
Malta		36	32
Polonia		55	55
Eslovenia		16	22
Eslvaquia		83	93
 UEM		12	16
 UE 25		16	19

FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Porcentaje que los activos de filiales y sucursales de entidades de otros países de la UE representan sobre los activos totales del sistema bancario del país.  
 b. En 2002, los porcentajes correspondientes a Estonia, Letonia, Eslovenia y Eslvaquia se han calculado sin incluir los activos de las filiales, debido a que en la fuente original, cuando el número de filiales es inferior a tres, se omite esta información por razones de confidencialidad. Otro tanto ocurre en 2006 para Letonia y Eslovenia.

cos y de la estructura de su mercado que hacen que una entidad sea más atractiva para ser adquirida<sup>5</sup>.

La calidad de la gestión es la principal variable, a tenor de la literatura económica, que incide sobre la probabilidad de que un banco sea adquirido. Así, a igualdad de otros factores, las entidades peor gestionadas —con peores registros de eficiencia y rentabilidad— resultan más atractivas para compradores potenciales, en la medida en que presentan un mayor margen de mejora y la prima de adquisición exigida será previsiblemente más reducida. La evidencia empírica disponible corrobora inequívocamente este resultado. Una segunda caracte-

5. Por tanto, este análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias es de carácter parcial, ya que no se incluyen las características de los bancos compradores ni medidas que aproximen el grado de sinergias entre las entidades fusionadas.

rística considerada habitualmente es el grado de capitalización, aunque en este caso el signo de su influencia sobre la probabilidad de ser comprado es incierto. Por un lado, este efecto será negativo si una elevada capitalización es indicio de buena gestión o si los supervisores incentivan la adquisición de bancos con problemas de solvencia. Por el contrario, este vínculo será positivo en la medida en que altas ratios de capital indiquen que los intermediarios están operando por debajo de su potencial de beneficios o si las entidades recurren a la compra de competidores muy capitalizados para hacer frente a los requisitos regulatorios. En consonancia con la ambigüedad del efecto teórico, los trabajos empíricos no ofrecen un resultado concluyente sobre el signo de esta relación.

Otro rasgo que incide sobre el atractivo de una entidad para ser comprada es su tamaño, aunque, de nuevo, el signo de su influencia es a priori ambiguo. Así, bancos más pequeños presentan menores dificultades de integración en la organización del grupo adquiriente y, además, es menos probable que su compra suscite reticencias por parte de las autoridades de competencia. Sin embargo, la adquisición de intermediarios de gran dimensión genera ahorros de costes y ganancias de posición competitiva de mayor magnitud. En general, el resultado más habitual en la literatura empírica sugiere que el tamaño incide positivamente en la probabilidad de ser adquirido. Por otro lado, las perspectivas de crecimiento de la propia entidad o del mercado en el que se desenvuelve también influyen favorablemente en su interés como objetivo para un comprador potencial.

Otra variable relevante para explicar la probabilidad de éxito de una adquisición bancaria es el grado de concentración del sector en el que opere la entidad objetivo, en la medida en que este es un rasgo esencial para determinar la actitud de las autoridades de competencia ante la operación. Además, es previsible que la respuesta de estas difiera en función de si la oferta de compra es formulada por un competidor nacional o por un banco extranjero. En mercados muy concentrados, procedimientos de consolidación a nivel interno cuentan con escasas posibilidades de ser autorizados en la medida en que sus efectos potenciales en términos de restricción del grado de competencia no son desdeñables. Por el contrario, una transacción transfronteriza no incidiría, en principio, sobre la estructura sectorial. Además, una elevada concentración puede estimular la entrada de intermediarios extranjeros atraídos por la posible existencia de mayores márgenes. En general, la evidencia empírica corrobora que en sistemas dominados por un reducido número de participantes los procesos de integración internacional tienden a ser relativamente más frecuentes.

Finalmente, la literatura ha considerado un amplio abanico de factores adicionales, que no se han contemplado en el trabajo que sirve de referencia a este artículo por falta de datos. Entre estos determinantes cabe mencionar los relacionados con los incentivos de los gestores de los bancos —aproximados habitualmente por variables relacionadas con sus participaciones en el accionariado o con la composición de los órganos de dirección—, la calidad de los activos de la entidad, el carácter local o exclusivo de la clientela o la antigüedad de la institución.

### **Un análisis de los determinantes de las adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la Unión Europea**

Con el fin de identificar los factores que favorecen la realización de adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE, en la investigación que sirve de base a este artículo se han combinado dos fuentes de datos. Por un lado, se ha utilizado una muestra de 157 fusiones y adquisiciones entre bancos europeos en el período 1997-2004 y, por otro, se ha considerado la información procedente de los balances y cuentas de resultados correspondientes a un conjunto de 1.342 entidades bancarias europeas<sup>6</sup>.

---

6. La muestra de operaciones corporativas está extraída de la base de datos *Thomson One Banker*, mientras que la información contable sobre las entidades procede de la base de datos *BankScope* de *FITCHIBCA*.

	Todos los bancos	Bancos cotizados	Bancos no cotizados
Rentabilidad sobre activo (ROA) (%)	-0,09***	-0,04	-0,14***
Rentabilidad sobre recursos propios (ROE) (%)	-1,29*	0,60	-3,04**
Ratio de eficiencia (c)	6,90**	-0,24	7,94***
Margen de intermediación	0,00	0,15	0,00
Activos totales (mm de dólares)	0,15	1,84***	-0,04
Depósitos y financiación a corto (mm de dólares)	0,76**	1,52***	0,09
Número de empleados (miles)	0,14*	0,43***	0,02
Ratio de capitalización (%)	-0,01	-0,57*	0,34

a. Las cifras expresan valores medianos, para la submuestra de bancos considerados en cada columna, de las variables definidas como diferencias con respecto a la mediana del correspondiente mercado nacional. La mediana del mercado nacional se calcula a partir del conjunto de bancos incluidos en nuestra muestra. Las variables se calculan para el año anterior a las operaciones de adquisición.

b. \*\*/\*\*\* indican valor significativo al nivel de confianza del 10%/5%/1%, respectivamente.

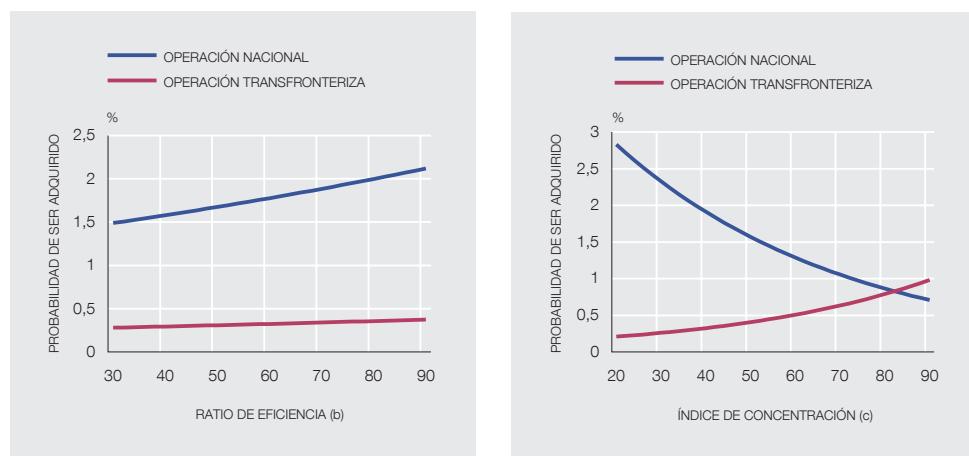
c. Cociente entre gastos de explotación e ingresos. Un mayor valor de la ratio indica un menor nivel de eficiencia.

El cuadro 3 ofrece una caracterización de la posición financiera de los bancos que han sido adquiridos, en términos relativos a su mercado nacional. Para ello, en la columna 1 se presenta, para la muestra de entidades compradas, el promedio de distintas variables, definidas, en el período anterior a la operación, en diferencias con respecto al valor mediano del país correspondiente. Los resultados muestran que las entidades absorbidas son más ineficientes (tienen una ratio de costes sobre ingresos superior en casi siete puntos porcentuales a la del banco mediano), aunque no presentan márgenes de intermediación por debajo de los de sus competidores. Como consecuencia, exhiben peores registros de rentabilidad (medida tanto sobre activos como sobre recursos propios). A la luz de las columnas 2 y 3, que ofrecen los estadísticos correspondientes para las submuestras definidas en función de si cotizan o no en bolsa, se aprecia que son las entidades no cotizadas las que presentan un peor comportamiento relativo, en términos de eficiencia y rentabilidad.

Los bancos comprados son, en general, más grandes que la entidad mediana de su propio país, pero esta diferencia solo es estadísticamente significativa cuando la dimensión se aproxima por el volumen de depósitos o por el número de empleados, no así cuando se consideran los activos totales como indicador de tamaño. Como cabría esperar, las divergencias son más apreciables en el caso de los bancos cotizados, no siendo significativas para el resto. La comparación en términos de capitalización es menos concluyente: el conjunto de las entidades objetivo no difiere de los valores medianos de sus respectivos mercados, siendo este resultado consecuencia de menores niveles de capital en el caso de los grupos cotizados y de mayores en el del resto. Por último, cabe mencionar que no se observan disparidades apreciables en las ratios financieras entre los bancos adquiridos por competidores locales y los absorbidos por corporaciones extranjeras.

Para evaluar la incidencia de los distintos factores considerados anteriormente sobre la probabilidad que tiene un banco de ser comprado, se ha estimado un modelo econométrico<sup>7</sup> en el que se permite que las distintas variables explicativas muestren una influencia distinta según la entidad sea adquirida por un competidor nacional o por una entidad extranjera. Los indicadores considerados incluyen la ratio de eficiencia, la rentabilidad sobre recursos propios, el margen financiero neto, la ratio de capitalización, el volumen y el crecimiento de los activos,

7. En concreto, se estima un modelo *logit* multinomial en el que la variable dependiente toma el valor 1 si el banco es adquirido por un competidor nacional, el valor 2 si lo es por una entidad extranjera y el valor 0 si no es comprado.



- a. El impacto se evalúa para un banco comercial no cotizado tomando como referencia los valores medios muestrales del resto de variables continuas incluidas en el modelo.
- b. Cociente entre gastos de explotación e ingresos netos. Un mayor valor de la ratio indica un menor nivel de eficiencia.
- c. Cuota de mercado, medida en volumen de activos, de las cinco mayores entidades.

un índice de concentración del sector y un conjunto de variables ficticias que indican el tipo de entidad (banco comercial, caja de ahorro, banco hipotecario o banco de inversión), si esta cotiza en bolsa y si pertenece a uno de los nuevos Estados miembros<sup>8</sup>.

El gráfico 3 ilustra los principales resultados de la estimación del modelo, que, en general, son coherentes con los encontrados en la literatura [véase, por ejemplo, Hannan y Pilloff (2006)]. En general, se aprecia que las probabilidades de adquisición estimadas son bajas, especialmente en el caso de las operaciones internacionales, en consonancia con la reducida frecuencia de este tipo de eventos. El panel izquierdo muestra cómo aumentos de la ratio de gastos de explotación sobre ingresos netos —es decir, reducciones del nivel de eficiencia del banco— incrementan el atractivo de las entidades para ser adquiridas, aunque este efecto es más débil en el caso de las transacciones transfronterizas<sup>9</sup>. El panel derecho indica la existencia de una relación negativa entre el grado de concentración del sistema bancario y la probabilidad de ser absorbido por un competidor nacional, observándose una conexión positiva en el caso de compras por un intermediario extranjero. Este último resultado puede venir explicado por la actitud de las autoridades de competencia, que previsiblemente tienden a rechazar operaciones de consolidación entre rivales nacionales en mercados donde un reducido número de participantes acapara una elevada cuota de actividad.

Adicionalmente, el análisis realizado también pone de manifiesto que las entidades de mayor dimensión resultan más atractivas para potenciales compradores y que el hecho de cotizar en bolsa también facilita la posibilidad de ser objeto de una adquisición. Finalmente, en línea con la ambigüedad de su efecto a nivel teórico, la ratio de capitalización no resulta estadísticamente significativa para explicar la probabilidad de ser comprado.

## Conclusiones

Este artículo ha revisado la actividad reciente de adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE y ha analizado los factores determinantes de estas operaciones. En relación

8. Como factores de control adicionales se incluyen un conjunto de variables ficticias temporales y el crecimiento del PIB del país de origen de la entidad. 9. Cabe mencionar que el reducido número de operaciones transfronterizas incluidas en la muestra explica la escasa significatividad de los coeficientes estimados para este tipo de transacciones.

con lo primero, el proceso de integración de este sector a nivel europeo ha estado dominado en las últimas décadas por operaciones de consolidación de carácter nacional. Sin embargo, en los últimos años este panorama está empezando a variar, habiéndose incrementado notablemente el peso de las transacciones transfronterizas. Este desarrollo reciente parece indicar un cambio de estrategia en los grandes grupos bancarios europeos, de modo que, tras haber consolidado su posición a nivel interno, han intensificado su expansión en el ámbito europeo. Esta evolución se ha visto previsiblemente favorecida por la incorporación de nuevos Estados a la UE y por la gradual disminución de las barreras de diversa índole a las operaciones internacionales.

El análisis realizado en este artículo sobre los determinantes de las adquisiciones corporativas en el sistema bancario de la UE revela que la calidad de la gestión de las entidades incide significativamente sobre la probabilidad de que la entidad sea absorbida, de modo que los bancos comprados muestran, en promedio, ratios de eficiencia inferiores a los de su mercado. Este resultado es más débil en el caso de las transacciones transfronterizas, lo que parece sugerir que las sinergias de costes no son el desencadenante primordial de estas operaciones. Finalmente, el grado de concentración de la industria parece dificultar la realización de compras nacionales y favorecer las internacionales, como consecuencia previsiblemente de la actitud reticente de las autoridades de competencia a permitir nuevas operaciones de consolidación a nivel local en mercados muy concentrados.

14.10.2008.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, F., L. BARTILORO y O. KOWALESKI (2005). *The financial system of the EU* 25, Wharton School, University of Pennsylvania, mimeo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007). *EU Banking Structures*, octubre.
- COMISIÓN EUROPEA (2005). *Cross-border consolidation in the EU financial sector*, Commission Staff Working Document, SEC (2005) 1398.
- HANNAN, T., y S. PILLOFF (2006). *Acquisition targets and motives in the banking industry*, Board of Governors of the Federal Reserve System, FEDS Working Paper n.º 2006-40.

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

## **Introducción**

Un año después del comienzo de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, su impacto ha llegado con intensidad a los mercados latinoamericanos, tras mostrar una notable resistencia hasta entonces, junto con el resto de economías emergentes (véase gráfico 1, para el caso de las bolsas).

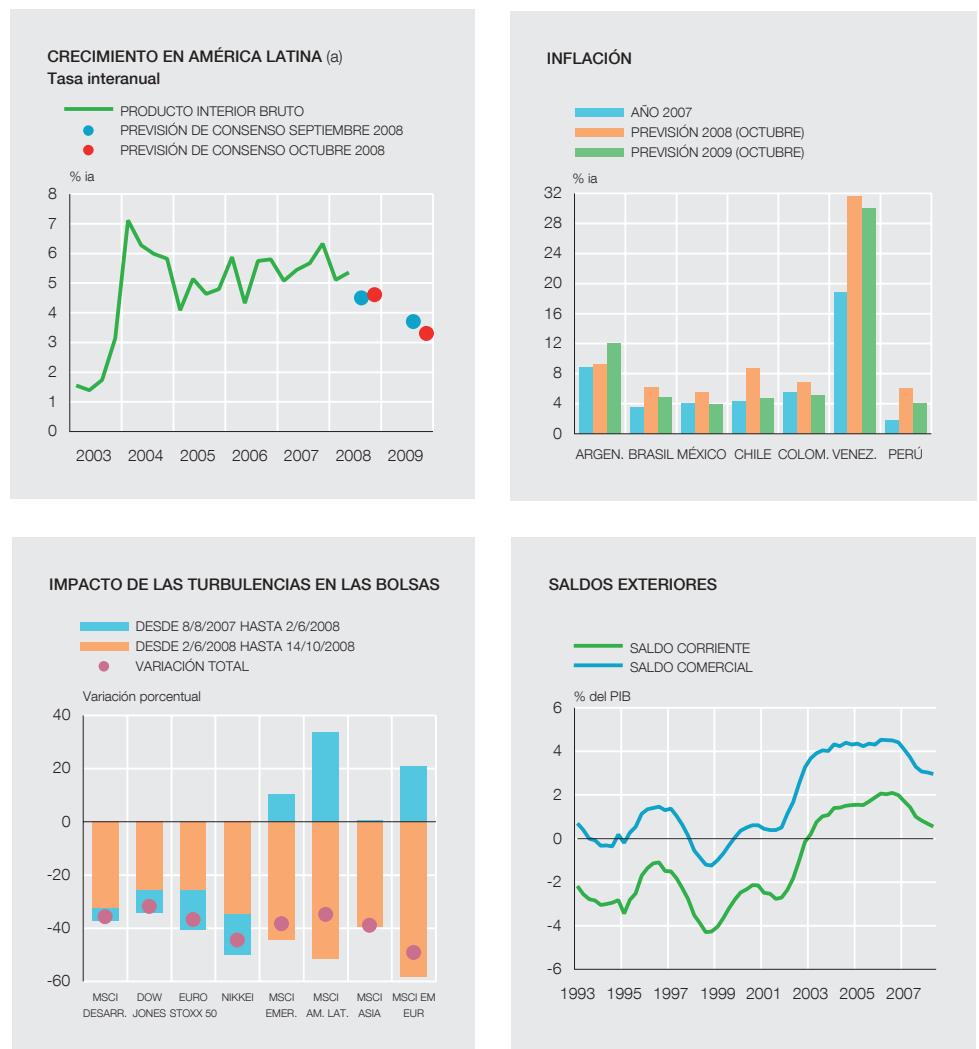
A comienzos del verano, la corrección, relativamente moderada, estuvo asociada al deterioro de las expectativas de inflación y a la debilidad creciente de la actividad en las economías avanzadas más allá de los Estados Unidos. No obstante, la agudización de las tensiones financieras globales en septiembre ha terminado precipitando un intenso movimiento de salida de flujos de capital con un profundo impacto en los precios de los activos del área. Esta retracción de los flujos de capital tiene su origen en el proceso de desapalancamiento y búsqueda de liquidez por el que atraviesan los sistemas financieros a nivel global, y no tanto en los fundamentos de las economías latinoamericanas. Estos se han mantenido relativamente robustos por lo general, aunque la reducción del superávit por cuenta corriente supone un cambio cualitativo importante en este sentido. Sin embargo, es inevitable que un período prolongado de estrés financiero erosione los fundamentos, por muy sólidos que estos sean. Por ello, la intensidad del reciente deterioro en las condiciones financieras puede suponer, de no superarse en un período breve, un punto de inflexión en las perspectivas financieras y de crecimiento para 2009 e, incluso, para el final de este ejercicio. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre, aunque aportan todavía una evidencia parcial, parecen apuntar a cierto debilitamiento de la actividad industrial. Sin embargo, algunos indicadores de demanda se han mantenido en tasas relativamente robustas hasta julio.

De hecho, con un crecimiento interanual superior al 5% en el primer semestre de 2008, basado en la fortaleza de la demanda interna, la economía latinoamericana siguió ofreciendo señales de notable dinamismo, a pesar de la desaceleración de la economía mundial (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Ello no fue óbice para que se constatara en diversos países (especialmente, en México, Colombia y Venezuela, y en cierto modo también en Argentina) una moderación respecto a los extraordinarios ritmos de crecimiento registrados en 2007. En cada uno de los países, la moderación obedeció a motivos diferentes, pero el resultado fue esencialmente el mismo: una aproximación hacia tasas de crecimiento que podrían considerarse más próximas al potencial, tras la fuerte absorción de la demanda interna de los últimos cinco años. En cambio, en países como Brasil y Perú el crecimiento en el primer semestre fue incluso superior al de 2007. En consecuencia, no se observaron, durante la primera mitad del año, síntomas de ralentización de la entidad de los registrados en las economías industrializadas, aunque sí un aumento de la dispersión de las tasas de crecimiento entre países respecto al ciclo alcista relativamente uniforme de los últimos años.

Por su parte, la inflación repuntó apreciablemente, alcanzando en los meses de verano tasas de crecimiento del 8,6% interanual en media de las siete principales economías de la región, el máximo de los últimos cinco años. A diferencia de lo sucedido en 2007, dicho repunte supuso cierta presión al alza sobre la inflación subyacente, sobre las previsiones de inflación y en algunos países también efectos de segunda ronda, lo que aumentó la preocupación sobre un posible desanclaje de las expectativas de precios (véase gráfico 1). En este contexto, las políticas monetarias tendieron a endurecerse notablemente entre abril y septiembre. Además, este tensionamiento se instrumentó en buena medida a través de la elevación de los tipos de interés, a diferencia de los meses previos, en los que se utilizaron también instrumen-

AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO E INFLACIÓN  
Variación interanual

GRÁFICO 1



FUENTES: Estadísticas nacionales, *Consensus Forecast* y Datastream.

a. Siete mayores economías.

tos alternativos, como la elevación de los coeficientes de caja o la imposición de controles de capital. Es interesante señalar que la menor presión hacia la apreciación de los tipos de cambio en los últimos meses puede haber ayudado a soslayar uno de los principales obstáculos que dificultaban la aplicación de políticas monetarias más rigurosas en muchos países. Ello puede explicar que países como Brasil, Chile, México y Perú elevaran sus tipos de referencia en los últimos seis meses entre 75 puntos porcentuales (pp) y 250 pp, frente al mantenimiento o incluso descenso en algunos casos que tuvo lugar en 2007<sup>1</sup>. Con todo, los tipos de interés reales se mantuvieron en niveles relativamente reducidos en muchos países, y la inflación probablemente se sitúe fuera de los objetivos a finales de año en la mayoría de los países con objetivos de inflación, quizás con la única excepción de Brasil.

Las perspectivas económicas para los próximos meses apuntan hacia una moderación del crecimiento en América Latina, con riesgos a la baja mucho más acusados que hace seis

1. Colombia constituye en cierto sentido una excepción, ya que el ciclo de subida de tipos se inició antes, en 2006.

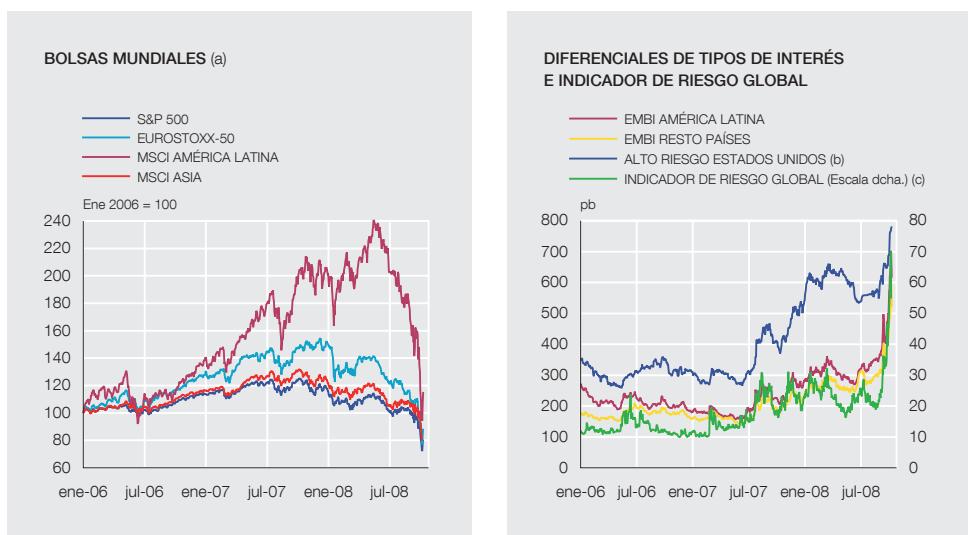
meses, principalmente por tres razones. Por un lado, el *shock* positivo a los términos de intercambio derivado del aumento del precio de las materias primas que impulsó el crecimiento en la región desde 2002 ha empezado a amortiguar, en línea con la corrección reciente en los mercados internacionales de estos productos. Por otro, el endurecimiento de las condiciones monetarias debería contribuir a contener un crecimiento de la demanda interna, que en algunos países se ha situado muy por encima del potencial, y a suavizar en el medio plazo las presiones inflacionistas (véase gráfico 1). A estos dos factores se une como condicionante fundamental la agudización de las tensiones financieras internacionales a lo largo del mes de septiembre, que esta vez han impactado de lleno en América Latina. De hecho, el deterioro experimentado por los principales indicadores financieros en la región desde el verano, común a la tendencia general en otros mercados emergentes, puede acabar teniendo un impacto sustancial sobre la confianza y la actividad real, intensificando los síntomas de cambio de ciclo, y condicionar de forma importante las respuestas de política económica en América Latina en los próximos meses.

## **Evolución económica y financiera**

### ENTORNO EXTERIOR

La evolución económica y financiera global continuó marcada en el transcurso de los últimos seis meses por la persistencia y posterior intensificación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Durante el segundo trimestre, la desaceleración económica que ya se había manifestado en Estados Unidos se propagó de forma inesperadamente intensa hacia otras economías avanzadas, en particular Europa —incluido el Reino Unido— y Japón. Esta evolución, en un contexto de continuada presión al alza en las tasas de inflación, tendió a complicar la gestión de las políticas económicas, lo que en cierto modo contribuyó a explicar las diferentes respuestas de política monetaria observadas. Así, la Reserva Federal bajó una vez más el tipo de interés oficial a finales de abril, situándolo en el 2%, mientras que el Banco Central Europeo lo aumentaba hasta el 4,25% en julio y el Banco de Japón lo mantuvo. Estos tres bancos centrales, junto con otros, instrumentaron una bajada coordinada de tipos de interés —de 50 puntos básicos (pb)— en octubre, al hilo del grave deterioro de la situación financiera. Las rentabilidades a largo plazo en Estados Unidos aumentaron inicialmente respecto a los mínimos alcanzados en marzo, pero volvieron a situarse en torno al 3,50% en septiembre, tras el anuncio de la intervención pública de las dos agencias hipotecarias con garantía federal estadounidense y la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, circunstancias que precedieron a la intensificación de la inestabilidad financiera a nivel global. Estos desarrollos afectaron particularmente a las bolsas internacionales, que anotaron fuertes pérdidas en septiembre y que saldan los últimos seis meses con descensos superiores al 25% (véase gráfico 2).

En las economías emergentes se produjo hacia los meses de verano un sensible deterioro del sentimiento de mercado. Inicialmente, esta evolución pudo atribuirse a la percepción de que los riesgos inflacionistas podrían ser mayores en este grupo de países, y que su capacidad de desvinculación sería muy limitada en el caso de una desaceleración económica global más pronunciada y persistente de lo esperado. Sin embargo, fue en septiembre, mes que supuso un cambio fundamental en el desarrollo y extensión de la crisis, cuando los mercados financieros emergentes se vieron afectados de forma especialmente negativa, principalmente aquellos cuyos fundamentos se perciben como menos sólidos o más dependientes de la financiación externa. De este modo, a diferencia de lo ocurrido desde el comienzo de las turbulencias, las bolsas tuvieron un comportamiento diferenciadamente peor que el resto de los mercados internacionales, con pérdidas más acusadas (véanse gráficos 1 y 2), mientras que los diferenciales soberanos tendían a ampliarse, alcanzando niveles máximos desde 2003. Las divisas registraron movimientos mixtos, aunque la tendencia a la depreciación frente al dólar se generalizó a medida que se agravó la inestabilidad en los mercados internacionales. Así, destaca la evolución de las divisas coreana, brasileña, chilena e hindú, cuyas depreciaciones superaron los dos dígitos en el conjunto de los seis últimos meses. Por regiones, los movi-



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

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

mientos de los diferenciales soberanos fueron bastante homogéneos, aunque la ampliación del diferencial de América Latina resultó ligeramente superior, dada la fuerte ampliación de los diferenciales argentino y venezolano. En cuanto a las bolsas, fueron las de Europa del Este las más afectadas por la turbulencia, saldándose el período con pérdidas en torno al 50%, arrasadas por Rusia.

En este contexto, las previsiones de crecimiento en las economías emergentes comenzaron a registrar revisiones a la baja, incorporando así la influencia del agravamiento de la inestabilidad ocurrido en septiembre. El crecimiento económico en países clave como China se mantuvo robusto, si bien ligeramente inferior al registrado a finales de 2007, lo que motivó, en un contexto de intensificación de los riesgos financieros globales, los primeros descensos del tipo de interés oficial en seis años en ese país.

El otro determinante fundamental de la evolución económica y financiera global en los últimos seis meses fue el precio del petróleo, que, tras situarse a principios de julio en máximos en el entorno de los 145 dólares por barril, registró una significativa corrección a la baja, superior a un 60%, en un contexto de recuperación del tipo de cambio del dólar. Esta corrección se produjo en paralelo con la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, y se acentuó en septiembre, traduciéndose en descensos generalizados en el precio del resto de las materias primas (principalmente metales, y en menor medida alimentos). Dada la composición de las exportaciones latinoamericanas, este cambio de tendencia es otro condicionante fundamental de sus perspectivas de crecimiento e inflación en los próximos meses, y en cierto modo también de la evolución de las condiciones financieras (véase recuadro 1).

#### ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad en América Latina siguió manteniendo un ritmo de crecimiento muy dinámico en el primer semestre, como atestiguan tasas de crecimiento interanuales del 5,1% y 5,4% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, solo algo inferiores al crecimiento medio del segundo semestre de 2007 (véanse gráfico 3 y cuadro 1). No obstante, las tasas de creci-

Desde el inicio de las turbulencias financieras internacionales —en julio de 2007— hasta el verano pasado, el comportamiento de los mercados emergentes se caracterizó por una notable resistencia en prácticamente todo el abanico de activos financieros (tipos de cambio, bonos y bolas). Especialmente favorable fue, en este contexto, la evolución de Latinoamérica, y en el caso de las bolas, dicha resistencia supuso que los mercados latinoamericanos acumularan subidas de hasta el 40% en un índice representativo como el MSCI Latin America (véase gráfico 2 del texto principal), muy superiores a las registradas por los mercados asiáticos o de Europa emergente, y que contrastan con la tendencia a la baja prácticamente ininterrumpida de la bolsa norteamericana. En sentido contrario, la profundización de la crisis en Estados Unidos y su extensión a los mercados emergentes a partir de septiembre dieron lugar a un comportamiento relativamente peor de los índices latinoamericanos, que cayeron más (un 45%) en este período que sus homólogos asiáticos, de Europa del Este o estadounidenses.

Este recuadro analiza uno de los posibles factores que permitirían explicar el comportamiento diferencial de las bolas latinoamericanas: la evolución de los precios de las materias primas. América Latina es la región emergente productora y exportadora por excelencia de estos bienes, tanto de combustibles (junto con Oriente Medio) como de metales y alimentos. Cabe esperar, pues, que, en estos países, las empresas relacionadas con el sector primario tengan una elevada participación en las bolas, al igual que la tienen en su estructura productiva. Asimismo, cabe pensar también que los activos emitidos por dichas empresas puedan ser una opción de inversión óptima en una situación de inflación en dichos precios, en la medida en que, cuanto menos, protegen el valor real de la inversión. Además, desde un punto de vista teórico, en un contexto de precios elevados de las materias primas, el valor presente neto de los beneficios esperados y de los activos de dichas empresas superaría al de otras empresas y al propio coste de reposición del capital de las mismas ( $q$  de Tobin), y viceversa, si el precio de las materias primas se reduce.

El gráfico 1 muestra la elevada correlación entre el índice MSCI Latin America y un índice representativo de precios de materias primas, el Goldman Sachs Commodity Index (GSCI). Mientras que este último

mantuvo su tendencia al alza entre agosto de 2007 y junio de 2008, las bolas latinoamericanas subieron en términos generales. A partir de julio, la tendencia a la baja del precio de las materias primas se ha visto acompañada por un comportamiento paralelo de los índices bursátiles de la región. En el gráfico 2 se observa que el coeficiente de correlación de las variaciones entre ambos índices se ha incrementado notablemente en los últimos años y ha llegado a máximos históricos en el último mes.

Para estimar el efecto de las empresas del sector primario sobre la rentabilidad total de las bolas de la región, se han construido, a partir de las cotizaciones individuales de cada empresa en cada una de las bolas y los pesos de las mismas en la capitalización de las bolas, dos índices: uno que representa la evolución de las empresas relacionadas con la explotación de materias primas, y otro que excluye a estas empresas del índice general. A estos efectos, se consideran empresas relacionadas con la explotación de materias primas en sentido amplio las mineras, las de extracción y exploración de petróleo y gas, las de alimentación, bebidas y tabaco, las acerías y las de productos forestales (papel y celulosa, por ejemplo). Las ponderaciones en bolsa de estas empresas dependen de la estructura de propiedad de los recursos naturales en cada país. Esto es importante porque las empresas exportadoras de materias primas en algunos países son estatales y no cotizan en bolsa, como Codelco (cobre) en Chile, o PDVSA y PEMEX (petrolíferas) en Venezuela y México, respectivamente. El cuadro 1 muestra el peso de las empresas relacionadas con el sector primario en los índices de bolsa latinoamericanos (en media, prácticamente un 40% de la capitalización total), un porcentaje muy superior al de otras bolas de economías emergentes<sup>1</sup>.

En el cuadro se observa un acusado contraste entre la evolución de los índices de empresas del sector primario y la del resto: así, por ejemplo, desde el inicio de la turbulencia hasta julio de este año, en Brasil el índice

1. Por comparación, en países como Polonia, con un sector agrario muy importante, las empresas del sector primario supondrían en torno a un 20% de la capitalización, en India alrededor del 15%, o en Indonesia en torno al 25%. En Rusia, en cambio, superan el 62%.

#### 1 BOLSAS LATINOAMERICANAS Y PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTE: Datastream.

#### 2 BOLSAS LATINOAMERICANAS Y PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS: COEFICIENTE DE CORRELACIÓN



de empresas del sector primario ascendió un 22%, mientras que el resto de la bolsa cayó un 14,3% (véase gráfico 3)<sup>2</sup>. Para el agregado de los siete principales países, el incremento en el primer índice fue del 33,7%, frente a una caída del 2,5% del resto. La única excepción fue Perú, por razones específicas<sup>3</sup>. De modo simétrico, en la corrección reciente —de julio a octubre— la caída de los índices asociados a las materias primas también ha sido mayor que la del resto: 42%, frente al 33% para el agregado del área. La única excepción en este caso ha sido Argentina.

2. No obstante, se podría pensar que el aumento del subíndice de empresas relacionadas con materias primas en el caso de Brasil se debe exclusivamente a un «efecto Petrobras», esto es, a una subida del precio de las acciones de la compañía estatal, derivado del anuncio de nuevos yacimientos petrolíferos y de gas de grandes proporciones y sobre los cuales se estima que partiría con ventaja para explotar. Sin embargo, si bien Petrobras pesa un 15,4% en el BOVESPA y un 29,9% en el subíndice de materias primas, si se eliminara Petrobras del cálculo las conclusiones serían muy similares. 3. El descenso de Perú obedece al mal comportamiento de las empresas de explotación de cobre, metal cuyo precio ha caído significativamente más que el resto en la última fase de las turbulencias.

En definitiva, la evidencia presentada mostraría el papel predominante que las empresas del sector primario tienen en la mayoría de las bolsas latinoamericanas, incluso en las economías con mayor grado de diversificación productiva y exportadora, como son México o Brasil. Este rasgo ayuda a explicar las mayores oscilaciones en las bolsas latinoamericanas, tanto en el movimiento de subida como en el de bajada, debido a la evolución paralela de los precios de las materias primas. De hecho, si se corrige la evolución de los índices bursátiles del comportamiento de las empresas del sector primario, la rentabilidad de las bolsas latinoamericanas se sitúa mucho más en línea con la del resto de los mercados emergentes y desarrollados (véase gráfico 4).

Esta evidencia ilustra también el grado de interdependencia de la evolución de las economías latinoamericanas respecto del ciclo de las materias primas —desde un punto de vista diferente al de otros efectos más estudiados—, como el impacto sobre el crecimiento, la inflación, las cuentas exteriores o las cuentas públicas.

## 1 PESOS EN LA BOLSA

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	<b>51,5</b>	13,4	37,8	26,8	20,5	8,0	<b>75,2</b>	38,7
Resto de empresas	48,5	<b>86,6</b>	<b>62,2</b>	<b>73,2</b>	<b>79,5</b>	<b>92,0</b>	24,8	<b>61,3</b>

## 2 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES (AGOSTO DE 2007 A JULIO DE 2008) (a)

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	<b>22,0</b>	<b>1,4</b>	<b>45,3</b>	<b>10,0</b>	<b>13,0</b>	-6,6	<b>-25,9</b>	<b>33,7</b>
Resto de empresas	-14,3	-2,8	0,1	-17,0	-13,3	<b>-23,7</b>	-8,9	-2,5
Índice agregado	5,4	-2,2	14,1	-8,0	-8,3	-21,2	-21,9	12,3

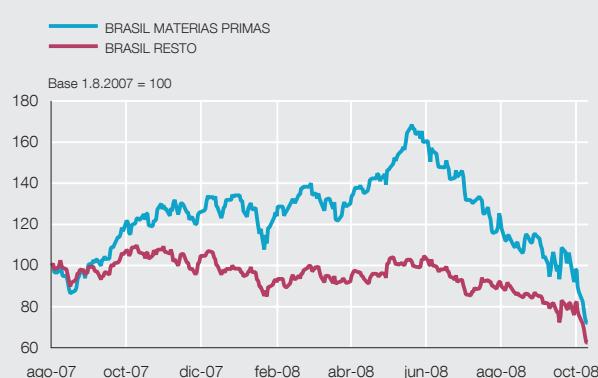
## 3 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES (JULIO A OCTUBRE DE 2008) (a)

	Brasil	México	Argentina	Colombia	Chile	Venezuela	Perú	AL-7 (a)
Empresas relacionadas con materias primas	<b>-50,6</b>	<b>-35,8</b>	-37,6	<b>-12,6</b>	<b>-41,7</b>	<b>22,1</b>	<b>-40,8</b>	<b>-42,0</b>
Resto de empresas	-32,9	-19,9	<b>-46,4</b>	-10,2	-25,0	-9,7	-35,1	-33,5
Índice agregado	-44,1	-22,2	-42,3	-11,0	-28,9	-4,3	-39,3	-40,0

FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a. Variaciones de los índices en moneda local.

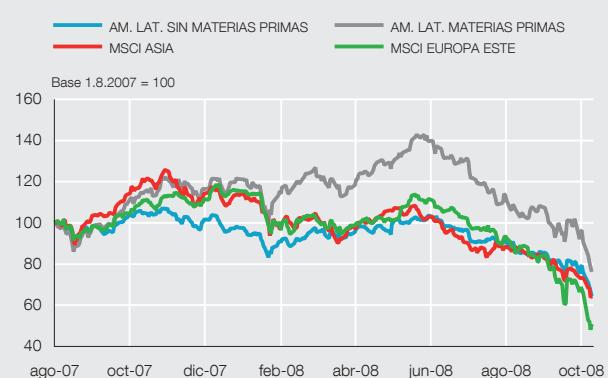
## 3 ÍNDICES DE BOLSAS (a)



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

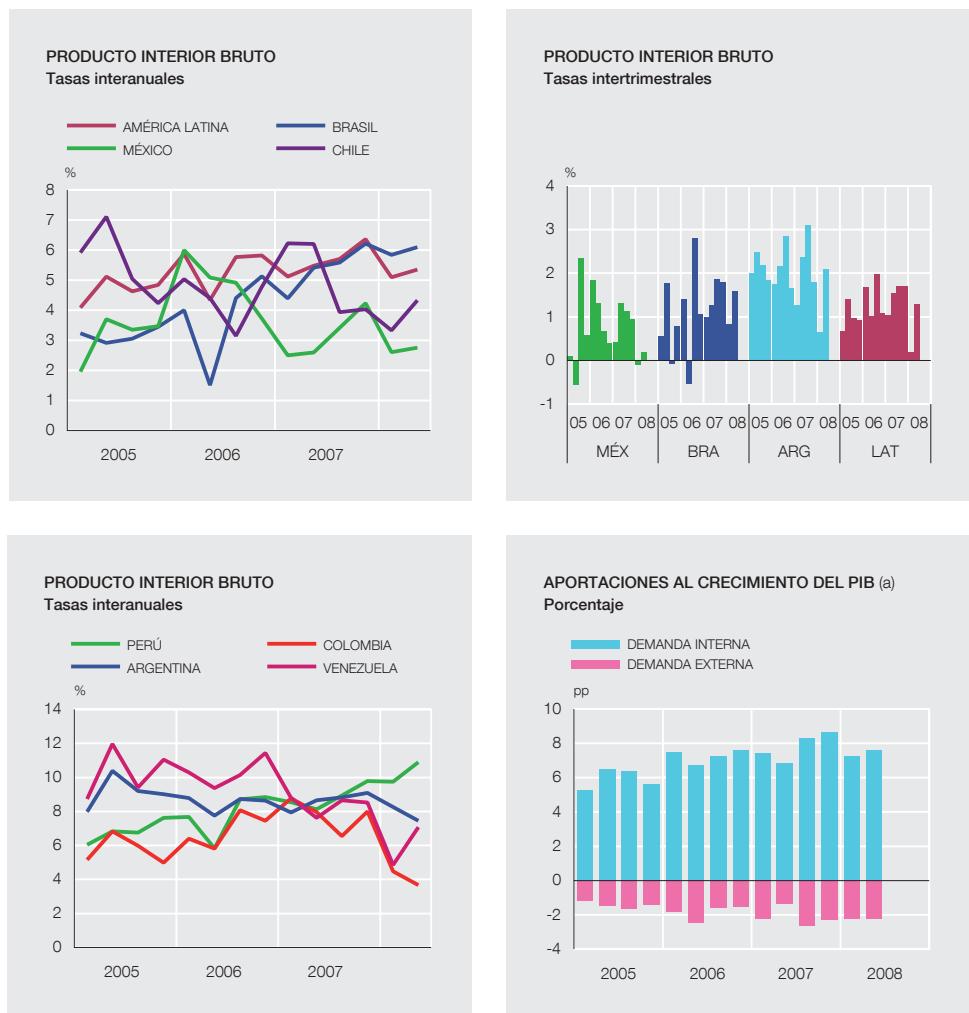
a. Índices en moneda local.

## 4 BOLSAS EMERGENTES (a)



PIB LATINOAMERICANO  
Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales

GRÁFICO 3



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

miento intertrimestrales describieron un perfil algo más errático y pueden matizar la impresión de fortaleza que arrojan las tasas interanuales. Así, el primer trimestre registró un crecimiento de tan solo un 0,2% trimestral ajustado de estacionalidad, seguido de un 1,3% en el segundo, lo que supone, en promedio, un crecimiento en torno a la mitad del registrado en el segundo semestre de 2007.

La demanda interna siguió siendo el principal motor del crecimiento, al aportar 7,6 pp al mismo, mientras que la demanda externa contribuía negativamente una vez más, aunque de forma moderada (-2,2 pp) (véase gráfico 3). Esta evolución pone de manifiesto una composición algo más equilibrada que la observada en los últimos trimestres de 2007, con una aportación en torno a un punto inferior de la demanda interna al crecimiento, y una ligera contención de la aportación negativa de la demanda externa. Por países, fueron, al igual que en el segundo semestre de 2007, las grandes economías de América del Sur (Brasil y Argentina) las que explicaron más de 3 pp del crecimiento del PIB regional, mientras que México volvía a recortar su aportación hasta 0,8 pp en el segundo trimestre y Perú lo aumentaba hasta 0,5 pp. En este sentido, cabe contrastar la moderación que ha tenido lugar en el ritmo de crecimiento en México, Argentina, Venezuela y, especialmente, Colom-

	2005	2006	2007	2006		2007				2008		
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	4,7	5,4	5,6	5,8	5,8	5,2	5,5	5,7	6,3	5,1	5,4	
Argentina	9,2	8,5	8,7	8,7	8,6	8,0	8,6	8,8	9,1	8,3	7,5	
Brasil	3,2	3,7	5,4	4,4	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2	5,9	6,1	
México	3,1	4,9	3,2	4,9	3,7	2,5	2,6	3,4	4,2	2,6	2,8	
Chile	5,6	4,3	5,1	3,2	4,8	6,2	6,2	3,9	4,0	3,3	4,3	
Colombia	5,7	6,8	7,7	7,6	7,8	8,5	8,0	6,5	8,0	4,5	3,7	
Venezuela	10,3	10,3	8,4	10,1	11,4	8,8	7,6	8,6	8,5	4,9	7,1	
Perú	6,7	7,6	9,0	9,2	8,1	8,8	8,1	8,9	9,8	9,7	10,9	
Uruguay	6,6	7,0	7,4	7,2	6,1	6,6	3,9	9,6	9,5	10,0	16,0	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	6,4	5,2	5,4	5,0	4,8	4,9	5,3	5,4	5,9	6,6	7,7	8,6
Argentina	9,7	10,9	8,8	10,6	10,1	9,5	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	8,7
Brasil	6,9	4,2	3,6	3,8	3,1	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,3
México	4,0	3,6	4,0	3,5	4,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5
Chile	3,1	3,4	4,4	3,5	2,2	2,7	2,9	4,8	7,2	8,0	8,9	9,2
Colombia	5,0	4,3	5,5	4,6	4,3	5,2	6,2	5,3	5,4	6,1	6,4	7,6
Venezuela	16,0	13,6	18,8	14,6	16,2	19,0	19,5	16,2	20,0	26,3	31,0	36,0
Perú	1,6	2,0	1,8	1,8	1,5	0,4	0,8	2,4	3,5	4,8	5,5	6,2
Uruguay	4,7	6,4	8,1	6,6	6,2	7,0	8,1	8,7	8,6	7,7	7,6	7,5
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (b)</b>												
América Latina (a)	-1,0	-0,7	-0,5	-0,4	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	
Argentina	1,8	1,8	1,1	1,8	1,8	1,5	1,6	1,7	1,1	1,5	1,6	
Brasil	-2,8	-2,9	-2,2	-3,1	-2,9	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2	-1,6	-1,9	
México	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,1	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,2	
Chile	4,7	8,0	8,7	7,9	8,0	7,9	8,6	8,7	8,7	9,2	7,2	
Colombia	-5,0	-3,7	-3,3	1,8	-3,7	-3,2	-2,1	-2,4	-2,8	-2,3	-2,6	
Venezuela	2,0	0,0	—	-3,7	-1,5	-1,3	1,2	0,9	3,0	—	—	
Perú	-0,7	1,4	1,1	1,0	1,4	1,5	1,2	1,7	1,8	2,3	2,6	
Uruguay	-0,8	-0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,8	0,5	1,0	0,0	1,1	-0,4	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	41,0	39,1	36,0	39,0	38,7	38,1	37,4	33,9	33,7	32,3	31,3	
Argentina	70,7	64,2	55,5	59,9	59,8	61,5	59,1	55,8	55,5	52,4	50,6	
Brasil	46,5	44,7	42,8	45,0	44,7	44,7	43,9	43,2	42,7	41,2	40,5	
México	22,4	23,2	24,1	23,9	23,2	23,3	23,9	21,2	21,1	21,1	20,7	
Chile	6,8	5,3	5,5	5,4	5,3	5,2	5,1	4,4	4,1	3,6	3,9	
Colombia	46,6	44,8	—	45,6	44,8	42,7	42,2	35,6	35,9	35,3	—	
Venezuela	48,2	41,9	30,1	40,0	41,9	31,7	29,9	21,2	22,7	17,4	15,9	
Perú	37,8	32,7	29,3	33,1	32,7	30,8	29,6	31,4	29,7	27,6	25,3	
Uruguay	83,8	70,9	—	75,5	70,9	66,4	71,6	72,9	70,5	74,0	76,0	
<b>BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (b)</b>												
América Latina (a)	1,9	2,0	0,9	2,1	2,0	1,7	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5	
Argentina	2,9	3,6	2,7	3,2	3,6	3,5	3,3	2,8	2,7	2,7	2,0	
Brasil	1,6	1,3	0,1	1,3	1,3	1,1	1,1	0,6	0,1	-0,7	-1,2	
México	-0,6	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	
Chile	1,2	4,7	4,4	4,6	4,7	5,9	5,7	5,0	4,4	2,7	0,5	
Colombia	-1,3	-1,9	-2,9	-1,5	-1,9	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,3	-2,2	
Venezuela	17,7	14,7	8,8	16,9	14,7	12,0	10,0	8,8	8,8	11,1	15,0	
Perú	1,4	3,0	1,4	2,4	3,0	3,2	3,0	2,1	1,4	0,4	-1,2	
Uruguay	0,3	-2,1	-1,0	-1,0	-2,2	-1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-1,1	-4,6	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	26,5	22,4	21,6	23,2	23,1	22,8	22,9	22,4	21,6	—	—	
Argentina	59,1	47,5	47,3	49,1	47,5	50,6	50,8	49,2	47,6	46,2	43,4	
Brasil	19,2	16,1	14,7	15,4	16,2	16,4	16,4	15,9	14,7	14,2	13,4	
México	15,4	13,4	12,6	15,3	13,4	13,8	13,3	11,5	11,0	—	—	
Chile	33,5	32,0	34,0	33,1	32,0	32,3	33,0	33,9	34,0	33,5	34,8	
Colombia	31,3	29,5	26,0	28,2	26,5	24,9	25,5	25,3	25,9	21,8	—	
Venezuela	28,3	26,9	24,4	27,4	26,5	25,0	24,3	24,1	24,4	23,6	23,9	
Perú	35,3	28,2	28,7	29,3	28,2	28,9	29,5	29,7	29,8	30,4	30,4	
Uruguay	68,6	54,6	—	59,0	54,6	50,3	54,7	55,2	52,8	50,6	46,8	

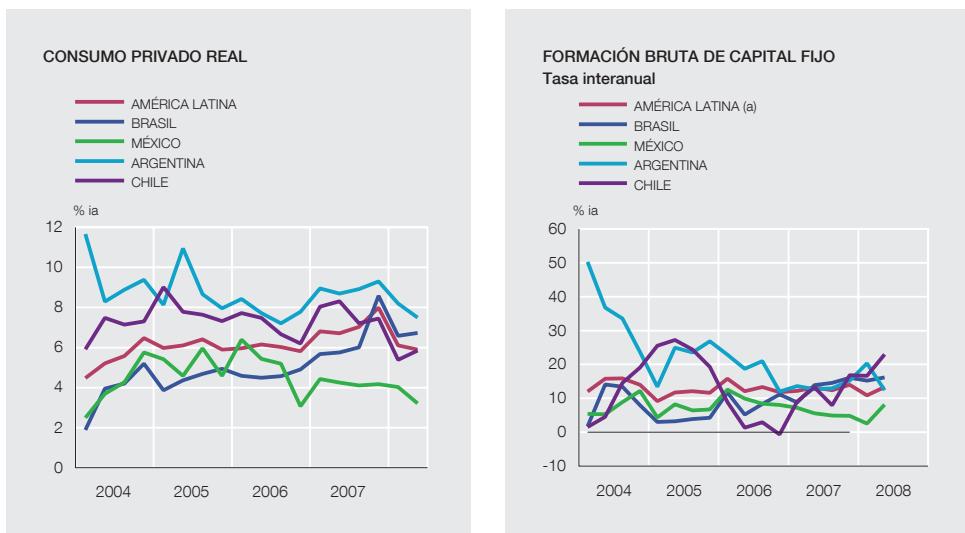
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.

b. Media móvil de cuatro trimestres.

**CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN**  
Tasas interanuales

GRÁFICO 4



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

bia, frente a la estabilidad o incluso aceleración de la expansión que se produjo en Brasil y Perú.

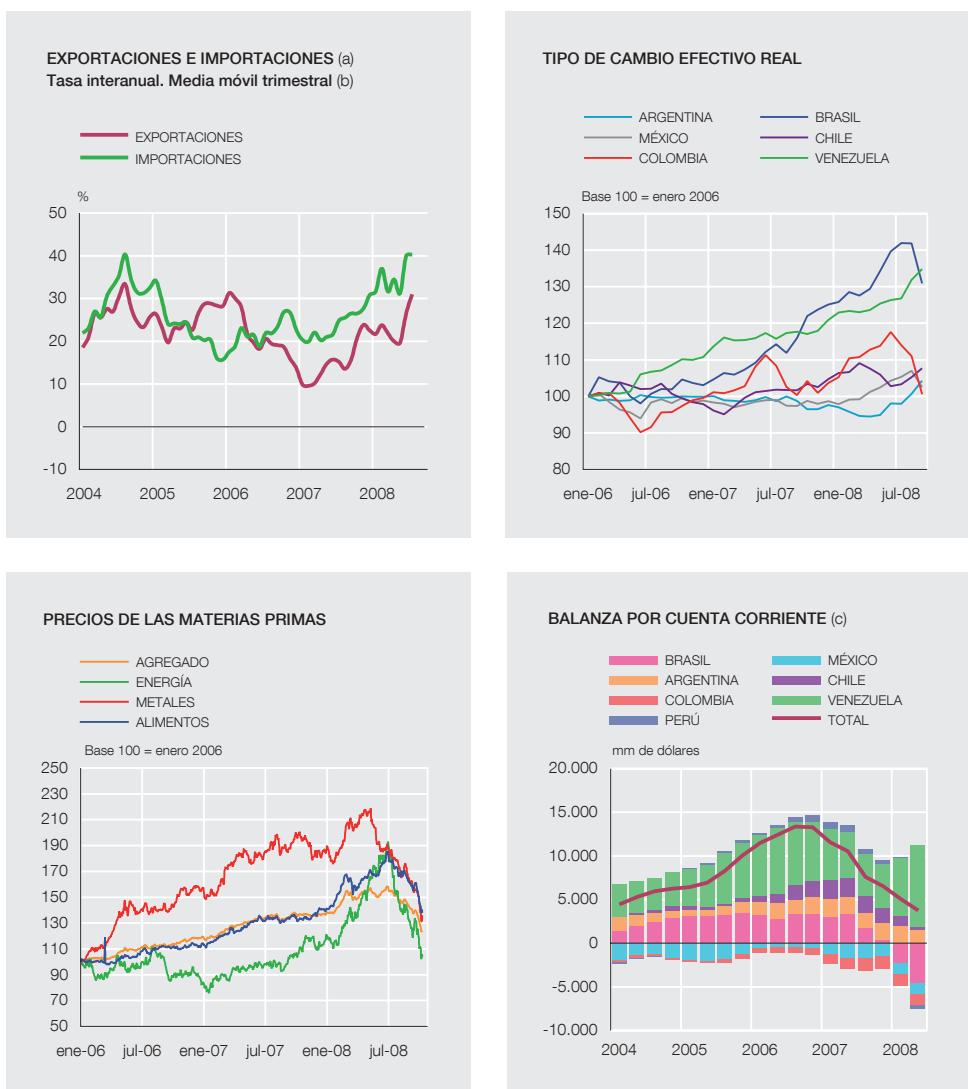
Por componentes, el consumo privado siguió mostrando una tasa de crecimiento robusta, del 5,9% en el segundo trimestre (véase gráfico 4). Sin embargo, se observó una cierta desaceleración respecto al cuarto trimestre de 2007, generalizada por países, con la excepción de Perú. Esta desaceleración explica en su práctica totalidad la moderación observada en la demanda interna del agregado regional. En este cambio de tendencia podrían haber influido el aumento de la inflación y su impacto sobre las rentas reales, la elevación de los tipos de interés en algunos países, y la moderación en el crecimiento del crédito al sector privado, además de algunos otros factores más específicos por países. Por ejemplo, en México la transmisión de la desaceleración de la economía americana y el descenso en las remesas recibidas de Estados Unidos pueden haber sido factores adicionales en la moderación del consumo. En cambio, otro componente que ayuda a explicar la evolución del consumo, el mercado de trabajo, siguió mostrando una evolución en general satisfactoria, con marcados descensos en las tasas de paro en los países de mayor crecimiento (Brasil, hasta un mínimo histórico del 7,6% de la población activa, Argentina, Venezuela y Perú). En Chile, el desempleo aumentó como consecuencia del aumento de la población activa, ya que el empleo creció a tasas elevadas, de forma que tan solo en México el mercado de trabajo experimentó una evolución algo más débil.

Por el contrario, tanto el consumo público como la formación bruta de capital crecieron en el conjunto de América Latina a ritmos muy parecidos a los del cuarto trimestre de 2007. De hecho, la formación bruta de capital volvió a crecer con fuerza en el segundo trimestre de 2008 (13,4% interanual), después de un primer trimestre relativamente más débil, siendo de nuevo el componente más dinámico del PIB y el responsable del repunte de las tasas de crecimiento de México, Chile y Venezuela en ese trimestre. En Perú, la inversión creció a una tasa récord, superior al 35% interanual. En conjunto, pues, el comportamiento de la inversión siguió siendo globalmente favorable, sin acusar hasta la fecha el efecto del deterioro exterior.

## CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES

Tasas de variación interanual, índices, porcentaje del PIB y miles de millones de dólares

GRÁFICO 5



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

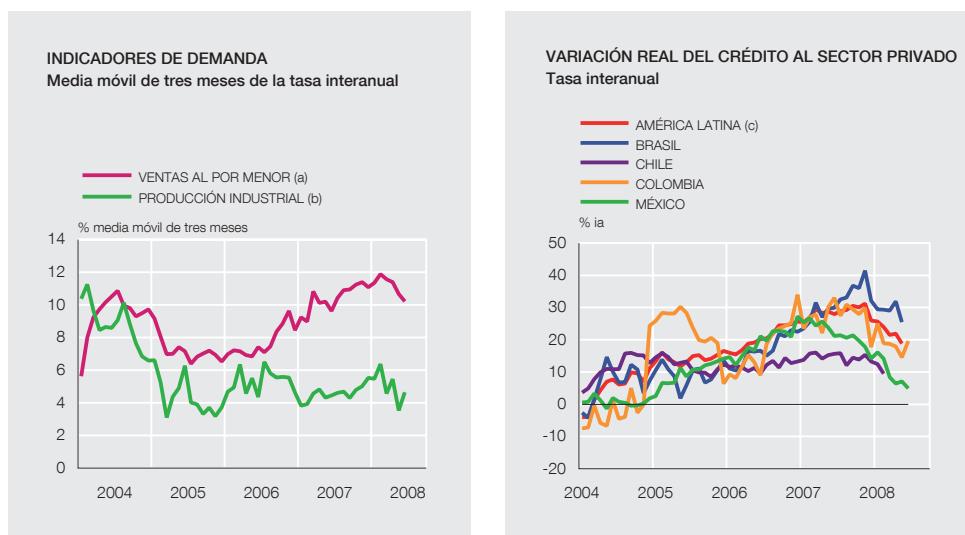
- a. Datos de aduanas en dólares.
- b. Agregación de las siete mayores economías.
- c. Media móvil de cuatro trimestres.

Finalmente, la demanda externa contribuyó negativamente al crecimiento en algo más de dos puntos, sin anotar un deterioro adicional respecto al segundo semestre de 2007. Las importaciones medidas por los datos de contabilidad nacional crecieron un 15,4% interanual en el primer trimestre y un 18% en el segundo, como reflejo de la fortaleza de la demanda interna, mientras que las exportaciones registraban una apreciable moderación en el primer trimestre, hasta el 2,8% interanual, en parte compensada en el segundo (4,5%). Esta recuperación de las exportaciones resultó en cierto modo sorprendente, dada la extensión de la ralentización del crecimiento a gran parte de las economías desarrolladas.

En este contexto, la evolución de las cuentas exteriores mantuvo una tendencia similar a la de 2007, año en el que se produjo una sensible reducción del superávit comercial y corriente de la región. Así, cabe destacar el práctico retorno al equilibrio de la balanza corriente de la región, tras cinco años de superávit, a pesar de que la balanza comercial mantuvo un amplio superávit del 3% del PIB. De hecho, si excluimos los superávits corrientes de Argentina y

INDICADORES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO  
Tasas interanuales y media móvil de tres meses de la tasa interanual

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

b. Ocho mayores economías.

c. Siete mayores economías.

Venezuela, la balanza corriente de la región sería deficitaria (véase gráfico 5). Clave en este cambio ha sido la evolución del sector exterior en Brasil, que pasó a anotar un déficit corriente de 11 mm de dólares —algo superior al 1% del PIB— como consecuencia de la fortaleza de la demanda interna. Dado el mantenimiento de los precios de las materias primas en niveles muy elevados hasta julio, las exportaciones en valor en el conjunto de la región siguieron creciendo con fuerza (26% interanual), mientras que las importaciones se aceleraban hasta un 42% interanual en el agregado regional, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y apreciación de los tipos de cambio (véase gráfico 5). En este contexto, la tendencia a la baja recientemente experimentada por los precios de las principales materias primas de exportación de la región, hasta niveles mínimos de los dos últimos años en algunos casos, podría anticipar un deterioro adicional de los saldos comerciales y corrientes, lo que, en una situación de menor disponibilidad de capital a nivel global, podría constituir una limitación al crecimiento para algunos países.

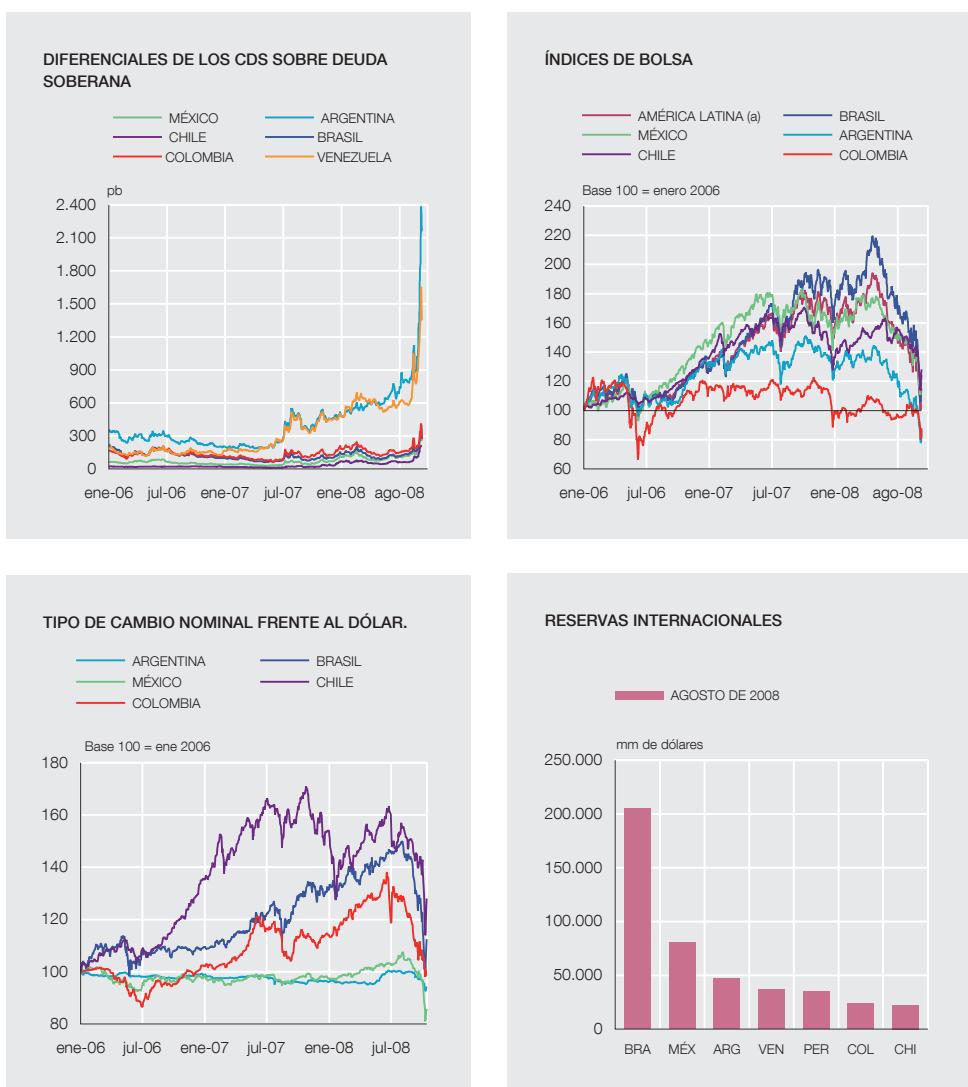
Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre aportan todavía una evidencia parcial, dado que se dispone de datos hasta agosto en el mejor de los casos. Estos datos apuntan a un debilitamiento de la actividad industrial en Argentina, Chile, México y Brasil (en este último país, el dato de agosto podría estar afectado por algunos factores temporales). Esta mayor debilidad podría estar asociada al menor dinamismo de la demanda de exportaciones, pero también al endurecimiento de las condiciones de financiación internas (véase gráfico 6). En este sentido, se constata también una tendencia a la moderación en el crecimiento del crédito al sector privado (véase gráfico 6), aunque este se mantenga todavía en tasas relativamente elevadas del 20% interanual en términos reales a nivel regional (o muy elevadas en países como Brasil o Perú). Por su parte, los indicadores de demanda han seguido mostrando una robustez apreciable, al crecer a tasas del 10% interanual en el agregado de la región hasta julio (véase gráfico 6), aunque también se desaceleran.

MERCADOS FINANCIEROS  
Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

La evolución de los mercados financieros latinoamericanos de los últimos seis meses muestra dos fases claramente diferenciadas. Así, de abril a junio se mantuvieron, en líneas generales, las tendencias observadas en trimestres previos, es decir, un comportamiento favorable de las

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO  
(CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA Y BOLSAS**  
Puntos básicos e índices

GRÁFICO 7



FUENTE: Datastream.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

bolsas, una tendencia a la apreciación de los tipos de cambio que siguió condicionando en algunos países la respuesta de política monetaria (Brasil, Chile y Perú) y la acumulación de reservas (Brasil, Chile, Colombia y Perú), y una estabilidad de las primas por riesgo soberano en torno a niveles reducidos, similares a los registrados al comienzo de las turbulencias en agosto de 2007. Las excepciones a esta tendencia general fueron Argentina, donde el diferencial se mantuvo al alza de forma continuada, y, en menor medida, Venezuela (véase gráfico 7).

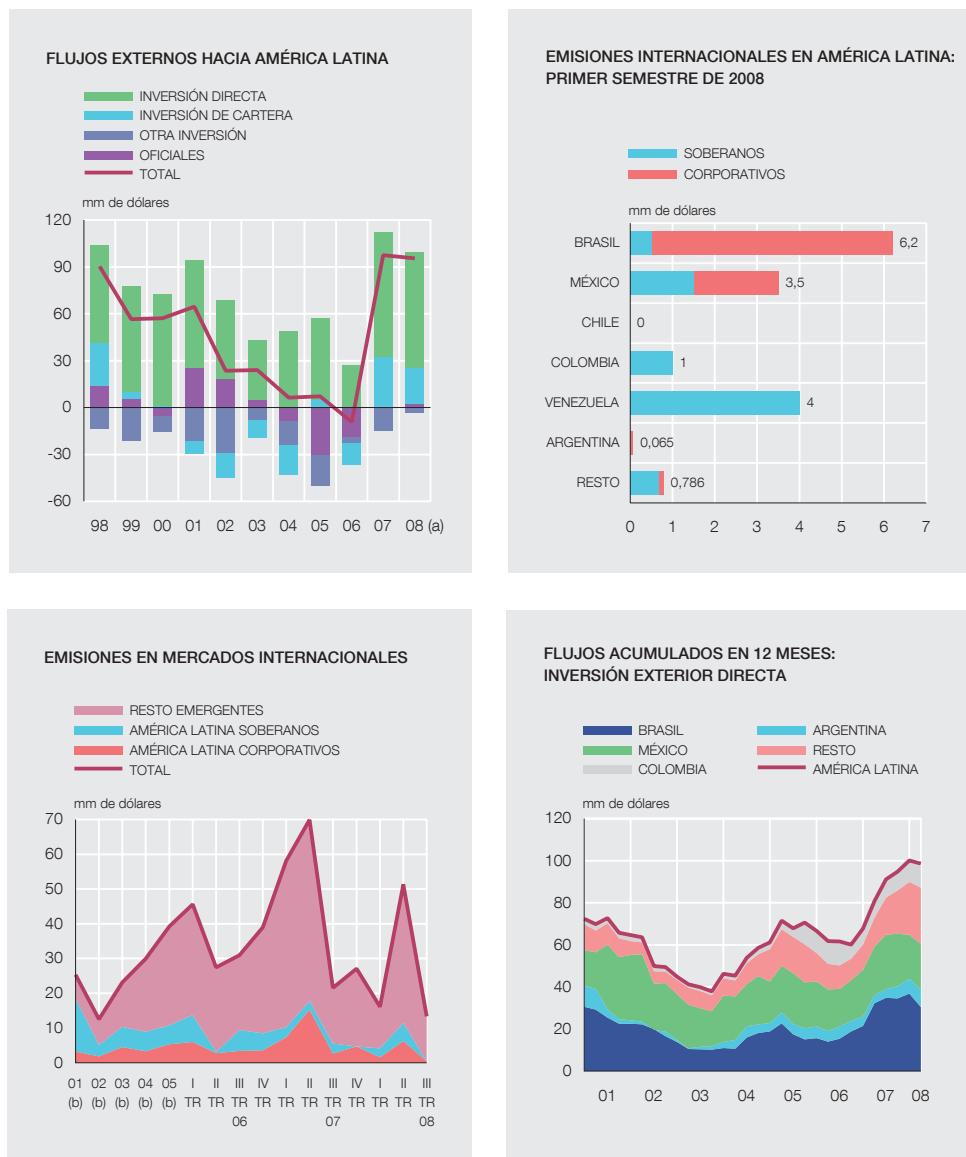
A partir de junio, no obstante, el cambio de sentimiento hacia los mercados emergentes afectó de forma especialmente negativa al conjunto de los latinoamericanos. El comportamiento diferencial respecto al resto de economías emergentes —más favorable en el período previo, más negativo en los últimos meses— puede estar relacionado con su condición de exportadores de materias primas, como se analiza en el recuadro 1. Las bolsas registraron caídas muy notables, los diferenciales soberanos se ampliaron hasta los máximos de los tres últimos años (en torno a los 600 pb, medidos por el diferencial EMBI) y se produjo una depreciación generalizada de los tipos de cambio.

Estas tendencias se vieron intensificadas durante el mes de septiembre, como consecuencia del agravamiento de la crisis internacional. En conjunto, los últimos seis meses se saldan con caídas de hasta el 40% —incluso superiores, desde los máximos previos al verano— en varias de las principales bolsas (Brasil, México, Argentina), del 45% en el caso de Perú, y algo más moderadas en Chile y Colombia. Los tipos de cambio tendieron, en su mayoría, a corregir la apreciación de meses anteriores, y se depreciaron desde abril en torno a un 30% en Brasil y a un 25% en Chile y Colombia. El peso mexicano se depreció muy bruscamente en octubre (acumulando desde abril una caída del 20%), lo que llevó al Banco de México a intervenir vendiendo reservas. El sol peruano se depreció algo menos (en torno al 10%) y el peso argentino en torno a un 2%, apoyado por la venta de reservas del banco central para hacer frente a la caída en la demanda de pesos. Los diferenciales sobre deuda soberana medidos tanto por el EMBI como por los swaps de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) sobre deuda soberana se ampliaron de modo considerable, especialmente en los casos de Argentina, Venezuela (ambos por encima de los 1.250 pb) y Ecuador, países cuyos fundamentos económicos y financieros se perciben como menos sólidos, mientras que en Chile, México, Brasil y Colombia la ampliación fue más moderada en términos relativos, aunque importante, ya que en muchos casos se duplicaron respecto a los niveles de hace seis meses (gráfico 7).

La agudización de la crisis financiera internacional, el reciente aumento de la aversión al riesgo y su confluencia con el cambio de tendencia en el precio de las materias primas sitúan a los mercados financieros latinoamericanos en una posición más complicada e incierta que al inicio de la crisis, cuando estos mercados se vieron relativamente favorecidos. Por un lado, la ampliación ocurrida en los diferenciales soberanos supone un apreciable encarecimiento de la financiación en dólares, sobre todo en algunos países; encarecimiento que ha tenido también correlato en la financiación en moneda local, con la subida de los tipos de interés oficiales y la tendencia al alza de los tipos de interés a largo plazo. Por otro lado, algunos datos de alta frecuencia parecen poner de manifiesto una salida de flujos de capital relativamente importante desde el verano, aunque en el conjunto del año los flujos de capital netos privados puedan mantenerse en cotas elevadas (véase gráfico 8), algo inferiores a los de 2007. El acceso a los mercados se mantuvo durante el primer semestre del año, como muestra el volumen de emisiones tanto por parte de los emisores públicos como de los privados, pero el descenso en los flujos netos de cartera, particularmente en países como Brasil, además de la generalizada caída de los precios de los activos financieros (bolsas, bonos y tipo de cambio), evidencian el cambio de sentimiento a partir del verano, que sobre todo podría afectar a aquellos países de fundamentos más débiles. En este sentido, la inestabilidad en los mercados ha exigido ya algunas modificaciones en las estrategias de gestión de la deuda pública interna, como las recompras de deuda por parte de Argentina, la modificación del Plan Anual del Tesoro para 2008 en Brasil (que prevé un aumento de las emisiones a tipos de interés variable en detrimento de las de tipo de interés fijo) y cancelaciones de emisiones internacionales en varios países entre septiembre y octubre. En el mismo sentido, numerosos países han introducido recientemente medidas extraordinarias orientadas a proporcionar una mayor liquidez a los mercados, particularmente en dólares, dado el aumento de su demanda en los mercados locales y la aparición de algunas señales de tensión en los mercados interbancarios. Entre ellas, cabe destacar las operaciones de venta de dólares por parte de los bancos centrales para facilitar liquidez o apoyar el tipo de cambio (Argentina, Brasil, Perú, México), la ampliación del colateral que puede descontarse en el banco central (Brasil), la suspensión del mecanismo de acumulación de reservas y la puesta en marcha de subastas semanales de swap de divisas en Chile, la eliminación parcial de controles de cambios o coeficientes en Colombia y Perú, la modificación del sistema de coeficientes de caja, y la apertura de líneas de crédito por parte de la banca pública a los exportadores a partir de las reservas (Brasil). En cualquier caso, estas medidas son mucho menos drásticas que las aplicadas por las economías avanzadas.

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS  
Miles de millones de dólares

GRÁFICO 8



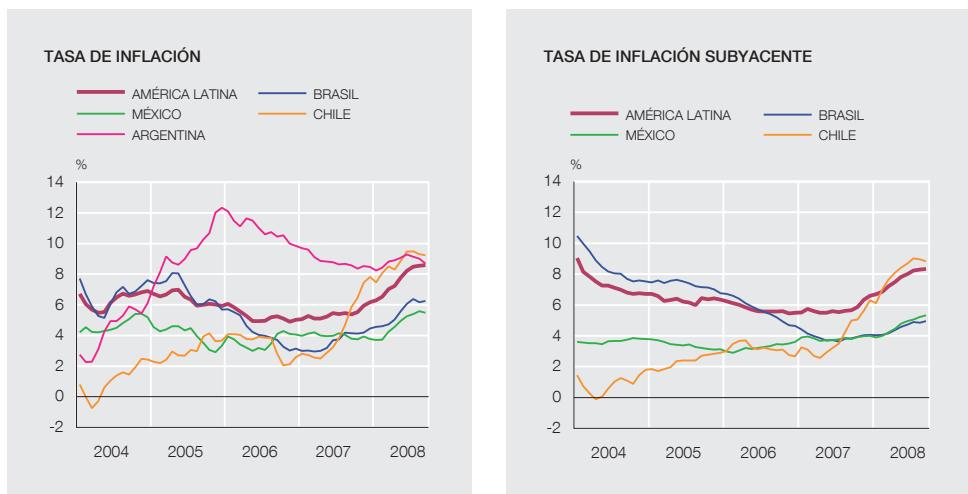
FUENTES: JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

- a. 2008: Estimación.  
b. Media trimestral.  
c. Datos para julio y estimación de agosto y septiembre.

Las economías latinoamericanas siguen manteniendo fortalezas de base: una demanda interna asentada, posiciones fiscales saneadas, tipos de cambio flexibles en muchos países con capacidad de absorber shocks externos, una mejor composición del endeudamiento que en el pasado y elevadas reservas. Cuatro países han recibido mejoras en sus calificaciones crediticias en los seis últimos meses (Brasil y Perú, hasta el grado de inversión, Colombia y Uruguay), lo que refrenda sus esfuerzos de consolidación fiscal y debería permitir más amplio acceso a la financiación externa, y tan solo uno (Argentina) ha visto reducir su calificación. Un elemento de solidez muy relevante en los últimos tiempos había sido la holgura de la balanza por cuenta corriente en el conjunto de la región, lo que reflejaba una dependencia relativamente limitada de la financiación exterior. Sin embargo, la rapidez con la que el superávit corriente se ha reducido en el transcurso del último año y medio —a pesar del mantenimiento de los precios de las materias primas en niveles muy elevados— constituye un elemento de cau-

**INFLACIÓN**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 9



FUENTE: Estadísticas nacionales.

tela, en una situación de menor disponibilidad de financiación exterior. La elevada dependencia de la evolución del precio de las materias primas y la incertidumbre sobre las perspectivas de evolución de la inflación se configuran como dos de las vulnerabilidades más importantes, en un entorno exterior de marcada aversión al riesgo.

PRECIOS Y POLÍTICAS  
MACROECONÓMICAS

La inflación se incrementó notablemente en el transcurso de los seis últimos meses, situándose en tasas interanuales superiores al 8,5% en el promedio de las siete principales economías de la región, lo que supone tres puntos más que la inflación media de 2007 y el máximo de los últimos cinco años (véase gráfico 9). La tendencia al alza de los precios, que en 2007 había sido más notable en Argentina, Venezuela, Colombia y Chile, terminó por generalizarse al resto de países durante 2008, experimentando las tasas de inflación en Brasil, México y Perú un aumento de más de 2 pp entre marzo y septiembre. Con ello, la inflación se situó fuera de las bandas objetivo por un amplio margen en todos los países de la región cuyos bancos centrales mantienen objetivos explícitos de inflación (con la excepción de Brasil), y no parece posible que retornen al objetivo en el corto plazo, como se observa en el cuadro 2.

El alza de los precios vino explicada, en parte, por el aumento de los precios de los alimentos, ya que el encarecimiento de los precios de la energía prácticamente no contribuyó al aumento de los precios de consumo, en buena medida por tratarse de precios administrados o/y por la existencia de subsidios. Pero el resto de los componentes tendió a repuntar también moderadamente desde finales de 2007, como reflejo de las presiones de demanda, lo que contribuyó a que las diferentes medidas de inflación subyacente tendieran al alza (véase recuadro 2). Asimismo, las expectativas de inflación a largo plazo, que hasta el verano se habían mantenido relativamente estables a pesar del deterioro de las expectativas a corto plazo, tendieron a repuntar, y también los salarios en algunos países, lo que hizo aumentar la preocupación por un posible desanclaje de las expectativas de inflación (véase gráfico 10).

En América Latina, el repunte de la inflación ha planteado un reto especialmente acusado para la política monetaria<sup>2</sup>. En primer lugar, porque la consecución de tasas de inflación bajas ha

2. Véase P. López Urruchi, J. C. Berganza y E. Alberola (2008), «Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 111-129.

País	2006		2007		2008	
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato de diciembre	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	Sí	4,5 ± 2,5	Sí	4,5	4,5 ± 2	6,3
México	No	3 ± 1	Sí	3,8	3 ± 1	5,6
Chile	Sí	3 ± 1	No	7,8	3 ± 1	8,5
Colombia	Sí	4 ± 0,5	No	5,7	3,5 a 4,5	7,0
Perú	No (inferior)	2 ± 1	No	3,9	2 ± 1	5,0

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Expectativas de inflación para 2008 de los informes de los bancos centrales y entidades privadas.

sido un logro relativamente reciente y, por consiguiente, la credibilidad de las autoridades monetarias y el anclaje de las expectativas de inflación pueden ser menos firmes que en países con una trayectoria de estabilidad macroeconómica más prolongada. Así, al abrirse una brecha importante entre la inflación objetivo y la observada en muchos países, la coyuntura actual supone la primera ocasión en que se pone seriamente a prueba la credibilidad de los regímenes de objetivos explícitos de inflación instaurados en los últimos años en países como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Y, en segundo lugar, porque, como predice la teoría, el impacto del alza de los precios de las materias primas es más inflacionista en los países exportadores de estos bienes (como lo son los latinoamericanos) por el efecto inducido del impulso a la demanda. En este sentido, el ajuste requeriría una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio, mayor cuanto más permanente se perciba la mejora de los términos de intercambio. Esta apreciación puede tener lugar a través de una apreciación nominal, o a través del aumento de la inflación, alternativas sobre las que influye decisivamente la política cambiaria adoptada.

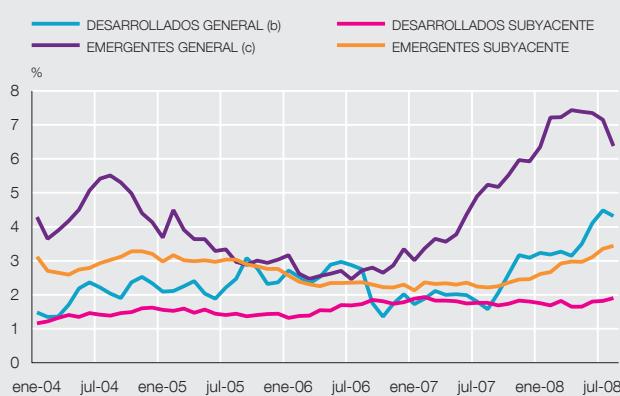
En este contexto, la respuesta de política monetaria de los distintos bancos centrales de la región al repunte de la inflación ha sido diversa y, además, es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración del crecimiento de la economía estadounidense en el que se han producido, y de la relajación de la política monetaria en Estados Unidos. No obstante, como elemento común, podría destacarse que, tras una respuesta limitada de las políticas monetarias durante la segunda mitad de 2007, que hizo situarse a los tipos de interés reales en niveles relativamente bajos (aunque elevados en comparación con otras regiones emergentes), estas han tendido a reaccionar con mayor firmeza en los últimos meses. Así, destaca la respuesta de Brasil, con una elevación de su tipo de interés oficial en 250 pb entre abril y octubre, pero también la de Chile, con 200 pb, México o Perú, donde el tipo oficial aumentó en 75 pb entre junio y agosto. Colombia elevó tan solo 25 pb su tipo de referencia, ya que en gran medida había anticipado el ciclo de subidas el año pasado. Este cambio de orientación en las políticas monetarias puede atribuirse, además de al aumento de la inflación, a que a lo largo de los últimos seis meses se hayan soslayado dos de los principales obstáculos que habían podido disuadir a los bancos centrales de aplicar políticas monetarias más estrictas: el temor a un fuerte impacto negativo sobre el crecimiento derivado de las turbulencias globales y la desaceleración de la economía estadounidense, y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio que se derivó inicialmente de la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con Estados Unidos. Por su parte, los países que mantienen un tipo de cambio fijo o cuasifijo frente al dólar ofrecieron distintas respuestas de política monetaria. Por un lado, Venezuela tomó diversas medidas para reducir la liquidez del sistema, para

En el último año y medio, la inflación ha cobrado un creciente protagonismo a nivel mundial, al haberse visto impulsada de manera significativa por las subidas de los precios internacionales de los alimentos y de la energía. La inflación que excluye alimentos y energía, sin embargo, ha permanecido relativamente más estable a lo largo de este período, particularmente en las economías avanzadas (véase gráfico 1). Este índice de inflación sin alimentos y energía coincide con lo que se conoce como medida oficial de inflación subyacente en algunos países (Estados Unidos), pero difiere de las correspondientes medidas oficiales en muchos países, en particular en varios de los países latinoamericanos.

El concepto de inflación subyacente no es de fácil definición, tal como pone de manifiesto la literatura sobre la medición de esta variable. Existen, sin embargo, dos consideraciones ampliamente extendidas. La primera presenta la inflación subyacente como una medida que debería capturar únicamente la parte del cambio de precios que es común a todos los componentes y excluir los cambios en los precios relativos de bienes y servicios. La segunda incide en el carácter de permanencia de la subida de precios, más que en el de la generalidad, es decir, la inflación subyacente debería ser un buen indicador del cambio en el nivel de precios que se espera que persista en el tiempo y, por tanto, debería ser útil en la predicción del IPC total. En cualquier caso, una medida de estas características es un importante indicador de política monetaria.

Dada su relevancia, en este recuadro se revisa desde una perspectiva metodológica este concepto, y se concluye que la elección de su definición no es inocua. Un breve repaso de las propiedades que debería tener una buena medida de inflación subyacente, de los posibles métodos de cálculo y de la práctica a nivel internacional ponen de manifiesto las divergencias de valoración a las que puede llevar la utilización de distintas medidas de inflación subyacente.

#### 1 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (a). PAÍSES DESARROLLADOS Y EMERGENTES



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Mundial y Banco de España.

a. Tasas interanuales. El índice de inflación subyacente es homogéneo, pues excluye el total de alimentos y energía para todos los países de la muestra, salvo para Tailandia, Sudáfrica y, de enero de 2003 a diciembre de 2005, China.

b. Estados Unidos, Canadá, Japón, área del euro, Dinamarca, Noruega, Suecia y Reino Unido.

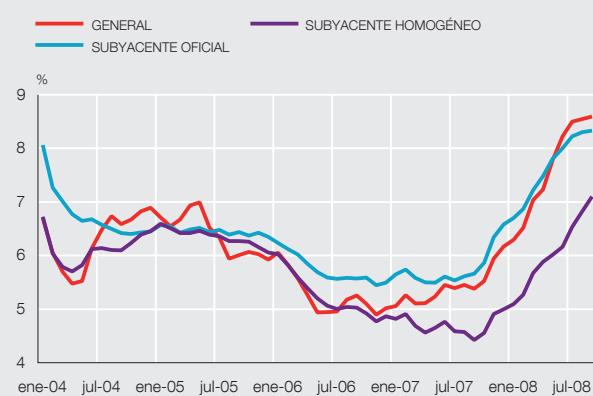
c. Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Eslovaquia, China, Corea y Tailandia.

d. Tasas interanuales. Agregado de Latinoamérica construido con Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El índice de inflación subyacente homogéneo excluye, en la medida de lo posible, el total de alimentos y energía para todos los países (en algunos casos, podría todavía incluir algún componente pequeño de energía o excluir algún componente adicional a alimentos y energía que no se ha podido separar del componente de energía).

Entre las propiedades que se considera que debería tener una buena medida de inflación subyacente se encontrarían las siguientes: a) rápida disponibilidad y fácil comprensión por el público; b) creíble, en términos de la calidad de la medida y de la transparencia en el proceso de compilación; c) menor variabilidad que la inflación total; d) inseguida y que no difiera de la inflación total durante períodos largos de tiempo, y e) buen predictor de la inflación total. Partiendo de estas propiedades básicas, existe una amplia literatura dedicada al estudio de los posibles métodos de cálculo de la inflación subyacente, entre los que se encuentran, sin ánimo de ser exhaustivos: a) métodos de exclusión, que toman como punto de partida el IPC total y prescinden de determinados componentes al construir el índice subyacente: en algunos casos se excluyen sistemáticamente siempre los mismos componentes (por ejemplo, alimentos y energía), y en otros, atendiendo a la distribución de las variaciones de los precios de los componentes, en cada período se decide qué componentes deben excluirse; por ejemplo, los que hayan tenido una variación más extrema, lo que se conoce como «estimadores de influencia limitada»; b) métodos de ponderación del IPC, que no eliminan componentes del índice, sino que asignan a cada componente un nuevo peso que depende inversamente de su varianza; c) métodos de tendencia, que utilizan medias móviles para extraer el suavizado de la serie de inflación total, y d) métodos basados en modelos económicos, que, junto con la información que proporciona la serie temporal de inflación, tienen en cuenta la información que aportan otras variables (la producción, por ejemplo).

Uno de los métodos utilizados más frecuentemente es el de exclusión. El cuadro adjunto presenta diversos ejemplos sobre cómo se construyen las medidas de inflación subyacente a nivel internacional, con especial atención a los países latinoamericanos. Este cuadro pone de manifiesto un grado de heterogeneidad no despreciable entre las medidas. Así, por ejemplo, mientras que la gran mayoría de los países

#### 2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. LATINOAMÉRICA (d)



latinoamericanos que se analizan excluyen de la inflación subyacente los combustibles y las frutas y verduras, en algunos se prescinde, además, del resto de los alimentos no elaborados, y en otros también de algunos alimentos elaborados. Existe también heterogeneidad en el resto de componentes excluidos, que tienden a corresponder a componentes con precios regulados.

Dado este importante grado de heterogeneidad, una medida de la inflación subyacente para el conjunto de la región que simplemente agregue los distintos índices oficiales podría ofrecer una señal distorsionada. El gráfico 2 muestra la inflación subyacente para la región agregando los índices subyacentes oficiales, observándose que esta habría evolucionado a la par y, hasta hace poco, por encima de la inflación total. Sin embargo, si se construye una medida de inflación subyacente más homogénea, que excluya, en la medida de lo posible, el total de alimentos y de energía del IPC total, se obtiene una visión significativamente distinta, ya que la inflación subyacente habría tendido a moderarse durante los primeros meses en 2007, y a pesar de su posterior tendencia al alza, en línea con la tendencia a

nivel mundial, se habría mantenido por debajo de la inflación total.

En conclusión, si se admite que la inflación subyacente puede ser un indicador de las presiones inflacionistas o de la inflación de medio plazo, esta divergencia de resultados ofrece interpretaciones diferentes: en la medida heterogénea las presiones son más elevadas, pero en la medida homogénea el deterioro reciente contrasta en mayor medida con la tendencia a la baja que venía mostrando en años anteriores, lo que llevaría a pensar que las presiones inflacionistas que subyacen en las economías latinoamericanas en su conjunto son elevadas. Conclusiones similares se han alcanzado en algunos estudios que enfatizan que la definición de la inflación subyacente no es una tarea sencilla, que distintas medidas de inflación subyacente conducen a resultados diferentes y que los resultados pueden diferir según el país de que se trate. Ello sugiere que cada país debería valorar posibles medidas alternativas de inflación subyacente, algo que están investigando ya diversos bancos centrales latinoamericanos.

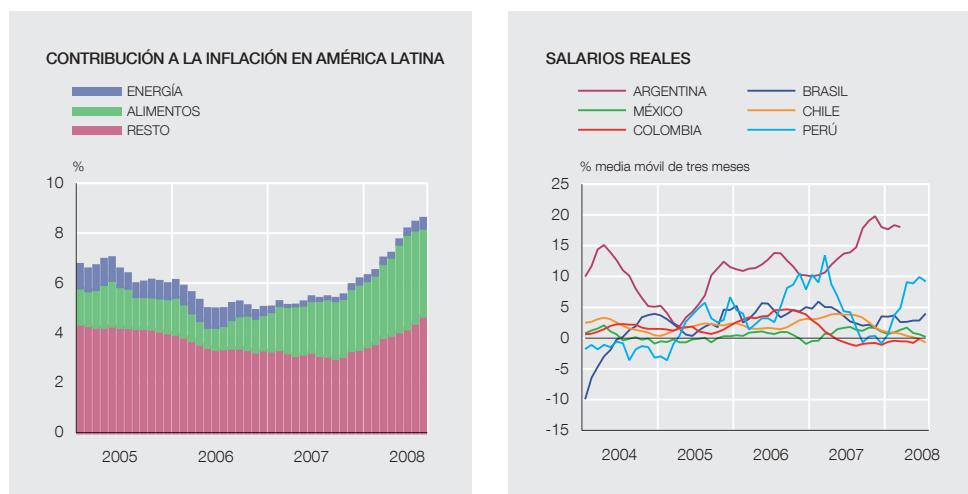
	Alimentos		Energía	Otros precios regulados o estacionales
	Elaborados	No elaborados		
Argentina (b)		• (Frutas y verduras) (a)	• (Combustibles y electricidad)	Agua y servicios sanitarios, transporte público de pasajeros, funcionamiento y mantenimiento de vehículos, correo, teléfono y accesorios, ropa exterior, transporte por turismo, y alojamiento y excursiones
Brasil (c)	• (d)	• (d)	• (Combustibles y electricidad)	Tasas de agua y alcantarillado, impuesto sobre la propiedad, teléfono, seguro sanitario, transporte
Chile (e)		• (Frutas y verduras)	• (Combustibles)	
Colombia (f)		• (Alimentos perecederos)	• (Combustibles)	Servicios públicos
México (g)		•	• (Combustibles y electricidad)	Teléfono, derechos por el suministro de agua, autobús, cuotas de autopista y estacionamiento, entre otros
Perú	• (h)	• (h)	• (Combustibles)	Servicios públicos y transporte
Venezuela		•		Precios de bienes y servicios administrados
Estados Unidos	•	•	•	
Área del euro		•	•	
Japón		• (Alimentos frescos)		

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- Un punto en el cuadro significa que la medida de inflación subyacente excluye el componente al que se esté haciendo referencia.
- Argentina publica un «Resto IPC» que se define como el índice general menos componentes con precios estacionales o regulados.
- El Banco Central de Brasil proporciona otras medidas de núcleo inflacionario, además de la que excluye los componentes que se especifican en el cuadro: una suavizada y otra no suavizada, utilizando una media recortada simétricamente que excluye un 20% de los componentes de la distribución.
- Alimentos en el domicilio.
- Junto con la medida de inflación subyacente recogida en el cuadro para Chile (IPCX), existe otra medida de uso habitual (IPCX1) que se calcula excluyendo del IPCX los precios de las carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indicados y servicios financieros. Adicionalmente, en los últimos meses, dado el reciente episodio de subida de los precios internacionales de los alimentos y de la energía, el Banco Central de Chile ha comenzado a considerar también otras dos medidas en sus informes: el IPC sin alimentos y energía, y el IPCX1 sin alimentos.
- El Banco Central de Colombia proporciona varias medidas de núcleo inflacionario supervisadas regularmente: una que excluye los componentes que se especifican en el cuadro; otra que excluye alimentos; y una última que excluye el 20% de la distribución, con aquellos componentes que registraron la mayor variabilidad de precios entre enero de 1990 y abril de 1999. Un cuarto indicador es una medida que excluye alimentos y componentes regulados.
- Con anterioridad a enero de 2008, la medida de inflación subyacente en México excluía los servicios de educación privada.
- Alimentos con mayor variación mensual de sus precios en 1995-2008.

CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN Y SALARIOS REALES  
Tasa de variación interanual y media móvil de tres meses de la tasa interanual

GRÁFICO 10



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

de esta manera tratar de reducir la inflación. Por otro, en Argentina el banco central elevó 200 pb los tipos de interés de referencia en el mercado (los pasivos a siete días), con el objetivo principal de apoyar la demanda de pesos inicialmente por la incidencia del conflicto agropecuario y posteriormente ante la agudización de la crisis financiera internacional. Ambos países mantuvieron elevadas tasas de inflación, lo que ha favorecido que el proceso de ajuste a un tipo de cambio de equilibrio más apreciado por los más elevados términos de intercambio esté teniendo lugar a través de una mayor inflación.

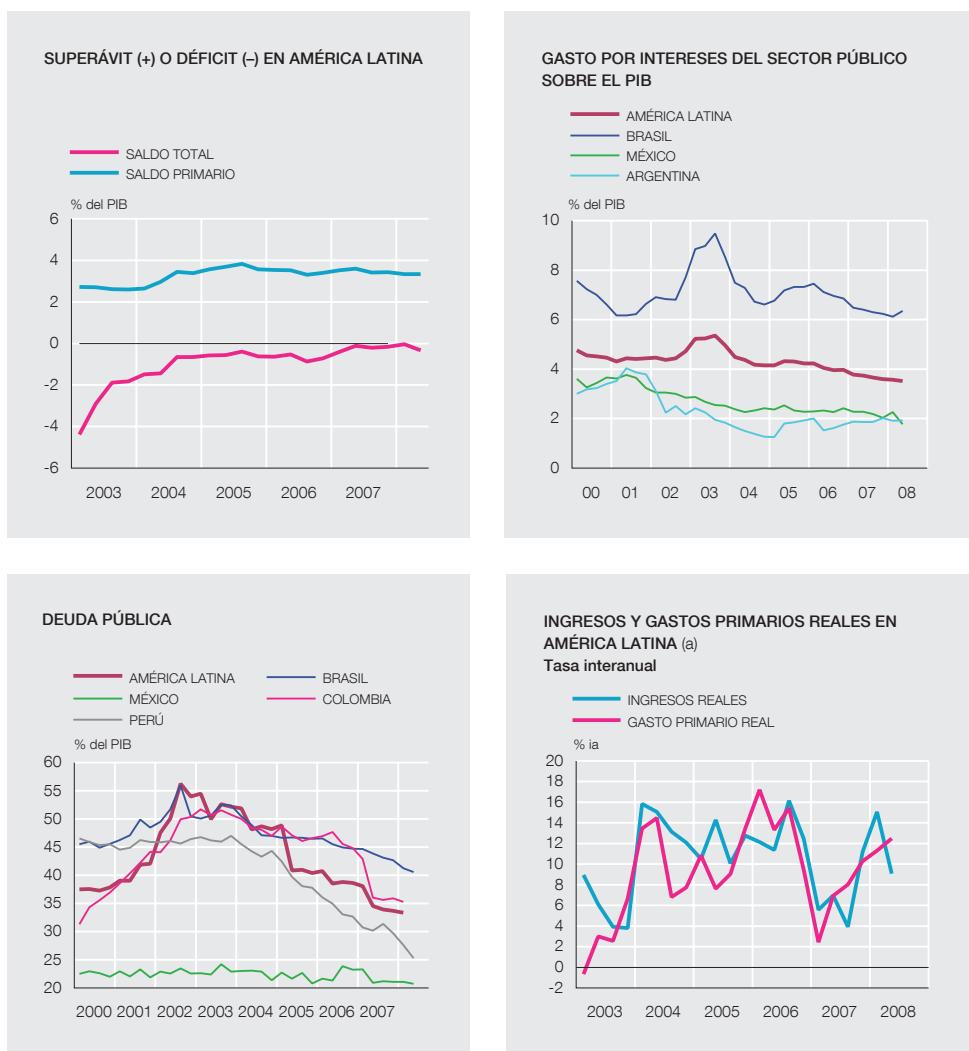
El entorno exterior ha cambiado, no obstante, sustancialmente desde el verano, y en particular con el agravamiento de la crisis en el mes de septiembre —como se ha comentado— el impacto sobre las condiciones internas ha sido acusado. Por un lado, la reciente tendencia a la baja en los precios del petróleo y, sobre todo, de las materias primas alimenticias permitiría confiar en que la inflación no continúe acelerándose como hasta ahora. Sin embargo, la tendencia al alza experimentada por las distintas medidas de inflación subyacente a lo largo de 2008, el mantenimiento de presiones de demanda en varios países, la posibilidad de que el *pass-through* de los precios de algunas materias primas hacia precios al consumo aún no haya finalizado por completo dados los retardos habituales en el proceso —sobre todo, en economías emergentes— y hasta la reciente tendencia a la depreciación de los tipos de cambio pueden dificultar que la inflación retorne hacia los objetivos de forma inmediata, incluso a pesar del endurecimiento de las políticas monetarias.

