

# BOLETÍN ECONÓMICO

04/2009

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





**BOLETÍN ECONÓMICO ABRIL 2009**

**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, 2009  
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	Republique 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	EUR (euro)
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

### **Informe trimestral de la economía española**

- 1 Rasgos básicos 13
  - 2 Entorno exterior del área del euro 23
  - 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 32
  - 4 La economía española 48
  - 5 Evolución financiera 65
  - La creación de empleo de las empresas pequeñas en España 81**
  - Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009 91**
  - Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM 103**
  - Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009 117**
  - Regulación financiera: primer trimestre de 2009 145**
- Indicadores económicos 1\***
- Artículos y publicaciones del Banco de España 67\***

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

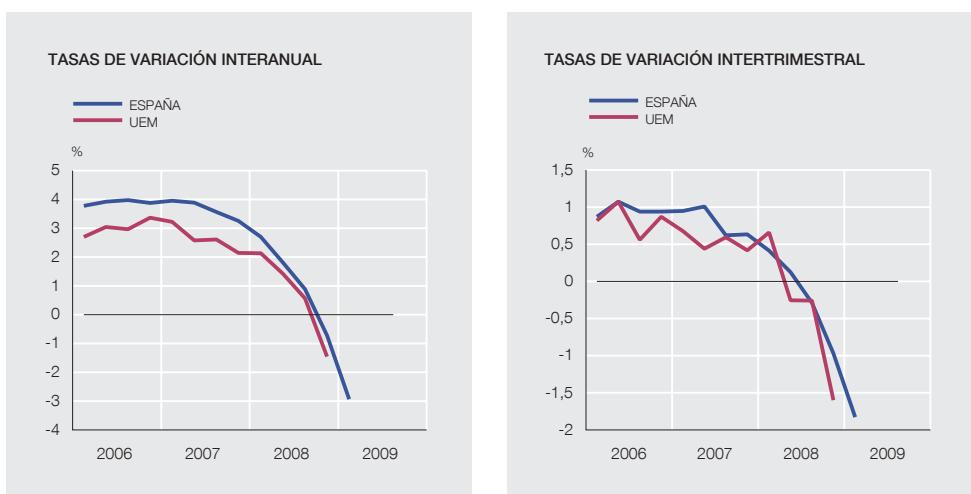
## 1 Rasgos básicos

La economía española mostró una continuada pérdida de impulso en 2008, que se acentuó en la segunda mitad del año, y que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del PIB en el cuarto trimestre del 0,7%, en términos de su tasa interanual. Detrás de este desarrollo se encuentra el fuerte retroceso de la demanda nacional —que cayó un 2,8% en dicho trimestre—, mientras que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 2,3 puntos porcentuales (pp) de PIB en ese mismo período, derivada, sobre todo, de la rápida pérdida de pulso de las importaciones.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses de 2009 apuntan a una intensificación de las tendencias contractivas observadas a finales de 2008, en un entorno internacional severamente recesivo y en el que el grado de tensión financiera se ha mantenido en niveles elevados. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a una caída más pronunciada de la actividad en el primer trimestre, de modo que el PIB habría retrocedido un 2,9% en términos de su tasa interanual; un -1,8% en tasa intertrimestral. Por el lado del gasto, se estima una disminución adicional de la demanda nacional, que recortaría su tasa interanual en 2 pp, hasta el -4,9%, y una ligera caída de la aportación de la demanda exterior neta, que se situaría en 2,2 pp, como reflejo de la intensa contracción del comercio mundial. Desde la perspectiva de la oferta, las ramas de la construcción y de la industria intensificaron la trayectoria contractiva de los meses finales de 2008, al tiempo que los servicios empezaron a dar signos de estancamiento, debido al retroceso de los de mercado. En este contexto, los registros del empleo fueron muy negativos en el primer trimestre, observándose descensos en la ocupación del 6,4%, según la EPA, que habrían conducido a un incremento muy sustancial de la tasa de paro, hasta el 17,4% (13,9% en el último trimestre). La tasa de inflación, por su parte, experimentó, como consecuencia del drástico cambio en los precios del petróleo y de los alimentos, y de la acusada debilidad de la demanda, un pronunciado recorte en el trimestre, que le llevó a registrar, por primera vez desde 1952, una tasa de variación interanual negativa, del -0,1%, en marzo y un diferencial de inflación, también negativo, con la UEM de -0,7 pp (véase, recuadro 1).

En el panorama económico internacional, la situación de tensión en los mercados financieros mostró una cierta mejoría respecto a los momentos de máxima inestabilidad que se vivieron en los meses finales de 2008, si bien las condiciones de financiación siguieron siendo globalmente restrictivas. En estas circunstancias, continuó la traslación de la crisis financiera hacia la actividad, agravada, en esta última etapa, por el intenso descenso de los flujos de comercio. Como consecuencia de todo ello, el PIB en las economías desarrolladas habría experimentado un nuevo retroceso en el primer trimestre, de magnitud similar a la que se observó en los últimos meses de 2008, al igual que las economías emergentes intensificaron su debilitamiento. Por su parte, la inflación mundial mostró una acusada desaceleración, registrándose tasas interanuales negativas en un número creciente de países, en un entorno en el que los precios de las materias primas se estabilizaron, aunque el precio del crudo mostró un cierto repunte.

En conjunto, todos estos factores han determinado una nueva revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, que, según las previsiones más recientes —sujetas, en todo caso, a elevadas dosis de incertidumbre—, podría llegar a ser negativo en 2009, por primera vez en los últimos sesenta años, lo que llevaría a retrasar el inicio de la recuperación hasta 2010, cuando los estímulos de las políticas monetarias, fiscales y de apoyo



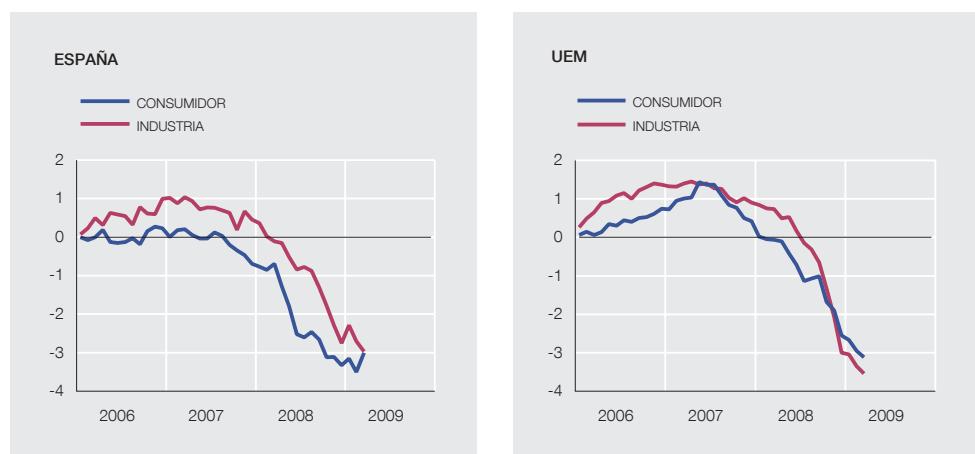
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

al sistema financiero hayan desplegado todos sus efectos. En este escenario recesivo, las previsiones de precios apuntan a crecimientos muy moderados de la tasa de inflación, que podría alcanzar registros negativos en algunas de las principales economías desarrolladas en 2009, como Estados Unidos o Japón.

A lo largo del trimestre, las autoridades económicas siguieron actuando de forma decidida para frenar el deterioro de la situación económica y financiera a nivel mundial. En este sentido, se anunciaron medidas adicionales de estímulo macroeconómico y de apoyo al sistema financiero, al tiempo que, en la reunión del G 20, que tuvo lugar en Londres el 2 de abril, se alcanzó un importante compromiso para reforzar el marco financiero internacional. Entre los planes de estímulo fiscal, cabe destacar el paquete aprobado por la nueva administración norteamericana en marzo, por un importe equivalente al 5% del PIB, así como el conjunto de medidas fiscales anunciadas por las autoridades japonesas, que se cifra en el 3% del PIB. En cuanto a los planes de saneamiento del sistema financiero, el Tesoro norteamericano puso en marcha en marzo un nuevo programa de estabilización financiera, que incluye la posibilidad de nuevas inyecciones de capital, medidas de apoyo al crédito y la financiación pública de fondos gestionados por el sector privado para adquirir activos problemáticos.

Los bancos centrales, por su parte, siguieron realizando una oferta ilimitada de liquidez e instrumentaron recortes adicionales en los tipos de intervención. En los casos en los que el recorrido de descenso de tipos era ya limitado, se comenzaron a realizar operaciones extraordinarias de política monetaria (que básicamente consisten en la compra de activos privados y públicos), lo que requirió la introducción de cambios en el marco operativo de los bancos centrales correspondientes. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango de 0 a 0,25% (nivel en el que se había situado en diciembre), pero comenzó a realizar compras de deuda pública para incidir en los tramos largos de la curva de rendimientos. El Banco de Inglaterra tampoco modificó el tipo oficial, tras haberlo situado en enero en el 0,5%, y también puso en marcha un programa de compra de bonos públicos. El Consejo de Gobierno del BCE, por su parte, decidió seguir proporcionando un elevado volumen de fondos a través de las subastas de tipo fijo con adjudicación plena, y mantuvo los mecanismos de provisión de liquidez en dólares. Adicionalmente, instrumentó tres recortes en los tipos de intervención, en sus reuniones de enero, marzo y abril, con lo que



FUENTE: Comisión Europea.

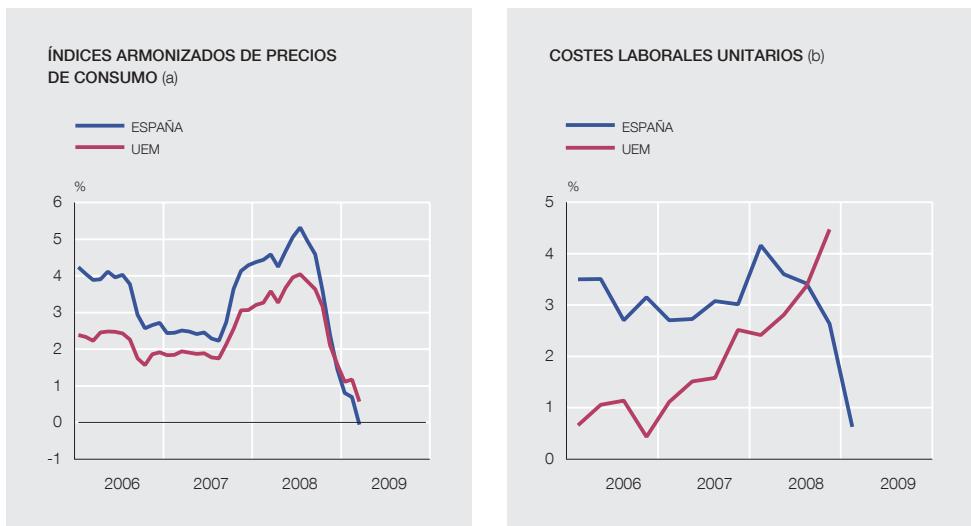
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

la disminución desde octubre alcanzó los 300 puntos básicos (pb), quedando situados los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación en el 1,25%. En relación con la posibilidad de ampliar los instrumentos de política monetaria, el presidente del BCE adelantó que el Consejo consideraría la posibilidad de adoptar nuevas medidas extraordinarias de política monetaria en la primera reunión del Consejo de mayo.

Este conjunto de medidas ha frenado el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera, percibiéndose algún síntoma de mejoría, con mayor nitidez a partir de marzo. Los tipos de interés de los mercados interbancarios continuaron reduciéndose, si bien los niveles negociados se situán todavía bastante por encima de los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías, lo que indica la persistencia de tensiones. Por su parte, las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios mostraron un cierto alivio, y, en los mercados de renta variable, las cotizaciones bursátiles experimentaron aumentos en marzo y abril, que permitieron compensar parcialmente los abultados descensos de enero y febrero; por su parte, los índices de volatilidad implícita descendieron significativamente. En la fecha de cierre de este Boletín, las cotizaciones se situaban todavía en niveles inferiores a los de finales de 2008 en la mayoría de plazas bursátiles. En cuanto a los mercados de deuda pública, las rentabilidades cayeron en los plazos cortos, pero aumentaron en los plazos largos.

La actividad de la economía mundial siguió deteriorándose, tras haber registrado en el cuarto trimestre crecimientos muy negativos del PIB en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y la zona del euro. En las economías emergentes se produjo una fuerte desaceleración, más pronunciada en los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM (véase el recuadro 2), como consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera sobre las condiciones crediticias.

En el área del euro, los indicadores coyunturales disponibles señalan un empeoramiento significativo en la actividad en los primeros meses de 2009, por el endurecimiento de las condiciones de financiación, el descenso de la confianza y los efectos de la fuerte caída del comercio mundial. La inflación continuó disminuyendo hasta alcanzar, en marzo, un 0,6%, nivel mínimo desde la creación de la UEM, como resultado de los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, de la atonía de la demanda interna.



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

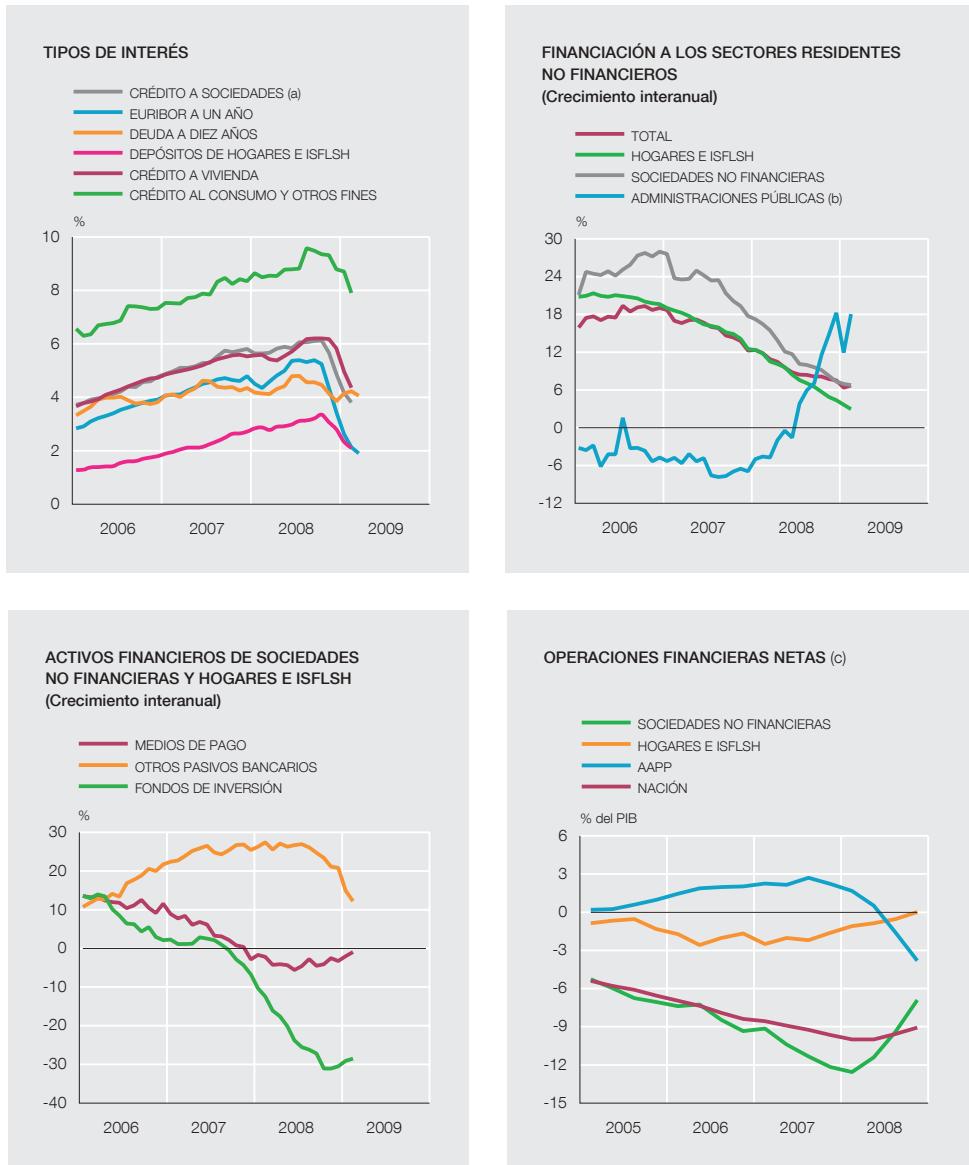
a. Tasas de variación interanual.