Por ello y por la prueba de credibilidad a la que se están viendo sometidos los regímenes de política monetaria de la región, los próximos meses pueden continuar exigiendo el mantenimiento de políticas monetarias rigurosas para evitar efectos de segunda ronda, aunque el impacto de la crisis económica y financiera es probable que condicione nuevamente de forma decisiva las respuestas de política.

En el ámbito fiscal, el saldo público total y el primario en el agregado de la región no experimentaron cambios importantes en los primeros meses de 2008 respecto a 2007 (véase gráfico 11), manteniéndose en niveles cercanos al equilibrio y al 3% del PIB, respectivamente. Sin embargo, es importante destacar la evolución más volátil de los ingresos, que tendieron a moderarse, mientras que se mantenía una tendencia al alza en los gastos, entre los cuales los subsidios

PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO  
Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 11



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

se han convertido en una partida importante en varios países. En este sentido, cabe subrayar el moderado deterioro que se produjo en los saldos primarios de algunos países (Méjico, Perú, Chile), en los dos primeros como consecuencia de la expansión del gasto, y en el tercero por la caída de los ingresos derivada de la minería. En Argentina, en cambio, el superávit primario acumulado fue muy superior al de 2007, en parte como consecuencia de adelantos sobre futuros beneficios del banco central y en parte por una cierta moderación del gasto comparado con 2007, que fue un año con elecciones presidenciales. En Brasil el superávit primario aumentaba hasta un 4,4% del PIB (con un déficit público del 1,9%), apoyado en el buen comportamiento de los ingresos, algo similar a lo sucedido en Colombia. En conjunto, puede decirse que la situación de las cuentas públicas en la mayor parte de los países latinoamericanos ha seguido siendo favorable, como consecuencia de un ciclo económico muy positivo, del incremento del precio de las materias primas y, posiblemente también, de una actuación del gasto que, a pesar de su aumento en algunos países en los últimos meses, no ha sido al menos tan expansiva como en ciclos previos. Para el próximo año, los presupuestos en algunos países (Chile, Perú) plantean una previsión de gasto relativamente restrictiva, lo que en cierto modo ocurre también en Méjico y en Brasil. Sin embargo, con carácter general,

un entorno como el actual, con mayor incertidumbre sobre el crecimiento y el precio de las materias primas, podría dificultar el cumplimiento de los objetivos de ingresos en algunos países y, por tanto, de déficit, pues es difícil que los gastos muestren una suficiente flexibilidad a la baja. En México, la reciente revisión del proyecto de presupuestos incluye una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB y de los ingresos y gastos, así como una hipótesis más conservadora sobre el precio del petróleo.

#### INTEGRACIÓN COMERCIAL Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En el transcurso de 2008 no se han registrado cambios reseñables en las tendencias recientes en materia de integración comercial: los acuerdos regionales más ambiciosos en cuanto a objetivos —MERCOSUR y la CAN— no registraron avances significativos, el Congreso de Estados Unidos aplazó la aprobación del acuerdo de libre comercio con Colombia hasta después de las elecciones y, por tanto, renovó hasta diciembre los beneficios de los acuerdos preferenciales (ATPDEA), mientras que Chile y Perú firmaron nuevos acuerdos de liberalización comercial bilaterales —con Honduras, Panamá y Australia en el primer caso, y con Canadá y Singapur en el segundo—. Finalmente, el Ejecutivo peruano inició conversaciones para lograr un acuerdo comercial con China.

En el ámbito de las reformas estructurales, Chile anunció la creación de un fondo para financiar la acumulación de capital humano con parte de los ingresos por exportación de cobre. En Brasil se presentó un plan para el desarrollo productivo y se anunció la constitución de un fondo de riqueza soberano, dotado con el exceso de superávit primario, de alrededor del 0,5% del PIB. En sentido contrario, Venezuela avanzó en su programa de nacionalizaciones: en la siderurgia, con la adquisición de la mayor acería de Sudamérica, y en el sector del cemento, previamente en manos mexicanas, y negociando la compra de la filial del Banco Santander en el país, el Banco de Venezuela. Además, el Ejecutivo utilizó las facultades legales para reforzar los mecanismos de control público en la economía. Finalmente, cabe destacar que se aprobó en referéndum la nueva Constitución en Ecuador, de corte intervencionista, y que en diciembre tendrá lugar la consulta sobre la nueva Carta Magna en Bolivia, con características similares.

#### *Evolución económica por países*

En Brasil, el PIB mantuvo elevadas tasas de crecimiento interanuales en el primer semestre del año, del 5,9% y del 6,1%, respectivamente, muy similares a las del segundo semestre de 2007, aunque en tasas intertrimestrales presentó una ligera desaceleración. La composición del crecimiento acentuó los rasgos observados en el semestre anterior, es decir, se aceleró la demanda interna (hasta alcanzar tasas interanuales superiores al 8%) y se amplió la contribución negativa del sector exterior (hasta situarse por encima de los 2 pp). El mayor dinamismo de la demanda interna vino explicado por la ligera aceleración de la inversión (que creció a tasas superiores al 15%) y la notable aceleración del consumo público. La mayor aportación negativa de la demanda externa en este semestre se explica por el peor comportamiento de las exportaciones reales, que llegaron a registrar tasas de crecimiento interanuales negativas en el primer trimestre del año, en un contexto en el que las importaciones reales continuaron registrando crecimientos muy elevados. Uno de los rasgos más destacados del período bajo análisis es el negativo comportamiento de la inflación, que aumentó desde el 4,6% de marzo hasta el 6,4% de julio, aunque se moderó ligeramente —hasta el 6,2%— en agosto. Aunque el aumento de la inflación vino inducido fundamentalmente por la evolución de los precios de los alimentos, resultó bastante generalizado, de forma que la inflación subyacente aumentó de manera paralela. Como consecuencia de ello, se produjo un marcado deterioro de las expectativas de inflación de corto plazo, menor que en las de largo plazo, que se corrigió parcialmente en las últimas encuestas. En este contexto, el banco central aumentó sus tipos de interés oficiales en todas las reuniones de política monetaria celebradas desde abril. En las dos primeras se trató de subidas de 50 pb, que pasaron a ser de 75 pb en las dos posteriores, hasta situarlos en el 13,75%. En el ámbito de la política fiscal, destacaron el aumento del superávit

primario en el período enero-julio hasta el 6%, bastante por encima del objetivo fiscal, y el anuncio de dotación de parte del mismo al recientemente constituido fondo de riqueza soberana. En el ámbito del sector exterior, los datos disponibles hasta el mes de agosto muestran una acentuación de la tendencia al deterioro de la balanza por cuenta corriente —que presentó registros negativos por primera vez desde 2002—, consecuencia, en gran parte, de la reducción en el superávit de la balanza comercial, inducida por la fuerte aceleración de las importaciones. El déficit corriente fue financiado por entradas de flujos financieros más moderadas que las de 2007, que, aun así, continuaron exigiendo una importante acumulación de reservas. Entre los aspectos más positivos de los últimos meses destacan los hallazgos de importantes yacimientos petrolíferos, que podrían convertir a Brasil en un importante exportador de petróleo, y la mejora en su calificación crediticia hasta el grado de inversión por parte de Standard&Poor's y de Fitch en mayo y junio. No obstante, a partir de septiembre se produjo un notable empeoramiento de las condiciones financieras, que se tradujo en una muy fuerte depreciación del real frente al dólar, aumentos de los tipos de interés en dólares y en moneda local, y descensos en los mercados de renta variable, lo que motivó una importante batería de medidas por parte de las autoridades, a fin de aliviar las tensiones y facilitar una mayor liquidez.

En México, el crecimiento se desaceleró fuertemente en el primer semestre de 2008, dado que el PIB creció tan solo un 2,6% en el primer trimestre y un 2,8% en el segundo, en torno a un punto por debajo del crecimiento del segundo semestre de 2007. La debilidad del crecimiento se aprecia mejor en las tasas de variación intertrimestrales, que se situaron en -0,1% y 0,2%, respectivamente. Tanto el consumo privado como el público se desaceleraron en el semestre, mientras que la tasa de crecimiento de la inversión registró una fuerte caída en el primero (del 4,8% al 2,6%), para recuperarse después hasta el 8,1%, la más alta desde el tercer trimestre de 2006. Las importaciones crecieron en el semestre a ritmos superiores a los de 2007, mientras que las exportaciones se ralentizaron ligeramente, lo que condujo a que la demanda externa restara, en ambos trimestres, 1,1 puntos al crecimiento. A pesar de la debilidad de la actividad, la inflación aumentó sostenidamente, hasta situarse en agosto en el 5,6%, 1,6 pp por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central. Por su parte, la inflación subyacente se situó en el 5,2%, máximo desde diciembre de 2001. Estas tendencias se han trasladado a las expectativas de inflación y a las negociaciones salariales cerradas en julio. En este contexto, el Banco Central elevó los tipos oficiales en tres ocasiones (en 25 pb en cada una de ellas) en las reuniones de junio, julio y agosto, hasta el 8,25%. Asimismo, el Gobierno aprobó varias medidas para contener el ascenso del precio de los alimentos. Respecto al sector externo, el déficit por cuenta corriente se duplicó en los dos primeros trimestres de 2008 (hasta situarse en un 0,5% del PIB), a pesar de la sustancial mejoría de la balanza comercial (el aumento de las exportaciones duplicó al de las importaciones) y del aumento de los ingresos por turismo. La explicación se encuentra en la caída de las remesas y, especialmente, en la repatriación de dividendos. El llamativo aumento de las exportaciones se deriva del comportamiento de las exportaciones de petróleo, maquinaria y automóviles, y la mayor diversificación fuera de los Estados Unidos. Las cuentas del sector público se deterioraron ligeramente en el semestre: en términos anualizados, el déficit acumulado en el segundo trimestre supondría unas dos décimas del PIB, frente al equilibrio alcanzado en 2007. Por el lado de los ingresos, destaca el buen comportamiento de los ingresos petroleros y, dentro de los no petroleros, del impuesto empresarial a la tasa única (IETU) introducido en la reforma fiscal aprobada el pasado año. Por el lado de los gastos, destaca el aumento del gasto en desarrollo social y en inversión física directa. La deuda pública continuó reduciéndose como porcentaje del PIB, pues el Tesoro mantuvo su política activa de manejo de la deuda, con varias operaciones de recompra y permuta y la emisión de *warrants* para cambiar deuda externa por interna. En cuanto a las reformas estructurales, el Gobierno presentó en el Parlamento un

proyecto de reforma del sector energético compatible con la norma constitucional, y se aprobó una ley que reduce la carga fiscal de la petrolera pública PEMEX. La intensificación de las tensiones en los mercados internacionales afectó también a los mercados financieros mexicanos, observándose una fuerte depreciación del peso. El Gobierno, por su parte, modificó el presupuesto ajustando gastos e ingresos a unas previsiones más conservadoras de crecimiento y del precio del petróleo para 2009.

En *Argentina*, los datos de evolución de la actividad durante el segundo trimestre aparecen distorsionados por la movilización del sector agrario, ante la propuesta de modificar el impuesto sobre retenciones a la exportación (que finalmente no fue aprobada), pues se redujeron las exportaciones de estos productos y algunos sectores llevaron a cabo su actividad de manera discontinua. Según los datos de contabilidad nacional, el PIB se desaceleró ligeramente en el primer trimestre del año (tasa interanual del 8,3%) y de forma algo más acusada en el segundo trimestre (7,5%), frente al 8,9% registrado en el segundo semestre de 2007. Cabe destacar la mayor aportación negativa de la demanda externa, mientras que la demanda interna siguió creciendo alrededor del 10,5%, si bien en el segundo trimestre se produjo una notable acumulación de existencias de productos agropecuarios, por las razones expuestas. Los problemas en el sector agropecuario también se dejaron notar de manera notable en los datos de balanza comercial, lo que hace difícil su valoración. Sin embargo, se puede destacar que tanto las exportaciones (ligadas a la favorable evolución de los precios) como las importaciones (dado el aumento notable de las cantidades importadas ligadas a la favorable evolución de la demanda interna) presentaron elevadas tasas de crecimiento. En la balanza de pagos destacan las salidas netas de más de 5 mm de dólares del sector privado no financiero. Los datos oficiales de inflación señalan una estabilidad de la misma alrededor del 9% en tasa interanual, según el nuevo IPC publicado por el Instituto de Estadística. Las cuentas públicas presentan un mayor superávit que en el mismo período del año anterior, en parte ligado a una cierta moderación del gasto público, pero también al hecho de que entre los ingresos se incluyen mayores adelantos sobre los futuros beneficios del Banco Central. En este período se produjo un repunte de los diferenciales soberanos mayor en términos relativos que en otros países emergentes, diferencia que se ha exacerbado en el último mes. En este contexto, el Banco Central vendió unos 3,5 mm de dólares en reservas en los últimos meses, con el fin de estabilizar el tipo de cambio del peso y frenar el aumento de la demanda de dólares. En septiembre, como señal de voluntad de pago, el gobierno comenzó a realizar recompras de bonos públicos y anunció que abonaría al contado la deuda que mantiene con el Club de París con cargo a reservas del Banco Central. Además, como mecanismo para poder obtener de nuevo financiación en los mercados financieros internacionales, mostró intención de reabrir el canje de la deuda para aquellos acreedores que no se adhirieron al proceso en 2005. Sin embargo, la acentuación de las tensiones financieras en las últimas semanas ha llevado al Gobierno a replantearse la decisión del pago al contado, y probablemente también influya en el grado de aceptación del canje, dado que empeora sus condiciones iniciales.

En *Chile*, el PIB en el primer semestre de 2008 creció algo menos que el semestre previo, pero con una trayectoria trimestral al alza (3,3% interanual en el primer trimestre y 4,3% en el segundo). Destacó, un semestre más, el dinamismo de la demanda interna, que creció un 11% en el segundo trimestre del año; entre otros factores, por la fortaleza de la inversión, especialmente en maquinaria y equipo. Por el contrario, la aportación negativa de la demanda externa siguió creciendo hasta situarse en 7,1 pp, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y la continuidad de la fortaleza de las importaciones, especialmente de bienes de inversión. El superávit comercial se redujo respecto al mismo período de 2008, pues, a las menores exportaciones en volumen (especialmente, del sector minero), se añadió un deterioro de los términos de intercambio. Ello condujo a que la balanza por cuenta corriente pasara a ser

negativa en el segundo trimestre del año, revirtiendo el signo de trimestres anteriores. También se produjo una reducción del superávit público como consecuencia de una caída de los ingresos procedentes del cobre, dada la menor calidad del cobre extraído en los principales yacimientos. El panorama para la inflación se deterioró drásticamente en el período analizado, no solo porque la inflación general siguió aumentando y se alejó aún más del objetivo de inflación hasta situarse en el 9,3% en agosto, sino también porque los incrementos en los precios de los alimentos y la energía se propagaron hacia otros artículos y porque se ha producido un incremento en las expectativas de inflación. La respuesta del banco central fue la de endurecer de manera brusca la política monetaria con cuatro subidas consecutivas de los tipos de interés oficiales en 50 pb en las reuniones de junio a septiembre, situando el tipo oficial en el 8,25%. Sin embargo, en octubre el Banco Central mantuvo el tipo de interés, aunque siguió señalando la persistencia de los riesgos inflacionistas, en el contexto de intenso deterioro en los mercados financieros. Durante el período analizado, el tipo de cambio nominal frente al dólar se depreció, a partir de la puesta en marcha de un programa de compra de reservas internacionales por parte del Banco Central, pero también afectado por el deterioro de los términos de intercambio, los negativos datos en actividad e inflación y la inestabilidad financiera internacional. Esta tendencia se vio agravada con la agudización de la crisis financiera internacional, por lo que el Banco Central decidió interrumpir el programa de compra de reservas internacionales en septiembre, antes de lo inicialmente previsto, y el Gobierno tomó una serie de medidas para proporcionar mayor liquidez.

El ritmo de actividad se ralentizó de manera muy notable en *Colombia* en el primer semestre del año, con un crecimiento interanual del 4,1% y del 3,7% en el primer y segundo trimestre, muy inferior al 8,8% registrado en el cuarto trimestre de 2007. Esta ralentización del crecimiento vino explicada por la fuerte reducción de la demanda interna, y en particular de la inversión, pues el consumo se desaceleró de forma más moderada. La inflación siguió repuntando hasta situarse en el 7,9% en agosto, consecuencia principalmente de los precios de los alimentos, pues el incremento fue mucho más moderado fuera de estos. Este contexto de incrementos en la inflación y generalizados signos de ralentización económica (en parte, resultado del endurecimiento de la política monetaria en los trimestres anteriores) planteó una disyuntiva al Banco Central, que optó por incrementar moderadamente los tipos de interés oficiales en 25 pb a finales de julio, hasta situarlos en el 10%. La balanza por cuenta corriente registró un menor déficit en el primer semestre del año que en el mismo período de 2007 (una reducción de un 29%, situándose en el 2,2% del PIB), como consecuencia, principalmente, de la mejora en la balanza comercial (explicada, en parte, por el efecto del precio de las materias primas observadas) y del aumento en las remesas de inmigrantes, y a pesar del aumento en la repatriación de dividendos. Los flujos de inversión extranjera directa crecieron un 27% en el semestre, hasta situarse alrededor del 5% del PIB. El tipo de cambio experimentó al principio del período una persistente tendencia a la apreciación, lo que llevó al Gobierno a introducir restricciones adicionales a las entradas de flujos financieros, tratando de desincentivar las entradas de flujos a corto plazo, y al Banco Central a aumentar el monto de sus compras diarias de dólares (hasta 20 millones diarios). No obstante, la tendencia a la depreciación del peso desde finales del segundo trimestre, acentuada a mediados de septiembre coincidiendo con el empeoramiento de la situación en los mercados, llevó a las autoridades a eliminar parcialmente las medidas introducidas para limitar la entrada de flujos financieros de cartera y a modificar su política de intervenciones en el mercado cambiario, con objeto de mitigar esta tendencia.

*Perú* presentó la mayor tasa de crecimiento de la región en el primer semestre de 2008, acelerándose incluso en el segundo trimestre (10,9%, frente al 9,7% en el primer trimestre) gracias a la fortaleza de la demanda interna, en donde destacó la notable aceleración de la inversión. Consecuencia de este dinamismo de la demanda interna y del aumento de los precios de los

productos importados, la inflación siguió aumentando, hasta situarse en el 6,3% en agosto, el mayor registro interanual desde septiembre de 1998. Para hacer frente a este aumento de la inflación y tratar de evitar efectos de segunda ronda, el Banco Central siguió incrementando el tipo de interés oficial (cuatro subidas de 25 pb durante el período bajo análisis, hasta situarlos en el 6,50%) y siguió elevando (en dos ocasiones) el coeficiente de reservas. Las presiones apreciatorias sobre el sol se revirtieron tras el aumento por parte del Banco Central del requerimiento de reservas sobre los depósitos en soles por parte de los no residentes y se convirtieron en depreciatorias con el deterioro de los términos de intercambio y de la situación financiera, lo que ha llevado al Banco Central a intervenir en el mercado de divisas vendiendo dólares en las últimas semanas, además de algunas otras medidas destinadas a facilitar la liquidez en dólares, y a interrumpir el proceso de subida de los tipos de interés. Las cuentas públicas mantuvieron las mismas características que en trimestres anteriores, es decir, superávit público y elevadas tasas de crecimiento de los ingresos no tributarios (regalías y canon) y de los gastos en capital.

En el primer semestre *Venezuela* ralentizó fuertemente su crecimiento respecto al segundo de 2007, registrando además un comportamiento muy dispar en los dos trimestres. En el primer trimestre la tasa interanual cayó hasta el 4,9% (con una fuerte caída en términos intertrimestrales), por el desplome de la inversión y la desaceleración del consumo privado, y a pesar de la notable reducción de la aportación negativa de la demanda externa. En el segundo trimestre, la tasa interanual de crecimiento aumentó hasta el 7,1%, como consecuencia de una cierta recuperación de la inversión (aunque sin volver a las tasas registradas a lo largo del último ciclo) y de la menor aportación negativa de la demanda externa, principalmente por la moderación de las importaciones. La inflación siguió incrementándose, hasta el 34,5% registrado en agosto. Por ello, las autoridades intentaron reducir la liquidez del sistema para recortar el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el paralelo a través de una serie de medidas: eliminación del impuesto sobre transacciones financieras, obligación de liquidar notas estructuradas, emisión de bonos en bolívares pagaderos en dólares, anuncio de una posible recompra de deuda externa, etc. Asimismo, cabe incluir en el esfuerzo para reducir la inflación, la contención del gasto público, que creció por debajo del aumento de los ingresos y de la inflación. Respecto al sector exterior, y a diferencia del resto de los países de la región, se produjo una mejora de la balanza por cuenta corriente, ligada a la balanza comercial, dado el aumento de las exportaciones petroleras (por el incremento del precio, no por el volumen, que se redujo) y la moderación de las importaciones ante la pérdida de dinamismo del consumo y la inversión. Se aprobó también un nuevo impuesto a las ganancias en la exportación de petróleo y se continuó avanzando en el programa de nacionalizaciones. La inestabilidad financiera internacional provocó desde septiembre un muy apreciable aumento de los diferenciales soberanos en Venezuela, hacia niveles superiores a los 1.300.

11.10.2008.



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

## **Introducción**

El número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el tercer trimestre de 2008 ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

En el ámbito del mercado de valores, se ha actualizado la normativa contable de las instituciones de inversión colectiva (IIC), tanto financieras como inmobiliarias, para adecuarla al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad (PGC), respetando las características propias y específicas de estas instituciones.

En el campo de los seguros privados, se ha publicado el nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras, inspirado en el PGC, y se ha modificado su reglamento con el objeto de adecuarlo al nuevo marco contable, así como para incorporar en el texto ciertos ajustes técnicos.

Por otro lado, se ha aprobado un paquete de medidas urgentes de impulso a la actividad económica para hacer frente a la desaceleración de la economía española. Dentro de este conjunto, cabe reseñar las actuaciones encaminadas a facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y los programas relacionados con el mercado de la vivienda.

Finalmente, se han promulgado dos disposiciones comunitarias. La primera presenta ciertas mejoras logísticas para la introducción del efectivo en euros en futuros Estados miembros participantes, y la segunda modifica el sistema de transmisión estadística del Banco Central Europeo (BCE) en materia de cuentas financieras trimestrales en la Unión Europea.

### ***Instituciones de inversión colectiva: modificación de las normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada***

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC<sup>1</sup>, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 1309/2005, de 4 noviembre<sup>2</sup>, facultaba al ministro de Economía y, con su habilitación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para aprobar normas específicas de contabilidad de las IIC. En virtud de dicha facultad, se publicó la Orden EHA/35/2008, de 14 de enero<sup>3</sup>, que facultó a la CNMV para que dictara normas sobre contabilidad de las IIC, cuentas anuales, determinación del patrimonio, de los resultados de las IIC, y frecuencia y detalle con que los datos deben ser suministrados a la CNMV.

Haciendo uso de dicha prerrogativa, se ha publicado la Circular 3/2008, de 11 de septiembre (BOE de 2 de octubre), de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, que deroga el anterior marco contable<sup>4</sup>.

El objeto fundamental de la Circular es adaptar el régimen contable de las IIC, tanto financieras como inmobiliarias, al nuevo marco contable establecido en el PGC, aprobado por el

---

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85. 2. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129. 3. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 174 y 175. 4. La Circular deroga la Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables y estados financieros reservados de IIC, modificada parcialmente por las circulares 4/1993, de 29 diciembre, 3/1998, de 22 septiembre, y 7/1998, de 16 diciembre, y determinadas secciones de la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. La Circular establece unas normas y criterios de contabilidad para ambos tipos de entidades que, si bien se enmarcan en los principios y directrices del nuevo PGC, adaptan este a las características propias y específicas de las IIC.

#### ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Circular regula las normas específicas de contabilidad, los criterios de valoración y clasificación de activos, la determinación del patrimonio y de los resultados, las cuentas anuales y estados complementarios de información reservada de las IIC, tanto financieras como inmobiliarias.

En cuanto a la forma de presentación de la información, a diferencia de la anterior normativa, las cuentas anuales y demás estados financieros reservados serán remitidos a la CNMV, en los plazos establecidos, por vía telemática mediante el servicio CIFRADOC/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2006, u otro similar.

#### CRITERIOS GENERALES DE CONTABILIZACIÓN

La Circular detalla el marco contable general y, en concreto, los principios básicos, los criterios de valoración, las definiciones contables, la periodicidad en la contabilización, así como las normas contables específicas de estas instituciones.

Los principios contables básicos, similares a los de la anterior normativa<sup>5</sup>, tienen como finalidad la claridad en la redacción de las cuentas anuales y los estados de información reservada, de forma que resulten comprensibles y útiles para los usuarios al tomar sus decisiones económicas, debiendo mostrar la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera y los resultados de la institución.

Dentro de los criterios de valoración cabe reseñar la introducción del *valor razonable* conforme establece el PGC, y otros criterios, como son el coste amortizado de un instrumento financiero, el tipo de interés efectivo, los costes de transacción atribuibles a un activo o pasivo financiero, el valor contable o en libros de los activos o pasivos, el coste histórico, el mercado activo y el valor residual de un activo.

En cuanto a la periodicidad de la contabilización, las IIC de carácter financiero aplicarán los criterios de la Circular, y calcularán el valor estimado de realización de los activos de acuerdo con la frecuencia de cálculo del valor liquidativo establecida en sus folletos explicativos, a menos que existan otras disposiciones que obliguen a valorar con una frecuencia mayor. Las de carácter inmobiliario calcularán el valor estimado de realización de los activos mensualmente o, en el caso de fondos de inversión inmobiliaria, con la frecuencia de cálculo de su valor liquidativo prevista en su reglamento, si fuese inferior al mes.

En las normas referentes a los instrumentos financieros, de acuerdo con la terminología del PGC, se hace una distinción entre activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de patrimonio, detallando los criterios de valoración para cada uno de ellos. Adicionalmente, se incluyen normas específicas sobre las operaciones en moneda extranjera, el impuesto sobre beneficios y los criterios generales para la determinación de los resultados.

El criterio de valoración utilizado para todos los activos financieros de las IIC de carácter financiero es su valor razonable, en los términos que indica la Circular, y los cambios que se produzcan en dicha valoración se imputarán en la cuenta de pérdidas y ganancias. De esta

---

5. Principios de: devengo, empresa en funcionamiento, uniformidad, prudencia, no compensación e importancia relativa.

forma, con la nueva normativa las plusvalías latentes de tales activos estarán incluidas directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias<sup>6</sup>.

De igual modo, la valoración de la cartera de inversiones inmobiliarias de las IIC de carácter inmobiliario también será su valor razonable, que, inicialmente, salvo evidencia en contrario, es el precio de adquisición más las contraprestaciones comprometidas derivadas de la adquisición. Posteriormente, se corresponderá, en general, con el último valor de tasación. Las posibles plusvalías se llevarán a una cuenta de ajustes por cambio de valor, dentro del patrimonio de las IIC, y las minusvalías se llevarán a la cuenta de resultados, una vez se haya agotado el posible saldo positivo de la citada cuenta de ajustes<sup>7</sup>.

Por otro lado, se establecen los criterios y mecanismos específicos de contabilización de las operaciones concretas que son realizadas por las IIC, tanto financieras como inmobiliarias. Dentro de las primeras, cabe reseñar la compraventa de valores al contado y a plazo, la adquisición y cesión temporal de activos, los contratos de futuros, de opciones y *warrants*, la cesión de valores en préstamo, y las operaciones de permuta financiera, entre otros.

En cuanto a las IIC inmobiliarias, se establecen normas específicas de contabilización para determinadas operaciones; entre otras, los inmuebles terminados, los compromisos de compra a plazo de inmuebles y contratos de arras, la compra de opciones de compra sobre inmuebles, los inmuebles en fase de proyecto y en construcción, las concesiones administrativas y otros derechos reales, las indemnizaciones a recibir y las operaciones híbridas.

MODELOS DE CUENTAS ANUALES  
Y ESTADOS DE INFORMACIÓN  
RESERVADA

La Circular introduce los nuevos modelos públicos de cuentas anuales y estados reservados de las IIC financieras e inmobiliarias, que deberán remitir a la CNMV, que presentan ciertas diferencias respecto a la normativa anterior. En concreto, el estado de cambios en el patrimonio neto se ajustará a lo dispuesto con carácter general en el PGC, con la salvedad de que no será exigible el estado de flujos de efectivo, dada su escasa representatividad en las IIC.

Asimismo, en el balance, en la cuenta de pérdidas y ganancias y en el estado de cambios en el patrimonio neto deberán figurar, además de las cifras del ejercicio que se cierra, las correspondientes al ejercicio anterior.

La memoria, comprendida dentro de las cuentas anuales, completará, ampliará y comentará los otros documentos integrantes de las mismas, de acuerdo con lo dispuesto en el PGC. No será necesario que se incluya información segmentada sobre el importe neto de la cifra de negocios.

Finalmente, se regula el régimen de transición del modelo contable anterior al recogido en la Circular, estableciéndose la imputación a reservas de los ajustes que surjan como consecuencia de los cambios en las normas contables. En las cuentas anuales del ejercicio 2008 no se reflejarán cifras comparativas, sin perjuicio de que en la memoria de dichas cuentas anuales se reflejen el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias incluidos en las cuentas anuales del ejercicio anterior.

La Circular entrará en vigor el próximo 31 de diciembre.

---

6. En la normativa anterior (Circular 7/1990), los activos financieros se contabilizaban inicialmente por su precio de adquisición, y posteriormente por su valor de mercado, reflejando las plusvalías latentes fuera de balance, en cuentas de orden, y, en su caso, las minusvalías con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias. 7. En el régimen anterior (Circular 4/1994), también se valoraba inicialmente al precio de adquisición y posteriormente con el último valor de tasación, y las plusvalías y minusvalías se llevaban a cuentas de orden, aunque su saldo se tenía en cuenta para el cálculo del valor liquidativo de la institución.

**Entidades aseguradoras:  
modificación  
de la normativa**

**PLAN DE CONTABILIDAD DE LAS  
ENTIDADES ASEGUADORAS**

Se han publicado el *Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio* (BOE de 11 de septiembre), por el que se aprueba el plan de contabilidad de las entidades aseguradoras, y el *Real Decreto 1318/2008, de 24 de julio* (BOE de 11 de septiembre), por el que se modifica el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre<sup>8</sup>, con el objeto de adecuarlo al nuevo plan de contabilidad, antes mencionado, así como para incorporar en el texto ciertos ajustes técnicos necesarios para su adecuación a las características de los nuevos productos de seguros.

El plan de contabilidad de las entidades aseguradoras (en adelante, el Plan) tiene por objeto la adecuación del marco contable de las entidades aseguradoras a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) aplicables en la Unión Europea<sup>9</sup>, por lo que sustituye al anterior plan de contabilidad, aprobado por el Real Decreto 2014/1997, de 26 de diciembre.

Se estructura en cinco partes: el marco conceptual de la contabilidad, las normas de registro y valoración, las cuentas anuales, el cuadro de cuentas, y las definiciones y relaciones contables.

La primera parte —marco conceptual de la contabilidad— recoge los documentos que integran las cuentas anuales, define los elementos que las componen, así como los requisitos, principios y criterios contables de reconocimiento y valoración, con el fin de que muestren la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad.

La segunda parte —normas de registro y valoración— desarrolla los principios contables y detalla los criterios de registro y valoración de las distintas transacciones y elementos patrimoniales de las entidades aseguradoras. Cabe mencionar que la NIIF relativa a los contratos de seguro ampara, de forma transitoria, el mantenimiento de las comisiones y costes de adquisición activados, aunque no cumplen la definición de activo recogida en el marco conceptual, hasta que se dicte y se apruebe una norma internacional contable al respecto.

La tercera parte, relativa a las cuentas anuales, incluye las normas de elaboración de las mismas, donde se establecen los documentos que han de elaborarse y los requisitos que deben observarse en su confección. Asimismo, recoge los criterios de distribución de ingresos y gastos y la estructura del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias, del estado de flujos de efectivo y del estado de cambios en el patrimonio neto.

La cuarta parte —cuadro de cuentas— contiene los grupos, subgrupos y cuentas necesarios, debidamente codificados en forma decimal y con un título expresivo de su contenido.

La quinta parte —definiciones y relaciones contables— recoge las definiciones de las distintas partidas que se incorporarán en el balance, en la cuenta de pérdidas y ganancias, y en el estado que refleje los 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.

Por otro lado, el Real Decreto contiene el régimen transitorio para la aplicación por primera vez del Plan, que contempla: la información que se debe incluir en el primer ejercicio de su apli-

---

**8.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero de 1999, Banco de España, pp. 90-93. **9.** Recogidas en el Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad, y posteriormente incorporadas en nuestra legislación mediante 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.

cación, la posibilidad de que las entidades valoren los inmuebles por su valor razonable en la fecha de transición al Plan, la aplicación retroactiva de los criterios contenidos en el mismo, con determinadas excepciones, y una serie de particularidades relativas a las combinaciones de negocios.

Por último, se incluye una disposición adicional relativa al régimen de la reserva de estabilización a efectos de la distribución de dividendos a cuenta, que tendrá la consideración de reserva obligatoria establecida por Ley.

El Plan entrará en vigor el próximo 31 de diciembre, sin perjuicio de la fecha de transición por la que opte cada entidad para la aplicación por primera vez del Plan, que será la fecha del balance de apertura del ejercicio en que se aplique la nueva normativa, conforme se establece en el régimen transitorio del Real Decreto.

MODIFICACIÓN DEL  
REGLAMENTO DE ORDENACIÓN  
Y SUPERVISIÓN  
DE LOS SEGUROS PRIVADOS

En el reglamento se introducen ciertas modificaciones técnicas puntuales, la mayoría de ellas como consecuencia de la aplicación del Plan.

Respecto a los seguros de vida distintos de aquellos en los que el tomador asume íntegramente el riesgo de inversión, se habilita al Ministerio de Economía y Hacienda para el desarrollo del régimen de provisiones que procedan para reflejar los riesgos derivados de estas operaciones.

El resto de las modificaciones vienen derivadas de la adaptación de su terminología a la del Plan, y en especial a lo establecido en 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.

Así, cabe reseñar que, en lo relativo al patrimonio propio no comprometido, se adaptan su terminología y el tratamiento contable de determinadas partidas al Plan. En concreto, es destacable la inclusión en dicho patrimonio de determinadas partidas, como la reserva de revalorización de inmuebles derivada de la primera aplicación del plan de contabilidad, la reserva por fondo de comercio y los *ajustes por cambios de valor* que forman parte del patrimonio neto.

Del mismo modo, dentro de la descripción de las causas de disolución de entidades aseguradoras, los cálculos referidos al patrimonio neto contable se adecuan a lo establecido en la Ley 16/2007, de 4 de julio. Finalmente, las referencias hechas al valor de mercado de los activos y pasivos se entenderán realizadas al valor razonable de los mismos, y las realizadas al precio de adquisición de los activos se entenderán realizadas al valor inicial por el que se reconocieron contablemente dichos activos, de acuerdo con lo establecido en el nuevo plan de contabilidad.

El Real Decreto entrará en vigor el próximo 31 de diciembre.

**Medidas de reforma  
estructural y de impulso  
de la economía española**

El Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril<sup>10</sup>, introdujo una serie de medidas urgentes de impulso a la actividad económica para hacer frente a la desaceleración de la economía española. En esta misma línea, se ha publicado recientemente la Orden Pre/2424/2008, de 14 de agosto (BOE del 15), por la que se da publicidad al Acuerdo del Consejo de Ministros de 14 de agosto de 2008, sobre medidas de reforma estructural y de impulso de la financiación de

---

<sup>10</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2008, Banco de España, pp. 161 y 162.

las pequeñas y medianas empresas. Dicho Acuerdo establece un programa de actuaciones en sectores estratégicos, que comprometen a todos los ministerios económicos para acelerar su puesta en marcha a través de un conjunto de medidas que se deben impulsar a corto plazo (la mayoría de ellas, antes de final de año).

En primer lugar, para facilitar la financiación de pequeñas y medianas empresas, el Ministerio de Economía y Hacienda presentará una propuesta para otorgar avales con la garantía del Estado, por una cuantía máxima de 3 mm de euros en 2009 y 2010, que tengan como objetivo garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización, cuyos activos sean préstamos o créditos concedidos a pequeñas o medianas empresas. Asimismo, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) pondrá en marcha una línea de mediación para la financiación de proyectos de inversión de medianas empresas por una cuantía máxima de 2 mm de euros en 2009 y 2010.

En segundo lugar, dentro del mercado de la vivienda y de la edificación, el ICO renovará en 2009 y 2010, por un importe de 5 mm de euros, la línea de avales a los fondos de titulización que tengan como subyacente préstamos a ciudadanos para la adquisición de vivienda protegida. Por su parte, el Ministerio de Vivienda diseñará un nuevo marco normativo que impulse la renovación y la rehabilitación de edificios y viviendas. Junto con el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, presentará una propuesta de Plan Renove de edificación para impulsar la rehabilitación de viviendas e infraestructuras hoteleras. Finalmente, junto con el Ministerio de Justicia, tramitará un anteproyecto de ley de medidas de fomento del alquiler de viviendas y la eficiencia energética de los edificios. Entre ellas, se estudiará la posibilidad de poner en marcha un sistema arbitral de resolución rápida, sencilla y económica de conflictos arrendaticios.

Además, se incluye una serie de medidas que afectan a otros sectores, como son: las actuaciones para reducir costes, mejorar la competencia en la prestación de servicios y reforzar la independencia y capacidad de supervisión de los organismos reguladores sectoriales; las actuaciones para impulsar y dinamizar el transporte de mercancías por ferrocarril, y para mejorar las condiciones de competencia y competitividad del sector; las actuaciones orientadas a fomentar la eficiencia energética y el uso de energías renovables, así como el impulso de las líneas estratégicas de lucha contra el cambio climático; y, finalmente, determinadas actuaciones en el sector de telecomunicaciones y de la sociedad de la información.

**Banco Central Europeo:  
introducción y distribución  
del efectivo en euros**

La Orientación BCE/2006/9, de 14 de julio de 2006, sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución<sup>11</sup> anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro, establecía las normas que permiten a los bancos centrales nacionales (BCN) de los futuros Estados miembros participantes tomar prestados billetes y monedas en euros del Eurosistema, a fin de distribuirlos y subdistribuirlos antes de la introducción del efectivo en euros. Además, señalaba las obligaciones que debían cumplir las entidades de contrapartida cualificadas y los terceros profesionales para ser receptores, respectivamente, de la distribución y subdistribución anticipadas, respectivamente.

Tras la introducción del euro en Eslovenia, Chipre y Malta, se ha puesto de manifiesto la necesidad de hacer varios cambios, con el fin de mejorar los aspectos logísticos de la introducción

---

**11.** La distribución anticipada es la entrega material de billetes y monedas en euros por un futuro BCN del Eurosistema a entidades de contrapartida cualificadas (es decir, las entidades de crédito y las oficinas de correo nacionales) en el territorio de un futuro Estado miembro participante. La subdistribución anticipada es la entrega, por una entidad de contrapartida cualificada a terceros profesionales (es decir, ciertos grupos comerciales seleccionados, como los minoristas, el sector de las máquinas expendedoras y las empresas de transporte de fondos), de billetes y monedas en euros en el territorio de un futuro Estado miembro participante.

del efectivo en euros en futuros Estados miembros participantes, por lo que se ha publicado la *Orientación BCE/2008/4 del Banco Central Europeo, de 19 de junio de 2008* (DOUE de 4 de julio), por la que se modifica la Orientación BCE/2006/9.

Actualmente, solo las entidades de crédito y las oficinas de correos nacionales que tengan cuenta en sus futuros BCN del Eurosistema pueden subdistribuir. A partir de ahora se permite a las oficinas de correos nacionales y a las entidades de crédito que designen como agentes a empresas de transporte de fondos para que, por su cuenta y riesgo, almacenen y subdistribuyan anticipadamente billetes y monedas en euros a terceros profesionales.

Además, para no duplicar las obligaciones de información relativas al volumen y la denominación de los billetes y monedas en euros distribuidos y subdistribuidos anticipadamente, se simplifica el trámite de información aplicable a los futuros BCN del Eurosistema y a las entidades de contrapartida cualificadas.

Por otro lado, se permite a los BCN del Eurosistema, que hasta la fecha eran los encargados de realizar las auditorías y las inspecciones en los locales de las entidades receptoras de la distribución y subdistribución anticipadas, confíen esas tareas a otros poderes públicos competentes, a fin de verificar la presencia en ellos de los billetes y monedas en euros subdistribuidos anticipadamente.

Finalmente, se establece un procedimiento simplificado de subdistribución anticipada aplicable únicamente en caso de pequeñas cantidades de billetes y monedas en euros a ciertas clases de minoristas (es decir, empresas con menos de 10 empleados y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supere los 2 millones de euros).

**Modificación de las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de cuentas financieras trimestrales**

La Orientación BCE/2002/7, de 21 de noviembre de 2002, recogía las exigencias de información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales que los BCN debían proporcionar al Banco Central Europeo. Por otro lado, el programa de transmisión de datos, revisado conforme al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95<sup>12</sup>), favoreció la introducción de normas de codificación de los datos estadísticos de forma más efectiva.

Recientemente, se ha publicado la *Orientación BCE/2008/6 del Banco Central Europeo, de 26 de agosto de 2008* (DOUE de 27 de septiembre), por la que se modifica la Orientación BCE/2002/7, a fin de adecuar las normas de codificación allí establecidas al programa de transmisión del SEC 95. La armonización de las normas de codificación por esta Orientación es una modificación técnica que ni cambia el marco conceptual subyacente de las exigencias de información, ni afecta a la carga informadora.

La Orientación entró en vigor el pasado 1 de octubre.

6.10.2008.