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

Como consecuencia de estos desarrollos, el entorno exterior de la economía española se ha hecho fuertemente contractivo y las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas. A pesar de que el coste de la financiación bancaria a hogares y sociedades se redujo significativamente, en comparación con los niveles de finales de 2008, las entidades financieras endurecieron nuevamente los criterios de concesión de créditos, aunque en una medida significativamente menor que durante los trimestres precedentes. Por otra parte, la negativa trayectoria de las cotizaciones bursátiles a lo largo del trimestre, que vino a sumarse a las abultadas pérdidas acumuladas en 2008, y la intensificación de la tendencia descendente de los precios de los inmuebles —que cayeron un 6,8% en el primer trimestre en tasa interanual, según la información proporcionada por el Ministerio de la Vivienda— determinaron nuevos retrocesos en el valor de la riqueza del sector privado.

El gasto de los hogares prolongó el perfil contractivo de los meses finales de 2008. El consumo de las familias se redujo en el primer trimestre de este año en un 3,3% en tasa interanual, constreñido por la fuerte desaceleración de la renta disponible, que reflejó, sobre todo, el intenso deterioro del empleo. Este potente efecto no pudo ser compensado por otros de sentido contrario que dieron soporte a la capacidad de compra de los hogares a lo largo del trimestre, como la actuación expansiva de las AAPP, la disminución de la inflación y la caída en los tipos de interés pagados por las familias, que empiezan a reflejar el descenso en los tipos interbancarios, aunque será necesario que transcurran unos trimestres para que su impacto se traslade plenamente a la renta disponible. Adicionalmente, la riqueza de las familias se contraíó y la confianza se mantuvo en niveles muy deprimidos ante el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas generales, lo que contribuyó a retraer los planes de gasto de los hogares, más allá de lo que justificaría la desaceleración de la renta disponible. Todos estos factores, junto con la necesidad de reducir el endeudamiento acumulado en los últimos años, están propiciando una rápida recuperación de la tasa de ahorro, que aumentó hasta el 13% de la renta disponible en 2008, casi 3 pp por encima del nivel del año precedente.

La inversión residencial, por su parte, acentuó su debilidad, afectada por la revisión de las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios —ante la caída observada en 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.

precio de la vivienda y las dudas sobre su evolución futura— y por el endurecimiento de las condiciones de financiación, estimándose un descenso superior al 20% en su tasa interanual. La oferta inmobiliaria también aceleró su pauta de corrección en los últimos meses, presionada por la acumulación de un número elevado de inmuebles sin vender, que ha seguido ampliándose en los últimos meses.

La revisión a la baja de los planes de gasto de las familias, junto con el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, determinó que en el primer trimestre continuara el descenso en el ritmo de avance interanual de la financiación de los hogares, que se redujo hasta el 3% en febrero. Ello refleja el menor crecimiento observado en la financiación para la

adquisición de vivienda —que se situó en el 3% en ese mismo mes— y en los préstamos destinados a consumo y otros fines —que registraron una tasa de crecimiento interanual del 2%—. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas apuntan, no obstante, hacia un menor dinamismo de estas variables, que, en algún caso, se traduciría ya en tasas de crecimiento negativas. La desaceleración de la deuda de las familias permitió que continuara la reducción de su ratio de endeudamiento, aunque todavía de forma moderada.

La inversión empresarial intensificó su retroceso en el primer trimestre, en línea con la debilidad de la demanda, tanto externa como interna, el clima de incertidumbre y la persistencia de condiciones de financiación poco favorables para abordar proyectos de inversión. Como en el caso de las familias, los criterios aplicados por las entidades para la aprobación de nuevos créditos se hicieron más estrictos, de forma más acusada para las PYME, en línea con el mayor riesgo de estas operaciones. Además, el recurso a las fuentes de financiación interna se vio dificultado por las caídas de las cotizaciones bursátiles y por la revisión a la baja de las perspectivas de beneficios. La inversión en bienes de equipo cayó en torno a un 20%, en términos de su tasa interanual, y la inversión en otras construcciones, que comprende la inversión en construcción no residencial y la participación de empresas privadas en obra civil, prolongó la trayectoria descendente que había iniciado el trimestre anterior. Se espera, no obstante, que, tras la puesta en marcha de los trabajos que se ejecutarán en el marco del Fondo Estatal de Inversión Local, este componente de la demanda interna recupere un cierto impulso a partir del mes de abril.

En el contexto de retramiento de la inversión y de endurecimiento de la oferta de fondos bancarios, la financiación ajena de las sociedades no financieras continuó desacelerándose, hasta alcanzar una tasa interanual ligeramente inferior al 7% en febrero, lo que propició una moderada reducción en su ratio de endeudamiento. Como en el caso de los hogares, las tasas de crecimiento más cortas revelan un comportamiento menos dinámico. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre de 2008, muestra una ralentización generalizada por ramas de actividad, aunque más intensa en la construcción y los servicios inmobiliarios, alcanzándose en el primer caso registros negativos del 1%.

El debilitamiento del gasto interno pudo ser mitigado por la demanda exterior neta en menor medida de lo que había sido habitual en trimestres anteriores, como consecuencia de la importancia creciente que está adquiriendo, también en España, el canal comercial en la propagación de la crisis global (véase el recuadro 3, en el que se analiza la evolución reciente de las exportaciones de la UEM). Las exportaciones experimentaron una disminución de intensidad superior a la del último trimestre de 2008, en correspondencia con el súbito desplome del comercio internacional en el período más reciente y la contracción de la actividad económica en nuestros principales socios comerciales, mientras que las importaciones mostraron un nuevo retroceso. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan hacia registros también negativos en el primer trimestre, que acentúan el rápido deterioro que se produjo en los meses finales de 2008, a raíz de la agudización de la crisis financiera internacional. En este escenario de frenazo de la actividad a escala mundial, el retroceso de los servicios no turísticos, que comprenden actividades como los servicios de comunicaciones, de transporte y financieros, alcanzó igualmente cotas muy elevadas. En conjunto, la intensa reducción de los flujos de comercio a nivel mundial ha tendido a diluir el posible soporte para las ventas al exterior derivado del mejor comportamiento relativo de los indicadores de competitividad-precio en los últimos meses.

Los datos de la Balanza de Pagos de enero muestran una notable corrección de la necesidad de financiación de la economía española, de casi el 40% en tasa interanual, como resultado

de la disminución del déficit comercial y, en menor medida, de los saldos negativos de rentas y de transferencias. Cabe esperar que esta trayectoria continúe en los próximos meses, en línea con el recorte en el déficit comercial observado en febrero.

Por el lado de la oferta, durante el primer trimestre se produjeron descensos en el valor añadido de todas las ramas productivas de la economía de mercado, incluidos los servicios, por primera vez en este último caso, desde que se inició esta fase de ajuste cíclico. En todo caso, la contracción de la actividad alcanzó cotas muy elevadas en el sector de la construcción, donde se han acumulado ya cinco trimestres de descensos en el valor añadido, y en la industria, tras el súbito desplome que se observó en los meses finales de 2008. La destrucción de empleo en la economía de mercado se agudizó, con una contracción de la ocupación que afectó a todas las ramas productivas de mercado, especialmente a la construcción y a la industria. Por su parte, la ratio de temporalidad disminuyó hasta el 25,4%. En conjunto, el ritmo de caída del empleo fue superior al del valor añadido, con lo que la productividad experimentó un nuevo aumento.

La evolución de los costes laborales mostró en el primer trimestre una cierta inflexión a la baja, que refleja, principalmente, el efecto de la corrección de la inflación en los meses finales de 2008. El mejor comportamiento de los precios afectó favorablemente a las expectativas de inflación, lo que facilitó que las tarifas salariales resultantes de la negociación colectiva, del 2,7% hasta marzo, fueran inferiores a las de 2008 (3,6%), aunque continúan siendo elevadas si se tiene en cuenta la acusada debilidad del mercado de trabajo. A ello habría que añadir, como elemento de contención adicional sobre los costes laborales, el hecho de que las cláusulas de salvaguarda no tendrán efecto este año, ya que la tasa de crecimiento del IPC a finales de 2008 no superó el 2%. Se estima, por tanto, que la remuneración por asalariado en la economía de mercado se situaría en el entorno del 3% en el primer trimestre (cerca del 4% para el total de la economía) y que los costes laborales unitarios recortarían de forma temporal aún más su tasa de variación, debido al carácter contracíclico de la productividad en España.

La inflación, por su parte, experimentó un pronunciado descenso en el primer trimestre, como resultado de lo cual la tasa de variación del IPC fue negativa en marzo (del –0,1%) por primera vez desde 1952. Un factor determinante de esta intensa desaceleración ha sido la acusada caída de los precios de la energía respecto a los valores de hace un año, pero, adicionalmente, el recorte de la inflación se ha extendido a todos los componentes menos volátiles y, de forma muy particular, a los precios de los servicios, que históricamente han mostrado escasa sensibilidad cíclica. La recesión en curso estaría provocando un ajuste en los precios y márgenes de estos productos muy superior a lo que indicaría la experiencia histórica, y está permitiendo que el diferencial de crecimiento de los precios en España con la UEM haya pasado a ser negativo, a lo que también contribuye el mayor efecto de las variaciones del crudo sobre los precios españoles.

Es previsible que, en los próximos meses, se continúen registrando tasas de variación negativas del IPC, pero que ello tenga un carácter transitorio derivado del efecto estadístico vinculado al encarecimiento del petróleo en el primer tramo de 2008, por lo que no cabe deducir de este comportamiento que la economía española vaya a afrontar una situación de caídas de precios generalizadas ni que esté próxima a adentrarse en una espiral deflacionista. Como se analiza con cierto detalle en el recuadro 1, en una Unión Monetaria, los procesos de espiral deflacionista son fenómenos de naturaleza eminentemente monetaria, que afectan globalmente al conjunto de la moneda única y que no pueden darse aisladamente solo en algunas partes de la misma. En este contexto, el hecho de que exista, por primera vez, un diferencial de

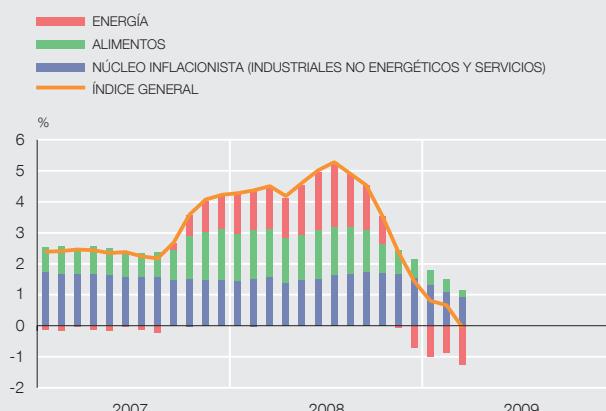
La inflación en España —aproximada por la tasa de variación del índice de precios de consumo (IPC)— ha experimentado una desaceleración sustancial desde el verano de 2008, en que alcanzó un máximo del 5,3% en julio, hasta el -0,1% en marzo de 2009, la menor variación desde 1952. Además, desde diciembre de 2008, dicho ritmo de crecimiento se ha situado apreciablemente por debajo del correspondiente a la zona del euro. La mayoría de los analistas consideran que, de manera transitoria, en los próximos meses se van a continuar registrando tasas de variación negativas, lo que está motivando un debate sobre el alcance de este episodio de desinflación e incluso sobre la posibilidad de que la economía española pueda adentrarse en una espiral deflacionista.

Aunque es una confusión extendida, la deflación no debe confundirse con el mero hecho de que el ritmo de variación de un índice de precios sea transitoriamente negativo. Resulta habitual que se produzcan reducciones de los precios de algunos bienes y servicios, especialmente en un entorno de inflación moderada. Los ajustes de precios relativos que inducen las perturbaciones de oferta y de demanda son necesarios para una asignación eficiente de los recursos económicos y no suponen un proceso de deflación. Desde una

perspectiva analítica rigurosa, el concepto de deflación solo se aplica al fenómeno de una caída generalizada y prolongada de los precios de una economía.

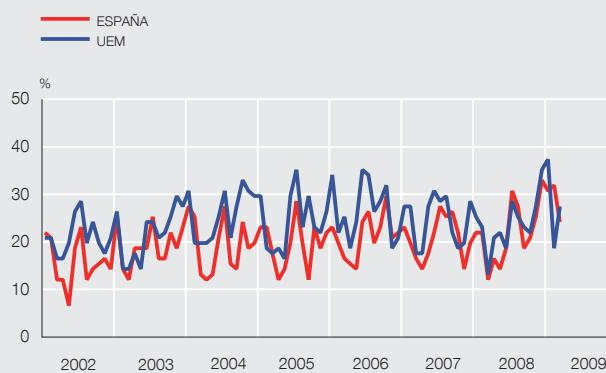
Además, debe tenerse en cuenta que el descenso del nivel de precios puede estar provocado por perturbaciones de distinta naturaleza. Así, perturbaciones positivas de oferta que mejoren la productividad pueden conducir a caídas generalizadas de precios, pero, en ese caso, se ven acompañadas de un mayor crecimiento del producto y de incrementos de los salarios reales de los trabajadores y de los beneficios de las empresas. Por el contrario, el proceso puede ser pernicioso cuando responde a una intensa contracción de demanda, capaz de desencadenar expectativas de reducciones sostenidas de precios que inhiban las decisiones de consumo e inversión, realimentando las presiones bajistas sobre el gasto y sobre los propios precios. La severidad de una situación de este tipo se agrava por el aumento del valor real de las deudas y por los mayores pagos en términos reales de su servicio, que suponen mayores dificultades para los hogares y las empresas endeudados. Y todo ello en un marco en el que, como los tipos de interés nominales no pueden ser negativos, la eficacia de la política monetaria se ve limitada sustancialmente.

#### 1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



#### 3 INDICADORES DE DIFUSIÓN DE CAÍDAS DE PRECIOS

Porcentaje de partidas del IAPC con caídas de precios



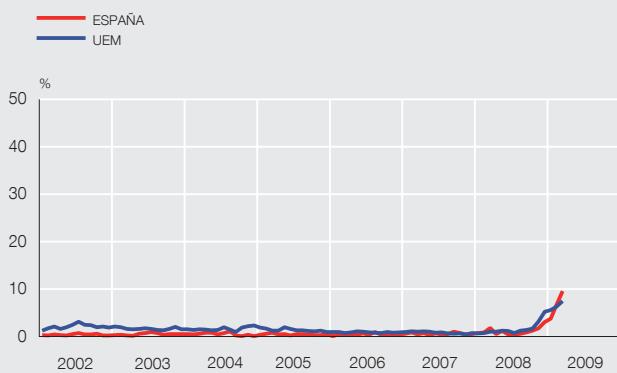
#### 2 VARIACIÓN DE LA TASA INTERANUAL RESPECTO DEL MES ANTERIOR

Efectos corrientes y de comparación



#### 4 EXPECTATIVAS DE CAÍDAS DE PRECIOS EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES

Encuestas de opinión de la Comisión Europea



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

Además, es importante señalar que los procesos de espiral deflacionista son fenómenos de naturaleza eminentemente monetaria, por lo que, en una unión monetaria, no pueden darse aisladamente solo en algunos países, sino que afectarían globalmente al conjunto de esa área. Estos procesos se encuentran íntimamente ligados, por tanto, a la política monetaria, que se define para toda el área y guía las expectativas de inflación en los países incluidos en esa zona. Los riesgos de deflación en España son, por tanto, solo aquellos que puedan existir para el conjunto de la zona del euro, que, según el análisis del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, son remotos.

En una unión monetaria pueden existir divergencias en los ritmos de avance de los precios entre las distintas economías, como ha sucedido con España desde el inicio de la UEM, pero esas diferencias se encuentran acotadas, pues, cuando rebasan ciertos límites, la apreciación o depreciación real acumulada por el tipo de cambio del país tiende a generar un proceso de corrección. En este sentido, el diferencial de inflación de la economía española respecto a la zona del euro entre 1999 y 2008 ha supuesto una apreciación del tipo de cambio real y una erosión de la competitividad-precio, con consecuencias negativas sobre la producción y la generación de empleo, cuya corrección se está manifestando tanto en la contracción de la demanda como en la existencia, por primera vez, de un diferencial de precios negativo. Este suministra una ventaja comparativa que, si se mantiene, favorecerá el dinamismo del sector exportador y la recuperación basada en un patrón más sostenible. No obstante, para preservar esta ganancia una vez finalizado el período de recesión, serán precisas reformas que incrementen la competencia de algunos mercados y conduzcan a una mejora de la productividad de las diferentes ramas productivas.