---

12. Conforme al Reglamento (CE) n.º 2223/96, del Consejo, de 25 de junio de 1996, relativo al sistema de cuentas nacionales y regionales de la Comunidad.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

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

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

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

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

	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*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo <sup>1</sup> (BE) 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) <sup>1</sup> (BE) 63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

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

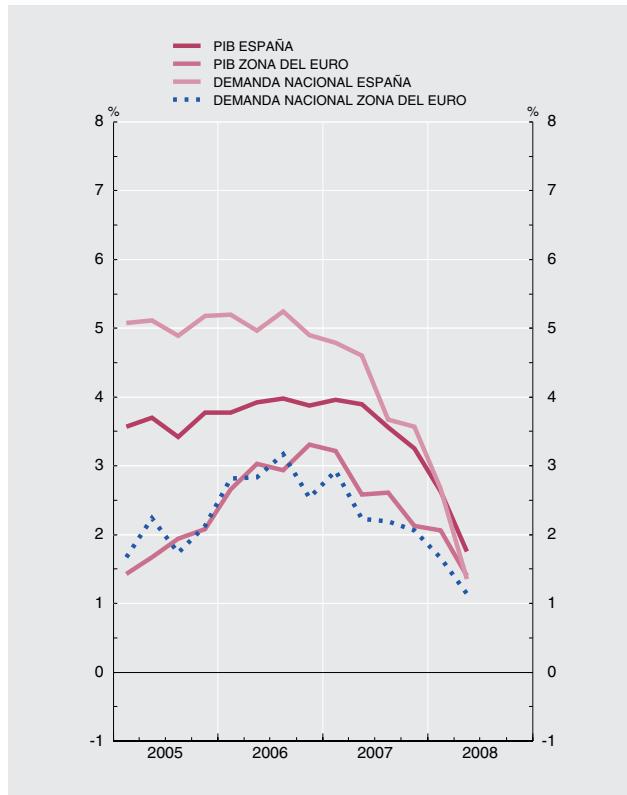
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

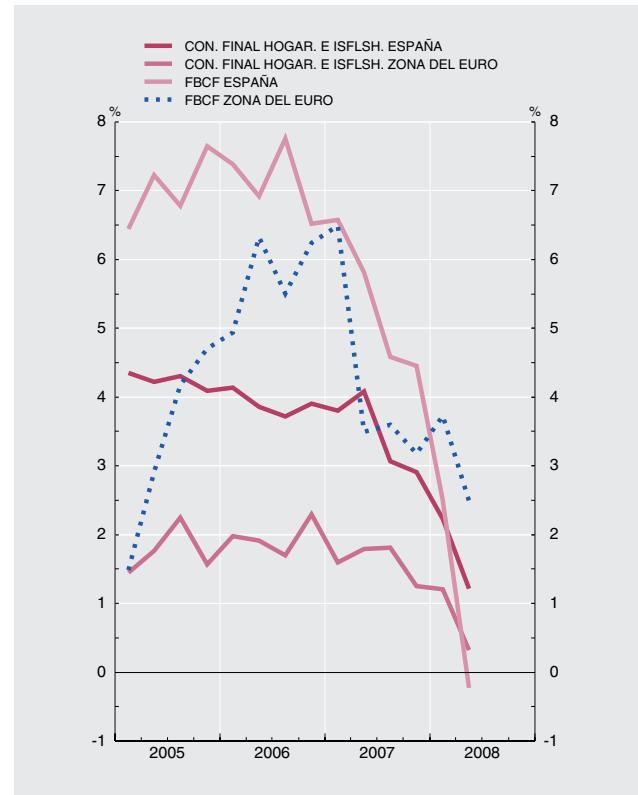
Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)		
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro (e)	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	
05	P	3,6	1,8	4,2	1,8	5,5	1,5	7,0	3,3	5,1	1,9	2,5	5,2	7,7	5,8	909	8 057
06	P	3,9	3,0	3,9	2,0	4,6	1,9	7,1	5,8	5,1	2,8	6,7	8,4	10,3	8,3	982	8 458
07	P	3,7	2,6	3,5	1,6	4,9	2,3	5,3	4,2	4,2	2,4	4,9	6,0	6,2	5,4	1 051	8 911
05 //I	P	3,4	1,9	4,3	2,3	5,0	1,7	6,8	4,2	4,9	1,9	2,8	6,2	8,0	5,8	229	2 025
05 //IV	P	3,8	2,1	4,1	1,6	5,7	1,6	7,6	4,7	5,2	2,1	3,7	6,0	8,7	6,3	234	2 048
06 //I	P	3,8	2,7	4,1	2,0	4,9	2,3	7,4	4,9	5,2	2,7	6,7	8,9	11,2	9,6	239	2 072
06 //II	P	3,9	3,0	3,9	1,9	4,3	1,5	6,9	6,3	5,0	3,0	7,4	8,6	10,4	8,3	243	2 106
06 //III	P	4,0	2,9	3,7	1,7	4,6	1,6	7,8	5,5	5,2	2,9	5,6	6,8	9,6	7,6	248	2 127
06 //IV	P	3,9	3,3	3,9	2,3	4,5	2,3	6,5	6,2	4,9	3,3	7,2	9,3	10,0	7,5	252	2 153
07 //I	P	4,0	3,2	3,8	1,6	5,3	2,3	6,6	6,5	4,8	3,2	3,3	6,7	6,1	6,2	257	2 194
07 //II	P	3,9	2,6	4,1	1,8	5,0	2,3	5,8	3,5	4,6	2,6	3,9	6,0	6,2	5,3	261	2 218
07 //III	P	3,6	2,6	3,1	1,8	4,8	2,4	4,6	3,6	3,7	2,6	8,2	7,3	7,6	6,4	264	2 241
07 //IV	P	3,2	2,1	2,9	1,3	4,4	2,1	4,5	3,2	3,6	2,1	4,0	4,0	4,9	3,9	268	2 258
08 //I	P	2,6	2,1	2,2	1,2	3,6	1,4	2,5	3,7	2,7	2,1	4,3	5,3	4,1	4,5	272	2 293
08 //II	P	1,8	1,4	1,2	0,3	3,8	1,7	-0,2	2,5	1,4	4,1	3,7	2,3	3,2	275	2 306	

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



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



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rubrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

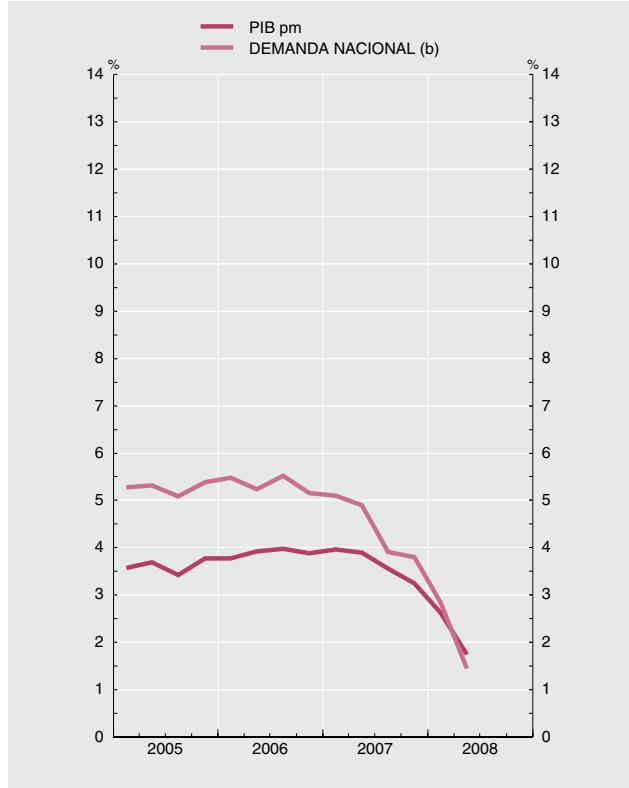
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

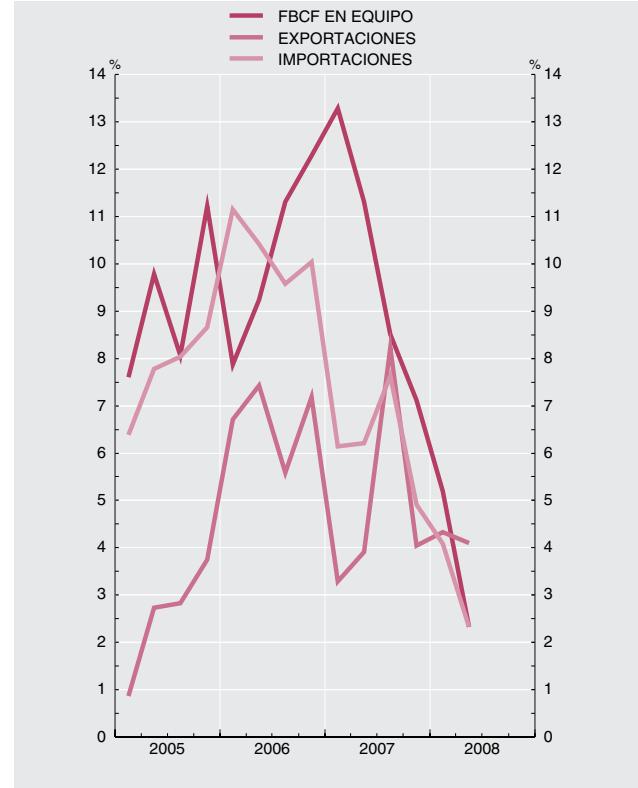
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de 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
05	P	7,0	9,2	6,1	7,1	-0,1		2,5	1,1	2,3	9,5	7,7	7,3	20,6	7,2	5,3	3,6
06	P	7,1	10,2	5,9	7,1	0,2		6,7	6,7	1,6	12,2	10,3	10,3	5,9	11,2	5,3	3,9
07	P	5,3	10,0	3,8	3,9	-0,1		4,9	4,3	0,1	11,9	6,2	4,8	7,2	12,8	4,4	3,7
05	III	P	6,8	8,1	6,4	6,4	-0,2	2,8	1,2	2,9	9,9	8,0	6,5	20,4	13,0	5,1	3,4
	/V	P	7,6	11,2	6,2	7,5	-0,1	3,7	3,7	2,0	5,6	8,7	9,0	15,5	5,8	5,4	3,8
06	/	P	7,4	7,9	6,7	9,0	0,0	6,7	7,3	2,7	8,7	11,2	11,1	3,5	12,9	5,5	3,8
	/	P	6,9	9,2	6,1	6,4	0,2	7,4	7,7	2,8	10,9	10,4	10,0	6,9	13,3	5,2	3,9
	III	P	7,8	11,3	6,1	8,4	0,5	5,6	6,2	1,0	7,6	9,6	10,6	7,6	5,3	5,5	4,0
	/V	P	6,5	12,3	4,7	4,6	0,2	7,2	5,6	0,0	21,6	10,0	9,5	5,6	13,7	5,2	3,9
07	/	P	6,6	13,3	5,1	2,4	-0,1	3,3	2,5	0,3	9,6	6,1	5,3	10,0	9,2	5,1	4,0
	/	P	5,8	11,3	4,2	3,7	-0,1	3,9	4,0	-0,4	7,7	6,2	4,9	8,2	12,0	4,9	3,9
	III	P	4,6	8,5	3,3	3,6	-0,1	8,2	6,0	-0,1	26,2	7,6	5,7	6,1	17,8	3,9	3,6
	/V	P	4,5	7,1	2,9	6,0	-0,0	4,0	4,6	0,4	5,2	4,9	3,5	4,5	12,1	3,8	3,2
08	/	P	2,5	5,2	0,3	6,0	0,1	4,3	4,1	-0,2	9,2	4,1	4,7	2,7	1,4	2,8	2,6
	/	P	-0,2	2,3	-2,4	3,3	0,1	4,1	4,4	-0,6	7,1	2,3	-4,3	1,1	1,5	1,8	

**PIB. DEMANDA INTERNA**  
Tasas de variación interanual



**PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA**  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

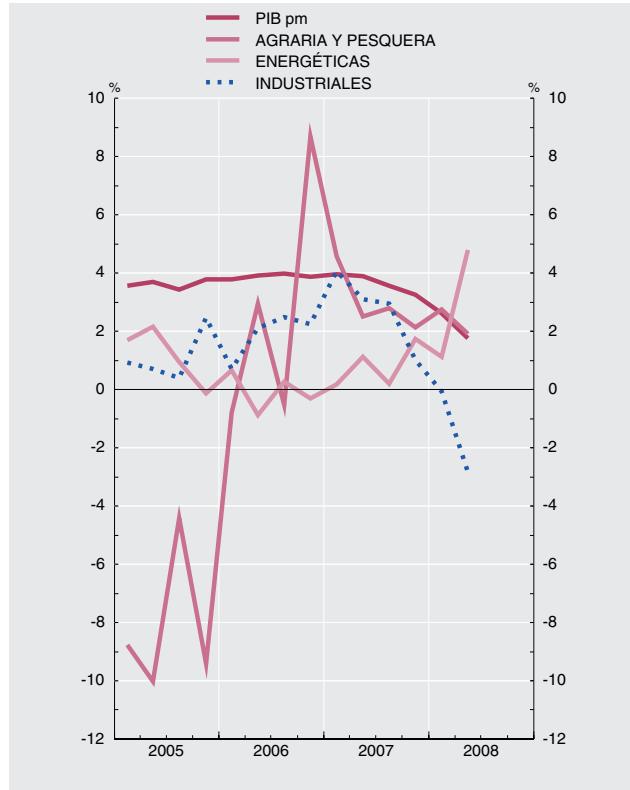
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

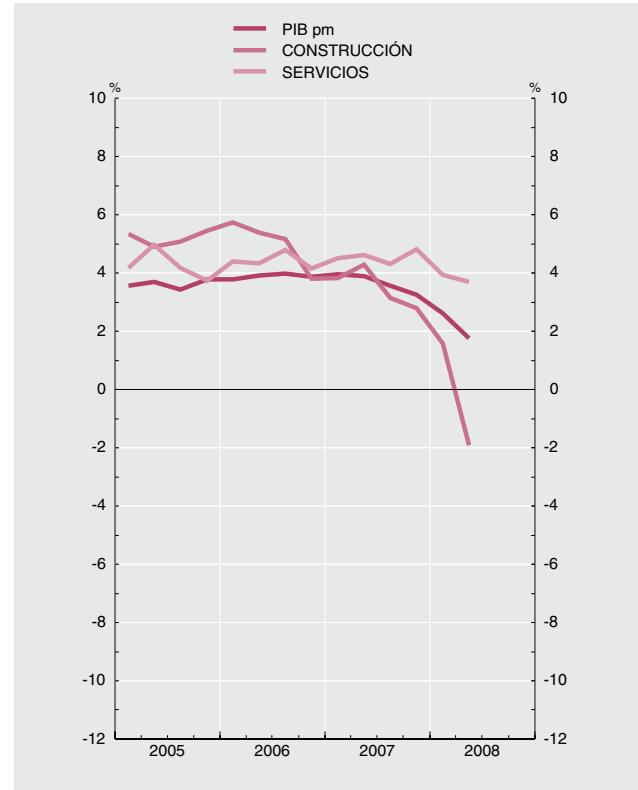
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			IVAs que gravan los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos	Tasas de variación interanual				
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado								
05	P	3,6	-8,2	1,2	1,1	5,2	4,3	4,3	3,9	5,5	4,9	7,3					
06	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8					
07	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3					
05	III	P	3,4	-4,4	0,9	0,4	5,1	4,2	4,4	3,5	5,7	5,8	2,6				
	IV	P	3,8	-9,4	-0,1	2,5	5,5	3,7	3,8	3,6	5,4	8,1	16,1				
06	I	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2				
	II	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4				
	III	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4				
	IV	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9				
07	I	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9				
	II	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4				
	III	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1				
	IV	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6				
08	I	P	2,6	2,7	1,1	-0,1	1,6	3,9	3,8	4,4	1,3	-0,2	-1,8				
	II	P	1,8	1,9	4,8	-2,8	-1,9	3,7	3,4	4,6	0,9	-5,1	-1,9				

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

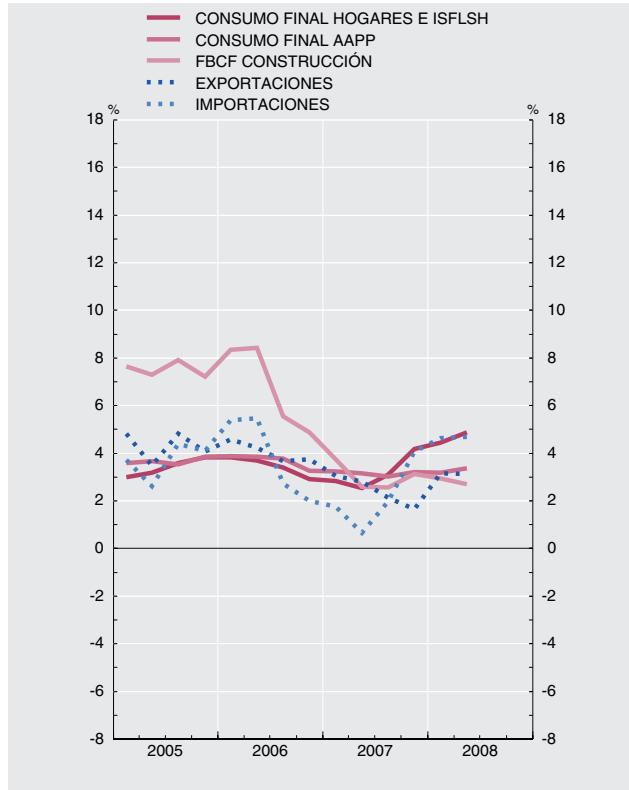
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

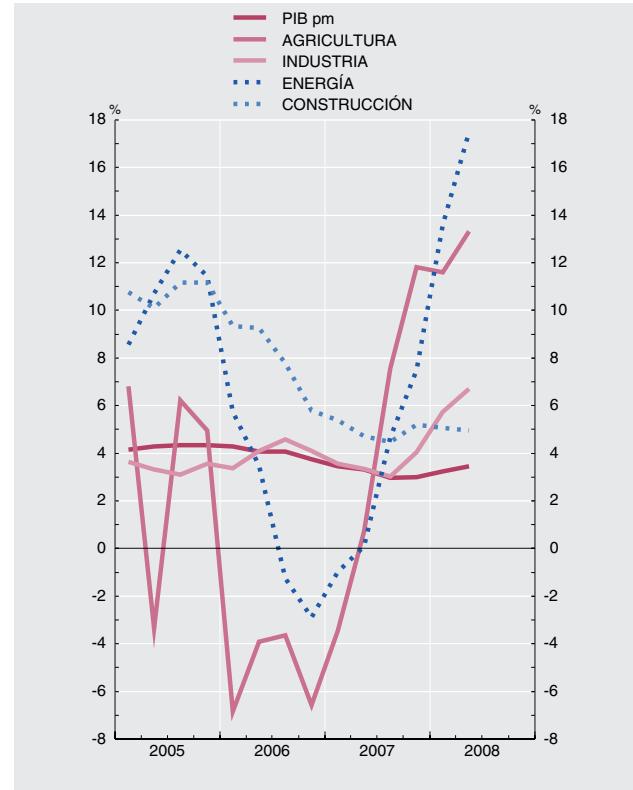
Tasas de variación interanual

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

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



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



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

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

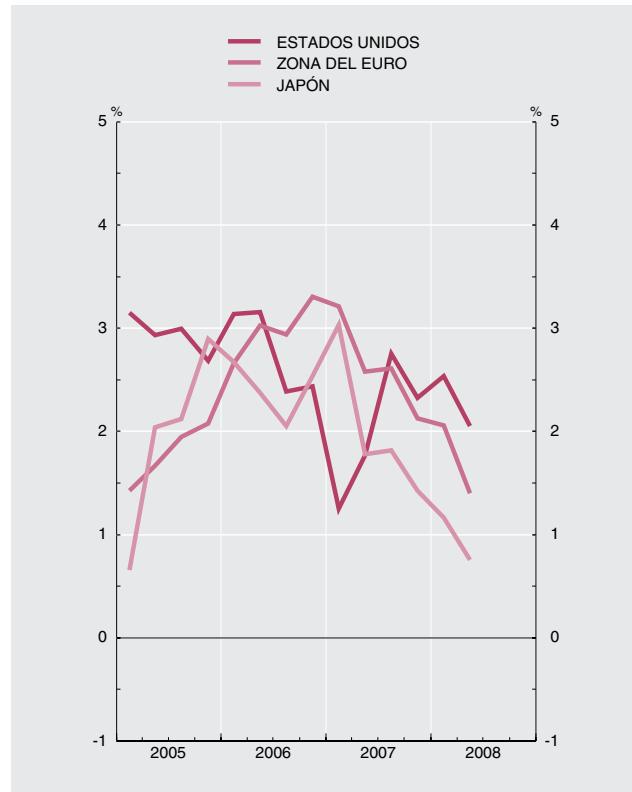
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

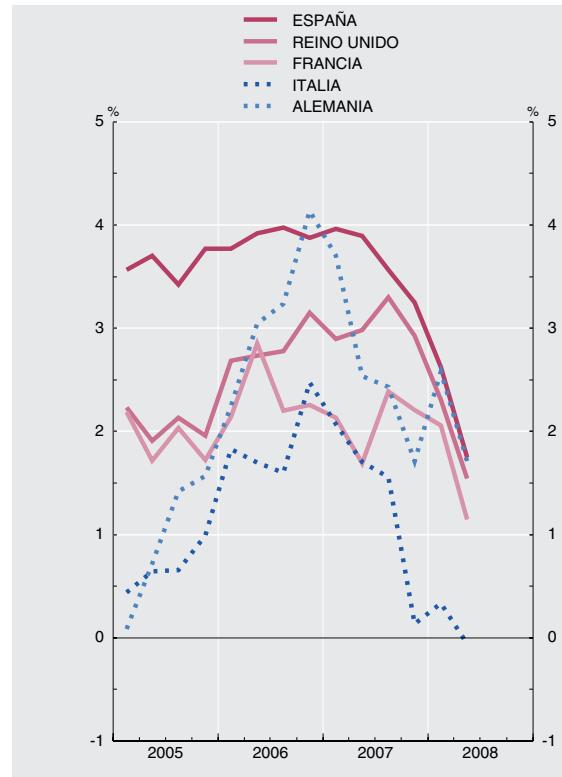
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
05	2,7	2,0	1,8	0,9	3,6	2,9	1,9	0,7	1,9	2,1	
06	3,2	3,2	3,0	3,2	3,9	2,8	2,4	1,9	2,4	2,8	
07	2,7	2,9	2,6	2,6	3,7	2,0	2,1	1,4	2,0	3,0	
05 //	2,6	1,9	1,7	0,7	3,7	2,9	1,7	0,6	2,0	1,9	
//	2,8	2,2	1,9	1,4	3,4	3,0	2,0	0,7	2,1	2,1	
/IV	3,0	2,3	2,1	1,6	3,8	2,7	1,7	1,0	2,9	2,0	
06 I	3,3	2,9	2,7	2,2	3,8	3,1	2,1	1,8	2,7	2,7	
//	3,4	3,2	3,0	3,0	3,9	3,2	2,9	1,7	2,4	2,7	
///	2,9	3,2	2,9	3,2	4,0	2,4	2,2	1,6	2,0	2,8	
/IV	3,1	3,5	3,3	4,1	3,9	2,4	2,3	2,5	2,5	3,2	
07 I	2,8	3,4	3,2	3,7	4,0	1,3	2,1	2,1	3,0	2,9	
//	2,5	2,8	2,6	2,5	3,9	1,8	1,7	1,7	1,8	3,0	
///	2,9	2,9	2,6	2,4	3,6	2,8	2,4	1,6	1,8	3,3	
/IV	2,6	2,5	2,1	1,7	3,2	2,3	2,2	0,1	1,4	2,9	
08 I	2,6	2,3	2,1	2,6	2,6	2,5	2,1	0,3	1,2	2,3	
//	...	1,7	1,4	1,7	1,8	2,1	1,1	-0,1	0,8	1,5	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

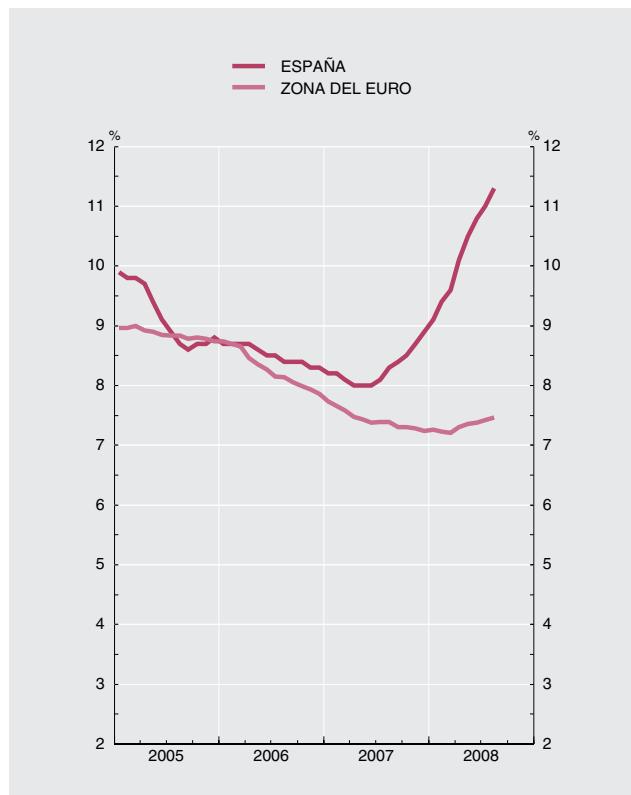
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

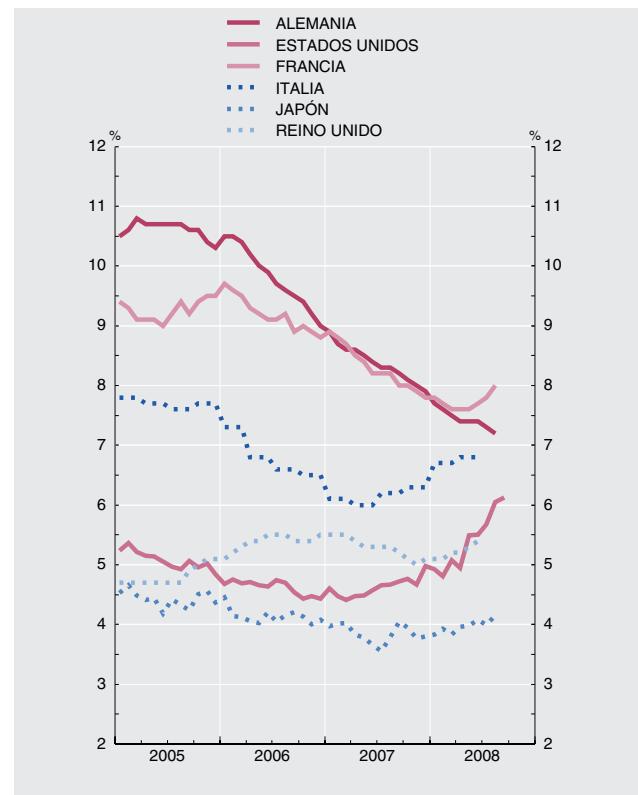
■ Serie representada gráficamente.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Porcentajes
OCDE	6,7	8,9	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8	
UE 27	6,1	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4	
Zona del euro	5,6	7,1	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,8	5,3	
Alemania											
España											
Estados Unidos de América											
Francia											
Italia											
Japón											
Reino Unido											
05											
06											
07											
07 Mar	5,7	7,4	7,6	8,6	8,1	4,4	8,7	6,1	4,0	5,5	
Abr	5,6	7,2	7,5	8,6	8,0	4,5	8,5	6,0	3,8	5,4	
May	5,6	7,2	7,4	8,5	8,0	4,5	8,4	6,0	3,8	5,3	
Jun	5,6	7,1	7,4	8,4	8,0	4,6	8,2	6,0	3,7	5,3	
Jul	5,6	7,1	7,4	8,3	8,1	4,7	8,2	6,2	3,6	5,3	
Ago	5,6	7,1	7,4	8,3	8,3	4,7	8,2	6,2	3,8	5,3	
Sep	5,6	7,0	7,3	8,2	8,4	4,7	8,0	6,2	4,1	5,2	
Oct	5,6	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,3	4,0	5,1	
Nov	5,5	6,9	7,3	8,0	8,7	4,7	7,9	6,3	3,8	5,0	
Dic	5,6	6,8	7,2	7,9	8,9	5,0	7,8	6,3	3,8	5,1	
08 Ene	5,5	6,8	7,3	7,7	9,1	4,9	7,8	6,7	3,8	5,1	
Feb	5,5	6,8	7,2	7,6	9,4	4,8	7,7	6,7	3,9	5,1	
Mar	5,6	6,8	7,2	7,5	9,6	5,1	7,6	6,7	3,8	5,2	
Abr	5,6	6,8	7,3	7,4	10,1	5,0	7,6	6,8	4,0	5,2	
May	5,8	6,9	7,4	7,4	10,5	5,5	7,6	6,8	4,0	5,3	
Jun	5,8	6,9	7,4	7,4	10,8	5,5	7,7	6,8	4,1	5,4	
Jul	5,8	6,9	7,4	7,3	11,0	5,7	7,8	...	4,0	...	
Ago	6,0	6,9	7,5	7,2	11,3	6,1	8,0	...	4,2	...	

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



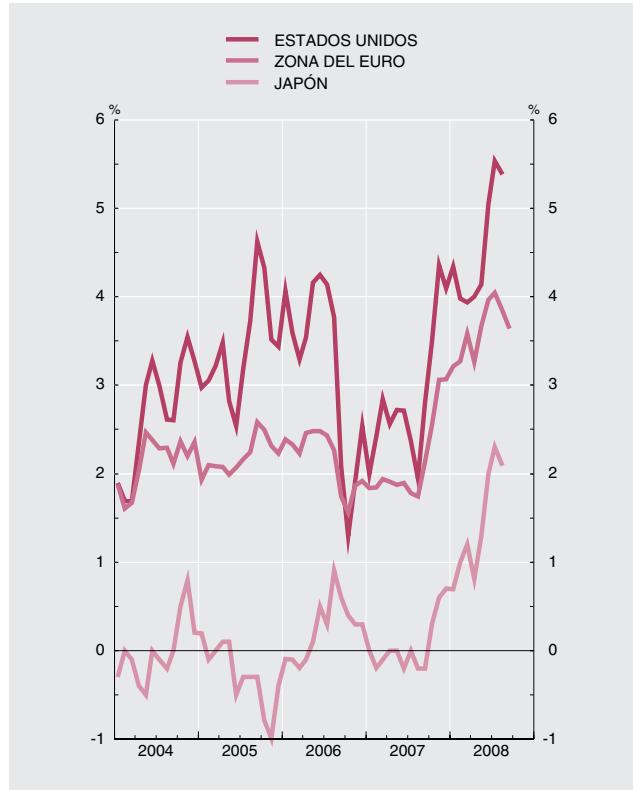
FUENTES: BCE y OCDE.

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

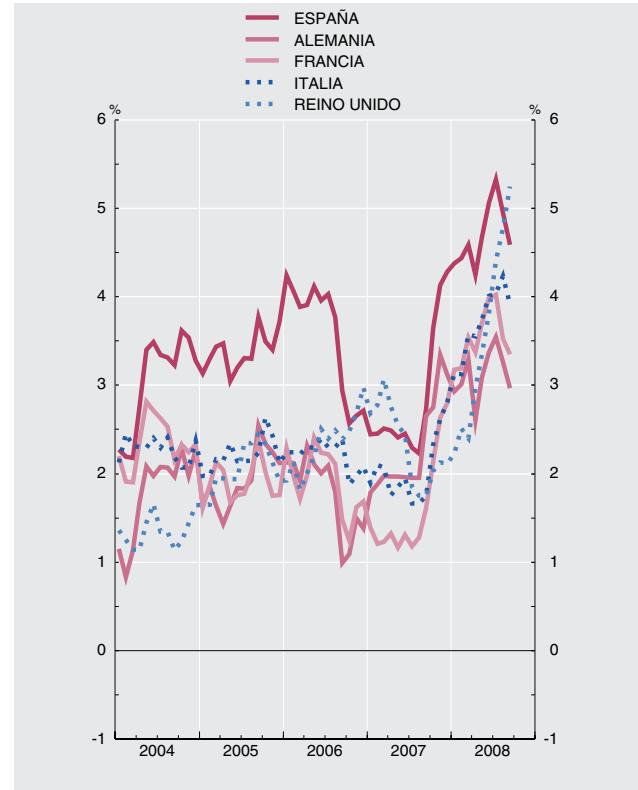
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
04	2,4	2,3	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3	
05	2,6	2,3	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1	
06	2,6	2,3	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3	
07	2,5	2,4	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3	
07 Abr	2,4	2,2	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8	
May	2,4	2,1	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5	
Jun	2,4	2,2	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4	
Jul	2,1	2,0	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9	
Ago	1,9	1,9	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7	
Sep	2,4	2,3	2,1	2,7	2,7	2,8	1,6	1,7	-0,2	1,7	
Oct	2,9	2,7	2,6	2,7	3,6	3,5	2,1	2,3	0,3	2,0	
Nov	3,5	3,1	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1	
Dic	3,4	3,2	3,1	3,1	4,3	4,1	2,8	2,8	0,7	2,1	
08 Ene	3,5	3,4	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2	
Feb	3,4	3,5	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5	
Mar	3,5	3,7	3,6	3,3	4,6	3,9	3,5	3,6	1,2	2,4	
Abr	3,5	3,6	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0	
May	3,8	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3	
Jun	4,4	4,2	4,0	3,4	5,1	5,0	4,0	4,0	2,0	3,8	
Jul	4,9	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4	
Ago	4,7	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8	
Sep	...	4,2	3,6	3,0	4,6	...	3,3	3,9	...	5,2	

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

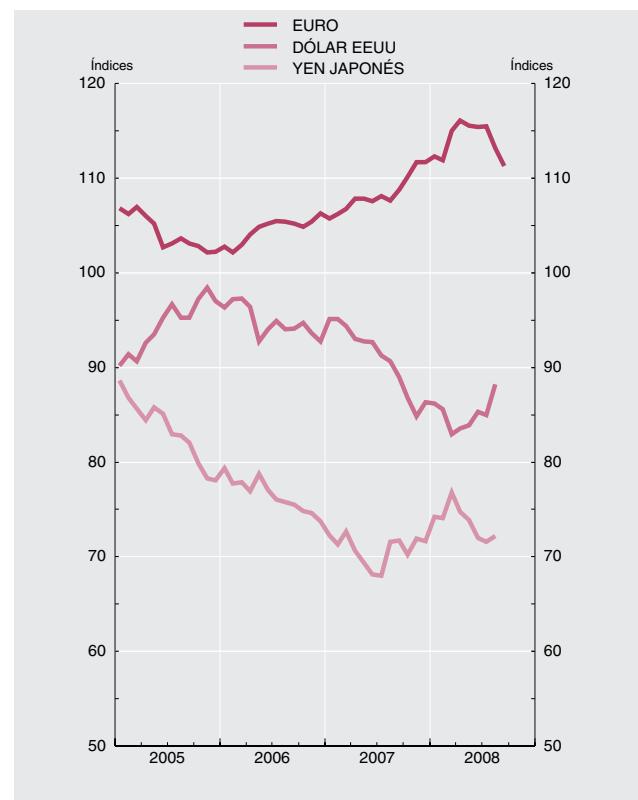
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/pecu	Yen japonés por pecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							7	8	9	10	11	12
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,9	104,2	94,5	83,3	102,5	96,2	83,4
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,0	96,3	77,2
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	106,8	92,6	71,9
07 E-S	1,3446	160,40	119,31	106,8	83,9	88,6	107,4	92,6	70,6	105,9	93,9	71,8
08 E-S	1,5222	160,99	105,82	114,0	76,1	95,0	114,0	85,1	73,7	111,7	88,2	74,4
07 Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,8	108,1	91,3	68,0	106,5	93,3	69,1
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	81,9	89,9	107,6	90,7	71,6	106,3	92,2	72,8
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,4	108,8	89,0	71,7	107,5	90,8	72,9
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	108,7	89,1	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,7	84,9	71,9	109,9	88,1	72,8
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,7	86,4	71,6	110,0	88,9	72,7
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,3	86,2	74,2	110,4	88,2	75,2
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	111,9	85,6	74,1	110,4	87,9	75,2
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	115,0	82,9	76,8	112,8	85,9	77,4
Abr	1,5751	161,56	102,66	116,0	74,4	96,5	116,1	83,5	74,8	113,8	86,3	75,5
May	1,5557	162,31	104,34	115,5	74,7	95,3	115,5	83,9	73,9	112,9	87,6	74,2
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,4	75,5	93,1	115,4	85,3	72,0	112,2	88,9	72,3
Jul	1,5770	168,45	106,83	115,8	75,0	92,6	115,5	85,0	71,6	112,2	89,2	72,3
Ago	1,4975	163,63	109,28	113,5	78,2	92,9	113,2	88,2	72,2	111,0	91,9	73,5
Sep	1,4370	153,20	106,62	111,6	79,4	97,3	111,3	...	...	109,3	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

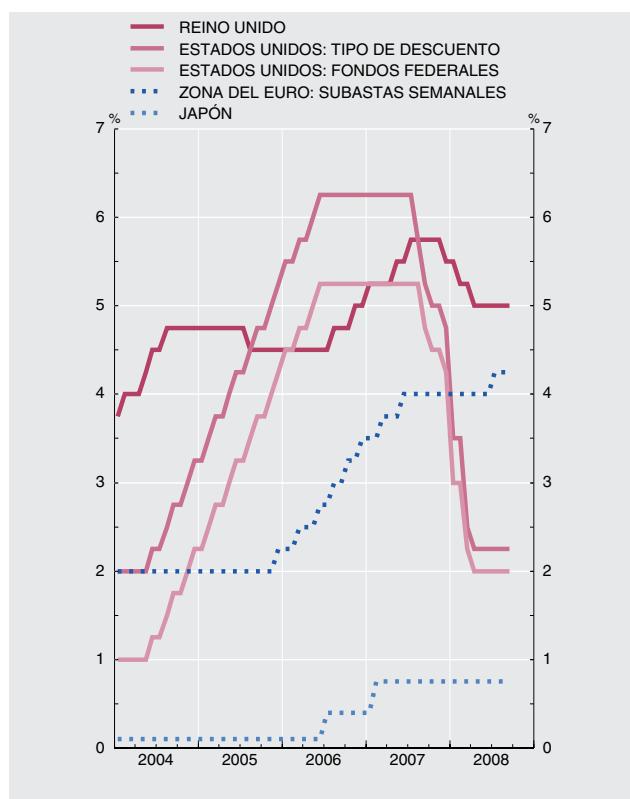
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

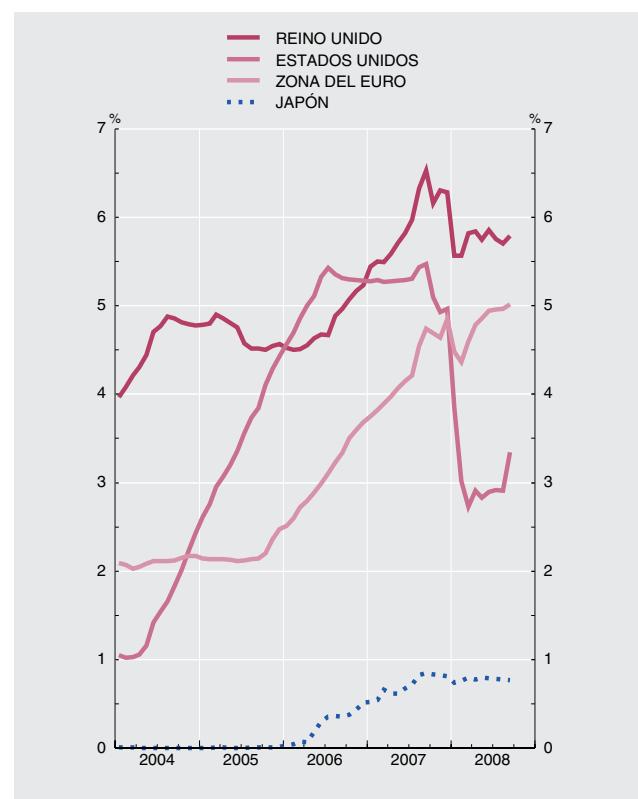
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
07		4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
07 Abr		3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May		3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun		4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul		4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago		4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep		4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct		4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov		4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic		4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene		4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb		4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar		4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
Abr		4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
May		4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
Jun		4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
Jul		4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
Ago		4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
Sep		4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

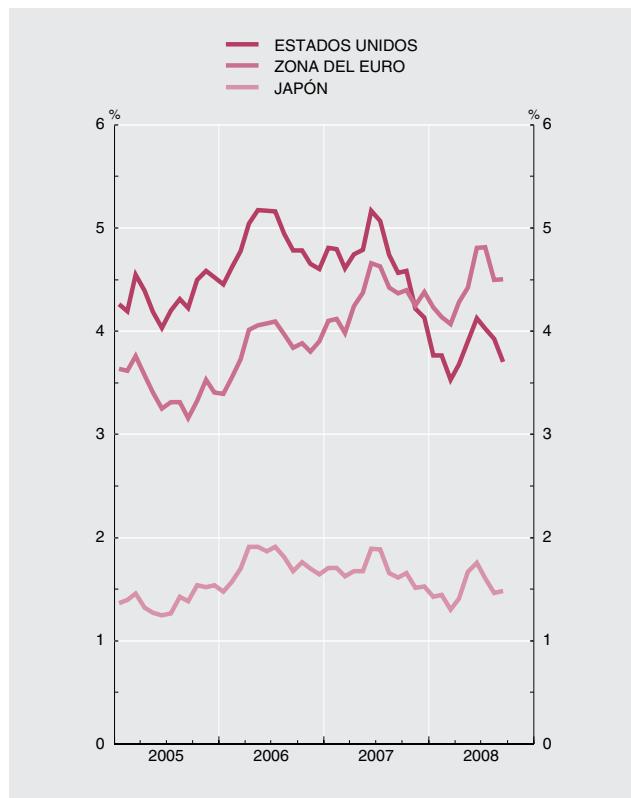
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

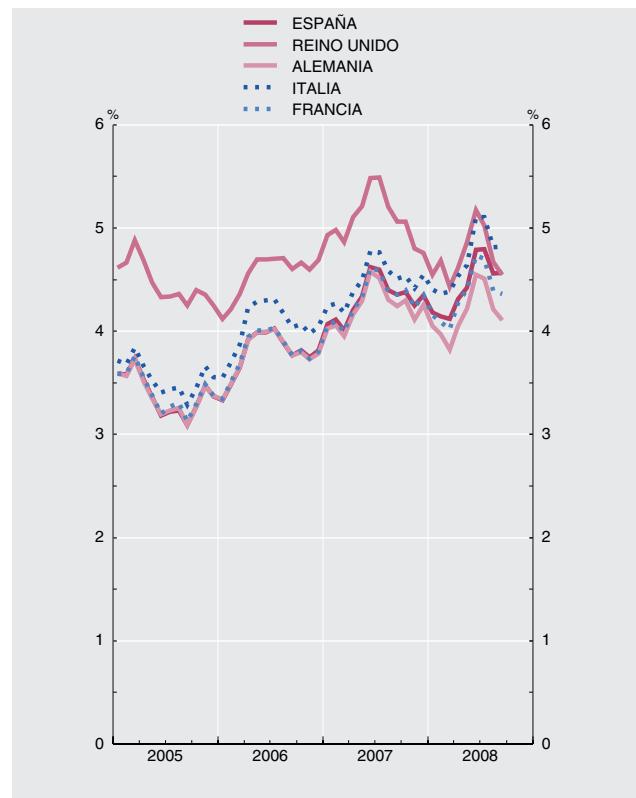
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
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	
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08	
07 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	
08 Ene	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55	
Feb	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68	
Mar	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43	
Abr	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62	
May	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86	
Jun	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17	
Jul	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02	
Ago	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67	
Sep	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54	

### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

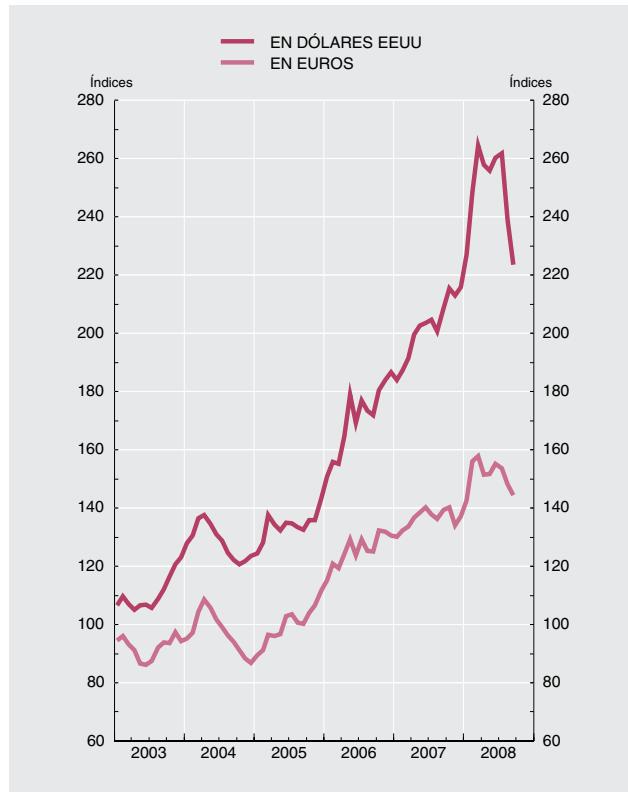
**2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO**

■ Serie representada gráficamente.

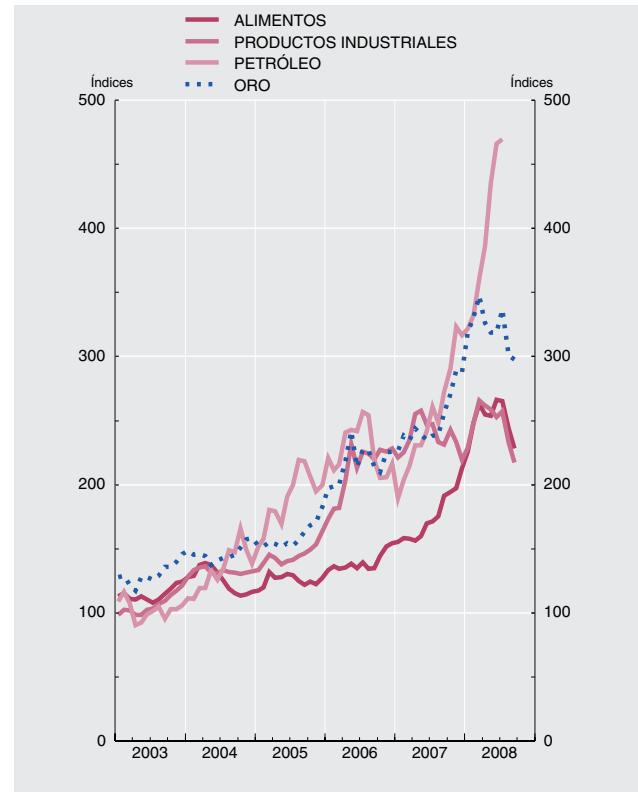
Base 2000 = 100

	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	Índice			
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	
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		
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32		
07 E-S	136,1	198,1	166,2	239,3	158,7	283,3	232,6	67,6	238,7	666,0	15,92		
08 E-S	151,2	248,7	250,0	247,0	192,9	276,7	...	111,4	321,7	897,5	18,96		
07 Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,6	238,5	665,4	15,70		
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	272,4	78,2	255,5	712,9	16,47		
Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,8	270,5	754,6	17,05		
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,1	289,0	806,2	17,65		
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,5	287,9	803,2	17,77		
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42		
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11		
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	360,7	104,3	347,1	968,4	20,06		
Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57		
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39		
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39		
Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17		
Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	...	114,2	300,8	839,0	18,00		
Sep	144,4	223,4	228,3	217,1	181,1	236,7	...	98,1	297,5	829,9	18,56		

**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.

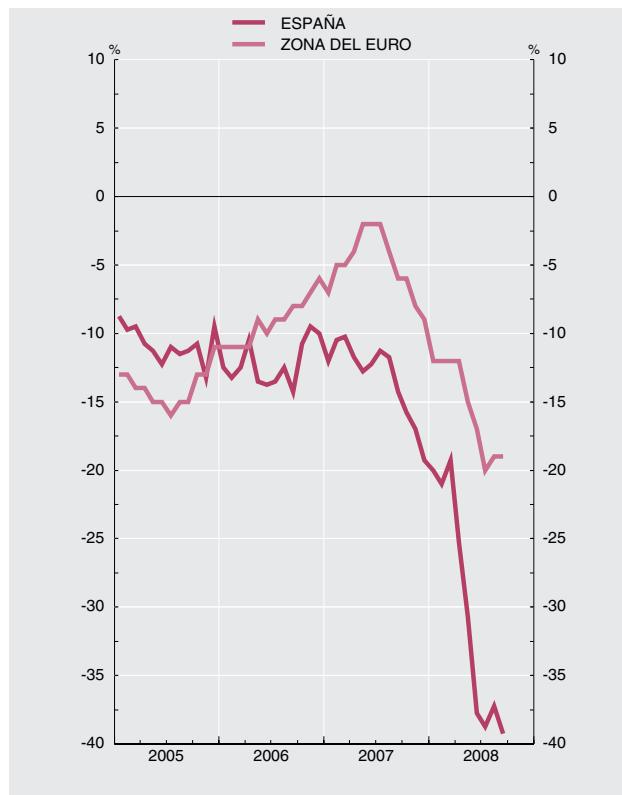
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

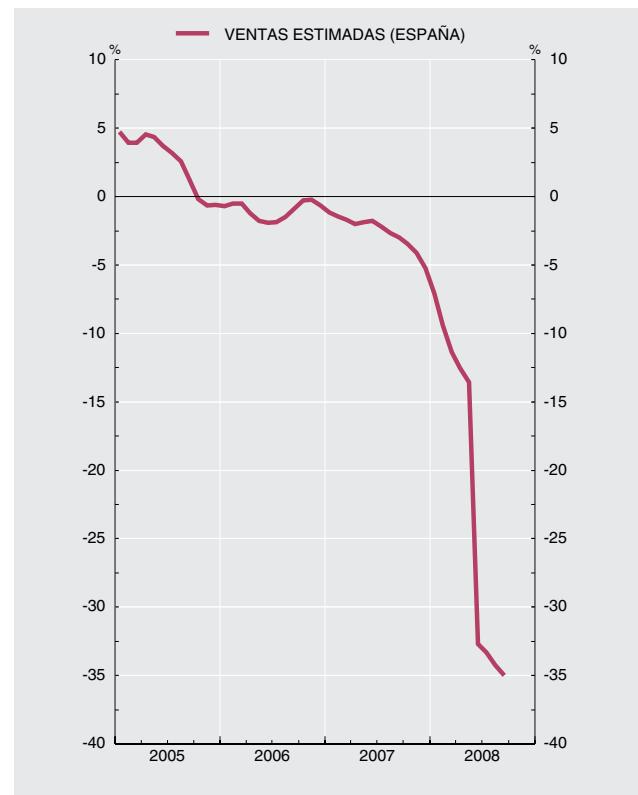
Tasas de variación interanual

	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	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado		
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista					Nominal	Del cual	Deflactado (a)	Grandes superficies (a)	Alimentación (b)	Resto (c)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	0,9	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,5	
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6	
07	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9	
07 E-S	P	-12	-10	-3	-12	-4	1	-1,6	-2,5	-2,0	-0,6	5,0	3,4	2,3	1,7	4,5	1,3	
08 E-S	A	-30	-29	-18	-26	-15	-4	-21,9	-25,1	-22,0	-4,7	...	...	...	...	...	...	
07 Oct	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	0,8	6,6	3,1	2,9	2,9	3,2	0,7	
Nov	P	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	-3,8	4,7	0,4	1,5	-0,1	0,8	-0,5	
Dic	P	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	4,0	2,1	-2,2	-1,7	-2,3	-2,1	-1,1	
08 Ene	P	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-16,7	-22,1	-12,7	-1,4	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,6	
Feb	P	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	5,7	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	-0,1	
Mar	P	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-4,9	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-2,1	
Abr	P	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	2,1	4,3	-0,3	-2,4	1,2	-1,2	-2,2	
May	P	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-10,0	-0,5	-5,3	-2,5	-	-8,6	-0,2	
Jun	A	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-6,6	-4,8	-9,9	-11,6	-6,7	-12,0	-2,1	
Jul	A	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,8	0,8	-4,9	-4,8	-1,2	-7,1	-2,2	
Ago	A	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,8	-40,0	-41,3	-8,7	-2,6	-7,5	-7,7	-3,8	-10,5	-1,8	
Sep	A	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,8	-31,8	-32,2	-9,8	...	...	...	...	...	...	

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



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

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

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

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

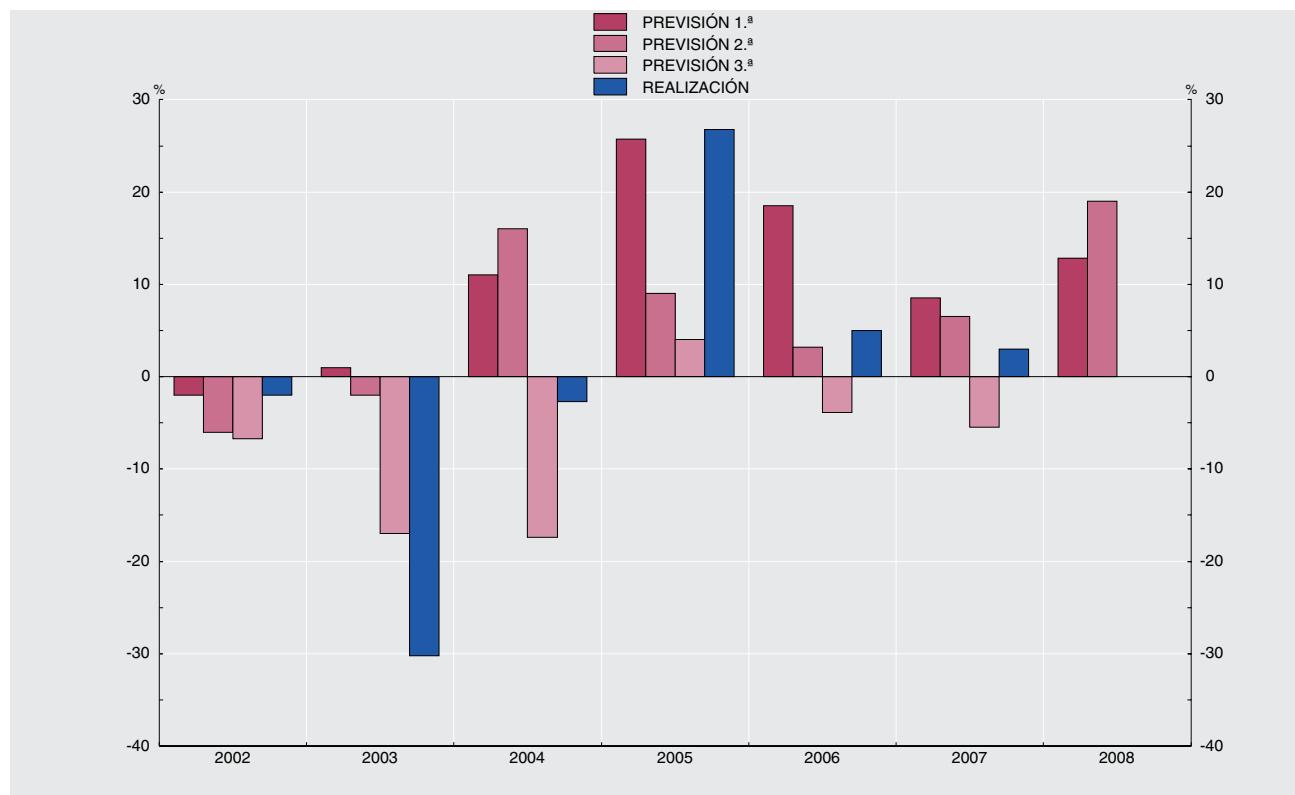
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	
1	■	■	■	■	
02	-2	-2	-2	-6	-7
03	-30	1	11	-2	-17
04	-3	27	26	16	-17
05	27	5	19	9	4
06	5	3	9	3	-4
07	3	...	13	7	-6
08				19	...

### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

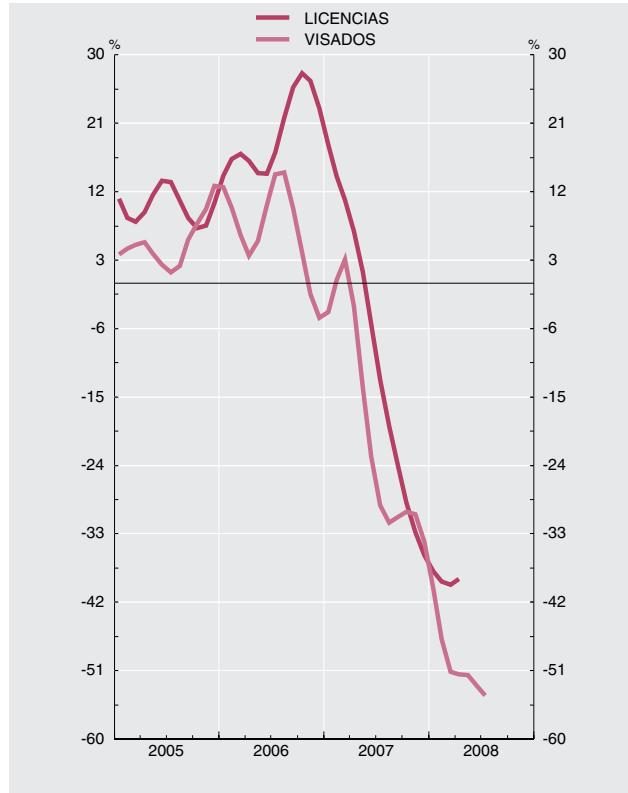
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

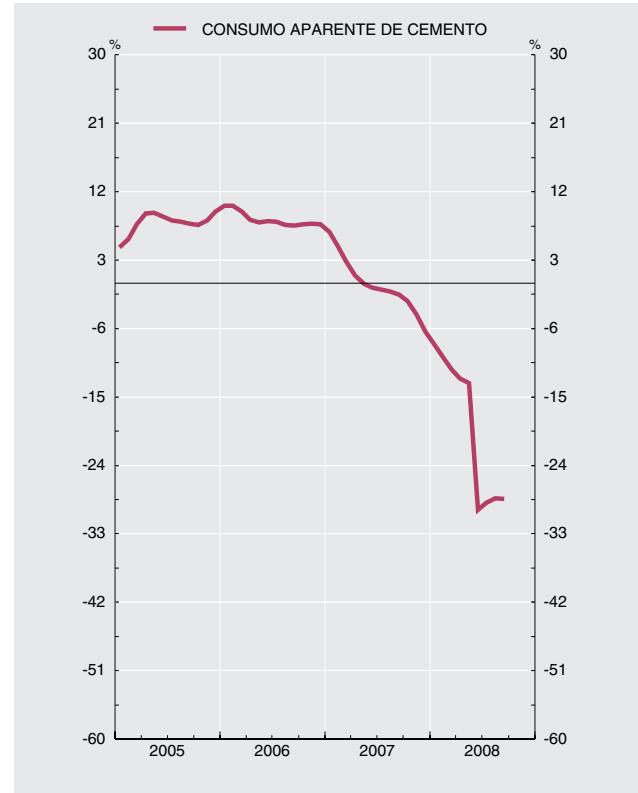
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento
	Total	De la cual			Total	De la cual		Total		Edificación					
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05		7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06	P	22,0	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
07	P	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-14,9	-14,9	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,7	0,2
07 E-S	P	-1,1	-2,2	-2,3	4,0	-21,2	-23,6	-7,0	-7,0	-13,0	-44,1	-33,1	0,5	-4,1	0,9
08 E-S	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-19,0
07 Jun	P	-2,4	-2,3	-3,7	-3,0	-25,2	-28,2	18,1	5,3	-1,1	-54,2	-35,6	12,8	28,9	-4,1
Jul	P	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	20,6	7,4	-30,2	-38,8	-52,4	-27,7	44,0	3,9
Ago	P	-16,5	-16,2	-16,7	-17,9	-36,5	-40,3	-55,8	-3,5	-56,5	-76,8	-79,2	-48,3	-55,6	-2,2
Sep	P	-26,8	-39,9	-40,6	49,5	-64,2	-66,4	-42,3	-7,0	-50,0	-68,4	-89,5	-40,5	-38,5	-5,2
Oct	P	-28,5	-29,3	-30,1	-24,9	-27,7	-31,4	-33,3	-10,4	-29,1	-50,3	-54,4	-18,2	-34,8	4,3
Nov	P	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,2	-39,6	-41,1	-55,7	-39,3	-38,5	-0,5
Dic	P	-38,2	-48,9	-48,8	15,7	-26,4	-36,2	-28,2	-14,9	-24,5	-60,3	-2,0	2,9	-29,3	-11,4
08 Ene	P	-42,5	-48,8	-47,9	-5,4	-43,8	-47,4	-2,4	-2,4	46,8	35,4	71,2	49,4	-19,1	-7,8
Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,0	4,6	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,3	-5,1
Mar	P	-50,6	-51,3	-53,9	-48,3	-67,3	-70,5	70,7	27,8	-33,3	-52,0	-64,0	-26,4	135,8	-25,2
Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	65,3	36,1	108,9	61,0	3,4	126,6	47,3	1,3
May	P	...	...	...	...	-55,5	-58,7	-67,4	10,8	-80,5	-70,6	-68,0	-82,8	-62,3	-19,5
Jun	P	...	...	...	...	-52,3	-59,2	-67,1	-3,5	-60,8	43,8	-47,3	-71,9	-69,8	-32,8
Jul	P	...	...	...	...	-52,9	-55,2	-9,4	-4,4	6,1	-37,9	27,6	16,8	-12,8	-23,8
Ago	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-30,2
Sep	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-24,8

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



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



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

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

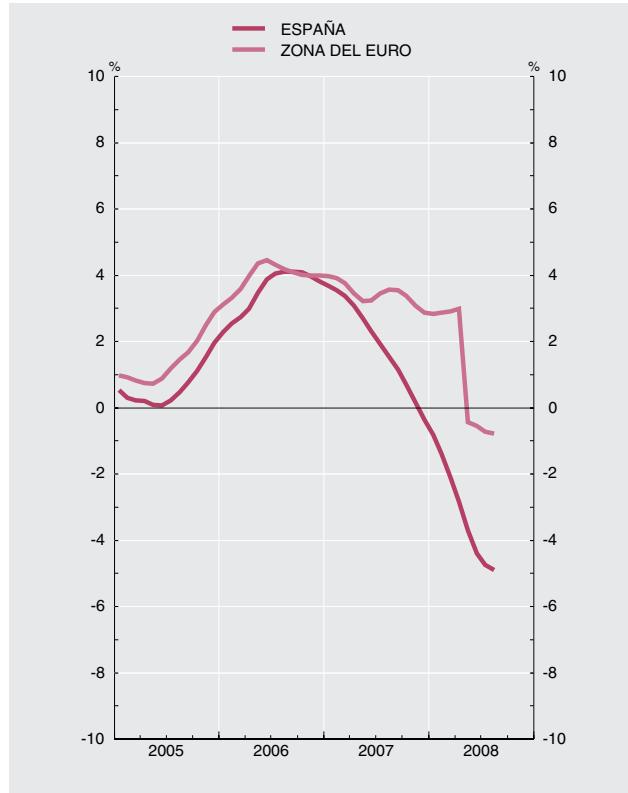
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

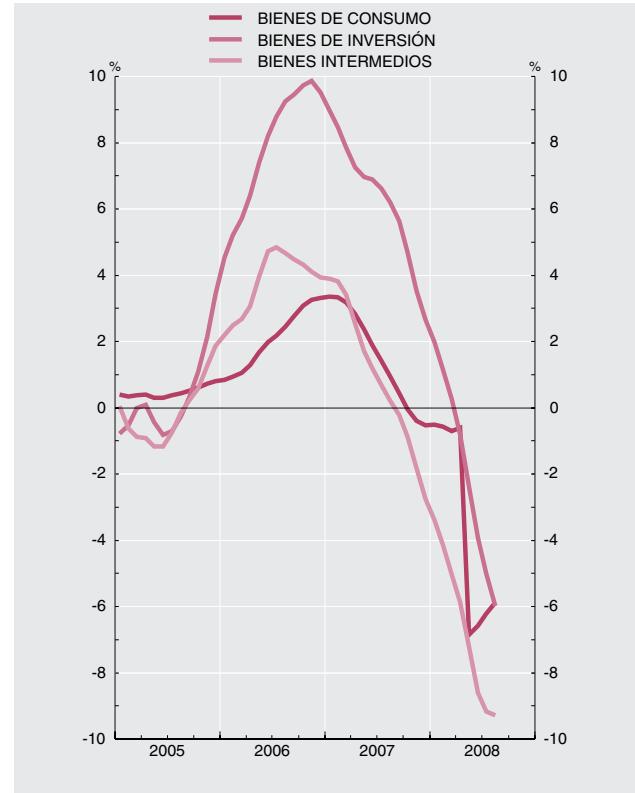
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,4	1,4	0,5	3,0	0,9	
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,9	4,9	
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	3,9	2,3	5,9	3,7	
07	E-A	MP	108,4	3,2	3,5	7,4	2,6	-1,2	-0,3	3,8	-0,9	3,5	4,6	3,1	6,3	4,6
08	E-A	MP	104,4	-3,7	-4,0	-1,6	-6,9	3,1	-10,2	-4,4	3,5	1,2	0,9	-1,1	3,6	0,5
07	May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,7	3,0	1,9	4,2	2,7
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,7	3,0	1,2	5,2	2,8	
Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	3,9	4,7	2,8	7,2	4,1	
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,6	5,0	4,9	7,5	3,6	
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,3	3,1	1,5	5,4	2,9	
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,3	4,0	2,2	7,2	3,2	
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	2,9	2,3	0,2	5,1	1,6	
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,6	1,3	-0,5	3,2	0,5	
08	Ene	P	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,3	3,2	1,7	6,6	2,3
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,1	2,8	0,8	6,4	1,9	
Mar	P	102,6	-13,8	-16,8	-14,4	-17,0	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,3	-0,2	-2,1	2,8	0,6	
Abr	P	114,9	11,8	13,0	20,6	8,6	5,9	10,9	12,4	6,6	4,3	4,7	1,4	7,9	3,0	
May	P	109,0	-7,6	-9,7	-5,4	-9,4	-0,5	-19,2	-8,3	0,7	-0,2	-0,2	-3,7	2,9	-0,4	
Jun	P	104,0	-9,7	-9,7	-10,8	-12,8	1,5	-21,2	-10,7	1,6	-0,5	-0,4	-1,5	1,7	-0,9	
Jul	P	113,2	-1,5	-0,4	3,2	-6,6	2,9	-10,3	-1,8	2,5	-1,2	-1,3	-1,4	-0,3	-1,8	
Ago	P	72,0	-11,2	-11,6	-17,3	-14,7	1,4	-26,2	-13,4	4,2	-0,7	-0,9	-3,8	0,8	-0,2	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

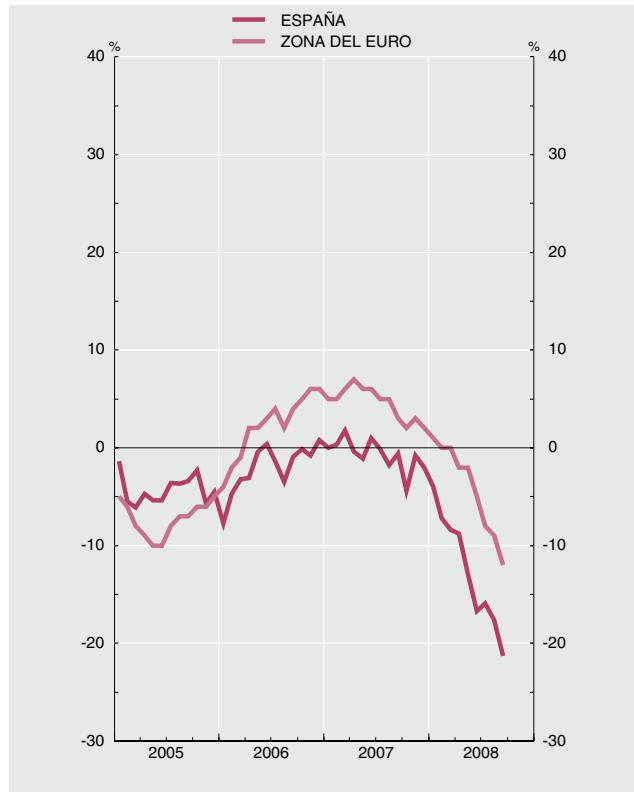
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

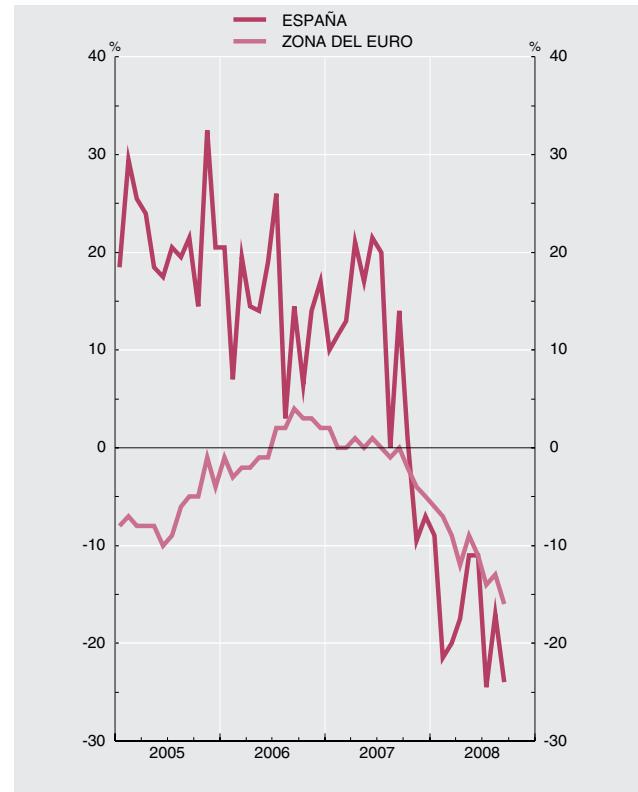
Saldo

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

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

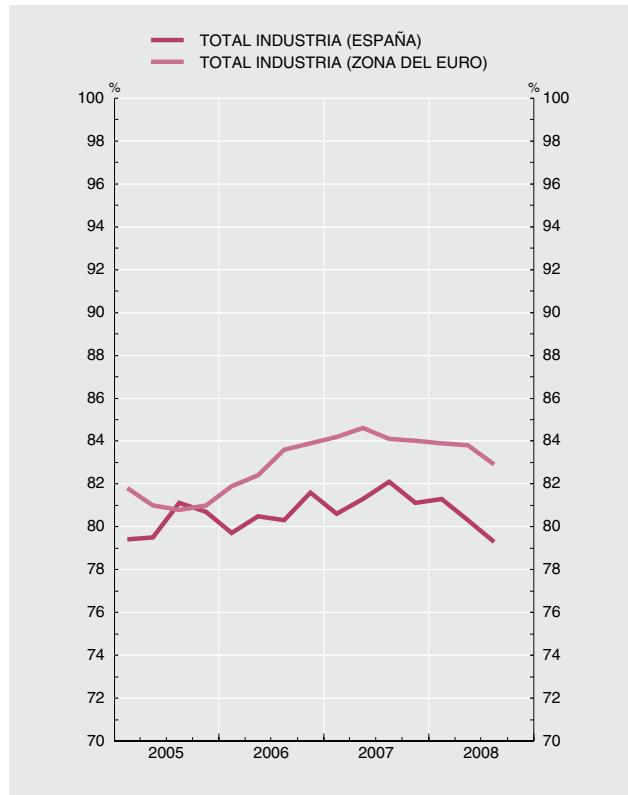
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

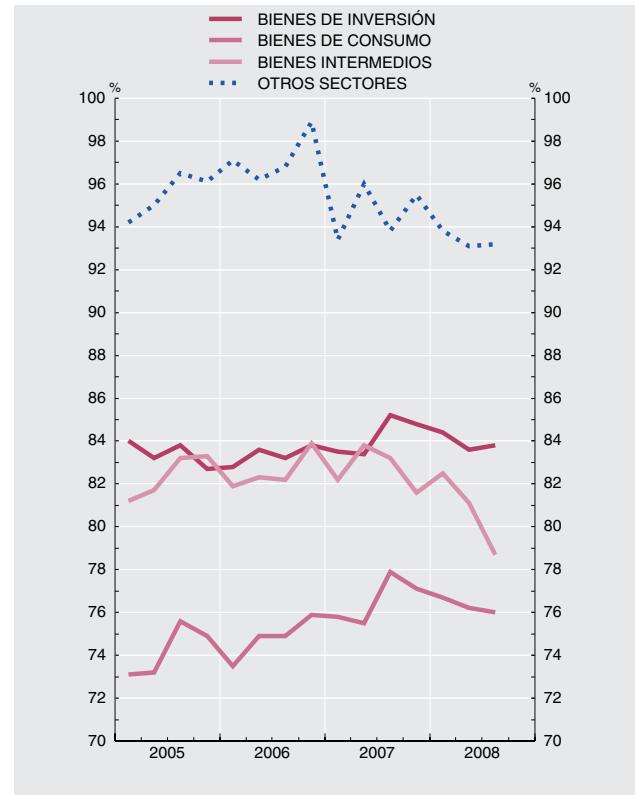
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
07 I-III	81,3	82,6	2	76,4	78,2	5	84,0	84,8	-2	83,1	84,3	1	94,4	95,3	-	84,3
08 I-III	80,3	81,0	6	76,3	77,6	9	83,9	84,3	4	80,8	81,3	5	93,4	93,8	-	83,5
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	-	84,2
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	-	84,6
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	-	84,1
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	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
II	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,8
III	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,9

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

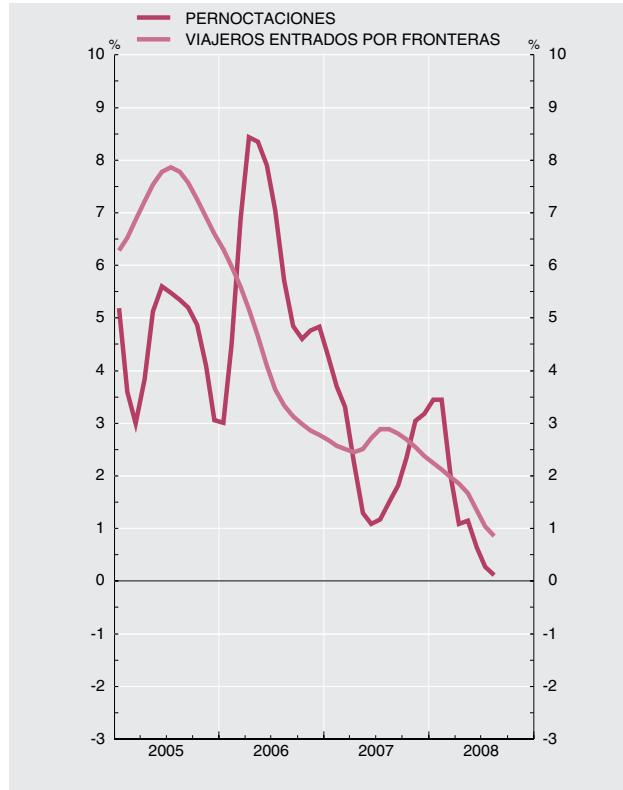
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

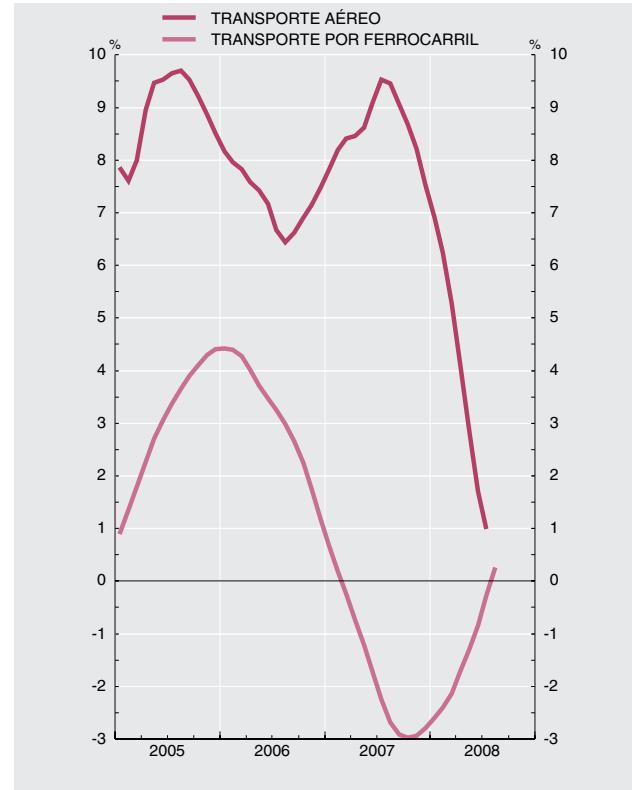
Tasas de variación interanual

	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	
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	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1	
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,4	5,1	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,8	-1,5	
07 E-A	3,0	3,2	1,7	1,7	2,9	1,5	5,3	9,1	9,6	8,7	5,5	5,5	4,5	-0,6	-1,0	
08 E-A	0,7	2,6	1,0	2,4	1,2	-0,2	3,4	...	...	...	...	...	...	-0,9	...	
07 May	0,6	-0,6	-1,0	-1,5	-3,4	-1,8	-6,1	6,8	8,4	5,6	9,1	18,9	7,7	-0,7	-4,3	
Jun	4,9	3,0	1,7	-0,3	7,5	4,2	14,3	8,8	9,6	8,3	7,6	13,9	3,0	-2,0	-5,1	
Jul	1,3	1,4	0,6	0,6	4,8	2,2	9,8	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-0,9	2,5	
Ago	3,2	5,1	1,3	3,0	4,4	0,8	9,4	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6	
Sep	P	2,4	4,2	0,7	1,3	4,3	0,6	11,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9
Oct	P	2,5	3,3	0,4	1,6	1,5	0,0	3,9	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6
Nov	P	8,2	9,3	7,1	6,1	5,1	5,0	5,1	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,3	-6,2
Dic	P	2,1	10,3	1,6	7,1	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	P	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-0,0	-4,1
Feb	P	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,5	3,6
Mar	P	7,4	5,5	10,0	4,1	6,5	7,4	5,2	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
Apr	P	-10,4	-1,9	-11,5	-2,2	-2,9	-1,0	-5,7	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
May	P	6,0	7,6	6,6	6,3	9,2	4,2	18,6	2,3	-5,3	7,9	-0,3	7,3	-1,1	-4,5	-13,8
Jun	P	-2,6	-0,7	-2,3	-1,4	0,9	-0,7	3,9	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	-4,4	-9,7
Jul	P	0,6	2,0	0,9	2,9	-4,4	-8,0	2,2	-3,5	-9,0	0,0	3,5	...	1,3	...	4,1
Ago	P	-0,7	0,1	-0,6	1,1	-0,2	-1,8	1,8	...	...	...	...	...	...	...	...

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



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



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

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

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

#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	5		Variación interanual (b)				
						Miles de personas (a)	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
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
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
07 I-II	M	37 510	645	1,7	58,72	22 026	1 187	757	430	2,8
08 I-II	M	38 102	592	1,6	59,56	22 692	1 331	705	626	3,0
05 IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6
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
IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1

#### ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



#### POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

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

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

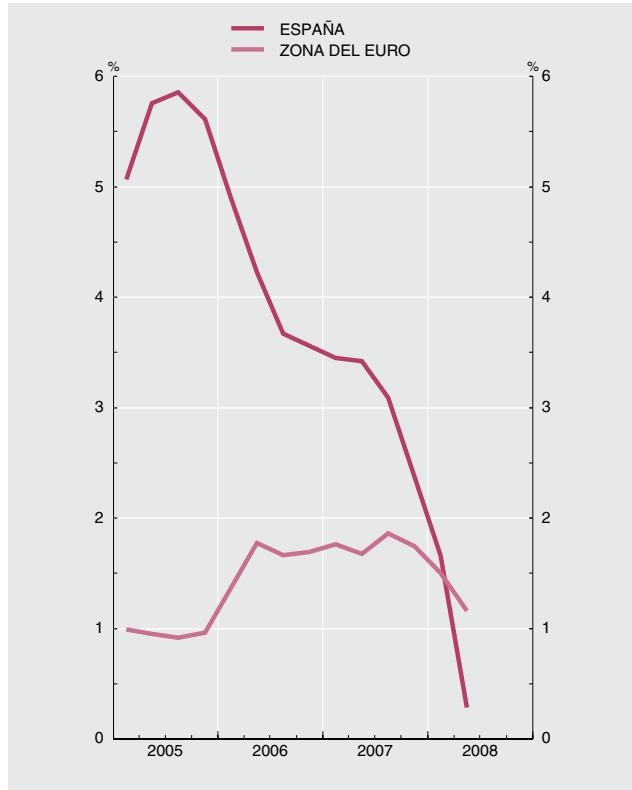
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

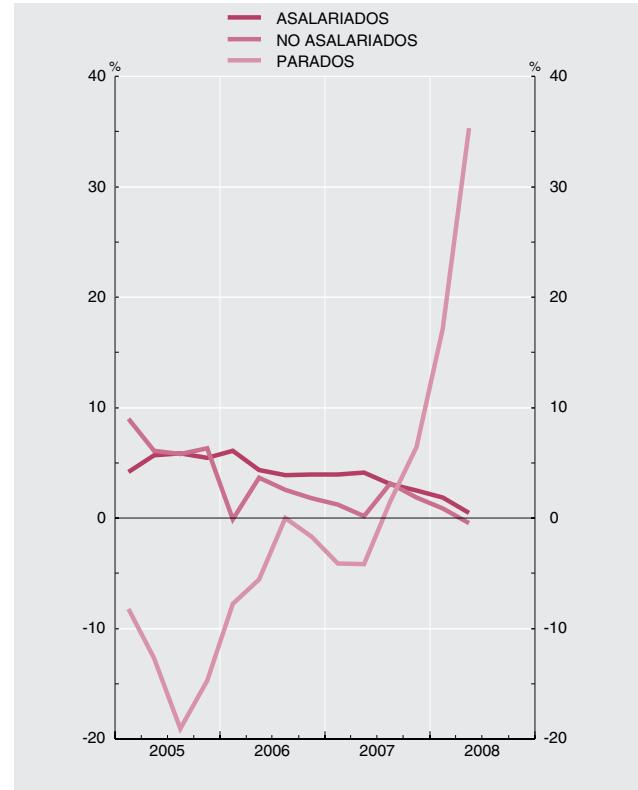
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	1,0	8,87	
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,28	
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43	
07 I-II	M	20 218	672	3,4	16 647	647	4,0	3 571	25	0,7	1 808	-78	-4,2	8,21	1,7	7,54	
08 I-II	M	20 414	195	1,0	16 835	188	1,1	3 578	7	0,2	2 278	470	26,0	10,04	1,3	7,29	
05 I-V		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	1,0	8,78	
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,4	8,70	
II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,8	8,36	
III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	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	1,7	7,93	
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,66	
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,43	
III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,36	
IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,27	
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,23	
II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,2	7,35	

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



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



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

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

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

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

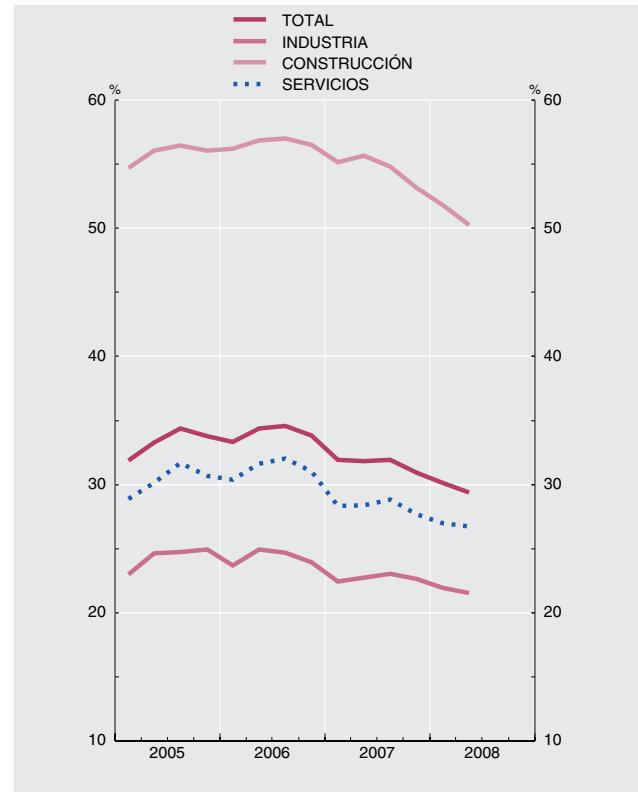
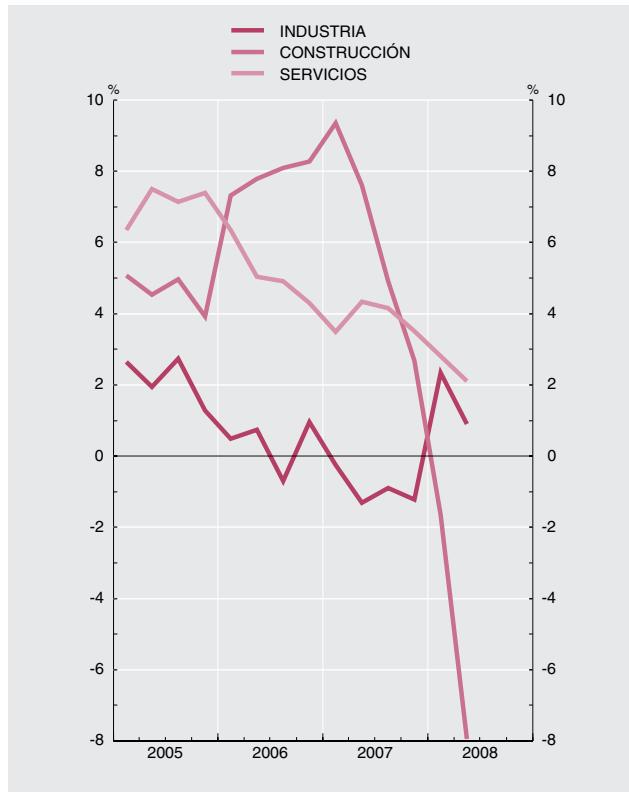
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3
07	I-II	3,4	4,0	-5,8	-1,6	4,0	1,4	-0,8	-0,6	-7,2	8,5	9,6	-2,0	3,9	4,3	-8,5	3,8
08	I-II	1,0	1,1	-6,7	-5,6	-6,5	-7,3	1,6	2,1	-3,6	-4,8	-5,7	-7,8	2,4	2,6	-5,3	0,5
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
	II	4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
	III	3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
	IV	3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07	I	3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
	II	3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
	III	3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
	IV	2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08	I	1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,7	2,3	3,1	22,0	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,7	27,0	2,1
	II	0,3	0,4	29,4	-4,4	-5,0	54,4	0,9	1,0	21,6	-7,9	-9,3	50,3	2,1	2,4	26,7	0,5

**Ocupados**  
Tasas de variación interanual

**RATIOS DE TEMPORALIDAD**  
Porcentajes



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

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

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

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

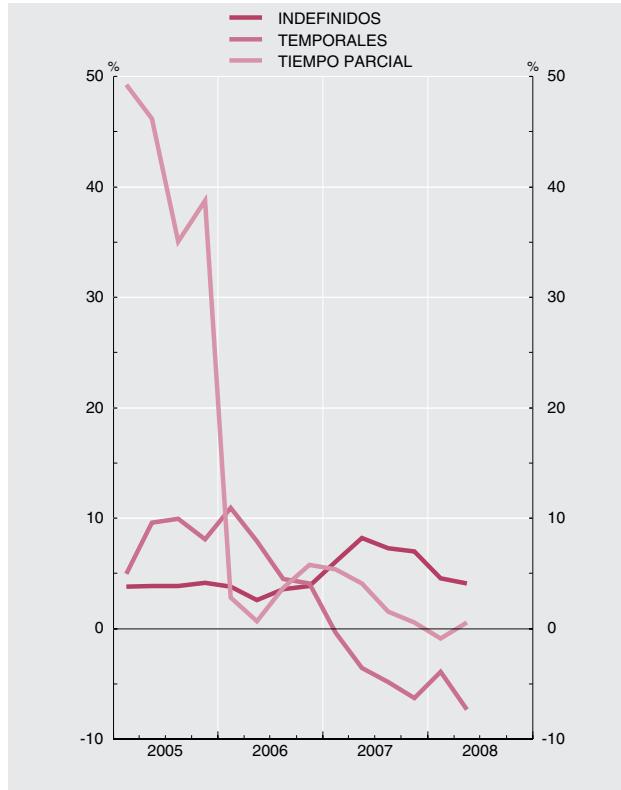
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

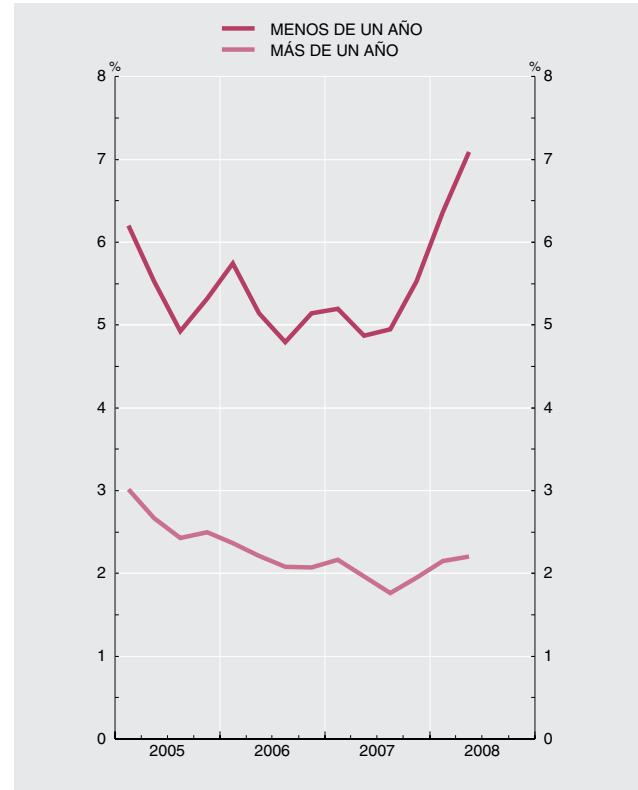
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Asalariados												Parados			
	Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración					
	Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año			
	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
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	
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	
07 I-II	M	755	7,1	-108	-2,0	31,90	587	4,2	94	4,7	12,50	5,03	-5,0	2,06	-7,3	
08 I-II	M	487	4,3	-299	-5,6	29,77	62	0,4	-4	-0,2	12,34	6,73	37,8	2,17	8,6	
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	
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	
III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	
IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3	
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1	
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7	

#### ASALARIADOS Tasas de variación interanual



#### PARADOS Tasa de paro



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

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

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

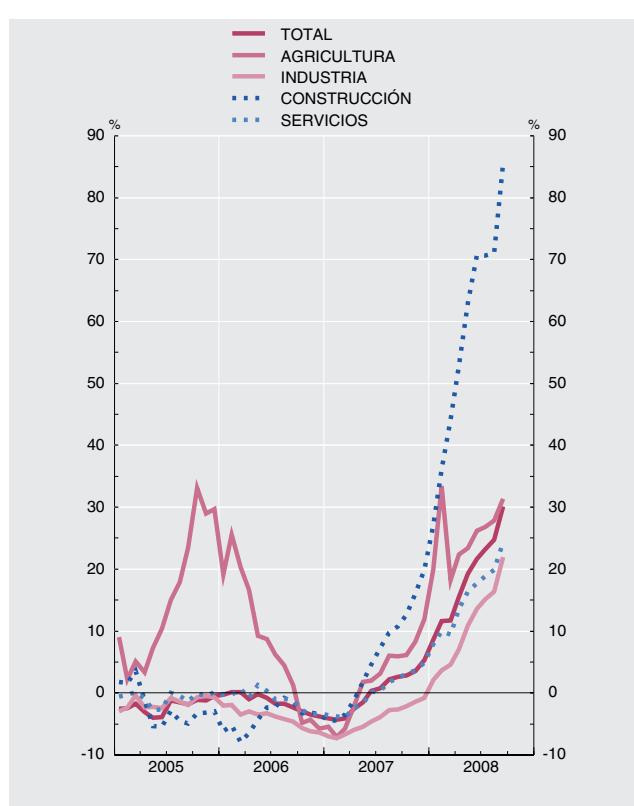
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

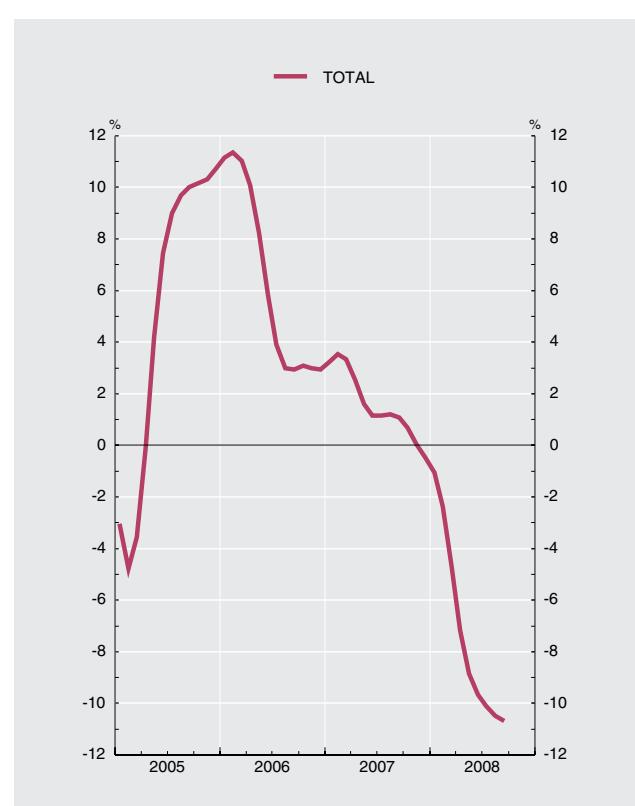
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos				Colocaciones		
	Total		Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total		Total				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1	12	1 <sup>1</sup> 12						Miles de personas	1	12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 <sup>1</sup> 12	
					Total	Agricul-tura	Total	Industria	Construc- ción	Servicios									
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	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
07	E-S	M	2 022	-27	-1,3	0,2	-1,5	-0,4	-1,5	-5,2	2,1	-1,3	1 540	1,4	11,97	23,13	88,03	1 492	2,0
08	E-S	M	2 394	372	18,4	3,4	20,3	25,6	20,1	10,5	58,2	15,2	1 415	-8,1	11,66	24,57	88,34	1 389	-6,9
07	Ago		2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
	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
08	Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
	Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
	Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
	Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
	May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
	Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
	Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
	Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
	Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,3	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8

#### PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual



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



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).  
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

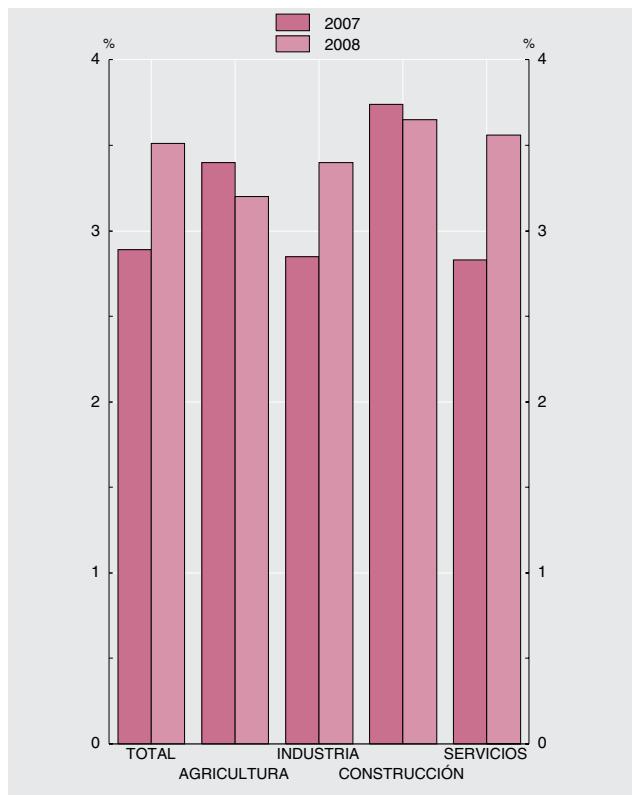
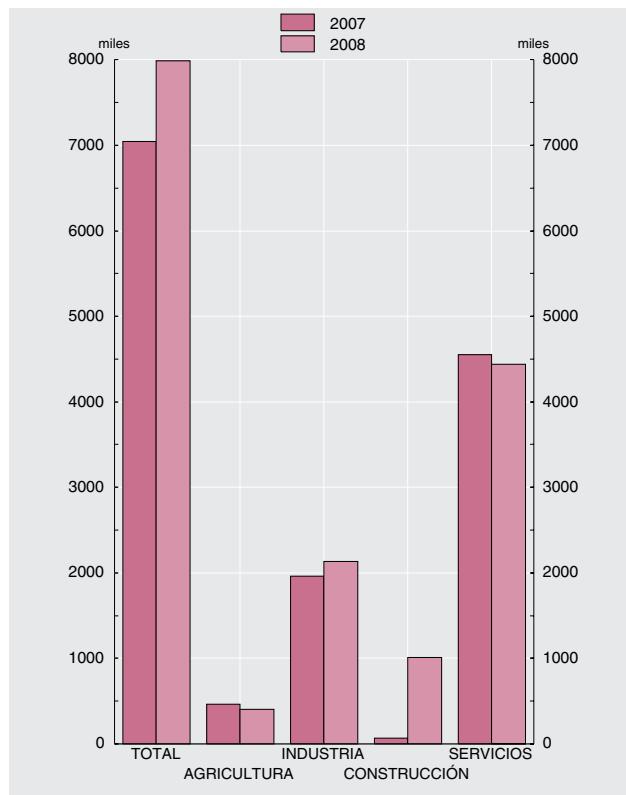
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados (a)	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Según mes de registro															
		Miles de trabajadores afectados (a)										Incremento salarial medio pactado					
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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	11 119	3,59	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	10 933	4,20	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
07 Abr	10 769	4,20	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	10 774	4,20	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	10 793	4,20	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	10 800	4,20	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	10 801	4,20	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	10 906	4,19	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	10 916	4,19	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	10 931	4,20	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	10 933	4,20	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
08 Ene	7 648	3,45	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
Feb	7 655	3,45	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
Mar	7 694	3,46	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	7 974	3,51	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	7 976	3,51	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
Jun	7 986	3,51	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Jul	7 989	3,51	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Ago	7 989	3,51	6 844	809	7 653	1 271	393	2 082	964	4 214	3,43	3,96	3,49	3,17	3,41	3,65	3,52
Sep	7 990	3,51	6 911	1 079	7 990	949	405	2 133	1 013	4 439	3,43	4,01	3,51	3,20	3,40	3,65	3,56

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Septiembre

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Septiembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2007, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2008 no incorpora tales revisiones.

#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

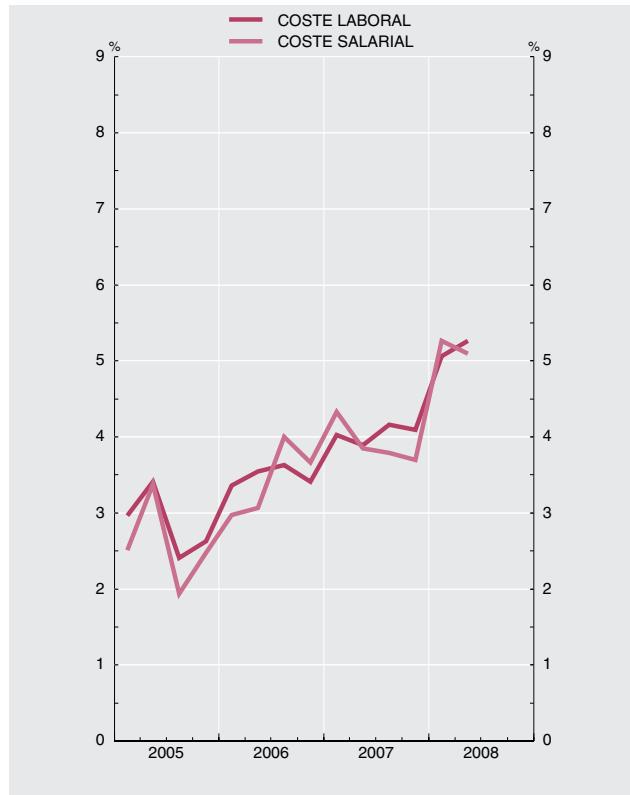
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Promoción: 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				
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	2,9		
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,7		
07	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,6		
07	I-II	4,0	3,4	4,7	4,2	4,3	4,1	3,4	4,7	4,4	4,4	3,6	2,5		
08	I-II	5,2	5,0	6,0	5,1	5,3	5,2	5,5	5,7	4,9	5,3	5,1	...		
05	IV	2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	3,7		
06	I	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	1,7		
	II	3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,9		
	III	3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,8		
	IV	3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,3		
07	I	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,5		
	II	3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,5		
	III	4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,7		
	IV	4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,8		
08	I	5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,2		
	II	5,3	5,9	6,1	5,0	2,1	5,1	5,1	6,5	4,8	1,9	5,7	...		