Para caracterizar adecuadamente el recorte de la inflación y el episodio de descenso de los precios en España, se ha realizado un ejercicio contable de descomposición del crecimiento interanual del IPC en función de sus principales componentes, donde se aprecia que el descenso de la tasa interanual del IPC entre julio de 2008 y marzo de 2009 responde en gran medida a la trayectoria de los componentes más volátiles (véase gráfico 1). Además, la variación de la tasa interanual del IPC se ha descompuesto en dos términos: uno, relativo al mes al que hace referencia la tasa (efecto corriente), y otro, relativo a su evolución en el mismo mes del año anterior (efecto de comparación), con el fin discernir la influencia de los fenómenos pasados y presentes sobre el comportamiento de las tasas interanuales (véase gráfico 2). De acuerdo con este análisis, el mero efecto estadístico podría llegar a recortar el ritmo de variación interanual del IPC en 1 pp entre los meses de mayo y julio de 2009, debido, fundamentalmente, al encarecimiento que sufrió el petróleo en esos mismos meses de 2008. De igual manera, el notable abaratamiento del crudo en la segunda mitad de 2008 presionaría al alza sobre el crecimiento interanual de los precios en la segunda mitad de este año, compensando la tendencia bajista anterior, de modo que cabe esperar que el IPC vuelva a registrar tasas de variación positivas en los meses finales de 2009.

En este sentido, la caída de la inflación observada responde en gran medida a la evolución de los componentes más variables del IPC, que son los que explican las tasas negativas que se están registrando en los meses centrales de este año y los que le dan un carácter transitorio a las mismas. No obstante, ello no debe obscurecer las caídas de precios de los bienes industriales no energéticos y el recorte sustancial de la inflación de los servicios, que reflejan una mayor sensibilidad a la evolución de la demanda y propician una mejora de competitividad. La trayectoria reciente revela un ajuste de los precios y márgenes de estos productos considerablemente mayor que el que se derivaría de la experiencia histórica y está permitiendo que el diferencial de crecimiento de los precios españoles con los de la UEM haya pasado a ser negativo, incluso para los artículos de ese núcleo inflacionista.

Para aproximar el grado de generalización de las caídas de precios se ha construido un indicador de difusión para España y la zona del euro que mide el porcentaje de las partidas<sup>1</sup> del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) cuya tasa intermensual es negativa, donde se aprecia que no son infrecuentes las caídas de precios de algunos productos, en consonancia con la evidencia microeconómica disponible (véase gráfico 3). Estas reducciones de precios afectan generalmente a aquellos artículos que más se benefician de las innovaciones tecnológicas, como los ordenadores o los productos electrónicos. Se observa, igualmente, que la actual recesión está provocando una generalización algo mayor de las reducciones de precios tanto en España como en la UEM, si bien el porcentaje de partidas afectadas es todavía reducido en ambos casos.

Por último, un aspecto muy relevante del alcance potencial de las caídas de precios es el comportamiento de las expectativas. Un indicador de expectativas de precios se puede obtener de la encuesta de opinión dirigida a los hogares que lleva a cabo mensualmente la Comisión Europea. En concreto, una de las preguntas dirigida a los encuestados es: «¿Cómo espera que evolucionen los precios en los próximos 12 meses en comparación con los 12 meses anteriores?». La pregunta es de elección múltiple, siendo una de las posibles respuestas que los precios se reduzcan. En el gráfico 4 se observa que el porcentaje de hogares que anticipan caídas de precios es históricamente próximo a cero tanto en España como en el área del euro, aunque en los últimos meses se ha producido cierto incremento en ambas economías. En cualquier caso, en marzo de 2009 el porcentaje de hogares españoles que esperan caídas de precios dentro de un año es solo del 10%, y algo inferior a esta cifra en el conjunto de la UEM. Este comportamiento de las expectativas es coherente con el carácter transitorio que se atribuye a las actuales tasas negativas de inflación y parece indicar una influencia muy limitada de las caídas de precios en el posible retraso de las decisiones de consumo e inversión.

1. En la construcción de este indicador se han utilizado las 91 partidas disponibles en el máximo desglose del IAPC.

precios negativo con la UEM suministra una cierta ventaja competitiva que es necesario preservar una vez finalizado el período de debilidad de la demanda mediante reformas que incrementen la competencia en algunos mercados y conduzcan a una mejora de la productividad en las distintas ramas productivas.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, lo que supone un deterioro de 6 pp respecto al año anterior y da una idea del fuerte impacto que ha tenido la recesión en las cuentas públicas, aunque también es consecuencia de las diversas medidas discrecionales adoptadas para amortiguar los efectos de la crisis sobre la demanda. Como consecuencia de ello, el Consejo Europeo ha decidido la existencia de un déficit excesivo para España y ha recomendado la corrección de esta situación a más tardar en 2012. Por otra parte, cabe prever un deterioro adicional de la situación de las finanzas públicas en 2010, con una elevación tanto del déficit como de la ratio de deuda pública en 2009, incluso en ausencia de nuevas medidas discretionales de corte expansivo, lo que subraya el escaso margen de maniobra para seguir utilizando la política presupuestaria como instrumento para impulsar la demanda y la importancia de los planes de consolidación para retomar la senda de estabilidad a medio plazo.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Los mercados financieros internacionales mostraron, a partir de marzo, algunos signos incipientes de recuperación, tras unos meses caracterizados por pérdidas significativas y episodios de inestabilidad. El fuerte y continuado deterioro del entorno macroeconómico —que apunta a un primer trimestre tan negativo como el último de 2008— y la delicada situación del sector bancario fueron compensados, en gran parte, por el anuncio y la puesta en marcha de medidas de estímulo macroeconómico y de apoyo al sector financiero, y por la publicación de unos resultados mejores de lo esperado para algunas entidades financieras norteamericanas. Así, a lo largo del trimestre, se anunciaron nuevas medidas adicionales de apoyo al sector financiero, algunas de carácter específico, como las ayudas adicionales a Citigroup o AIG, y otras de carácter más general. Entre estas últimas, destacaron, en Estados Unidos, el nuevo programa de estabilización financiera que anunció el Tesoro americano, que incluye la posibilidad de nuevas inyecciones de capital, medidas de apoyo al crédito, como la ampliación de la facilidad TALF de la Reserva Federal, y el establecimiento de fondos gestionados por el sector privado para adquirir activos problemáticos con el apoyo de la financiación pública. También fue destacable, en el Reino Unido, la concreción de los detalles sobre el esquema de garantías del Tesoro británico para las carteras que las entidades tienen de este tipo de activos (el programa *Asset Protection Scheme*, APS por sus siglas en inglés). Por su parte, los bancos centrales anunciaron nuevas medidas de política monetaria, y algunos países, en los que los tipos de interés oficiales se encontraban en niveles muy reducidos —como el Reino Unido o Estados Unidos—, iniciaron la compra de instrumentos de deuda pública, con el objetivo de estabilizar los tipos a largo plazo. También durante este período, se han ido poniendo en marcha algunos paquetes de estímulo fiscal anunciados previamente y se han anunciado otros. Estos planes son de magnitud muy diferente según los distintos países, dependiendo de su capacidad para llevarlos a cabo, de la potencia de sus estabilizadores automáticos y de la percepción sobre su efectividad y sostenibilidad.

En este contexto, los mercados de crédito y los interbancarios registraron una mejoría gradual. Por su parte, los mercados de renta variable acumularon ganancias en muchas de las plazas bursátiles, al tiempo que los índices de volatilidad implícita descendieron significativamente. En los mercados cambiarios, se observó cierta estabilidad, si bien resulta destacable la progresiva depreciación del yen durante este período y la tendencia a la apreciación de las divisas emergentes frente al dólar. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo no mostraron un descenso significativo, a pesar de las compras de bonos públicos instrumentadas por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, y, en Estados Unidos, incluso mostraron un cierto incremento, fruto de las mayores necesidades de financiación del sector público. Al igual que en los mercados desarrollados, la evolución de los mercados emergentes ha sido favorable, especialmente desde principios de marzo: las bolsas emergentes han experimentado ganancias, que han sido incluso superiores a las del resto de economías, y la reducción de los diferenciales de crédito soberanos ha sido prácticamente generalizada. Sin embargo, aquellas economías con mayores vulnerabilidades, y que se habían visto más castigadas en los últimos meses, como las de Europa del Este (véase recuadro 2), se siguen enfrentando a una situación muy compleja. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo tipo Brent se ha incrementado este trimestre, desde los 40-45 dólares por barril de enero, a más de 50 dólares a finales de marzo. Esto se ha debido, principalmente, a que la reducción en la demanda se ha visto compensada por una caída en la producción llevada a cabo por los países de la OPEP. Por su parte, los precios de alimentos no han variado significativamente durante el tri-

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5

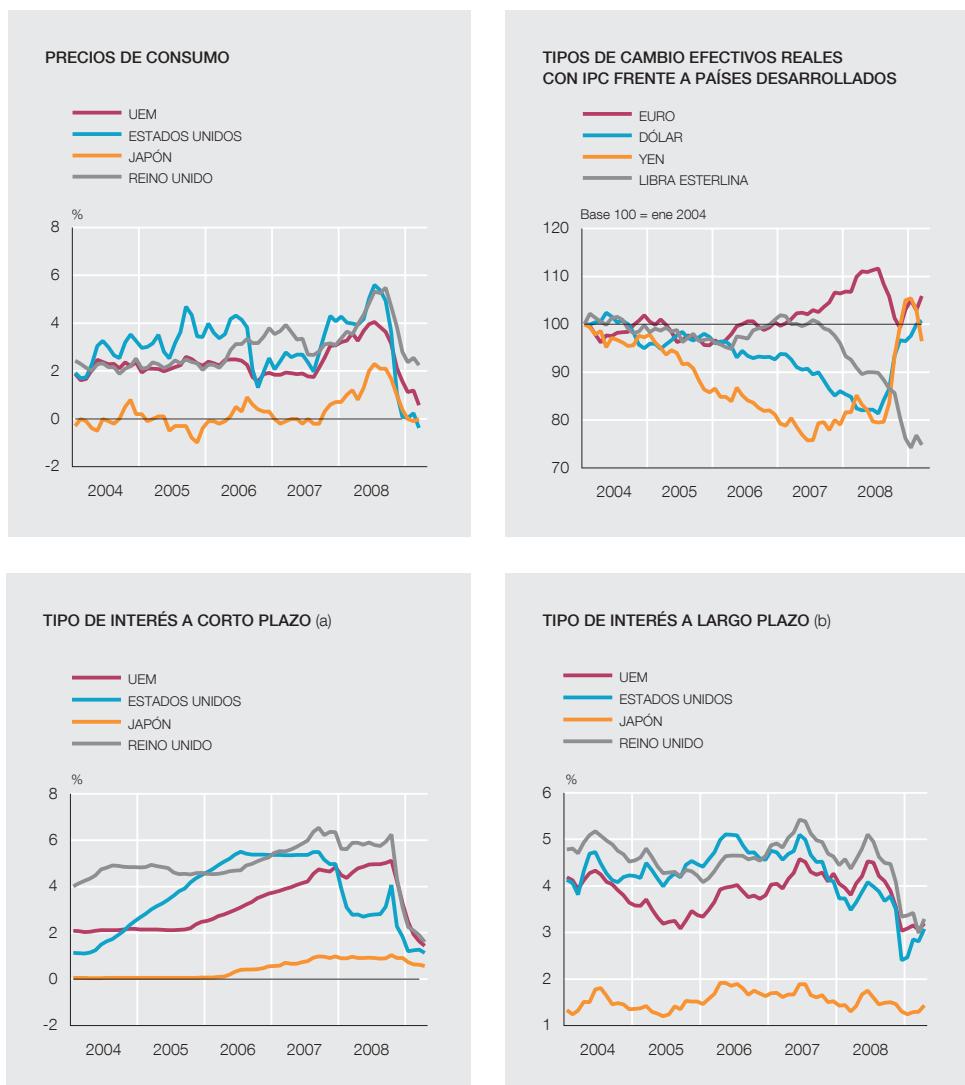


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

mestre, mientras que los precios de los metales han aumentado, empujados por la demanda de países concretos (como la compra de cobre por parte de China).

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2008 confirmó una caída del 6,3%, muy por debajo del 0,5% del tercer trimestre. De este modo, para el conjunto de 2008 el crecimiento del PIB se situó en 1,1%, nueve décimas menos que en 2007. Los indicadores de mayor frecuencia vuelven a ofrecer señales de fuerte contracción en los últimos meses, si bien se identifican algunos signos de estabilización en el mercado de la vivienda y en el consumo privado. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor se mantuvieron en niveles históricamente mínimos, aunque el componente subyacente de las ventas al por menor mostró una cierta mejoría durante el trimestre (pese al retroceso de marzo). Por su parte, algunos indicadores del mercado de la vivienda —como las ventas o las viviendas iniciadas y los permisos de construcción— registraron un repunte en el trimestre, aunque volvieron a retroceder en marzo, al tiempo que continuaron las fuertes caídas interanuales en los precios de la vivienda y, en el cuarto trimestre de 2008, las tasas de impagos y embargos de hipotecas continuaron en aumento. Asimismo, se mantuvieron los síntomas de



FUENTE: Banco de España.

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

debilidad en la actividad. Los índices ISM de manufacturas y no manufacturas se mantuvieron en niveles mínimos y la producción industrial cayó notablemente. Por su parte, el mercado laboral mostró una fuerte destrucción de empleo, con la pérdida neta de 2 millones de puestos de trabajo en el trimestre y un aumento de la tasa de paro hasta el 8,5%, desde el 7,2% de finales de 2008. La tasa de inflación entró en terreno negativo en marzo, pasando del 0,2% al -0,4%, y la subyacente se mantuvo en el 1,8%. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% a 0,25%, a la vez que introdujo nuevos cambios en la estrategia de política monetaria, para, entre otras medidas, incluir las compras de deuda pública, como se ha mencionado. El Tesoro, por su parte, logró la aprobación de un plan fiscal por 787 mm de dólares (5,5% del PIB), destinado a recortes fiscales, a ayudas —en particular, a la sanidad y a los Estados— y a aumentos del gasto público.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre —aunque se revisó ligeramente al alza— mostró una contracción mucho más acusada que el resto de economías avanzadas, de un -12,7% en tasa trimestral anualizada. En el conjunto de 2008, el PIB cayó un 0,6%, frente a un crecimien-

La crisis económica y financiera global ha golpeado con fuerza a las economías emergentes, pero su impacto está siendo especialmente intenso en muchos de los nuevos Estados miembros de la UE —NEM—<sup>1</sup>, como consecuencia de la acumulación de elevados desequilibrios macroeconómicos y financieros. Precisamente, el acceso a la Unión Europea impulsó el proceso de convergencia apoyado en abundantes entradas de capital extranjero. En estas circunstancias, se produjo una rápida expansión del crédito —una gran parte denominado en moneda extranjera—, que contribuyó extraordinariamente al crecimiento de la demanda interna. La contrapartida de esta fuerte expansión han sido los elevados y persistentes déficits por cuenta corriente y la consiguiente dependencia de la financiación exterior. Esta dependencia es particularmente acusada en el sector bancario, donde la presencia de bancos de la UE es muy elevada<sup>2</sup>. De este modo, muchos de estos países generaron una elevada vulnerabilidad financiera —véase el cuadro 1, que muestra los principales indicadores de vulnerabilidad para los NEM, junto con sus estrategias de política monetaria—, frente a una reversión del entorno favorable, como la ocurrida en los últimos trimestres.

Así, el aumento de las tensiones financieras en los primeros meses de 2009 ha acentuado la aversión al riesgo de los inversores internacionales hacia estos países, en una proporción mayor que otras regiones emergentes, como refleja el incremento de los *Credit Default Swap* (CDS) (véanse gráficos 1 y 2). Los países más dependientes de la financiación exterior y con mayor exposición al crédito en moneda extranjera —países bálticos, Hungría, Bulgaria y Rumanía— han sido, a la postre, los más castigados por los mercados financieros.

Como consecuencia de los temores por un deterioro de la calidad crediticia, se han producido fuertes salidas de capitales de la región, severas restricciones al crédito y acusadas presiones de depreciación de las monedas. Estas presiones se han materializado en los países con tipos de cambio flexibles, mientras que, en los que mantienen regímenes de tipo de cambio fijo, se han producido notables tensiones en los tipos de interés y disminución de las reservas. La intensa desaceleración del resto de la UE ya estaba afectando a la demanda externa de estas economías, en su mayoría muy abiertas, pero el más reciente deterioro del entorno financiero y el agravamiento de la situación económica en Europa han acentuado el ajuste de la actividad en el cuarto trimestre, iniciándose un proceso de retroalimentación entre ambos sectores. De hecho, las previsiones de crecimiento para 2009 de los principales organismos internacionales e instituciones privadas han empeorado sustancialmente en los últimos meses, y en mayor medida que en otras áreas emergentes. El último informe de perspectivas económicas mundiales del FMI prevé

para 2009 una contracción del PIB del 2,9% para los NEM, casi el doble de la caída esperada para las economías latinoamericanas, mientras que Asia emergente (incluida China) crecerá un 3,3%.

Las elevadas necesidades de financiación exterior de la región y la limitada capacidad de estos países para hacerles frente desde una perspectiva doméstica sugieren que será necesario un sustancial ajuste interno, acompañado de un cuantioso apoyo exterior, para sortear la crisis. En este sentido, la capacidad de apoyo se ha expandido notablemente en los últimos meses<sup>3</sup>.