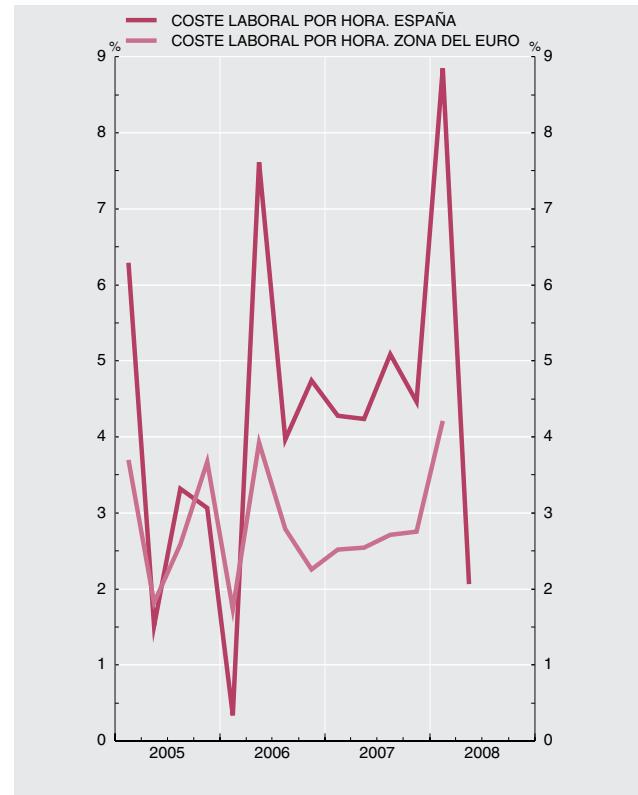
#### POR TRABAJADOR Y MES

Tasas de variación interanual



#### POR HORA EFECTIVA

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

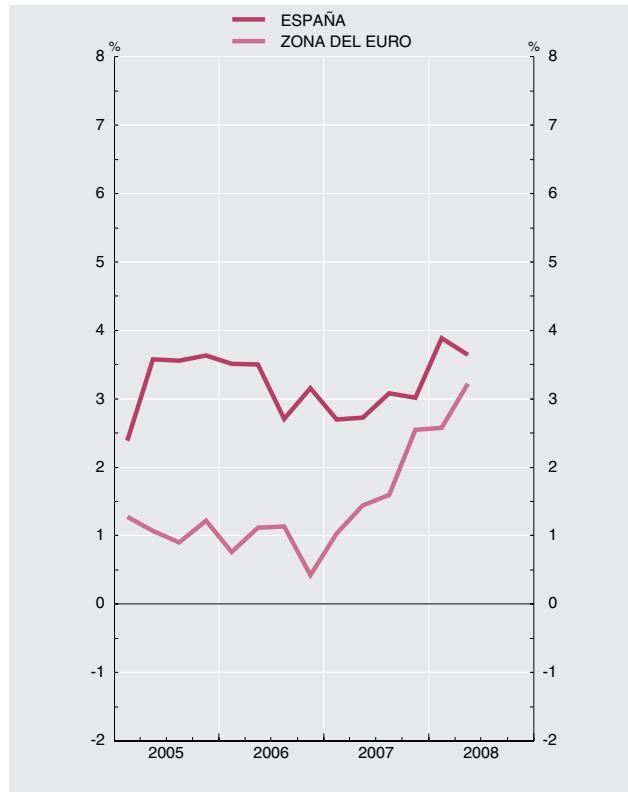
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

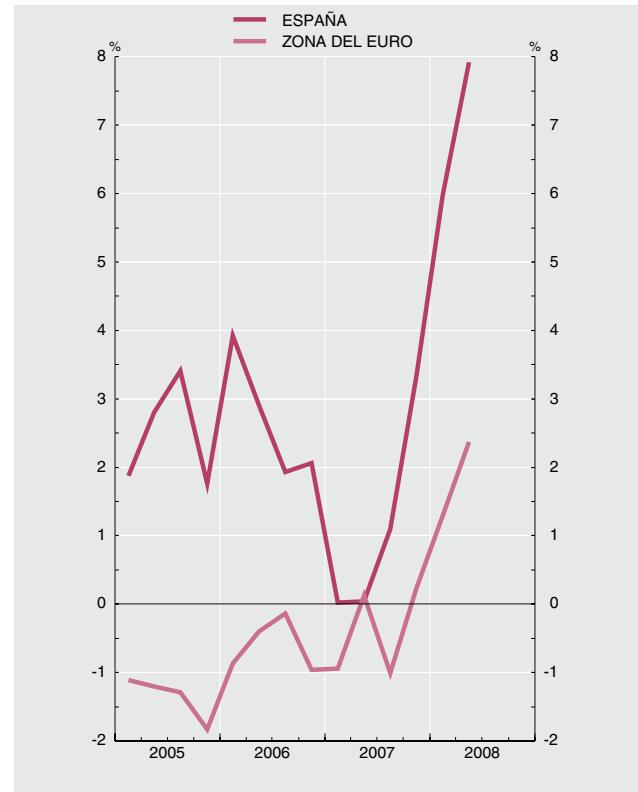
#### COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL

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.

d. Ramas industriales y energía.

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

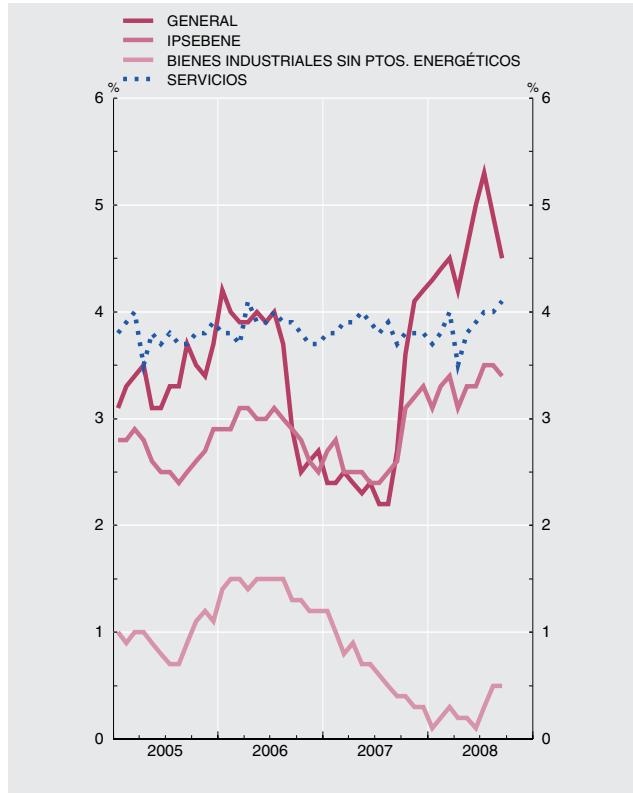
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ( $\frac{1}{12}$ )							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)		
	Serie original	m <sub>1</sub>	1 <sub>T</sub> <sub>12</sub>	s/ <sub>T</sub> <sub>dic</sub>	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 <sub>T</sub> <sub>12</sub>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0	
07	E-S	M	102,1	0,2	2,4	1,0	4,7	2,7	0,8	-0,9	3,9	2,5	113,4	2,0
08	E-S	M	106,8	0,2	4,6	1,4	4,6	7,4	0,3	16,0	3,9	3,3	...	...
07	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	124,6	15,7
	Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6
08	Ene		104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1
	Feb		104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	3,3	122,1	7,3
	Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5
	Abr		107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	3,1	130,6	8,5
	May		107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	3,3	133,9	15,2
	Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	3,3	126,4	8,7
	Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	3,5	121,0	14,1
	Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	3,5	...	...
	Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	...	...

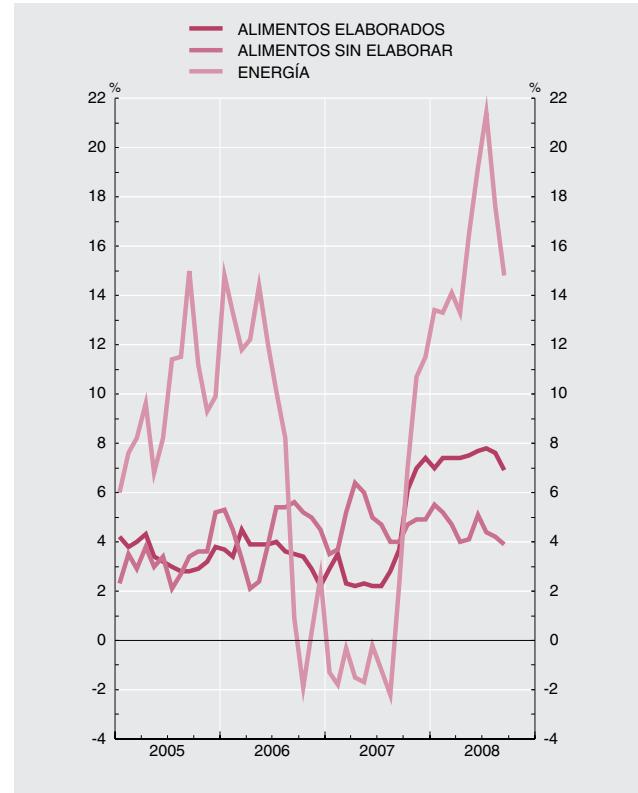
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino y BE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

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

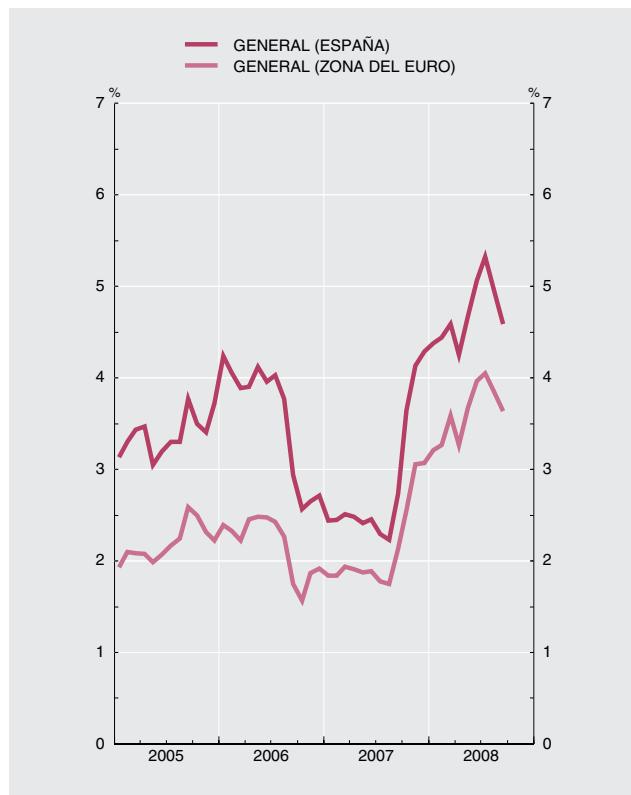
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España		Zona del euro		España					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro				
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		
07	M	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		
07	E-S	2,4	1,9	1,6	1,5	3,4	2,5	2,6	2,2	4,2	2,9	0,4	1,0	0,8	1,0	-0,8	0,8	3,9	2,5		
08	E-S	4,7	3,6	5,1	4,4	6,5	5,5	8,7	6,7	4,3	3,7	4,3	3,8	0,4	0,8	16,0	13,2	3,9	2,5		
07	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	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		
08	Ene	4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5		
	Feb	4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4		
	Mar	4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8		
	Abr	4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3		
	May	4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,8	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5		
	Jun	5,1	4,0	5,7	5,0	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	4,0	5,0	4,5	0,2	0,8	19,1	16,1	3,9	2,5		
	Jul	5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6		
	Ago	4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7		
	Sep	P	4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6	

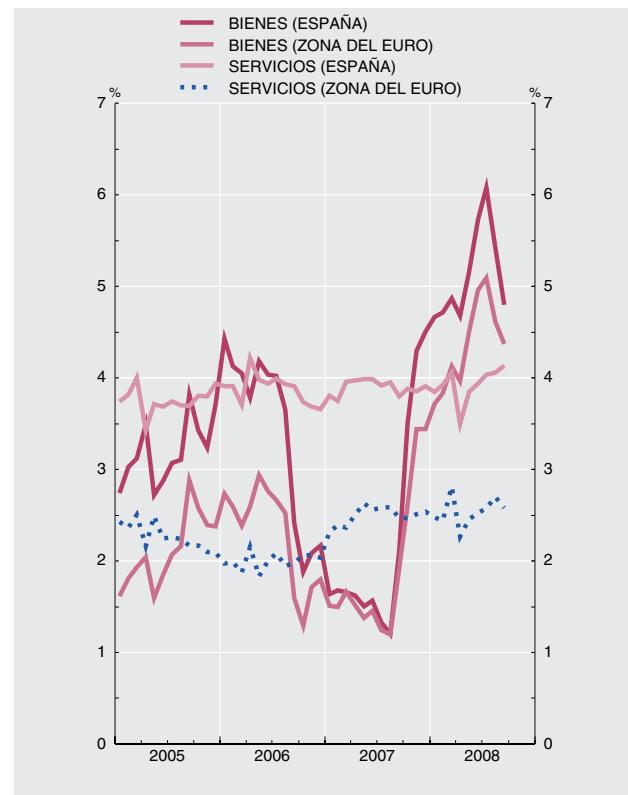
### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

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

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

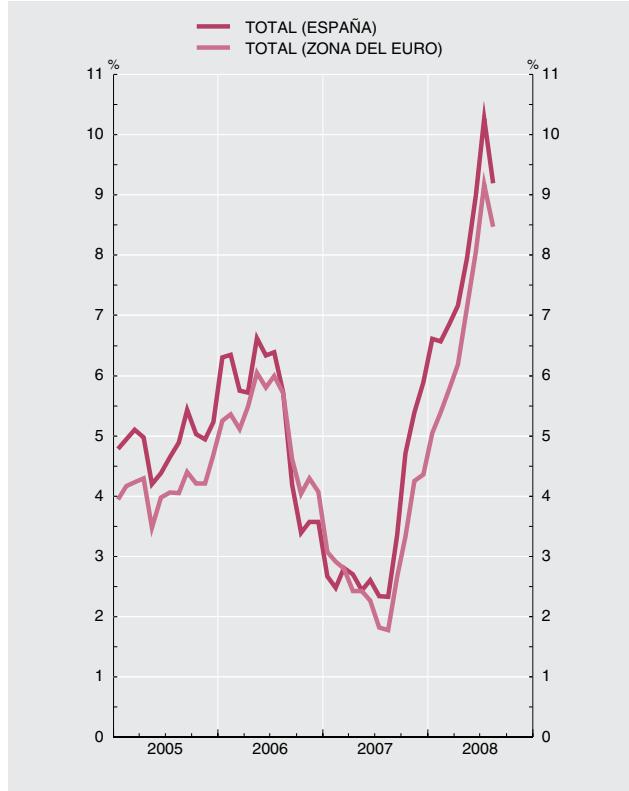
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro						
	Serie original	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (b)	T <sub>12</sub>	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía		
												T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>		
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	
07	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8	
07	E-A	MP	121,5	—	2,5	—	1,8	—	3,1	—	6,1	—	-2,2	2,4	1,7	1,9	5,3	-0,2
08	E-A	MP	131,2	—	8,0	—	5,3	—	2,3	—	6,4	—	20,2	6,9	4,4	1,8	4,7	17,1
07	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	2,4	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	4,0	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	3,4	1,5	3,9	4,3
	Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
	Dic	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,6
08	Ene	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,3	5,1	4,3	1,4	3,8	10,8
	Feb	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,4	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,7
	Mar	P	129,2	0,9	6,9	0,4	5,5	0,3	2,3	0,8	6,3	2,4	14,6	5,8	4,7	1,5	4,4	12,7
	Abr	P	130,2	0,8	7,2	0,3	5,3	0,1	2,3	0,5	6,0	2,3	16,5	6,2	4,6	1,7	4,3	14,4
	May	P	131,8	1,2	7,9	0,2	5,3	0,1	2,0	0,5	5,9	5,1	21,2	7,1	4,5	1,8	4,3	18,2
	Jun	P	133,3	1,1	9,0	0,2	5,4	0,1	2,1	0,5	6,3	4,2	25,5	8,1	4,5	2,0	4,9	21,6
	Jul	P	135,3	1,5	10,3	0,1	5,2	0,3	2,3	1,1	7,4	4,7	30,3	9,2	4,2	2,1	5,8	25,1
	Ago	P	134,2	-0,8	9,2	0,1	4,9	0,1	2,3	0,2	7,4	-4,0	25,6	8,5	3,8	2,2	6,0	22,5

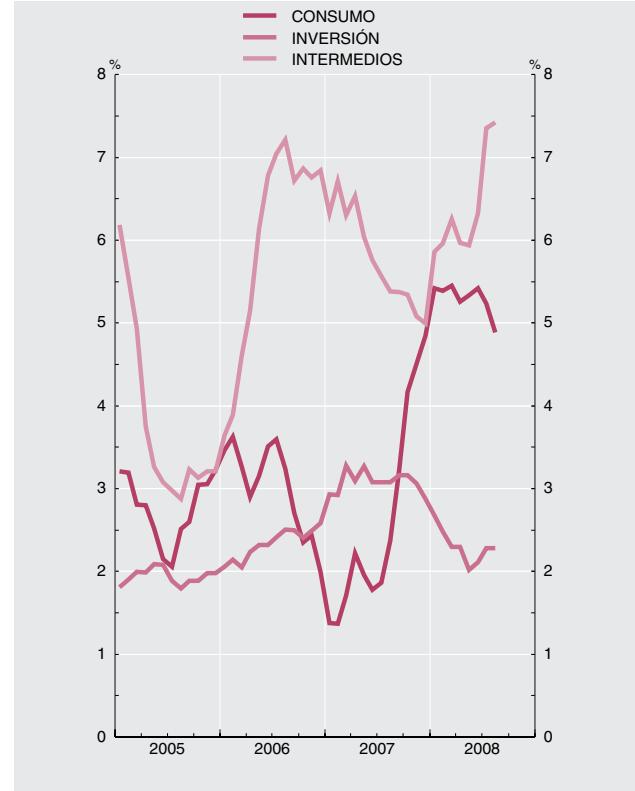
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

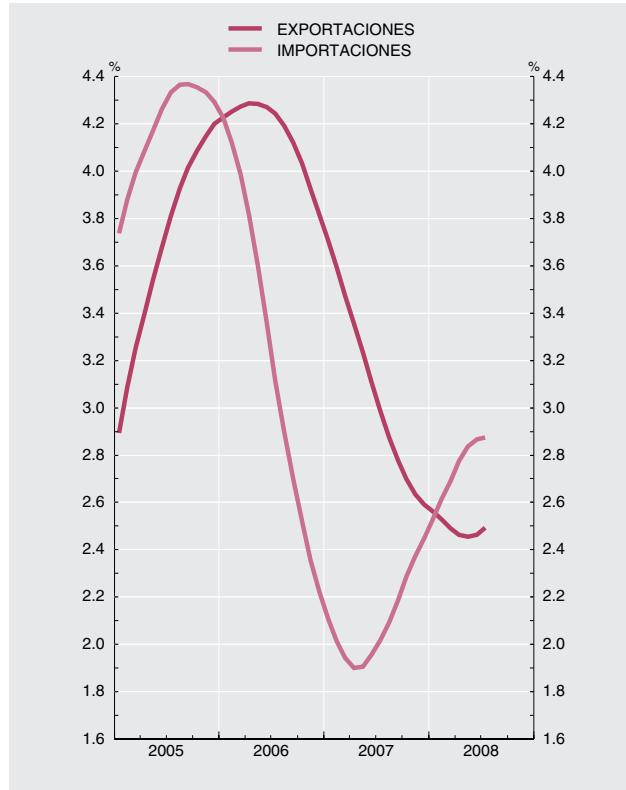
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

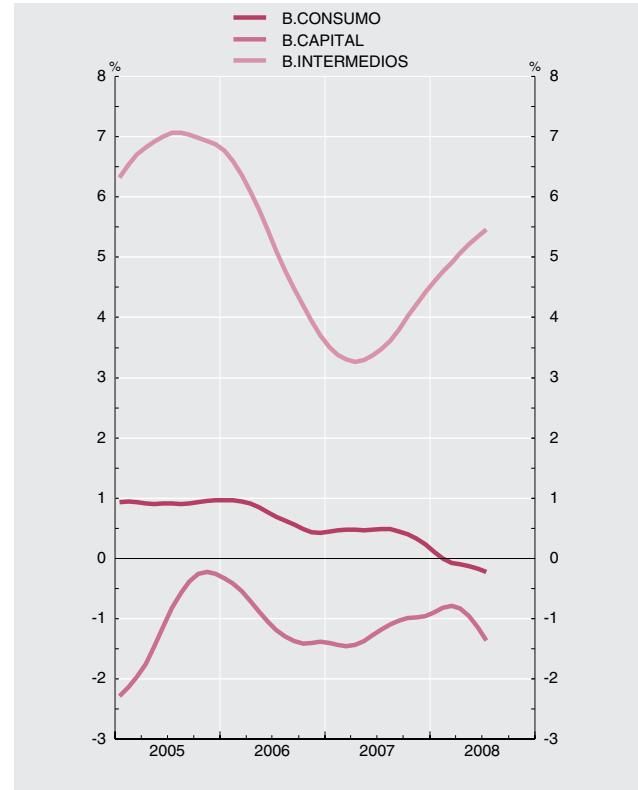
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-J	3,3	3,1	-0,1	4,2	-8,8	5,3	0,5	1,8	-2,4	0,5	-7,0	3,5
08 E-J	2,0	1,1	2,1	2,6	39,3	-0,4	4,0	-1,4	2,8	6,3	29,0	-2,0
07 Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7	7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3	5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
Feb	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
Mar	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
Abr	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
May	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
Jun	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
Jul	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1

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 18, cuadros 6 y 7.

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

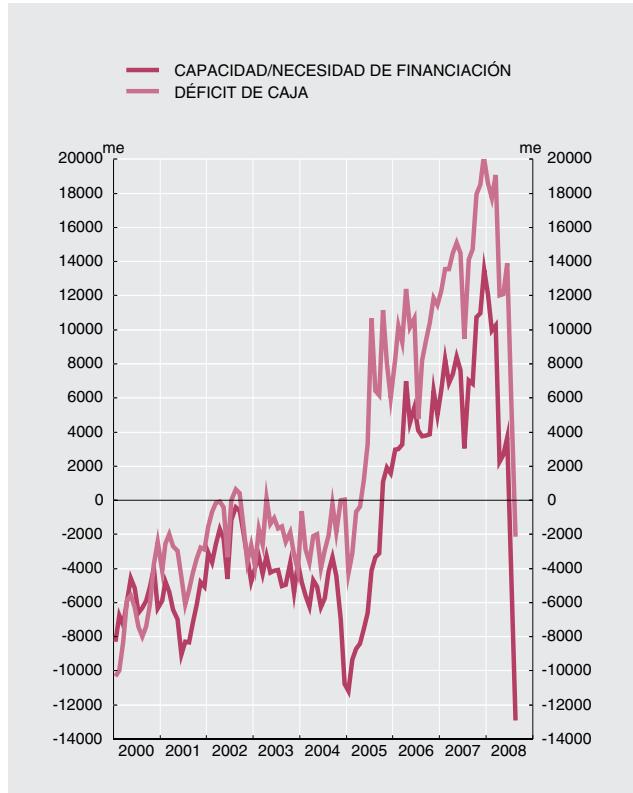
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

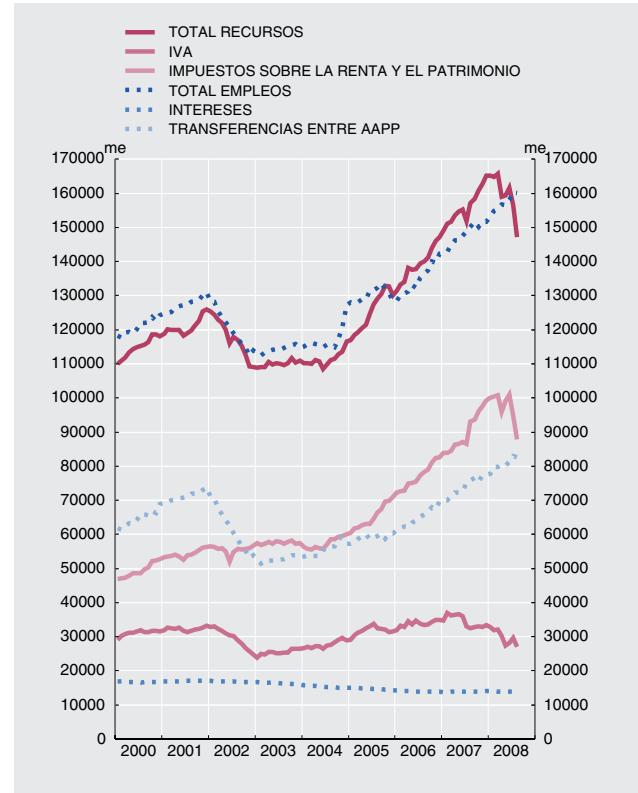
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre impor- taciones excepto IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ración de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tracio- nes Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Payos líqui- dos	
													14=	15	16	
1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	15-16	15	16	
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	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	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	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 5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
07 E-A	P 11 831	101 836	21 414	8 489	3 767	61 218	6 948	90 005	11 585	9 310	48 321	2 396	18 393	7 228	99 653	92 426
08 E-A	A -14 594	83 838	15 064	8 499	3 634	49 772	6 869	98 432	12 326	9 192	53 513	2 439	20 962	-15 037	81 588	96 625
07 Dic	P -11 736	13 367	679	1 050	1 272	7 520	2 846	25 103	2 549	1 201	9 330	1 991	10 032	-3 968	11 432	15 400
08 Ene	A 1 438	11 089	-943	945	333	10 608	146	9 651	1 298	1 202	5 380	5	1 766	-5 290	12 833	18 123
Feb	A 7 951	20 249	14 649	1 193	211	3 805	391	12 298	1 336	1 058	6 785	155	2 964	9 121	18 802	9 680
Mar	A -5 988	6 982	499	872	1 092	3 085	1 434	12 970	1 574	1 140	6 733	533	2 990	-2 559	6 546	9 105
Abr	A 5 525	17 805	5 961	953	802	9 437	652	12 280	1 401	1 111	6 408	630	2 730	7 104	18 065	10 961
May	A -6 179	4 226	-2 603	1 066	163	4 098	1 502	10 405	1 412	1 164	5 317	195	2 317	-5 191	3 678	8 868
Jun	A -7 316	6 606	816	990	297	2 832	1 671	13 922	2 495	1 134	6 926	54	3 313	-5 250	5 701	10 951
Jul	A -5 358	11 008	3 014	1 382	323	5 781	508	16 366	1 425	1 193	10 458	612	2 678	-8 488	11 139	19 628
Ago	A -4 667	5 873	-6 329	1 098	413	10 126	565	10 540	1 385	1 190	5 506	255	2 204	-4 484	4 824	9 308

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).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

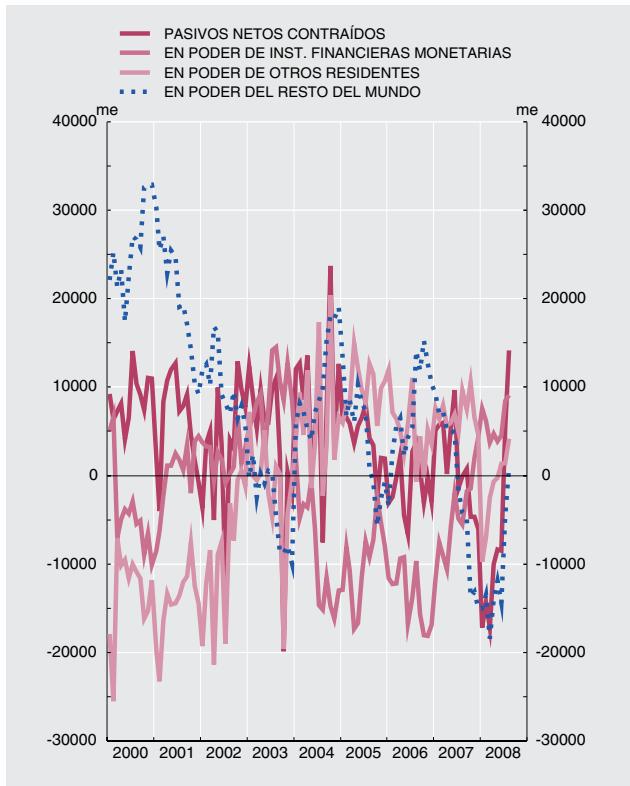
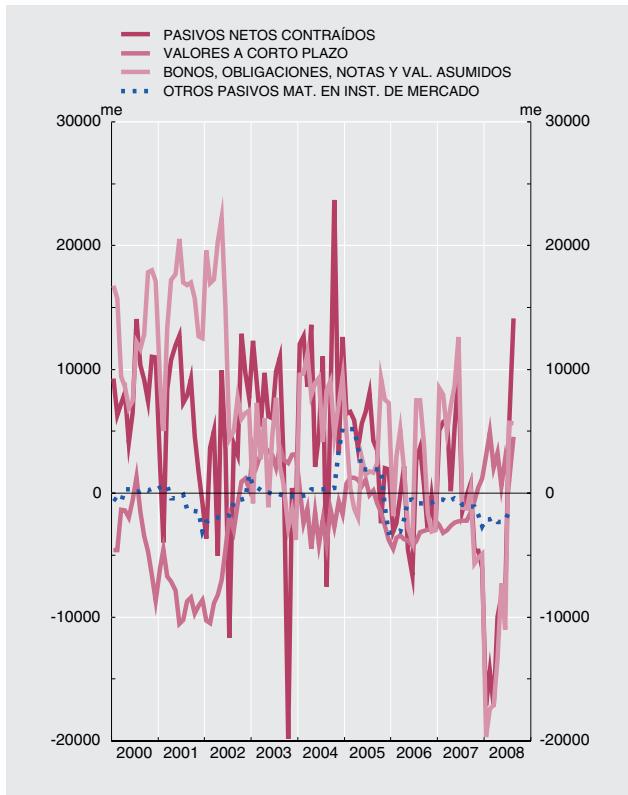
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual			Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
	Del cual		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 (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo			
	Total	Depósitos en el Banco de España	4	5	6	7	8	9	10	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		15	
99	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	0	-0 2057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	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 5 005	2 089	-200	-2 916	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 279	-13 273	-16 867	3 595	10 357	-6 195
07	P 13 525	7 496	65	-6 029	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	900	8 997	4 393	4 604	-15 026	-6 930
07 E-A	P 11 831	6 365	-2	-5 466	-21	-1 948	-1 559	-519	-939	-501	2 006	-1 559	3 564	-7 472	-4 965
08 E-A	A -14 594	84	-65	14 678	2 659	1 427	9 001	-583	280	4 554	6 239	3 116	3 124	8 439	10 124
07 Dic	P -11 736	-9 758	78	1 978	8	-1 062	2 581	-	-960	1 419	4 488	1 997	2 490	-2 510	559
08 Ene	A 1 438	-7 627	10	-9 065	8	3 403	-14 642	-	617	1 556	-9 177	496	-9 673	112	-10 621
Feb	A 7 951	9 344	25	1 393	7	-1 131	5 433	-	-12	-2 897	-624	975	-1 599	2 017	4 290
Mar	A -5 988	-3 494	0	2 494	3	-617	1 008	-	-96	2 199	4 828	-2 594	7 421	-2 334	295
Abr	A 5 525	6 819	2	1 294	-10	-1 462	4 706	-583	-311	-1 055	-2 085	-3 286	1 201	3 379	2 349
May	A -6 179	-1 363	-99	4 816	2 365	-528	7 119	-	-4	-1 772	3 753	3 799	-46	1 063	6 587
Jun	A -7 316	-2 771	98	4 545	7	-426	2 792	-	43	2 137	5 423	2 574	2 849	-878	2 409
Jul	A -5 358	-629	-0	4 729	275	126	1 562	-	22	3 018	1 989	674	1 314	2 740	1 711
Ago	A -4 667	-194	-100	4 473	3	2 061	1 022	-	20	1 369	2 133	476	1 656	2 340	3 103

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

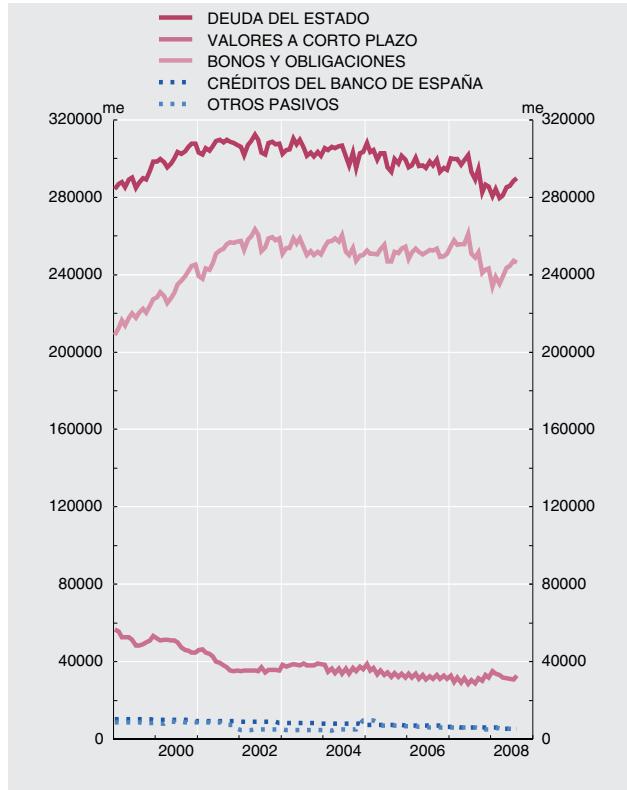
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

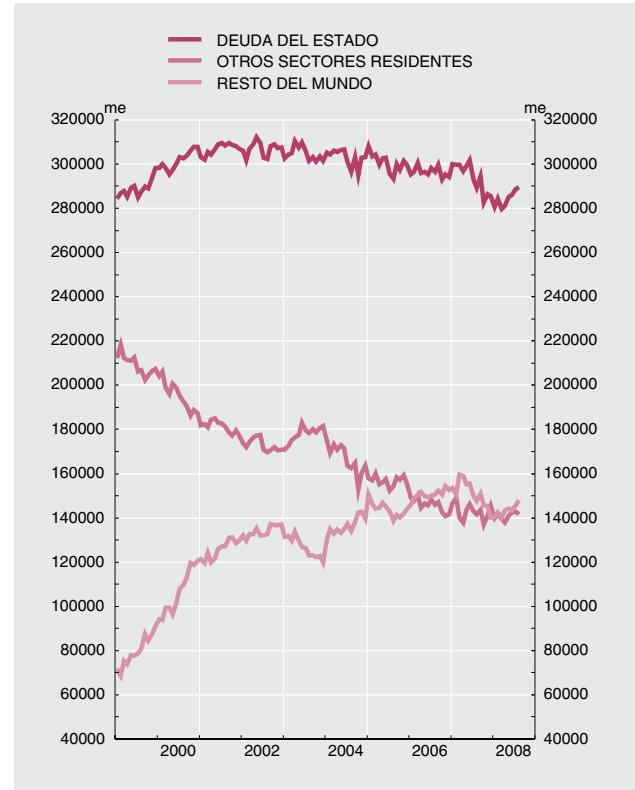
Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes	Resto del mundo				
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	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	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 294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794
07	Nov P 286 465	364	32 954	242 563	5 832	5 116	165 687	24 536	141 151	145 313	87	6 207
	Dic P 285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 996	25 669	145 327	140 243	165	6 162
08	Ene A 280 457	348	35 024	234 018	5 832	5 582	164 492	24 609	139 883	140 574	174	6 123
	Feb A 284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 325	24 609	141 715	142 576	199	6 121
	Mar A 279 742	327	33 244	235 191	5 832	5 475	167 944	28 416	139 528	140 214	199	6 072
	Apr A 281 023	76	31 880	238 730	5 249	5 164	166 099	28 314	137 785	143 238	202	5 939
	May A 285 292	76	31 360	243 522	5 249	5 160	169 508	28 507	141 001	144 291	102	5 940
	Jun A 285 979	76	31 092	244 434	5 249	5 203	171 927	29 361	142 566	143 413	200	5 918
	Jul A 288 597	76	30 897	247 226	5 249	5 225	175 272	32 415	142 858	145 739	200	6 332
	Ago A 289 691	75	32 879	246 318	5 249	5 245	175 068	33 477	141 592	148 100	99	6 613

#### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



#### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

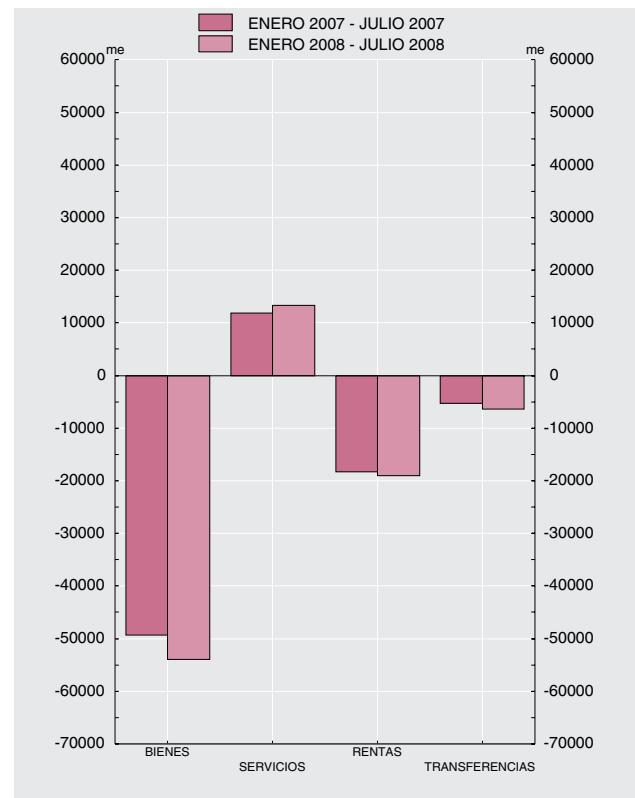
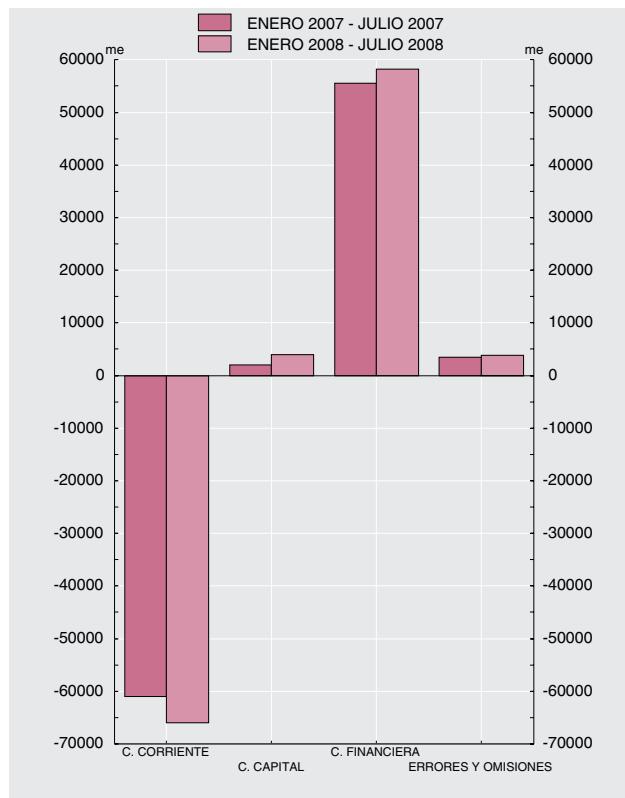
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

Cuenta corriente (a)																	Millones de euros	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos									
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10=11-		11	12	13	14	15=1+14	16	17=-- (15+16)	
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	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 266	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757	
07	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516-101	378	97 633	3 744	
07 E-J	P	-61 027	-49 378	110 484	159 862	11 895	52 260	23 014	40 366	7 747	-18 263	31 118	49 381	-5 281	1 979	-59 049	55 557	3 492
08 E-J	P	-66 026	-53 916	118 514	172 430	13 343	55 604	23 574	42 261	7 840	-19 037	35 209	54 245	-6 415	4 016	-62 010	58 179	3 831
07 Abr	P	-8 608	-6 966	14 846	21 812	998	6 518	2 694	5 520	1 054	-1 727	4 292	6 019	-913	278	-8 330	7 326	1 004
May	P	-8 493	-7 131	16 542	23 673	2 002	7 493	3 342	5 491	841	-2 776	4 327	7 103	-588	238	-8 254	8 868	-614
Jun	P	-7 263	-7 548	16 627	24 175	2 380	8 483	4 114	6 102	1 317	-1 930	6 488	8 418	-166	100	-7 163	6 878	285
Jul	P	-10 027	-7 911	15 796	23 707	3 481	10 274	5 070	6 793	1 381	-4 672	4 276	8 948	-925	258	-9 769	8 834	935
Ago	P	-7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363
Sep	P	-8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145
Oct	P	-9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097
Nov	P	-10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258
Dic	P	-9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600
08 Ene	P	-11 901	-8 379	15 428	23 808	1 255	7 393	2 771	6 138	1 140	-3 528	4 745	8 273	-1 249	1 234	-10 667	10 145	522
Feb	P	-8 799	-7 317	17 208	24 526	997	6 868	2 452	5 871	1 202	-837	5 144	5 981	-1 642	621	-8 178	9 687	-1 509
Mar	P	-11 415	-8 731	16 432	25 162	1 109	6 825	2 975	5 715	1 062	-2 432	4 651	7 083	-1 361	371	-11 043	10 603	440
Abr	P	-9 051	-7 205	18 577	25 782	1 188	7 201	2 621	6 014	1 005	-2 126	4 411	6 537	-908	268	-8 783	4 628	4 155
May	P	-9 200	-7 206	17 175	24 382	2 325	7 766	3 516	5 441	801	-3 639	5 429	9 068	-679	964	-8 236	8 297	-61
Jun	P	-8 277	-7 884	15 972	23 856	2 836	9 099	4 114	6 262	1 248	-3 049	4 549	7 598	-181	239	-8 038	8 870	-832
Jul	P	-7 383	-7 195	17 721	24 915	3 631	10 453	5 126	6 821	1 381	-3 425	6 280	9 705	-395	318	-7 065	5 949	1 116

**RESUMEN**

**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

- a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).  
b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

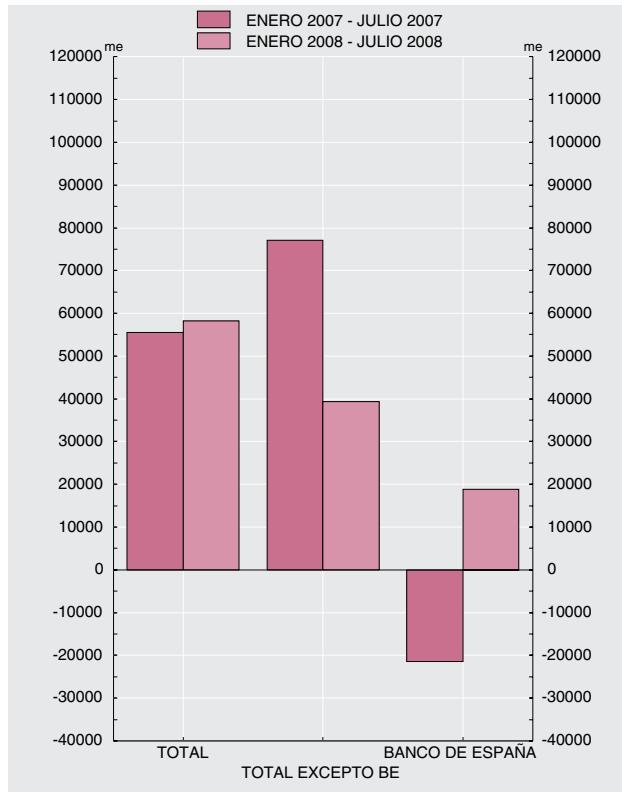
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

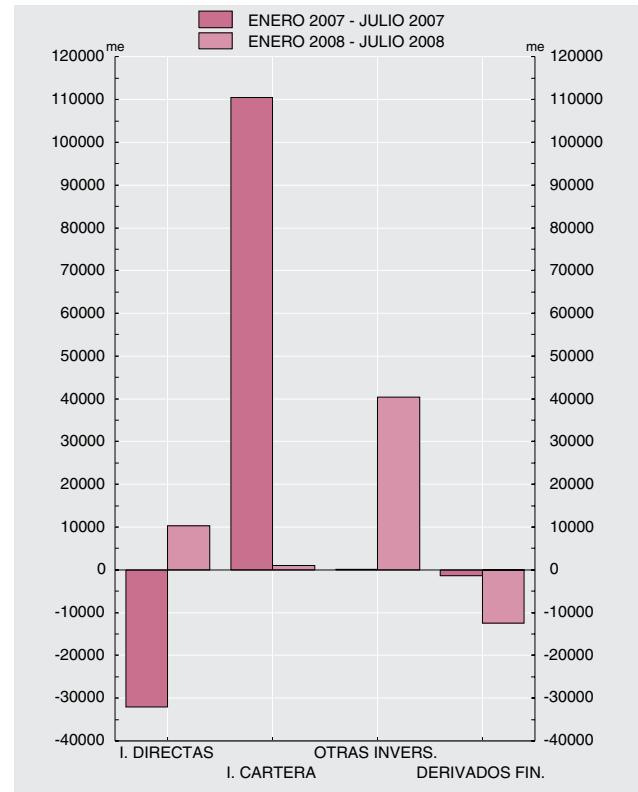
Millones de euros

Cuenta finan- ciaria (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España					
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos netos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)		
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)							
		1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+	14	15	16
1=	2+13	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
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	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993	
07	P 97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843	
07 E-J	P 55 557	77 059	-32 122	45 945	13 823	110 444	14 420	124 863	163	46 899	47 063	-1 425	-21 503	-346	-10 390	-10 766	
08 E-J	P 58 179	39 364	10 256	24 569	34 825	1 077	-5 585	-4 507	40 464	50 643	91 107	-12 432	18 815	119	16 641	2 054	
07 Abr	P 7 326	21 097	-5 186	13 284	8 098	18 332	544	18 876	6 931	-12 283	5 352	1 021	-13 771	-17	-12 813	-941	
May	P 8 868	7 032	-11 072	13 469	2 397	10 194	5 424	15 618	8 713	5 339	14 052	-803	1 836	-29	3 622	-1 756	
Jun	P 6 878	8 528	-3 020	2 377	-643	14 796	680	15 476	-3 136	11 275	8 139	-112	-1 650	-308	321	-1 663	
Jul	P 8 834	10 943	-4 307	8 931	4 624	14 457	-2 630	11 827	2 734	8 430	11 164	-1 942	-2 109	-35	949	-3 023	
Ago	P 9 778	-5 943	-759	-2 363	-3 123	-815	-3 505	-4 320	-4 445	7 060	2 615	76	15 721	-6	15 663	64	
Sep	P 9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679	
Oct	P 9 282	7 834	-2 938	26 519	23 581	-14 957	-4 825	-19 782	29 085	-2 417	26 669	-3 357	1 448	-111	3 692	-2 132	
Nov	P 9 257	2 062	-1 768	3 085	1 317	5 113	-4 795	318	-3 317	20 727	17 411	2 033	7 195	35	7 757	-596	
Dic	P 4 295	1 831	-4 004	10 236	6 231	-3 020	-1 669	-4 690	11 559	-23 943	-12 385	-2 703	2 464	-71	2 268	266	
08 Ene	P 10 145	4 642	10 407	4 609	15 016	-1 025	-13 006	-14 031	-3 319	34 044	30 725	-1 421	5 502	123	5 483	-104	
Feb	P 9 687	9 485	-509	3 362	2 854	-12 466	10 504	-1 962	23 646	12 038	35 684	-1 186	201	-36	61	177	
Mar	P 10 603	17 619	-4 178	3 245	-933	-15 047	1 409	-13 638	36 866	-40 633	-3 767	-22	-7 016	22	-7 297	259	
Apr	P 4 628	-11 425	957	1 752	2 709	187	-1 938	-1 751	-10 120	20 169	10 050	-2 450	16 053	47	15 869	137	
May	P 8 297	10 784	-2 307	3 846	1 539	15 762	-1 239	14 523	1 219	10 193	11 411	-3 889	-2 487	61	-3 443	894	
Jun	P 8 870	10 159	7 372	3 796	11 168	6 396	-683	5 713	-1 955	13 871	11 915	-1 653	-1 289	87	-2 056	681	
Jul	P 5 949	-1 901	-1 487	3 959	2 472	7 270	-633	6 638	-5 873	962	-4 911	-1 812	7 850	-184	8 024	10	

**CUENTA FINANCIERA  
(VNP-VNA)**



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



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

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

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

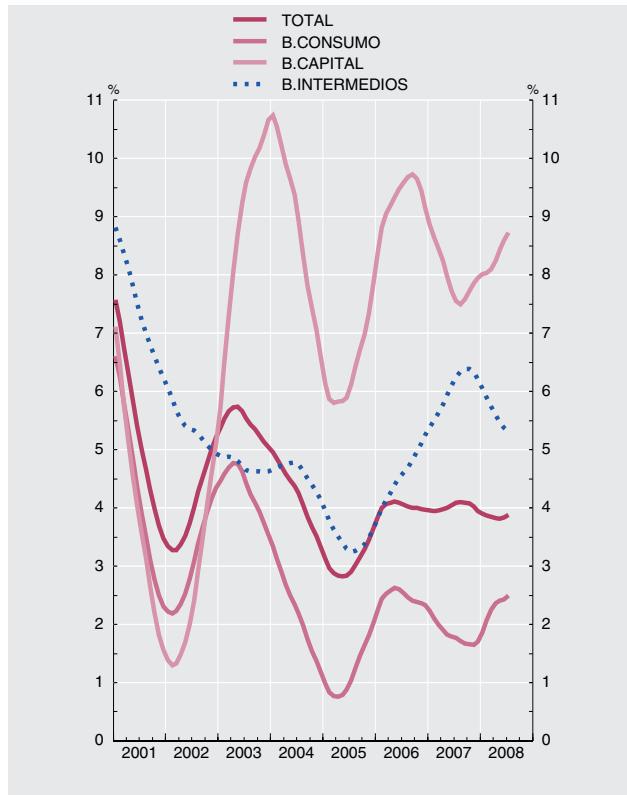
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7	
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5	
07	P	181 479	6,9	4,2	0,1	-0,7	8,1	8,4	8,3	5,7	6,1	4,7	2,6	24,7	-3,6	27,4	5,1
<b>07 Jun</b>																	
Jul	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	3,1	4,2	24,3	14,2	22,0	-2,3	14,4	
Ago	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	13,8	11,7	9,4	27,7	-20,9	26,3	8,0	
Sep	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	5,0	7,2	3,9	2,9	24,0	-38,6	20,1	9,0	
Oct	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7	
Nov	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5	
Dic	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0	
08 Ene	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5	
Feb	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6	
Mar	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5	
Abr	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8	
May	16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	1,8	1,0	12,0	51,2	-15,4	-1,5	4,2	
Jun	15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	10,7	-32,5	20,8	0,6	
Jul	17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,2	5,1	16,6	68,7	37,3	16,2	23,9	