En estas circunstancias, y como respuesta a la crisis, las autoridades de estos países fueron adoptando una serie de medidas de apoyo al sector bancario, entre ellas, el aumento de las garantías de los depósitos bancarios y, en algunos casos, recapitalizaciones y garantías a la deuda de los bancos. Estas medidas han tenido que ser complementadas y reforzadas con el acceso a los apoyos exteriores.

Por un lado, ante los problemas de liquidez derivados de las tensiones financieras internacionales, algunos países pidieron apoyo a otros bancos centrales: Polonia y Hungría al BCE, mediante operaciones *repo* por 10 mm y 5 mm de euros, respectivamente, y también al banco central de Suiza, mediante líneas de swap euros/francos suizos; y Letonia a los bancos centrales de Suecia y Dinamarca, por medio de swaps euros/lats por 500 millones de euros.

Por otro lado, algunos de los países con mayores necesidades de financiación exterior han tenido que solicitar, además, ayuda financiera —condicionada a programas de ajuste fiscal y de saneamiento del sector financiero—, que se ha articulado de modo conjunto entre el FMI, la Unión Europea, el Banco Mundial, bancos de desarrollo y países vecinos en forma de préstamos. Hasta el momento, los países beneficiarios de estas ayudas (véase detalle en el cuadro 2) han sido Hungría (20 mm de euros), Letonia (7,5 mm de euros) y, más recientemente, Rumanía (20 mm de euros) —se acordó a finales de marzo—. El apoyo proporcionado por el FMI a estos tres países se ha enmarcado dentro de un programa de préstamo tradicional con condicionalidad —denominado *Stand-By Arrangement* (SBA). Por otra parte, Polonia acaba de solicitar el 14 de abril poder acceder a la nueva Línea de Crédito Flexible (LCF) —que no implica condicionalidad *ex post*, sino una verificación *ex ante* de que se han seguido políticas prudentes y los fundamentos son sólidos— para afianzar su situación económica, por un importe de 20,5 mm de dólares —equivalente al 1.000% de la cuota— y de carácter preventivo. La UE ha concedido sus préstamos a través de la ayuda prevista para estos países —*Medium Term Financial Assistance* (MTFA)—, y

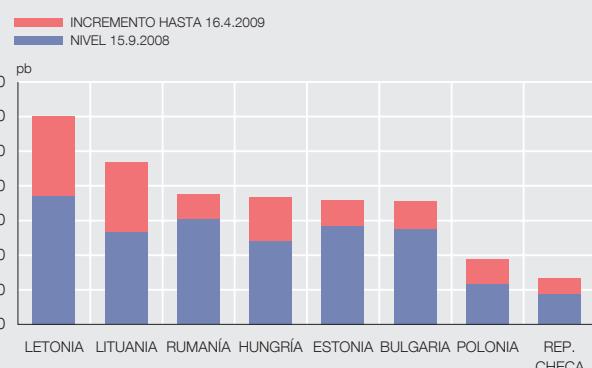
3. La UE contempla, para estos países, una ayuda orientada a resolver los problemas de Balanza de Pagos —denominada *Medium Term Financial Assistance* (MTFA)—, cuyo límite se aprobó duplicar hasta 50 mm de euros. Adicionalmente, el FMI —que ha aumentado su capacidad financiera hasta 750 mm de dólares—, los bancos de desarrollo y otros organismos financieros multilaterales suponen otro pilar importante. Así, cabe destacar la aprobación de una inyección de recursos en la región por parte del BERD, el BEI y el Banco Mundial, que en conjunto alcanza 24,5 mm de euros hasta 2010. Estos soportes externos se complementan con apoyos puntuales por parte de países vecinos y de los bancos centrales europeos, entre ellos el BCE.

1. Los nuevos Estados miembros de la UE a los que nos referimos son todos los que aún no pertenecen a la zona del euro y se incorporaron a la UE en mayo de 2004 (la República Checa, Polonia, Hungría, Estonia, Letonia y Lituania) y en enero de 2007 (Bulgaria y Rumanía). 2. Véase E. Gordo y A. del Río (2009), «Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa central y del este», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España, pp. 92-103.

1 CDS POR REGIONES EMERGENTES



2 CDS EN LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE



1 VULNERABILIDAD DE LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE (d)

	LETONIA	ESTONIA	LITUANIA	BULGARIA	RUMANIA	HUNGRÍA	POLONIA	REP. CHECA
ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA								
Régimen cambiario	Fijo ( $\pm 1\%$ )	Currency board	Currency board	Currency board	Flexible	Flexible	Flexible	Flexible
Entrada en el Mecanismo de Tipos de Cambio	Sí may-2005	Sí jun-2004	Sí jun-2004	No	No	No	No	No
Objetivo	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Tipo de cambio	Inflación	Inflación	Inflación	Inflación
INDICADORES DE VULNERABILIDAD								
PIB real (% ia)	2008 (4T)	-10,5	-9,7	-2,0	3,6	2,9	-2,3	2,9
	2009 (e)	-12,0	-10,0	-10,0	-2,0	-4,1	-3,3	-0,7
PIB per cápita en PPA (UE 27 = 100)	2008	55,2	64,2	60,5	39,7	44,8	61,6	55,1
Inflación IAIPC (% ia)	mar-09	7,9	2,5	7,4	4,0	6,7	2,8	4,0
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2008 (f)	-14,0	-10,5	-12,4	-22,7	-12,7	-5,7	-3,7
IDE (% PIB)	2008 (f)	4,7	5,5	2,5	18,0	6,3	1,7	2,8
Deuda externa bruta (% PIB)	2008 (f)	124,4	108,5	67,7	93,1	n.d.	114,0	46,5
Reservas/ Deuda ext. corto plazo (%)	2008 (f)	38,5	39,3	82,2	107,7	n.d.	103,1	121,6
Crédito al sector privado (% ia)	2003-2008	44,7	31,0	45,3	43,4	55,1	20,3	16,7
	2009 (ene)	11,0	6,0	16,0	30,0	34,1	23,0	36,0
Préstamos transfronterizos (% PIB)	2008 (f)	63,7	56,9	35,7	31,5	24,5	33,1	13,7
CALIFICACIÓN CREDITICIA SEGÚN S&P								
Deuda en moneda extranjera (LP/CP)	BB+/B	A/A-1	BBB/A-3	BBB/A-3	BB+/B	BBB-/A-3	A-/A-2	A/A-1
Perspectivas	negativas	negativas	negativas	negativas	negativas	negativas	estable	estable

2 APOYO FINANCIERO INTERNACIONAL A LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE (g)

	FECHA DE ACUERDO	FMI	UE	BANCO MUNDIAL	OTROS (h)	TOTAL
Hungría (% s/total)	octubre 2008	12,5	6,5	1,0	–	20,0
		62,5%	32,5%	5,0%	–	
Letonia (% s/total)	diciembre 2008	1,7	3,1	0,4	2,3	7,5
		22,7%	41,3%	5,3%	30,7%	
Rumanía (% s/total)	marzo 2009 (i)	13,0	5,0	1,0	1,0	20,0
		64,9%	25,1%	5,0%	5,0%	
Polonia	Solicitud abril 2009 (j)	20,5				20,5

FUENTES: Datastream, BPI, BCE, FMI, Comisión Europea, Eurostat y Standard & Poors.

a. Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

b. Malasia, Indonesia, Hong Kong, China, India y Corea.

c. Polonia, República Checa, Hungría, Bulgaria, Rumanía, Estonia, Letonia y Lituania.

d. Las cifras resaltadas muestran niveles de vulnerabilidad elevada.

e. Previsiones del FMI (WEO, abril de 2009).

f. Media móvil de los últimos cuatro trimestres, hasta el tercer trimestre de 2008.

g. Datos en mm de euros, excepto Polonia en mm de dólares.

h. En Letonia, 1,8 mm € corresponden a ayuda prestada por Suecia, Dinamarca, Finlandia y Noruega, y 500 millones, a la República Checa, Polonia, Estonia y el BERD. En Rumanía, participa el BERD junto con otros organismos multilaterales.

i. Pendiente de ratificación en mayo.

j. Pendiente de aprobación por el Directorio del FMI.

todavía le quedarán disponibles 35,4 mm de euros para contingencias adicionales.