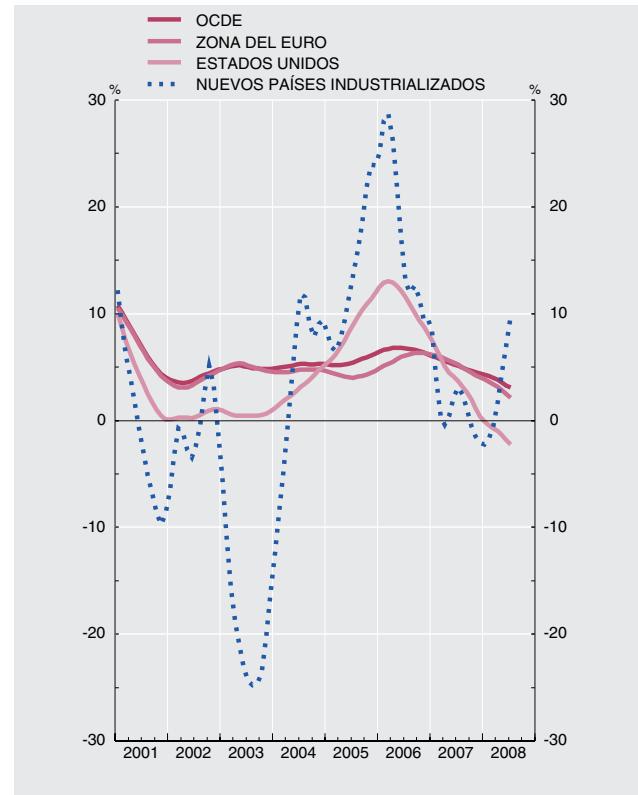
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR ÁREAS GEOGRÁFICAS**

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

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

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

**7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.**  
**IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES**

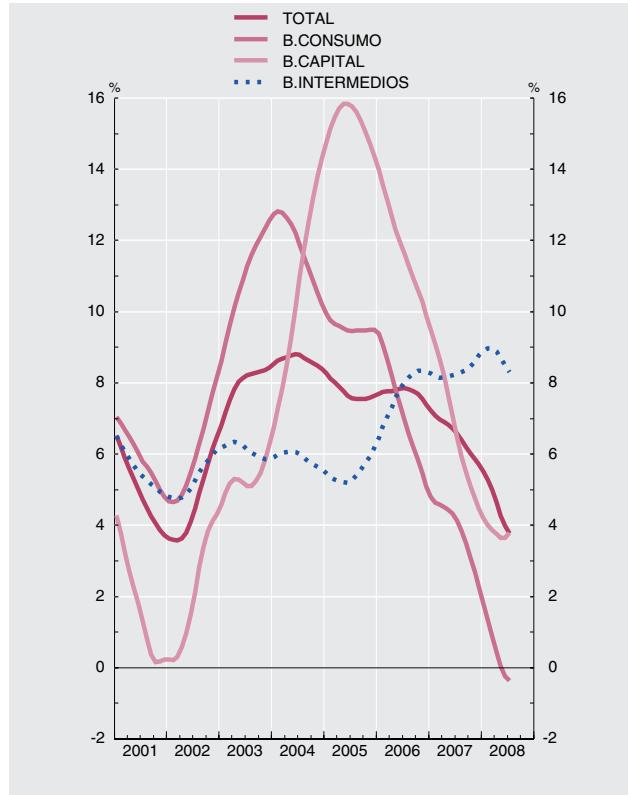
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6	
07	P 280 431	8,2	6,9	5,1	9,9	7,2	4,0	8,5	8,6	9,0	8,2	19,1	-4,7	5,9	31,2	-2,9	
07	Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,5	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	19,0	13,7
	Jul	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	13,8	15,0	15,1	4,1	-1,1	22,2	46,9	2,5
	Ago	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,4	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	34,0	-9,6
	Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4
	Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9
	Nov	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9
	Dic	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6
08	Ene	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8
	Feb	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9
	Mar	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1
	Apr	26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	10,9	10,0	13,5	35,6	42,0	34,7	6,9
	May	24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,5	-3,5	12,3	42,3	29,5	6,7	-24,6
	Jun	24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,4	-11,1	24,2	54,3	24,6	13,5	-24,3
	Jul	25 201	5,1	0,1	-4,0	-7,8	3,0	22,2	-1,2	-5,4	-7,4	-5,6	22,5	35,5	31,6	15,8	-17,9

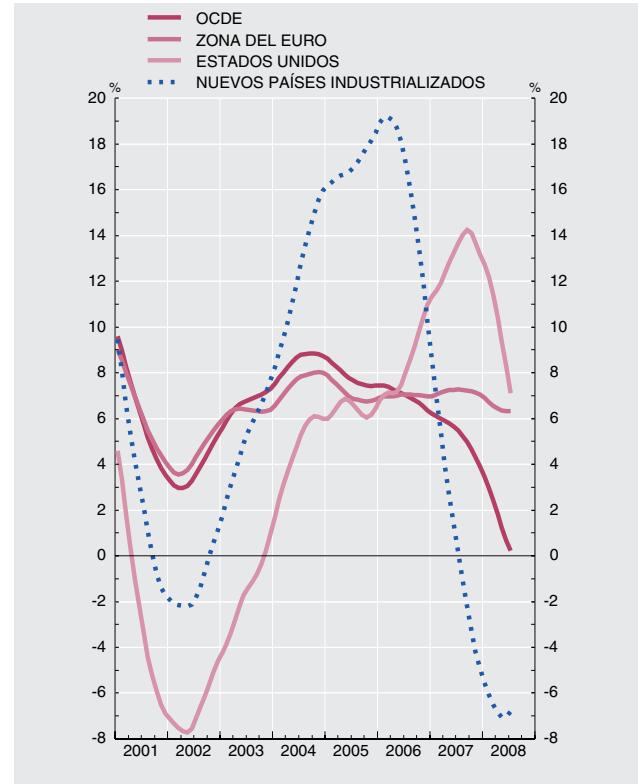
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR ÁREAS GEOGRÁFICAS**

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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

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

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

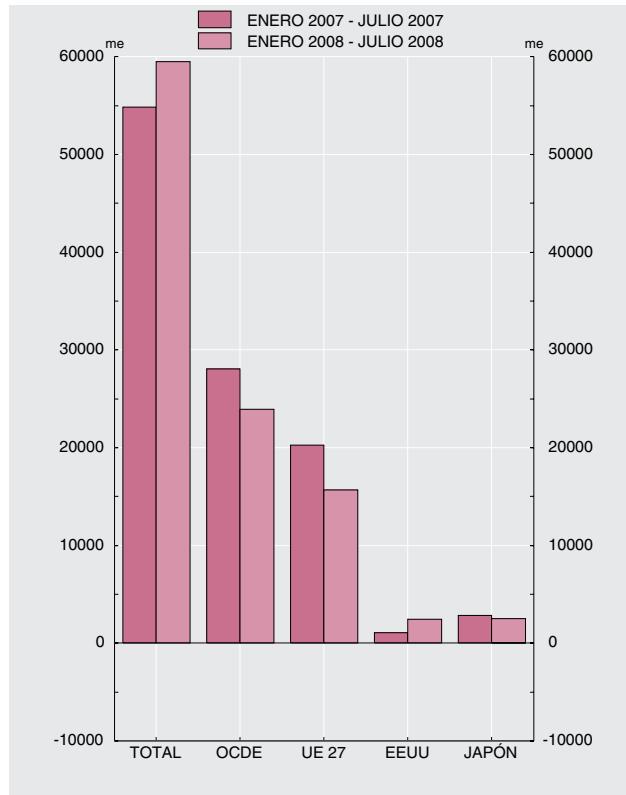
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

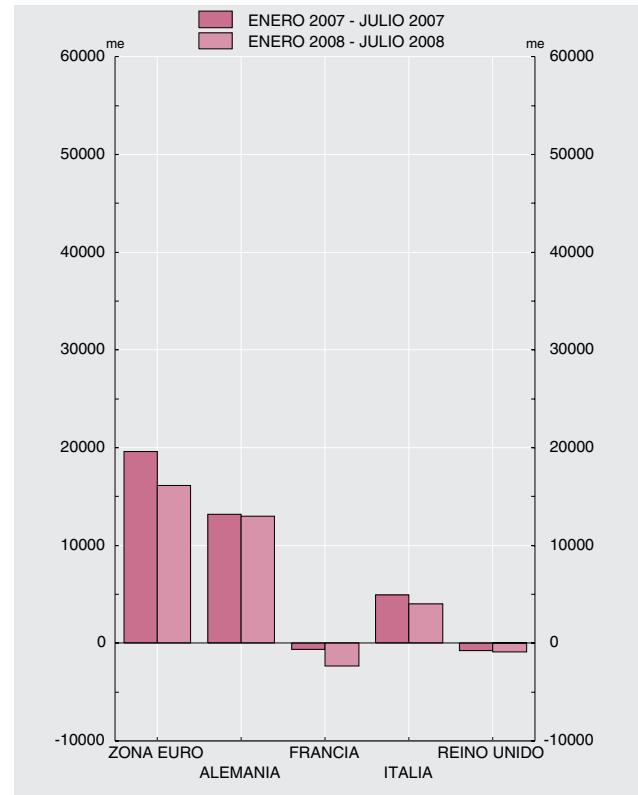
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)						OCDE			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados				
		Total	Zona del Euro			Resto de la la UE 27		Del cual:										
			Del cual:			Del cual:		Total	EEUU	Japón								
			Total	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido											
02	-42 000	-16 786	-18 192	-12 970	-3 436	-3 312	1 406	1 430	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-4 975	-2 176			
03	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600			
04	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104			
05	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411			
06	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564			
07	P	-98 952	-38 583	-36 711	-22 949	-441	-8 919	-1 872	456	-52 074	-2 358	-4 708	-15 816	-4 025	-16 583	-4 349		
07	E-J	-54 878	-20 277	-19 577	-13 186	612	-4 926	-700	764	-28 070	-1 071	-2 827	-9 039	-1 683	-9 019	-2 630		
08	E-J	-59 514	-15 652	-16 140	-12 972	2 318	-4 049	488	872	-23 926	-2 442	-2 502	-12 992	-3 143	-10 430	-2 035		
07	Jul	-8 661	-3 195	-3 195	-2 052	102	-881	1	132	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-1 541	-361		
Ago		-7 820	-2 994	-2 643	-1 355	-203	-731	-350	-142	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-1 590	-250		
Sep		-8 410	-3 159	-2 978	-1 934	-45	-728	-182	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	-357		
Oct		-9 310	-3 758	-3 518	-2 132	17	-849	-240	-94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	-340		
Nov		-8 699	-3 595	-3 467	-2 130	-102	-807	-127	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386		
Dic		-9 835	-4 800	-4 527	-2 212	-720	-878	-273	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386		
08	Ene	-9 152	-1 863	-1 834	-1 546	367	-542	-29	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339		
Feb		-8 074	-2 587	-2 873	-2 110	46	-608	286	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	-279		
Mar		-9 602	-2 251	-2 356	-1 716	174	-574	104	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	-251		
Abr		-8 048	-2 673	-2 646	-2 022	335	-650	-27	130	-3 427	-279	-378	-1 597	-387	-1 396	-302		
May		-7 963	-2 153	-2 355	-2 116	553	-490	203	160	-3 458	-304	-365	-1 771	-516	-1 405	-257		
Jun		-8 662	-2 064	-2 037	-1 726	366	-417	-27	-40	-3 386	-310	-378	-2 434	-523	-1 467	-373		
Jul		-8 012	-2 061	-2 040	-1 736	477	-769	-21	-5	-2 895	-266	-179	-1 808	-488	-1 783	-234		

**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 18, cuadros 3 y 5.

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

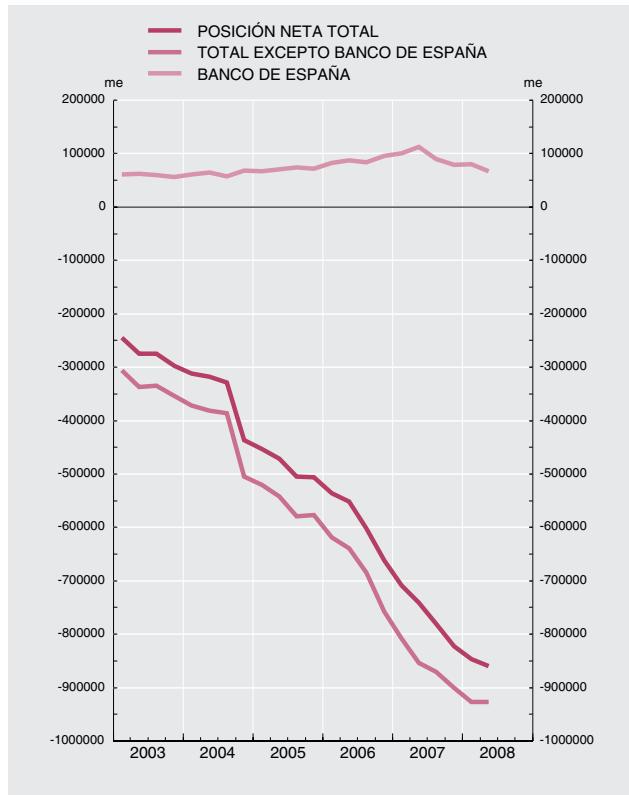
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

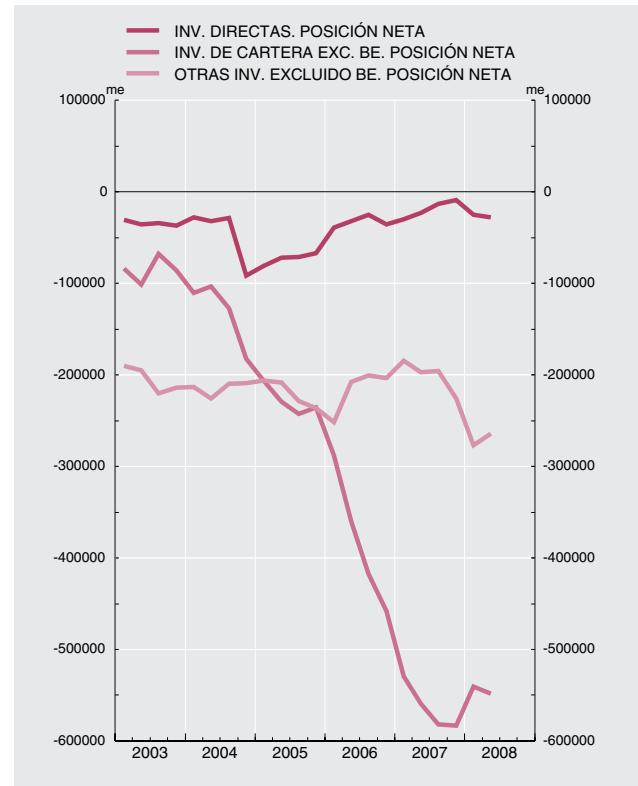
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=	2=	3=6+9+12	4=3-4-5	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14 a 16	14	15	16
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 //	-471,6	-541,8	-71,8	235,9	307,7	-261,4	390,8	652,2	-208,5	254,9	463,4	-	70,2	13,7	22,0	34,5
///	-505,3	-578,9	-71,1	240,4	311,5	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
IV	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
06 /	-535,8	-618,2	-39,4	287,9	327,3	-327,1	476,7	803,8	-251,7	285,2	536,9	-	82,4	15,4	26,8	40,3
//	-551,4	-638,7	-31,8	301,5	333,3	-399,2	444,3	843,5	-207,6	300,6	508,3	-	87,3	14,6	32,2	40,5
///	-601,9	-685,2	-25,4	317,7	343,0	-459,1	447,7	906,8	-200,8	315,4	516,2	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-661,9	-757,6	-35,7	316,2	351,9	-508,9	455,7	964,6	-203,4	327,3	530,7	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 /	-708,3	-808,7	-30,2	321,6	351,8	-582,4	461,0	1 043,3	-184,8	360,9	545,7	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
//	-741,4	-853,5	-22,9	350,9	373,7	-617,2	471,0	1 088,2	-197,5	364,8	562,3	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
///	-780,9	-870,5	-13,2	361,9	375,1	-643,4	455,2	1 098,6	-196,0	387,4	583,4	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-822,1	-901,1	-8,9	400,6	409,5	-647,6	443,3	1 090,8	-225,8	382,8	608,5	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /	-846,6	-927,2	-25,0	401,5	426,4	-604,9	413,9	1 018,8	-276,6	383,2	659,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
//	-859,3	-926,5	-28,0	413,5	441,6	-610,3	399,6	1 009,9	-264,7	420,5	685,2	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

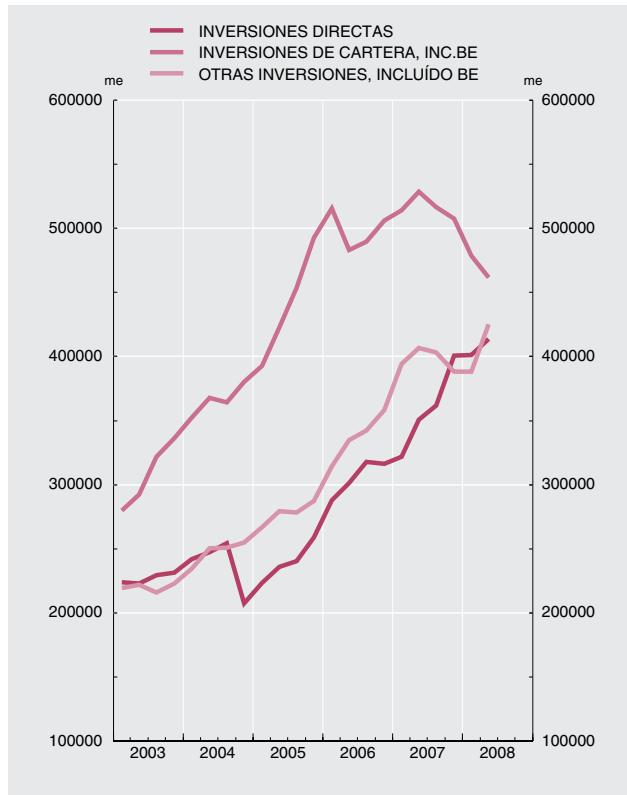
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

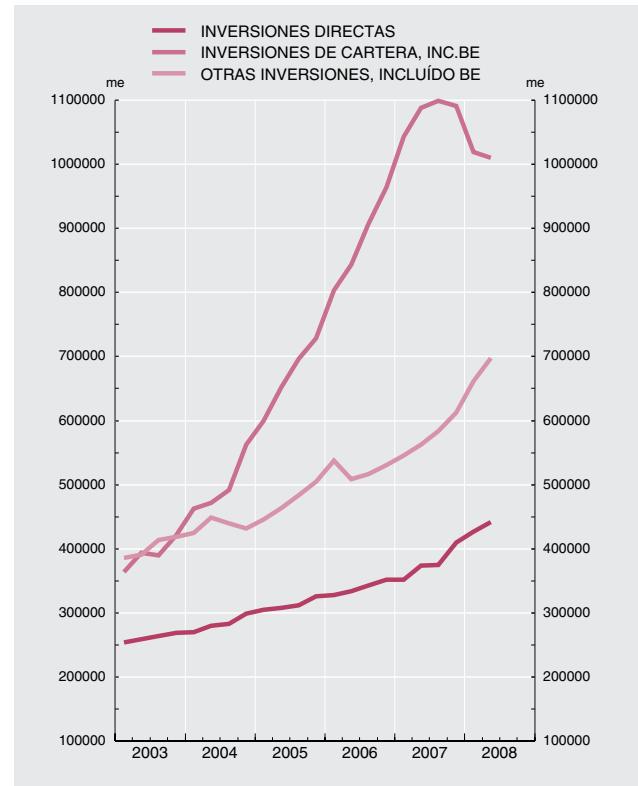
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 //	214 859	21 031	238 398	69 311	83 676	339 219	178 505	473 699	279 362	463 496	-	-
///	218 375	22 071	238 869	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
/V	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 /	269 390	18 489	252 911	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 453	-	-
//	279 487	22 009	259 513	73 829	122 047	361 127	206 547	636 951	334 801	508 589	-	-
///	296 551	21 121	263 163	79 872	126 170	363 383	232 494	674 271	342 224	516 474	-	-
/V	293 477	22 720	271 454	80 448	133 193	373 001	245 683	718 897	358 033	530 980	32 973	42 569
07 /	300 802	20 786	274 050	77 756	140 704	373 512	256 533	786 784	394 279	545 991	33 197	44 487
//	335 434	15 423	289 106	84 628	153 730	374 852	269 506	818 657	406 888	562 728	39 921	55 856
///	340 645	21 250	293 224	81 891	142 095	374 617	273 560	825 065	403 281	583 644	44 181	62 069
/V	375 023	25 606	319 924	89 577	134 762	372 789	286 207	804 620	387 983	612 075	44 642	63 487
08 /	375 363	26 089	340 355	86 053	100 981	377 430	238 021	780 731	388 188	661 712	53 297	74 001
//	386 308	27 228	351 736	89 845	95 777	365 842	219 644	790 275	425 276	697 482	58 579	82 016

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

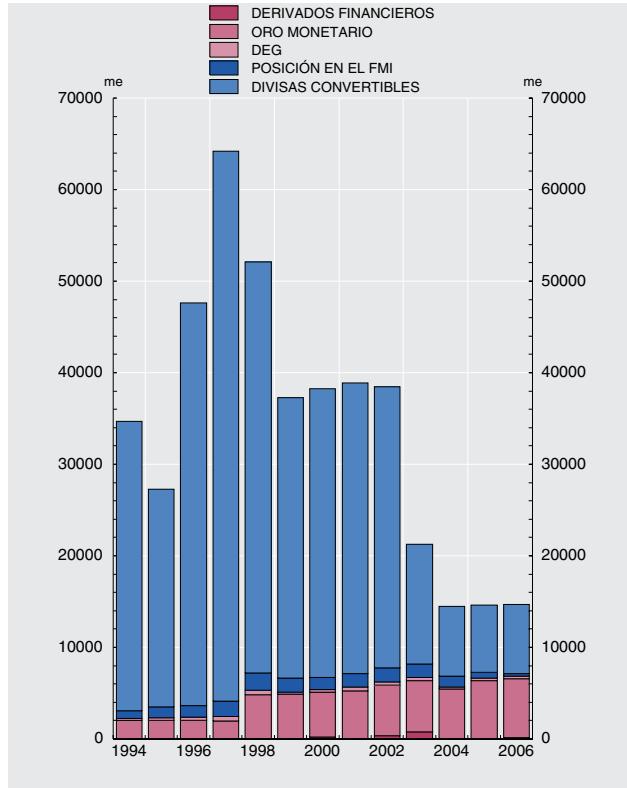
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

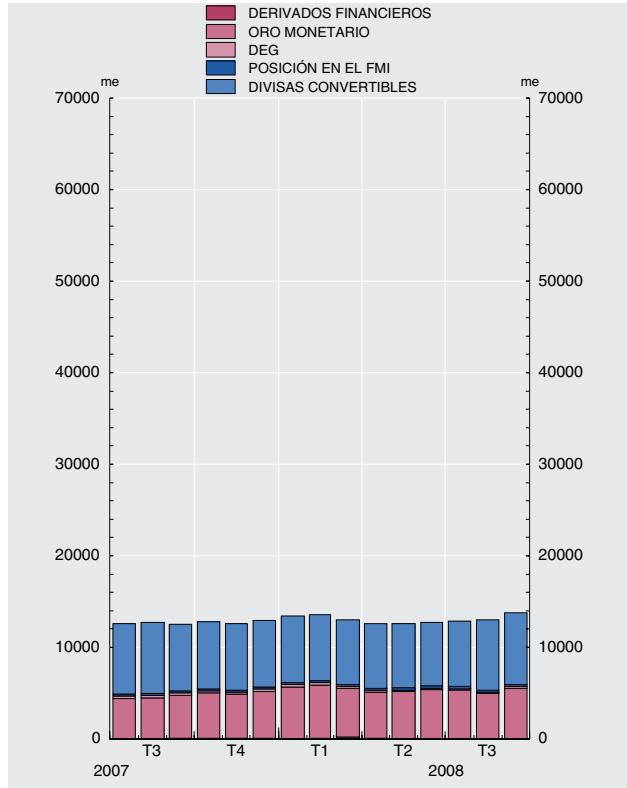
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
	1	2	3	4	5	6	7
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	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 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
08 Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
Jul	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
Ago	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
Sep	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1

### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas						Total	Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo					Corto plazo		Largo plazo				
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
04 //	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676			
///	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974			
/IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071			
05 /	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301			
//	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810			
///	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776			
/IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887			
06 /	1 238 547	214 078	4 628	14	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115			
//	1 258 074	213 343	3 620	348	191 381	17 995	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443			
///	1 307 710	214 178	6 070	1 472	188 569	18 066	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224			
/IV	1 369 911	215 581	4 836	665	191 871	18 209	-	622 804	6 252	277 169	236 038	103 344			
07 /	1 460 794	219 410	4 901	40	195 781	18 688	-	658 078	11 331	295 511	252 211	99 026			
//	1 521 801	215 158	5 446	444	190 503	18 765	-	684 725	11 316	294 386	269 682	109 341			
///	1 541 178	207 164	4 820	1 326	182 455	18 564	-	707 003	15 079	308 877	273 907	109 139			
/IV	1 560 447	197 853	4 505	875	173 414	19 059	-	723 912	16 802	327 376	265 459	114 275			
08 /	1 585 473	194 437	6 451	553	167 692	19 741	-	767 428	19 368	380 511	256 256	111 293			
//	1 636 873	196 530	5 709	155	170 922	19 744	-	791 485	20 093	399 577	258 407	113 409			

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

Saldos a fin de periodo												Millones de euros				
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa				
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo			Total	Frente a:			Total	Inversores directos	Afiliadas	
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos		Créditos comerciales	Otros pasivos					
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
04 //	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075			
///	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331			
/IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307			
05 /	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712			
//	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573			
///	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893			
/IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034			
06 /	535	535	322 467	2 905	19 460	408	195 679	102 876	360	1 139	111 945	46 934	65 011			
//	328	328	350 967	4 283	18 444	330	226 684	100 265	352	961	112 534	47 590	64 944			
///	316	316	373 904	4 641	22 235	830	244 071	101 210	348	918	116 965	51 034	65 932			
/IV	281	281	411 212	4 786	22 925	694	275 114	107 138	338	555	120 034	49 496	70 537			
07 /	322	322	454 965	5 303	21 611	541	317 258	109 319	334	932	128 019	49 859	78 160			
//	423	423	481 079	5 418	27 003	1 054	336 291	110 290	331	1 022	140 416	50 248	90 167			
///	277	277	494 265	2 153	22 188	837	346 652	121 441	339	994	132 469	51 901	80 568			
/IV	3 550	3 550	491 381	201	20 324	277	344 239	125 648	330	692	143 752	54 737	89 015			
08 /	1 855	1 855	478 724	827	19 821	401	330 137	126 909	319	628	143 029	55 876	87 153			
//	12 326	12 326	487 416	5 749	21 325	1 254	329 396	129 063	316	628	149 116	60 777	88 339			

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos							
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
07 Abr	434 241	285 048	150 001	-1 180	-	667	295	251 756	619 122	54 077	326 081	95 363	182 485	
May	433 184	283 588	149 999	-107	-	257	553	249 131	622 961	50 066	326 289	97 607	184 053	
Jun	437 672	288 001	150 003	-300	-	223	254	250 320	628 080	50 988	326 083	102 665	187 353	
Jul	452 764	302 818	150 003	114	-	138	308	259 984	637 586	54 551	316 884	115 269	192 780	
Ago	452 514	282 934	160 437	9 185	-	238	280	253 724	640 337	47 773	317 108	117 278	198 790	
Sep	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154	
Oct	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703	
Nov	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440	
Dic	467 813	259 094	274 422	-65 014	-	314	1 003	260 023	663 813	51 566	331 310	124 047	207 790	
08 Ene	438 306	191 905	268 486	-21 373	-	199	911	245 582	658 002	52 664	354 557	110 527	192 724	
Feb	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496	
Mar	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695	
Apr	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984	
May	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453	
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099	
Jul	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473	
Ago	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420	
Sep	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611	

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos						
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19+20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
07 Abr	19 144	15 571	3 876	-232	-	72	-26 289	-4 787	29 797	85 050	17 924	10 255	62 922	20 423	
May	20 280	16 315	3 997	-	0	32	-32 805	-4 787	38 502	84 242	26 822	9 691	62 870	19 370	
Jun	18 244	15 824	2 419	-	-	0	-34 802	-4 787	37 642	84 836	27 165	9 180	65 180	20 191	
Jul	18 325	15 804	2 520	2	-	2	-27 106	-4 787	29 122	85 999	20 438	8 477	68 837	21 095	
Ago	18 180	15 657	2 341	183	-	1	-24 045	-4 787	25 767	85 141	18 069	8 312	69 131	21 245	
Sep	20 942	12 319	8 673	-49	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111	
Oct	35 401	18 311	17 821	-734	-	3	0	-5 873	-4 787	24 122	82 899	20 605	8 430	70 952	21 938
Nov	40 374	19 314	21 172	-90	-	21	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214	
Dic	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	72 079	23 831	
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	37	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336
Feb	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	72 071	22 143
Mar	44 173	21 534	22 480	161	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569	
Apr	47 940	18 749	29 240	-27	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121	
May	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559
Jul	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828	24 027
Ago	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465	24 495
Sep	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846	27 807

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

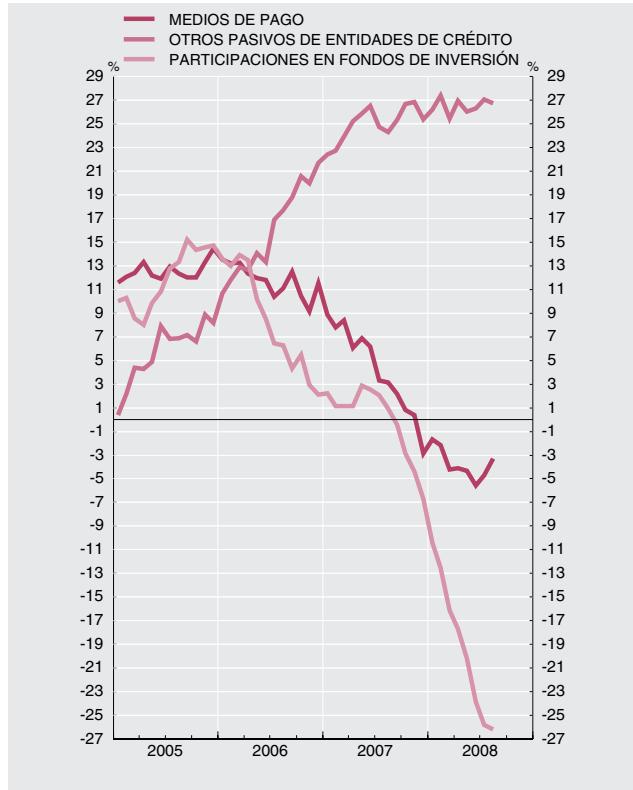
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria			
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12			
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
05	459 550	14,4	16,1	14,0	300 683	8,2	10,5	-3,8	6,8	220 195	14,7	7,6	22,3	11,3	10,7		
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 945	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3		
07	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7		
07	May	498 634	6,9	7,5	6,7	404 270	25,9	28,0	15,6	17,9	230 548	2,9	-2,9	7,4	12,7	19,9	
	Jun	516 830	6,2	7,0	6,0	413 757	26,5	28,5	20,4	5,4	229 715	2,6	-5,3	8,9	12,2	18,6	
	Jul	502 872	3,3	6,1	2,6	416 149	24,8	27,0	16,0	8,3	227 973	2,1	-4,3	7,1	10,3	17,1	
	Ago	491 707	3,1	6,7	2,3	423 736	24,3	26,3	16,1	10,5	227 517	0,9	-2,4	3,6	10,4	18,6	
	Sep	501 220	2,2	5,6	1,4	430 194	25,4	27,9	13,5	12,1	223 556	-0,4	-1,7	0,6	10,3	18,0	
	Oct	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 112	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8	
	Nov	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 335	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9	
	Dic	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7	
08	Ene	482 419	-1,7	1,8	-2,5	471 776	26,2	30,0	10,1	-6,7	202 055	-10,4	3,9	-20,6	9,8	14,9	
	Feb	480 366	-2,2	1,5	-3,1	484 435	27,4	31,2	10,6	-7,4	197 551	-12,6	2,4	-23,1	9,9	14,8	
	Mar	480 679	-4,2	-0,3	-5,2	491 896	25,5	29,7	8,7	-15,4	191 835	-16,1	-0,3	-27,6	7,9	12,9	
	Apr	471 052	-4,1	-0,6	-5,0	503 330	27,0	31,6	5,8	-10,7	188 671	-17,7	-1,3	-29,3	8,7	12,1	
	May	477 181	-4,3	-1,3	-5,0	509 408	26,0	31,5	2,5	-19,6	184 057	-20,2	-3,4	-31,9	8,1	11,9	
	Jun	487 926	-5,6	-2,5	-6,3	522 673	26,3	30,7	4,7	2,5	174 927	-23,9	-6,9	-35,8	7,2	12,9	
	Jul	P	479 328	-4,7	-3,3	-5,0	528 717	27,1	31,7	6,2	-9,5	169 177	-25,8	-9,2	-37,6	7,9	13,1
	Ago	P	475 466	-3,3	-4,2	-3,1	536 985	26,7	31,8	2,9	-7,3	167 924	-26,2	-12,1	-36,7	8,4	13,2

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



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



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.
- e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

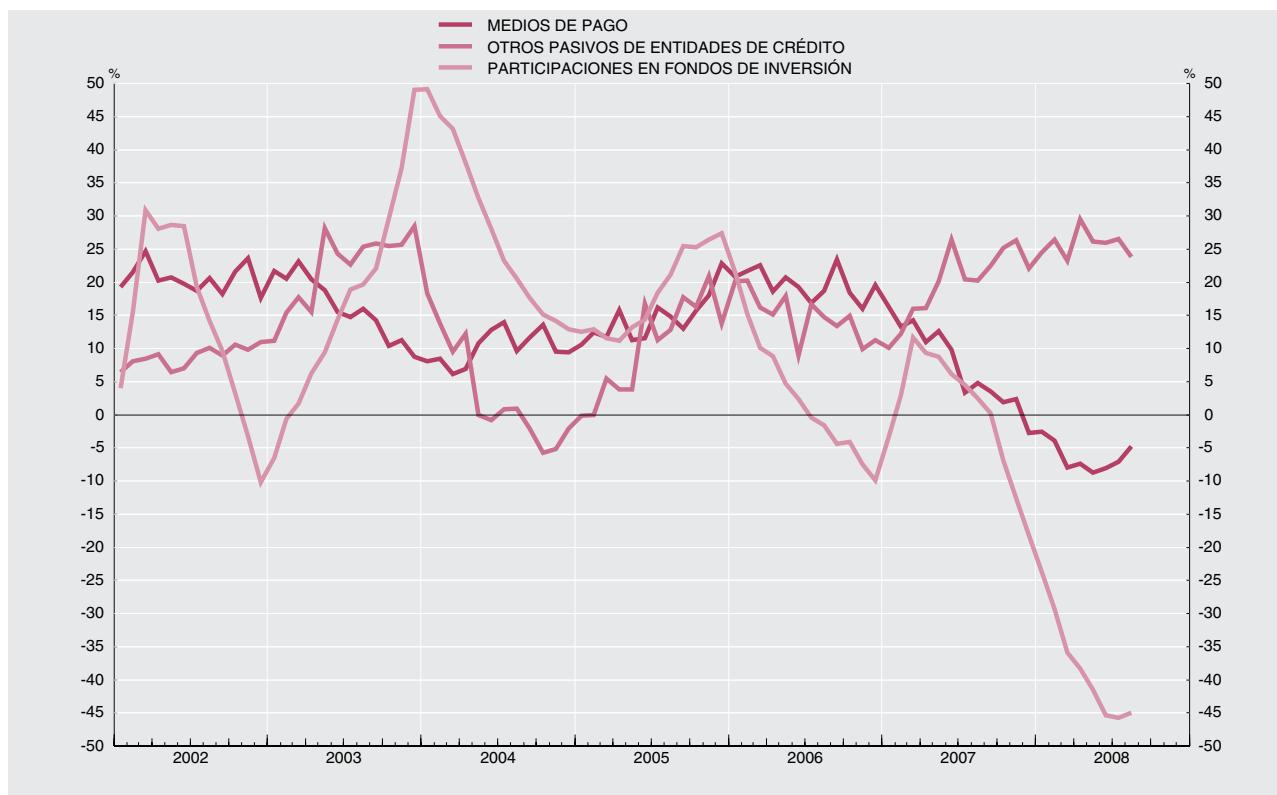
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	114 876	22,9	70 970	13,8	30,5	-3,4	29 442	27,4	13,9	41,4
06	137 357	19,6	78 991	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
07	133 623	-2,7	96 473	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
07 May	133 554	12,7	84 463	20,2	29,8	5,8	29 278	8,8	5,7	11,1
Jun	137 293	9,9	89 873	26,5	36,9	10,3	28 474	6,1	1,2	9,9
Jul	128 420	3,4	86 700	20,5	30,3	5,3	27 707	4,5	0,8	7,4
Ago	126 227	4,8	89 961	20,2	27,4	9,1	27 100	2,5	1,7	3,1
Sep	132 591	3,5	92 028	22,5	30,7	9,3	26 101	0,3	1,5	-0,7
Oct	125 602	1,9	93 151	25,2	35,8	7,6	24 743	-6,9	-8,1	-6,1
Nov	129 238	2,4	95 094	26,3	37,4	7,1	23 169	-12,6	-11,8	-13,1
Dic	133 623	-2,7	96 473	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08 Ene	125 515	-2,6	96 677	24,5	36,2	3,6	21 186	-23,7	-8,4	-34,6
Feb	124 705	-3,9	99 357	26,4	38,6	3,9	20 412	-29,4	-14,0	-40,2
Mar	123 864	-8,0	101 593	23,2	35,6	0,6	19 513	-35,9	-20,6	-47,1
Apr	119 348	-7,4	104 782	29,6	44,4	1,1	18 395	-38,3	-22,1	-49,9
May	121 938	-8,7	106 538	26,1	43,1	-4,8	17 129	-41,5	-24,6	-53,3
Jun	126 210	-8,1	113 198	26,0	35,8	7,1	15 559	-45,4	-28,0	-57,6
Jul	P 119 324	-7,1	109 709	26,5	38,1	4,6	15 040	-45,7	-28,5	-58,0
Ago	P 120 236	-4,7	111 411	23,8	38,1	-2,1	14 921	-44,9	-29,5	-56,5

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

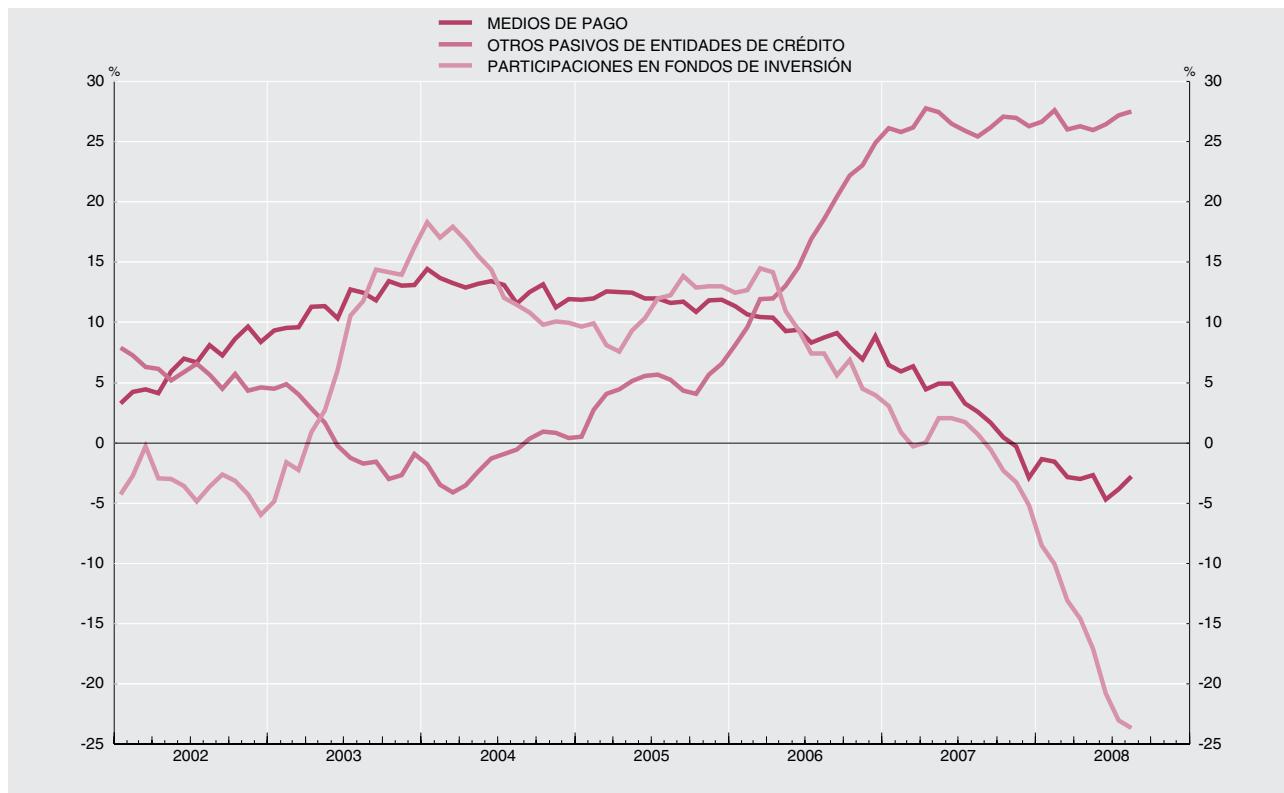
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	344 674	11,9	14,3	11,2	229 713	6,6	7,3	1,0	190 753	13,0	6,7	19,6
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 954	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 414	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
07 May	365 080	4,9	7,3	4,2	319 807	27,5	27,7	25,8	201 270	2,1	-4,0	6,8
Jun	379 537	4,9	6,9	4,4	323 884	26,5	26,9	23,7	201 241	2,1	-6,1	8,8
Jul	374 452	3,3	6,1	2,4	329 449	25,9	26,3	22,9	200 266	1,7	-4,9	7,1
Ago	365 480	2,6	6,8	1,3	333 776	25,4	26,1	20,6	200 417	0,7	-3,0	3,7
Sep	368 629	1,7	5,8	0,5	338 165	26,2	27,4	16,8	197 455	-0,5	-2,2	0,8
Oct	359 835	0,4	5,2	-1,0	346 961	27,1	28,7	14,3	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
Nov	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 241	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
Dic	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 414	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08 Ene	356 904	-1,4	2,3	-2,5	375 098	26,7	28,8	9,5	180 868	-8,5	5,7	-18,6
Feb	355 661	-1,6	2,0	-2,6	385 078	27,6	29,8	9,8	177 139	-10,1	4,8	-20,6
Mar	356 815	-2,9	0,2	-3,8	390 303	26,0	28,5	6,6	172 322	-13,1	2,8	-24,6
Apr	351 704	-3,0	-0,1	-3,9	398 548	26,3	29,2	3,8	170 276	-14,6	1,8	-26,3
May	355 242	-2,7	-0,7	-3,3	402 870	26,0	29,3	0,6	166 928	-17,1	-0,3	-28,8
Jun	361 717	-4,7	-1,9	-5,6	409 475	26,4	29,6	2,1	159 367	-20,8	-4,0	-32,7
Jul	P 360 005	-3,9	-2,8	-4,2	419 008	27,2	30,4	2,0	154 137	-23,0	-6,6	-34,8
Ago	P 355 230	-2,8	-3,7	-2,5	425 574	27,5	30,5	3,5	153 003	-23,7	-9,8	-34,0

**HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

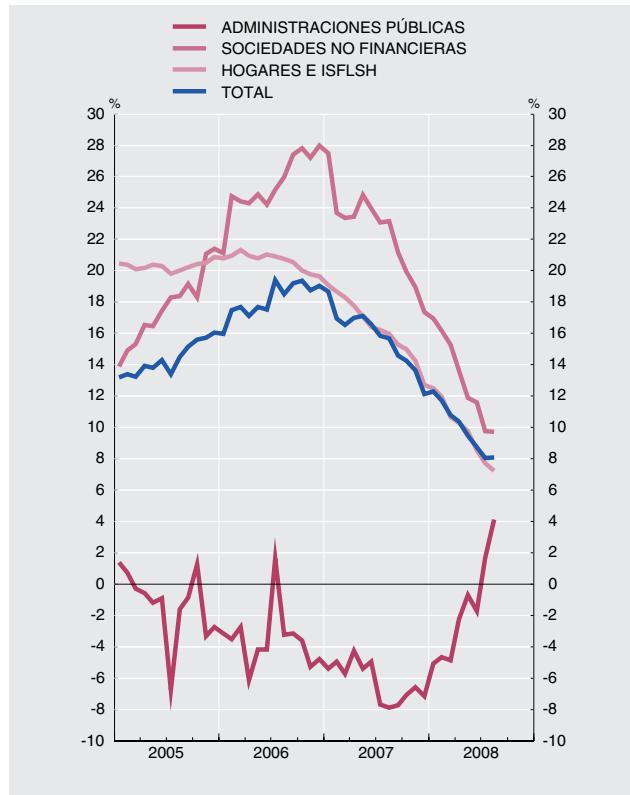
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

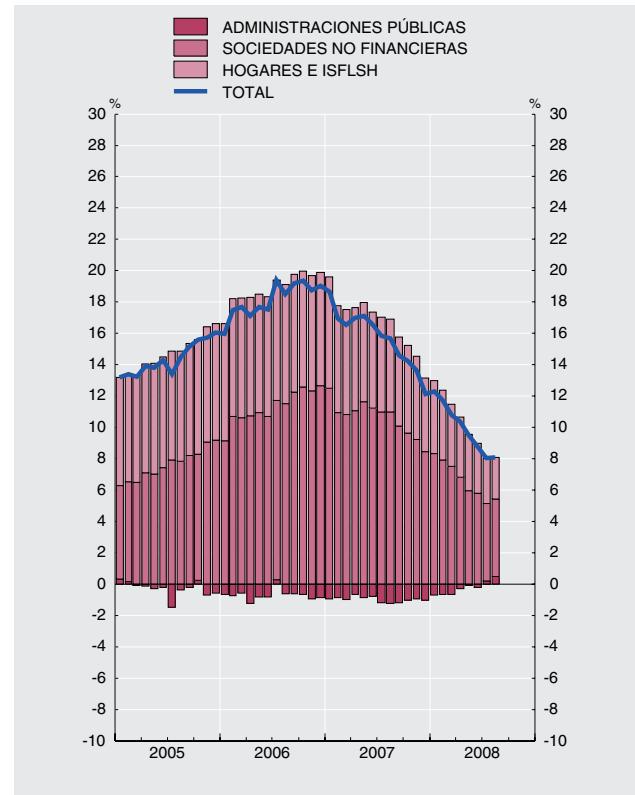
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
05	1 763 901	242 997	16,1	-2,7	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,6	16,6	9,2	7,4	15,2	0,2	1,3				
06	2 102 844	335 894	19,0	-4,8	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,9	19,9	12,6	7,3	17,0	1,0	1,9				
07	2 367 365	255 203	12,1	-7,2	15,3	17,3	12,7	15,9	18,1	11,4	-1,0	13,2	8,4	4,7	11,6	0,3	1,3				
07 May	2 216 034	38 391	17,1	-5,4	21,4	24,8	17,1	22,5	55,4	11,8	-0,9	18,0	11,6	6,4	15,9	0,6	1,5				
Jun	2 266 777	40 024	16,6	-4,9	20,6	24,0	16,4	21,9	29,8	12,2	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4				
Jul	2 281 062	20 404	15,9	-7,7	20,1	23,1	16,2	21,3	29,9	11,7	-1,2	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4				
Ago	2 292 827	12 263	15,7	-7,9	20,0	23,2	16,0	21,3	30,3	11,1	-1,2	16,9	11,0	5,9	15,2	0,4	1,3				
Sep	2 310 809	18 451	14,6	-7,7	18,6	21,1	15,3	19,9	28,1	9,3	-1,2	15,8	10,1	5,6	14,3	0,4	1,1				
Oct	2 315 319	8 166	14,2	-7,1	17,8	19,9	15,0	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,6	13,6	0,4	1,3				
Nov	2 339 470	23 511	13,6	-6,6	16,9	19,0	14,2	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,2	5,3	12,9	0,3	1,4				
Dic	2 367 365	24 401	12,1	-7,2	15,3	17,3	12,7	15,9	18,1	11,4	-1,0	13,2	8,4	4,7	11,6	0,3	1,3				
08 Ene	2 374 652	9 424	12,3	-5,1	15,1	17,0	12,5	15,4	18,3	12,6	-0,7	13,0	8,3	4,6	11,2	0,3	1,5				
Feb	2 389 741	14 338	11,7	-4,6	14,4	16,2	12,0	14,9	13,9	11,1	-0,6	12,4	7,9	4,4	10,9	0,2	1,3				
Mar	2 403 869	13 339	10,8	-4,9	13,3	15,3	10,7	13,6	10,7	11,7	-0,7	11,5	7,5	4,0	9,9	0,2	1,4				
Abr	2 406 895	3 084	10,4	-2,2	12,2	13,6	10,3	12,6	15,0	9,3	-0,3	10,6	6,8	3,8	9,3	0,2	1,1				
May	2 430 951	22 644	9,5	-0,7	11,0	11,9	9,8	11,6	17,0	6,2	-0,1	9,6	6,0	3,6	8,6	0,3	0,7				
Jun	2 448 919	28 369	8,8	-1,7	10,3	11,6	8,5	10,2	17,6	9,9	-0,2	9,0	5,8	3,2	7,5	0,3	1,2				
Jul	P 2 454 093	5 416	8,0	1,7	8,9	9,8	7,7	8,9	9,8	8,6	0,2	7,8	5,0	2,9	6,7	0,2	1,0				
Ago	P 2 468 720	14 759	8,1	4,1	8,7	9,7	7,2	8,5	9,7	9,8	0,5	7,6	4,9	2,7	6,3	0,2	1,2				

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



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



FUENTE: BE.

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

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

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

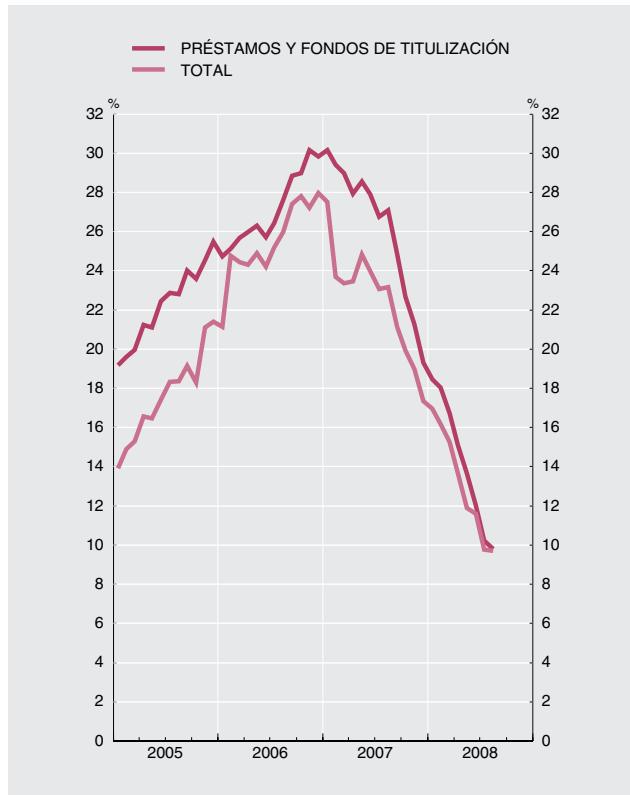
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

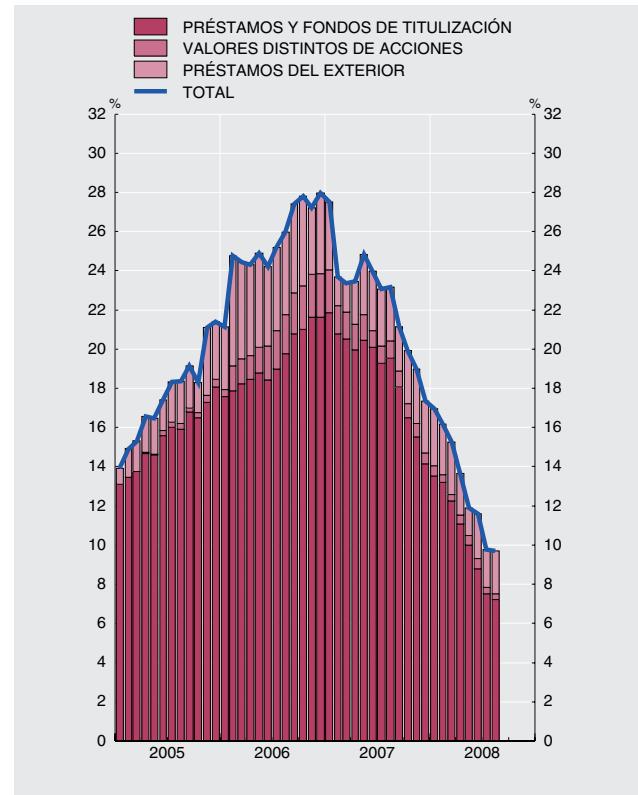
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emisiones de filial. financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	797 568	139 281	21,4	578 229	25,5	18,1	13 206	2 634	23,7	0,4	206 133	10,7	3,0	5 581
06	1 024 233	223 106	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 161	16,0	4,1	3 230
07	1 212 700	177 685	17,3	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	282 013	11,2	2,7	1 166
07 May	1 110 377	23 928	24,8	813 013	28,6	20,4	32 571	21 137	55,4	1,3	264 792	11,8	3,1	2 763
Jun	1 137 436	16 206	24,0	832 546	27,9	20,1	33 407	21 389	29,8	0,8	271 483	12,2	3,1	3 004
Jul	1 161 168	29 816	23,1	854 200	26,7	19,3	35 905	23 321	29,9	0,9	271 063	11,7	2,9	2 759
Ago	1 161 755	1 041	23,2	856 056	27,1	19,5	35 898	23 304	30,3	0,9	269 801	11,0	2,8	2 665
Sep	1 174 841	13 289	21,1	869 184	24,9	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	269 228	9,2	2,3	2 300
Oct	1 183 545	12 301	19,9	874 064	22,7	16,5	36 804	23 338	24,0	0,7	272 677	11,2	2,7	2 142
Nov	1 195 383	11 119	19,0	883 525	21,3	15,5	36 654	23 234	21,7	0,7	275 204	11,6	2,8	1 880
Dic	1 212 700	13 284	17,3	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	282 013	11,2	2,7	1 166
08 Ene	1 218 892	8 361	17,0	900 611	18,5	13,5	36 604	22 766	18,3	0,5	281 677	12,2	2,9	1 097
Feb	1 223 446	3 732	16,2	904 882	18,0	13,2	36 527	22 562	13,9	0,4	282 037	10,7	2,6	988
Mar	1 232 014	7 356	15,3	912 921	16,7	12,2	35 814	22 482	10,7	0,3	283 280	11,4	2,7	915
Apr	1 239 881	7 881	13,6	917 568	15,1	11,1	36 681	22 468	15,0	0,4	285 631	8,9	2,1	860
May	1 248 970	7 514	11,9	922 444	13,6	10,0	38 123	24 089	17,0	0,5	288 404	5,8	1,4	905
Jun	1 255 055	16 137	11,6	930 650	12,0	8,8	39 298	25 302	17,6	0,5	285 107	9,6	2,3	829
Jul	P 1 266 215	11 361	9,8	939 492	10,2	7,5	39 425	25 327	9,8	0,3	287 298	8,3	1,9	770
Ago	P 1 266 688	523	9,7	937 823	9,8	7,2	39 376	25 334	9,7	0,3	289 490	9,5	2,2	615

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



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



FUENTE: BE.

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

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

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

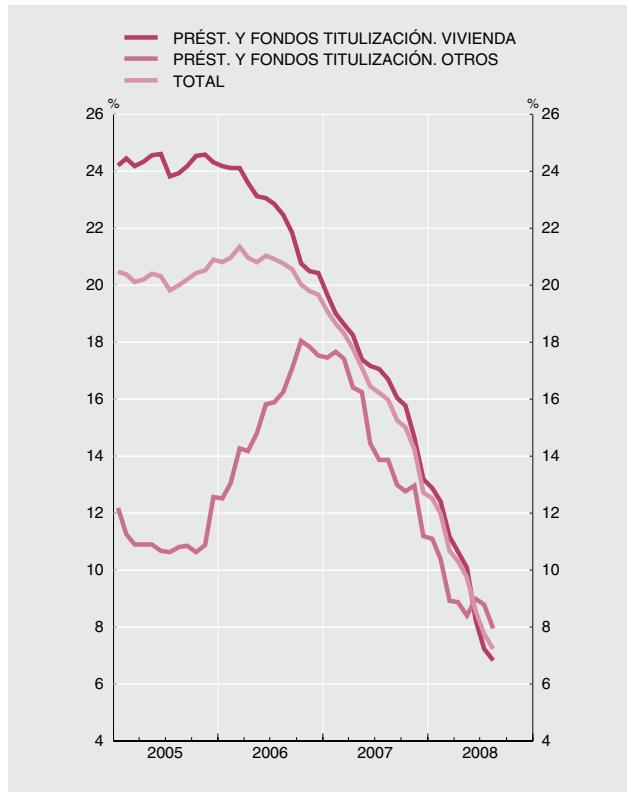
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

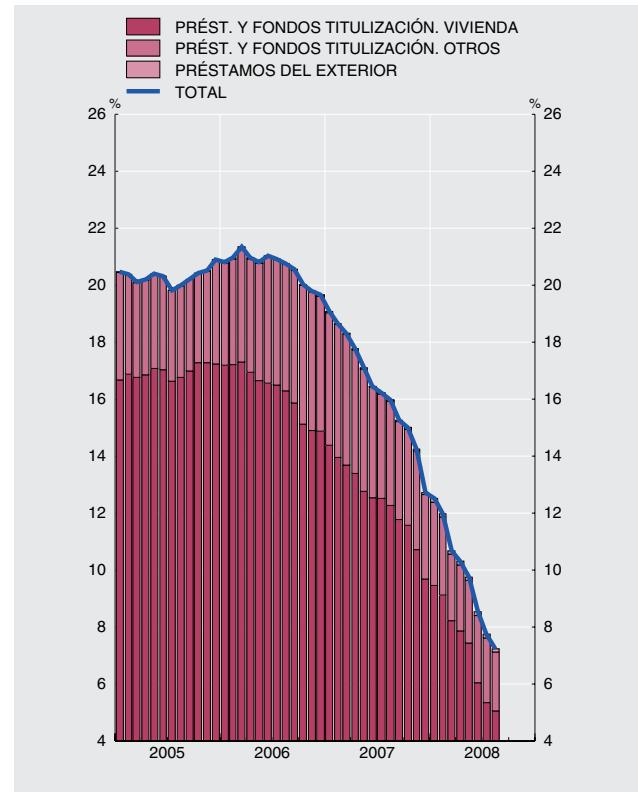
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	650 997	112 525	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	10,8	0,0	28 527	3 030
06	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	875 916	99 008	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
07 May	821 189	8 925	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 285	21,2	0,0	25 294	5 101
Jun	838 588	17 534	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 301	19,5	0,0	27 819	5 143
Jul	845 511	6 956	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 374	25,1	0,0	27 842	5 208
Ago	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	31,9	0,0	28 675	5 120
Sep	854 765	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 519	35,1	0,1	27 971	6 211
Oct	863 443	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 708	6 170
Nov	875 893	12 530	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 665	47,0	0,1	27 565	6 049
Dic	875 916	561	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
08 Ene	879 331	3 384	12,5	649 120	12,9	9,5	228 029	11,1	2,9	2 183	86,0	0,1	27 540	5 728
Feb	883 815	4 554	12,0	653 229	12,4	9,1	228 398	10,4	2,7	2 188	85,4	0,1	27 265	5 676
Mar	887 757	4 364	10,7	657 145	11,2	8,2	228 380	8,9	2,3	2 232	80,6	0,1	26 983	5 681
Abr	894 279	6 565	10,3	661 677	10,7	7,9	230 353	8,9	2,3	2 248	80,0	0,1	26 721	5 683
May	899 436	5 322	9,8	664 943	10,1	7,4	232 213	8,4	2,2	2 280	77,4	0,1	26 434	5 512
Jun	908 076	8 988	8,5	666 203	8,2	6,0	239 579	9,0	2,4	2 293	76,3	0,1	26 229	5 486
Jul	P 908 937	903	7,7	669 294	7,2	5,3	237 275	8,8	2,3	2 368	72,3	0,1	25 933	5 900
Ago	P 908 904	49	7,2	670 712	6,8	5,1	235 750	8,0	2,1	2 442	66,3	0,1	25 607	5 688

### FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

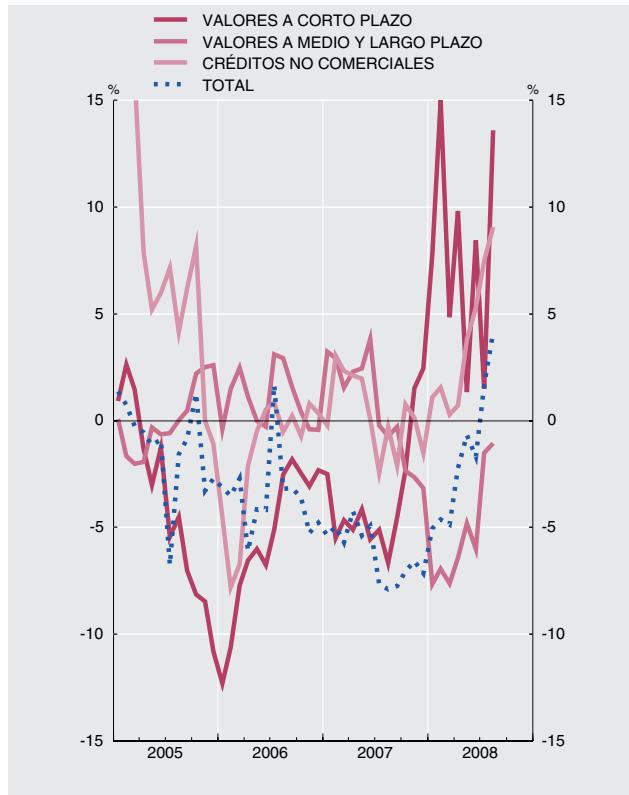
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 total			
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Pasivos			Activos	
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04	324 145	680 0,2	6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	7 949	1,8	-6,2	0,5	12,9	10,6	-0,8	0,5	2,4	-1,9
05	315 336	-8 809 -2,7	2 573	-4 042	7 366	-751	-695	12 077	0,7	-10,8	2,6	-1,1	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5
06 P	300 239	-15 097 -4,8	-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 562	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07 P	278 749	-21 490 -7,2	-9 320	792	-9 090	-1 023	2 973	9 196	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
07 Mar	P 298 614	2 406 -5,7	1 887	2 379	-1 633	1 140	422	-942	1,1	-4,6	1,5	2,3	30,1	-0,5	1,4	0,5	-7,1
Abr	P 278 930	-19 683 -4,2	-3 203	-2 692	-123	-389	13 375	3 105	1,6	-5,1	2,3	2,1	19,6	-0,6	2,3	0,5	-6,4
May	P 284 468	5 538 -5,4	1 213	2 267	37	-1 091	131	-4 457	1,8	-4,1	2,4	2,0	26,7	-0,5	2,3	0,4	-7,7
Jun	P 290 752	6 284 -4,9	3 138	-2 643	5 646	136	-4 295	1 150	2,4	-5,5	3,8	0,1	29,7	-0,6	3,6	0,0	-7,9
Jul	P 274 383	-16 369 -7,7	-9 925	1 892	-10 458	-1 359	-6 321	12 765	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	19,9	-0,6	-0,2	-0,5	-6,3
Ago	P 281 504	7 121 -7,9	-4 510	-1 808	-2 043	-660	-158	-11 473	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	24,1	-0,7	-0,1	-0,1	-6,4
Sep	P 281 203	-301 -7,7	5 674	2 582	2 769	323	-72	6 046	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	22,7	-0,5	-0,3	-0,5	-6,5
Oct	P 268 332	-12 871 -7,1	-10 578	-1 178	-10 088	688	1 512	780	-1,8	-2,3	-2,3	0,8	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6
Nov	P 268 193	-139 -6,6	3 495	2 868	842	-215	-2 152	5 786	-1,8	1,5	-2,7	0,1	11,7	0,2	-2,7	0,0	-4,1
Dic	P 278 749	10 556 -7,2	-1 261	-1 505	-800	1 043	-468	-11 350	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
08 Ene	A 276 429	-2 321 -5,1	-5 554	3 506	-9 228	168	7	-3 240	-4,9	7,8	-7,7	1,1	-4,3	0,9	-7,7	0,2	1,5
Feb	A 282 480	6 051 -4,6	4 884	-956	4 589	1 252	1 046	-2 213	-3,7	15,1	-6,9	1,5	-1,0	1,6	-6,9	0,3	0,3
Mar	A 284 098	1 618 -4,9	-4 013	-708	-3 606	301	-328	-5 303	-5,2	4,8	-7,6	0,3	-6,3	0,5	-7,5	0,1	2,1
Abr	A 272 736	-11 362 -2,2	2 083	-1 287	3 480	-111	4 682	8 763	-3,9	9,8	-6,4	0,7	-8,1	1,1	-6,8	0,2	3,3
May	A 282 544	9 808 -0,7	5 443	-322	4 796	969	-411	-3 954	-2,8	1,3	-4,8	3,8	-8,4	0,2	-5,0	0,9	3,2
Jun	A 285 788	3 244 -1,7	2 407	-505	1 768	1 144	120	-957	-3,0	8,4	-6,0	5,3	-6,5	0,9	-6,2	1,2	2,4
Jul	A 278 941	-6 847 1,7	2 930	-241	3 037	24	-79	9 865	0,3	1,5	-1,5	7,5	-3,2	0,2	-1,6	1,8	1,3
Ago	A 293 128	14 187 4,1	1 473	1 873	-713	313	-230	-12 484	1,8	13,6	-1,1	9,1	-4,6	1,5	-1,1	2,1	1,6

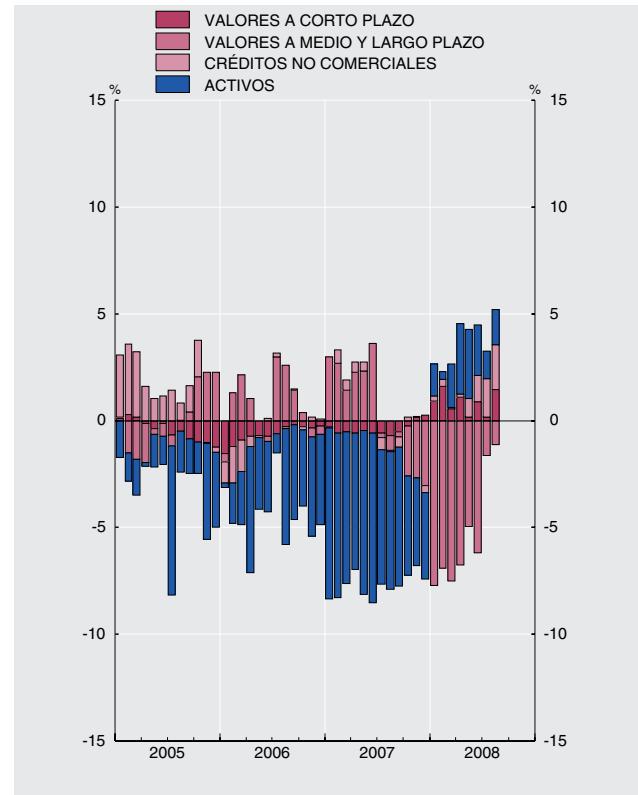
### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

c. Excluidas las cuentas de recaudación.

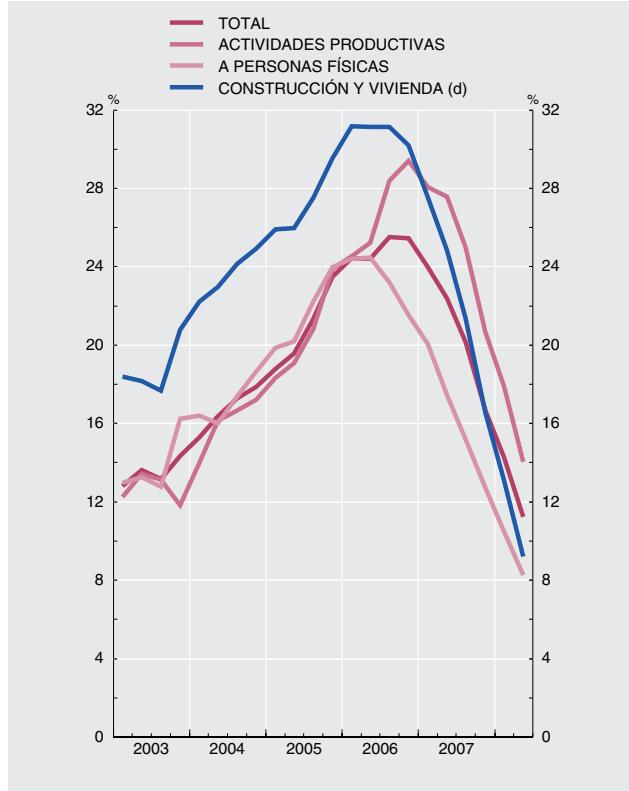
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

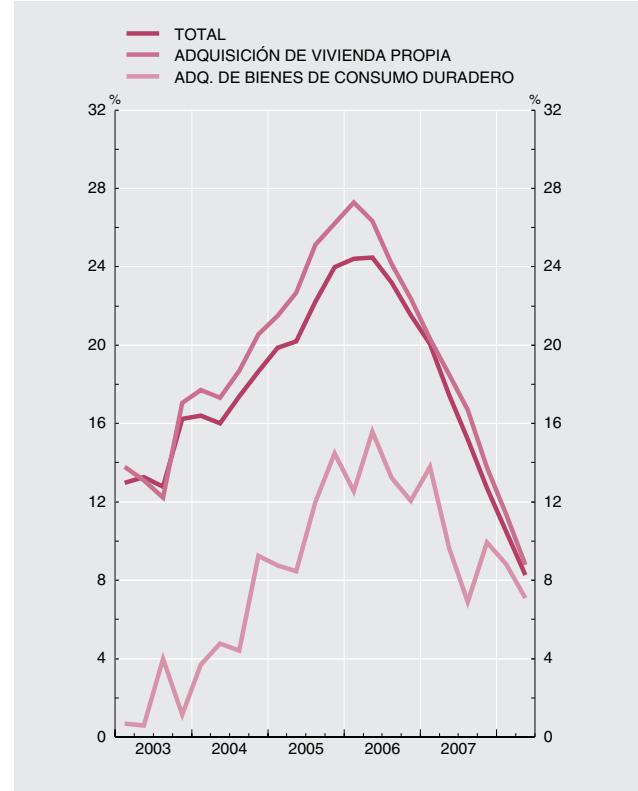
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto						Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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	
07	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179	
04 /	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044	
//	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869	
///	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970	
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
05 /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622	
//	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277	
///	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253	
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819	
06 /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639	
//	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441	
///	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192	
IV	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756	
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830	
//	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326	
///	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563	
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179	
08 /	1 793 358	962 333	25 003	143 816	154 237	639 277	311 274	802 258	630 161	601 958	57 357	114 740	5 804	22 962	1 095 673	
//	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	640 247	611 447	57 726	119 101	5 952	23 840	1 109 023	

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



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



FUENTE: BE.

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

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

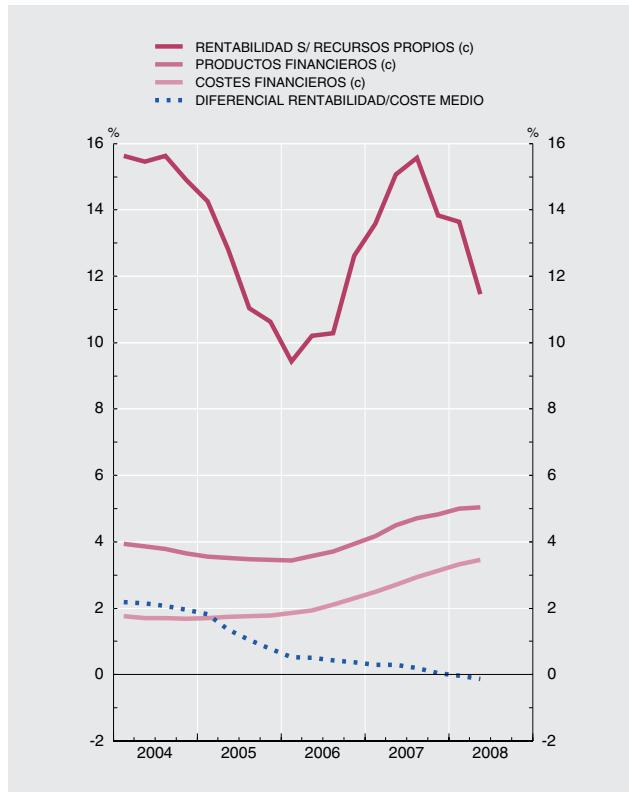
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

■ Serie representada gráficamente.

	R	En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje		
		Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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	
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1	
05 //	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4	
///		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0	
IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8	
06 /		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5	
II		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5	
///		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4	
IV		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4	
07 /		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3	
II		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3	
///		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	10,0	3,4	3,2	0,2	
IV		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1	
08 /		5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	11,7	3,7	3,7	-0,0	
II		5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	11,7	3,7	3,9	-0,1	

### CUENTA DE RESULTADOS Ratio sobre balance ajustado medio y rentabilidades



### CUENTA DE RESULTADOS Ratio 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.

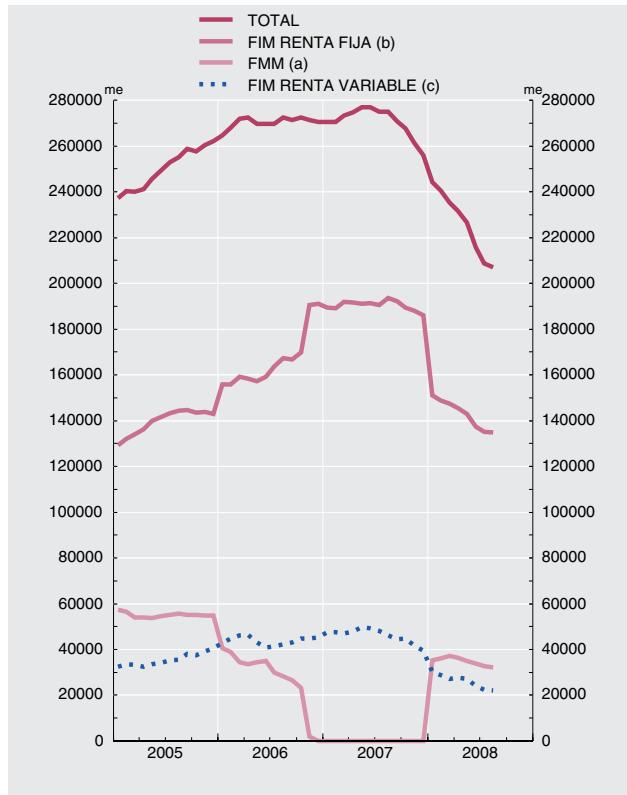
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

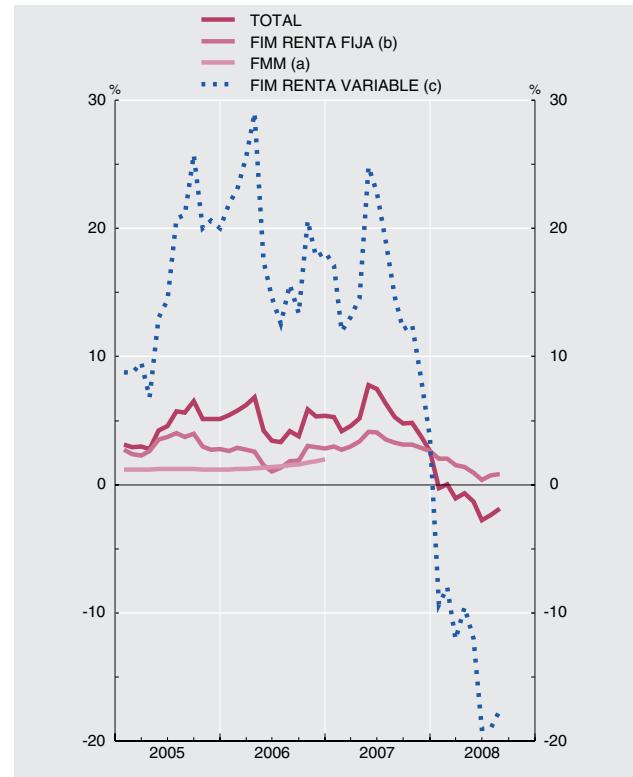
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)	
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Renta- bilidad últimos 12 meses	Patri- monio												
			Sus- crip- ción neta	Varia- ción mensual			Sus- crip- ción neta	Varia- ción mensual			Sus- crip- ción neta	Varia- ción mensual			Sus- crip- ción neta	Varia- ción mensual		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730	
06	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	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
07 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	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383	
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654	
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898	
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534	
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090	
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161	
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427	
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273	
Jul	P 208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683	

### PATRIMONIO



### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

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

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

d. 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

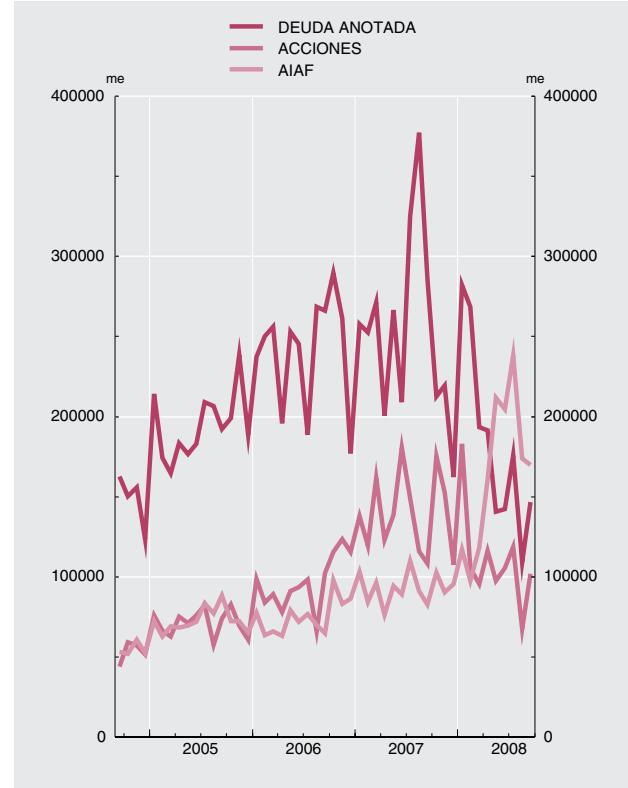
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)						
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722	
08	A 1 361,38	12 632,17	337,20	3 541,56	991 324	59 770	1 650 062	1 491 969	-	12 581	-	5 873	
07	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	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
08	Ene	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
	Feb	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
	Mar	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
	Abr	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
	May	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
	Jun	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
	Jul	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
	Ago	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
	Sep	P 1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 181	146 811	169 860	...	1 953	...	771

### 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

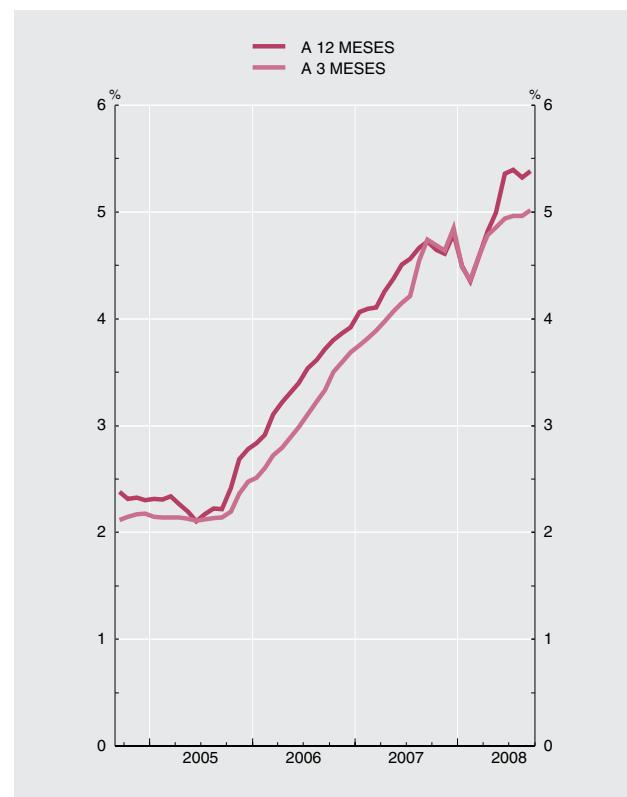
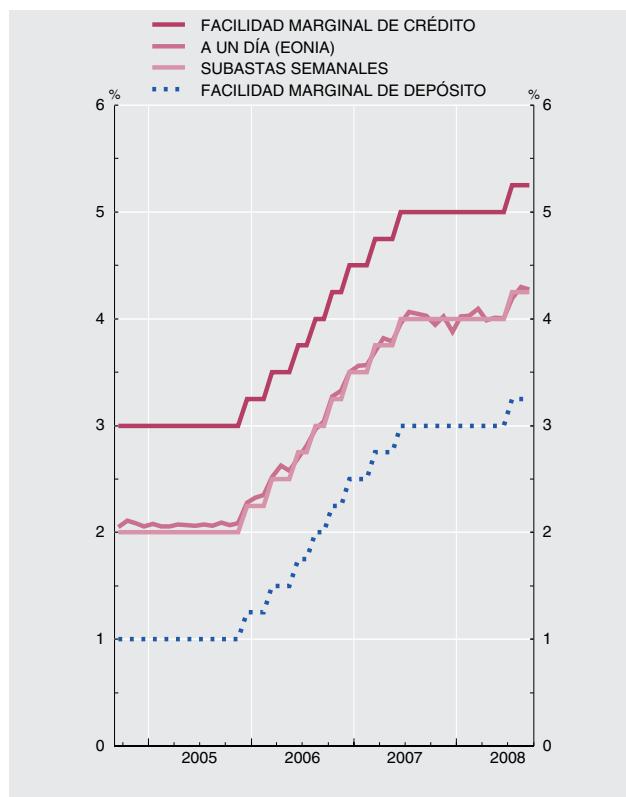
■ Serie representada gráficamente.

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 seis 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	18		
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	3,23	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	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11	
08	A	4,25	4,36	5,25	3,25	4,101	4,39	4,78	4,86	4,97	4,08	4,36	4,75	4,81	4,92	4,04	4,08	4,09	3,89
07	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	4,27	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	4,30	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	4,53	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	4,70	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	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	4,57	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	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08	Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
	Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
	Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
	Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
	May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
	Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
	Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
	Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
	Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-

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

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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

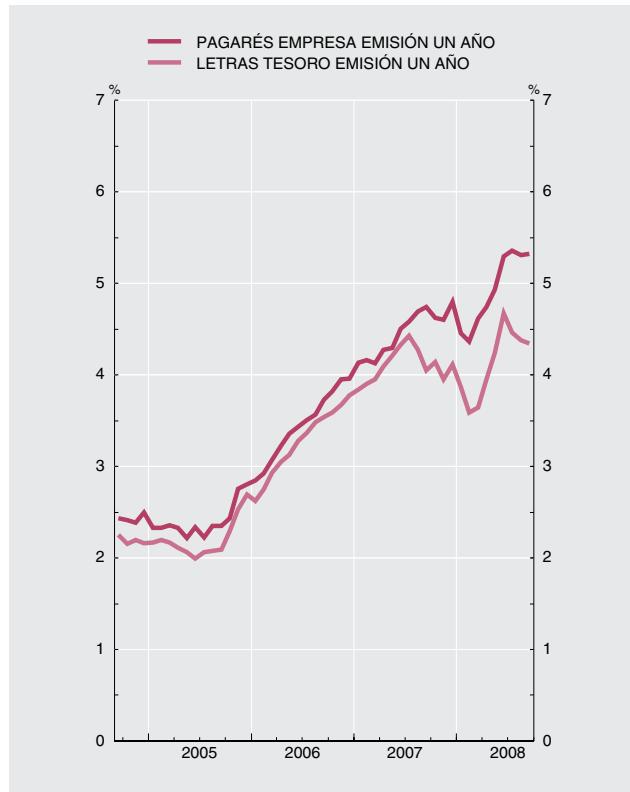
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

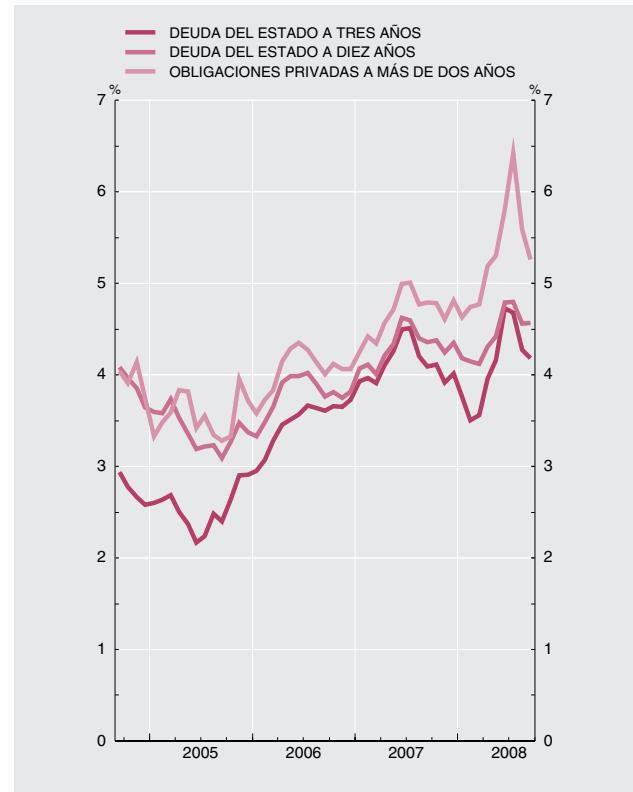
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67		
08	A	4,13	4,10	4,93	4,99	4,24	4,26	4,61	4,92	4,86	4,09	4,43	5,30	
07	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	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81	
08	Ene	3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63	
	Feb	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74	
	Mar	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77	
	Abr	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19	
	May	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30	
	Jun	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81	
	Jul	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42	
	Ago	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59	
	Sep	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

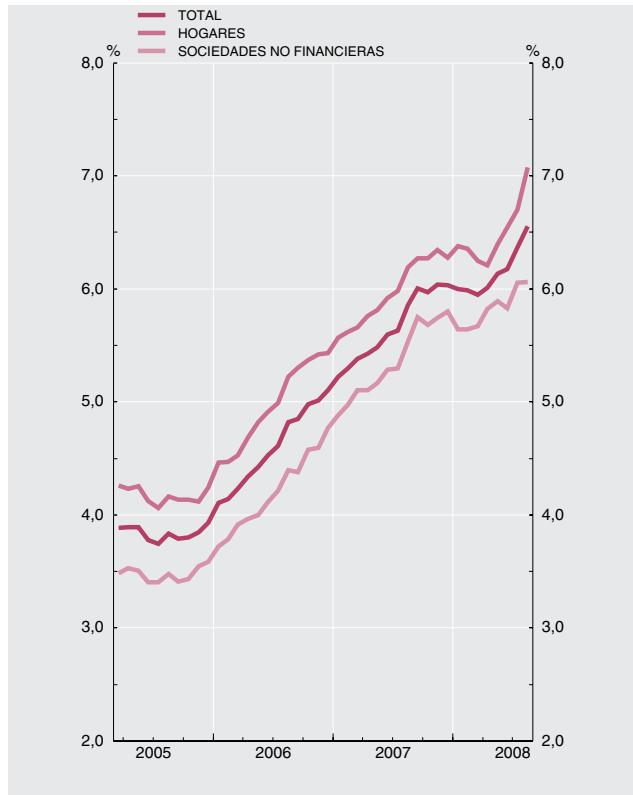
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

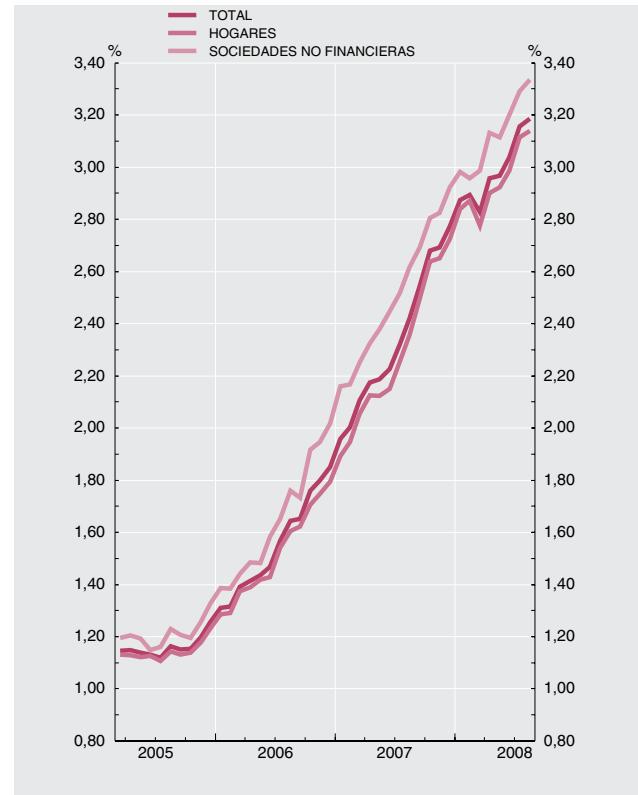
Porcentajes

Tipo sintético (c)	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)										
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras							
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
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	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92		
08	A	6,55	7,08	6,18	9,58	6,06	6,68	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34	
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	4,22	4,02	
	Dic	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92	
08	Ene	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94	
	Feb	5,98	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02	
	Mar	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04	
	Abr	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02	
	May	6,13	6,39	5,54	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06	
	Jun	6,17	6,54	5,72	8,78	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07	
	Jul	6,37	6,70	5,94	8,82	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24	
	Ago	P	6,55	7,08	6,18	9,58	6,06	6,68	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)										Frente a la zona del euro (a)					
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales totales	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones							
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14		
05	104,6	107,0	106,5	102,2	100,1	104,6	106,9	106,4	102,2	104,9	107,2	107,6	113,1	103,4		
06	105,9	108,5	108,6	102,6	100,0	105,9	108,5	108,7	102,7	106,3	108,8	110,1	116,5	104,0		
07	105,9	109,2	109,7	103,4	99,9	106,0	109,3	109,8	103,5	106,4	109,7	111,6	118,3	104,6		
06 //I	105,9	108,4	108,5	103,3	100,0	105,9	108,4	108,5	103,3	106,3	108,7	109,9	116,4	104,6		
IV	105,3	108,6	109,5	103,6	99,8	105,5	108,8	109,8	103,8	105,9	109,2	111,4	117,2	104,8		
07 I	105,6	108,1	108,9	103,3	99,7	105,9	108,4	109,2	103,6	106,2	108,8	110,8	117,6	104,4		
II	105,8	109,3	109,5	103,3	99,8	106,0	109,5	109,7	103,5	106,4	109,9	111,3	116,7	104,4		
III	105,7	108,9	109,9	103,7	99,8	105,9	109,1	110,1	103,8	106,3	109,4	111,9	118,3	104,8		
IV	106,6	110,5	110,7	103,4	100,3	106,3	110,3	110,4	103,1	106,8	110,7	112,2	120,7	104,6		
08 I	108,1	110,8	111,6	103,0	101,0	107,1	109,8	110,5	102,0	107,7	110,2	112,4	123,9	104,2		
II	108,8	112,2	112,4	101,9	101,4	107,4	110,7	110,9	100,5	108,2	111,2	112,8	126,6	103,2		
07 Dic	107,0	110,9	...	103,6	100,5	106,5	110,4	...	103,1	107,0	110,8	...	...	104,9		
08 Ene	107,9	111,0	...	103,4	100,9	107,0	110,0	...	102,5	107,6	110,5	...	...	104,5		
Feb	107,9	110,6	...	102,9	100,9	107,0	109,6	...	102,0	107,6	110,1	...	...	104,1		
Mar	108,5	111,0	...	102,8	101,2	107,2	109,7	...	101,6	107,9	110,0	...	...	103,9		
Abr	108,7	112,1	...	102,6	101,4	107,2	110,6	...	101,2	107,9	111,0	...	...	103,7		
May	108,7	112,1	...	101,4	101,3	107,2	110,6	...	100,1	108,1	111,1	...	...	102,7		
Jun	109,1	112,3	...	101,7	101,3	107,7	110,8	...	100,3	108,6	111,3	...	...	103,1		
Jul	109,1	111,8	...	101,3	101,3	107,7	110,4	...	...	108,7	111,0	...	...	...		
Ago	108,8	111,6	...	101,3	107,4	110,2	...	...	...	108,4	110,8	...	...	...		
Sep	...	111,6	...	...	101,5	...	110,0	...	...	...	110,6	...	...	...		

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



#### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
05	106,6	109,0	115,5	103,4	100,8	105,7	108,1	114,5	102,6	107,0	109,9	101,5	105,4	108,3		
06	108,3	110,9	119,2	104,0	101,1	107,1	109,7	117,8	102,9	108,4	111,5	101,6	106,7	109,8		
07	109,7	113,2	122,3	105,8	102,3	107,2	110,6	119,5	103,4	110,0	114,0	103,0	106,8	110,7		
06 III /IV	108,5	111,0	119,2	104,8	101,3	107,1	109,6	117,7	103,5	108,7	111,7	101,8	106,7	109,7		
108,3	111,6	120,0	105,2	101,4	106,8	110,1	118,4	103,8	108,4	112,4	101,9	106,4	110,2			
07 I /II	108,8	111,5	120,6	105,2	101,6	107,1	109,7	118,7	103,6	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8		
109,4	113,1	120,6	105,6	102,1	107,1	110,8	118,1	103,4	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9			
109,5	112,9	122,3	106,1	102,2	107,1	110,4	119,6	103,8	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4			
110,9	115,1	125,5	106,2	103,1	107,6	111,7	121,7	103,0	111,5	116,2	104,1	107,1	111,6			
08 I /II	112,5	115,5	129,5	105,9	103,9	108,3	111,2	124,7	102,0	113,1	116,7	105,0	107,7	111,1		
113,6	117,5	133,4	105,3	104,8	108,4	112,1	127,3	100,5	114,4	119,0	106,2	107,7	112,0			
07 Dic	111,4	115,6	...	106,5	103,4	107,8	111,8	...	103,0	111,9	116,7	104,4	107,3	111,8		
08 Ene	112,2	115,5	...	106,2	103,6	108,3	111,4	...	102,5	112,7	116,5	104,7	107,7	111,3		
Feb	112,2	115,1	...	105,8	103,6	108,3	111,1	...	102,1	112,7	116,1	104,6	107,7	110,9		
Mar	113,1	115,9	...	105,8	104,3	108,4	111,2	...	101,4	113,9	117,4	105,7	107,8	111,1		
Apr	113,5	117,5	...	106,1	104,8	108,3	112,0	...	101,2	114,4	118,9	106,3	107,6	111,9		
May	113,4	117,4	...	104,7	104,7	108,3	112,1	...	99,9	114,3	118,9	106,2	107,6	112,0		
Jun	114,0	117,7	...	105,1	104,8	108,7	112,2	...	100,3	114,7	119,3	106,3	107,9	112,3		
Jul	114,0	117,4	...	105,0	104,6	108,6	111,8	...	...	114,8	119,0	106,5	107,8	111,8		
Ago	113,2	116,6	...	104,5	108,3	111,6	111,6	...	...	113,6	117,9	105,7	107,4	111,5		
Sep	...	115,8	...	104,0	...	111,3	...	...	...	117,0	105,1	...	...	111,3		

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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
FEB 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa 31 Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España 41 Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual 51 Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria 61 La situación energética en Latinoamérica 71
MAR 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Informe de proyecciones de la economía española 31 Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio 43 Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59 Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77 La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89 Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103

ABR 2008	Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11 Informe trimestral de la economía española 23 Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89 Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107 Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115 Informe semestral de economía latinoamericana 125 Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151
MAY 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41 La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55 Bonos iniciados y expectativas de inflación en la zona del euro 67 Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81
JUN 2008	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. Primer trimestre de 2008 41 La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59 Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69 La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83 Integración y competencia en el sistema bancario español 91 Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131
JUL-AGO 2008	Informe trimestral de la economía española 11 Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81 El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93 La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101 Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127 Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145
SEP 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49 Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61 Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87 La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101
OCT 2008	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 23 El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91 Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea 101 Informe semestral de economía latinoamericana 113 Regulación financiera: tercer trimestre de 2008 141

## 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 Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
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

- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).  
76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).  
50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.  
0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.  
0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.  
0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.  
0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?  
0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.  
0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.  
0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.  
0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.  
0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005.

**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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.<sup>a</sup> 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, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

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

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

### Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

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

### Formación

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

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

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

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

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

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

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

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