En definitiva, en el contexto de crisis global, la presencia simultánea de cuantiosos desequilibrios externos e internos y la vulnerabilidad financiera del sector bancario han puesto a los NEM en una situación particularmente complicada, y que requerirá un importante esfuerzo y un ajuste

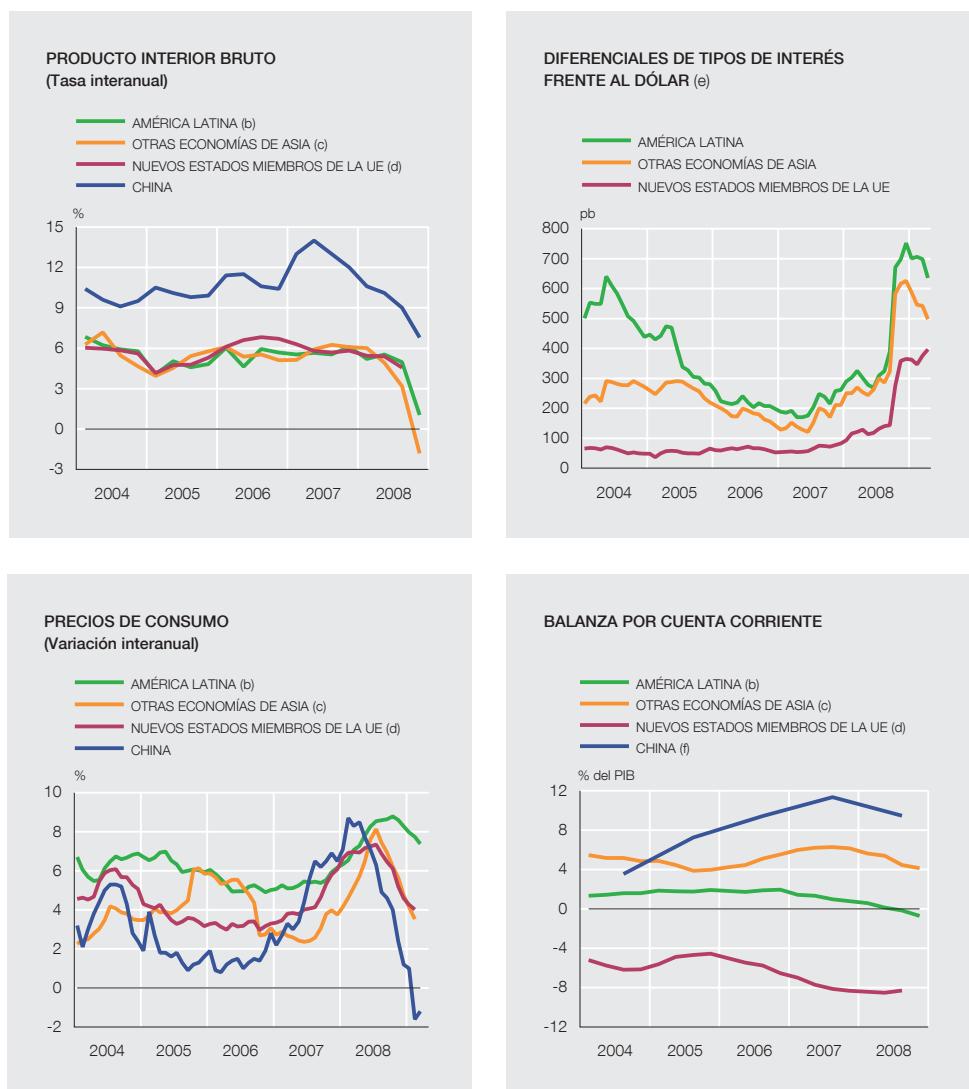
económico. Será necesario que los países adopten unos compromisos firmes de política económica y avancen en el proceso de reformas estructurales para corregir sus actuales desequilibrios macro-financieros. En este sentido, los paquetes de asistencia financiera multilateral coordinada que han recibido algunos países y las medidas económicas que llevan aparejadas pueden establecer un punto de partida para reconducir la situación y encontrar un camino de salida de la crisis.

to del 2,4% en 2007. Además, la mayoría de los indicadores más recientes siguen siendo muy negativos, aunque con algunos signos de que se está frenando el deterioro. Así, los PMI de manufacturas y servicios de febrero continuaron muy débiles, aunque con una ligera subida, a pesar de que la encuesta Tankan del primer trimestre mostró un derrumbe de la confianza empresarial y la producción industrial se mantuvo en tasas interanuales muy negativas, del -9,4% en febrero, ante el exceso de existencias. Los indicadores de consumo, como las ventas al por menor, también siguieron empeorando, con caídas interanuales superiores al 5%, debido, entre otros factores, al aumento de la tasa de paro y a la contracción de los salarios nominales. La balanza por cuenta corriente mostró, en enero y febrero, un saldo negativo, por primera vez desde 1996, debido a la fuerte caída de las exportaciones. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC se redujo una décima en febrero, hasta el -0,1%. El Banco de Japón mantuvo en marzo el tipo de interés oficial en el 0,1%, y el Gobierno, por su parte, anunció un nuevo estímulo fiscal por valor de 15,4 billones de yenes (un 3% del PIB).

En el Reino Unido, el avance del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una nueva contracción de la actividad a una tasa trimestral anualizada del 7,7%, superior a la del trimestre anterior (-6,1% en tasa trimestral anualizada). La mayoría de los indicadores más recientes se mantuvieron en niveles recesivos, en especial en el caso del sector de manufacturas. El mercado inmobiliario continuó su corrección, pese a la mejoría de algún indicador, y la caída del precio de la vivienda pareció estabilizarse, en marzo, en torno al 16% interanual. La financiación bancaria volvió a ralentizarse en el primer trimestre —con unas condiciones de acceso al crédito más duras—, el mercado laboral se deterioró de forma acusada (la tasa de paro ascendió al 6,7% en febrero) y la confianza se mantuvo en mínimos. No obstante, hay señales incipientes de que el ritmo de deterioro económico podría moderarse: así, los índices PMI mejoraron notablemente en marzo, y, en la última encuesta de condiciones crediticias del Banco de Inglaterra, las entidades bancarias prevén una mayor disponibilidad de crédito hipotecario y corporativo —aunque no al consumo— en el segundo trimestre. En este sentido, el programa de protección de activos de la banca (APS) establece compromisos de las entidades participantes a incrementar su oferta de crédito. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se redujo tres décimas en marzo, hasta el 2,9%, y el Banco de Inglaterra espera que se sitúe por debajo del objetivo del 2% en la segunda mitad de 2009. En la reunión de abril, mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%, y anunció que continuaría con su estrategia tipo *quantitative easing* a través del programa de compra de activos, sobre todo de deuda pública. El presupuesto fiscal para 2009 prevé un déficit del 12,4% del PIB, y no recoge nuevos estímulos, por el escaso margen de maniobra, ante el intenso incremento de la deuda pública.

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 FMI.
- 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, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
- f. Datos anuales.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró de forma notable en el cuarto trimestre y, en promedio, creció un 1,1% interanual, una tasa muy inferior al 4,3% del tercer trimestre —el crecimiento en 2008 se redujo hasta el 4%, desde el 5,9% de 2007—. Esta evolución fue consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera sobre las condiciones crediticias, que intensificó la contracción de la demanda interna, y, también, del progresivo deterioro de la demanda externa proveniente de los países del área del euro. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una caída más pronunciada de la producción industrial y de las exportaciones en los primeros meses de 2009. En marzo, la tasa de inflación agregada se mantuvo en el 4,1% interanual, por el incremento en Polonia y la República Checa —debido a los efectos de la depreciación previa del tipo de cambio—, mientras que continuó disminuyendo en el resto de países. A lo largo del trimestre, se produ-

jerón nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países con tipos de cambio flexibles. Las dificultades financieras, que dominaron la coyuntura hasta febrero, tendieron a relajarse levemente después. No obstante, las agencias de *rating* revisaron a la baja la calificación crediticia de Hungría, Letonia y Lituania—, y mantienen perspectivas negativas en los países del área —salvo en Polonia y la República Checa—. En este contexto, se multiplicaron los apoyos financieros externos a la región, como se describe en el recuadro 2.

En China, el PIB del primer trimestre creció un 6,1% interanual, siete décimas menos que en el trimestre anterior y la menor tasa de la última década, debido al pronunciado deterioro del sector exterior y el ajuste en curso del sector inmobiliario. No obstante, los planes de estímulo fiscal y monetario estarían comenzando a dar sus frutos, con una recuperación, en marzo, de los indicadores de oferta, como la producción industrial y la confianza empresarial, y un mayor dinamismo de los indicadores de demanda —especialmente la inversión en activos fijos—. En cuanto al sector exterior, el superávit comercial se redujo considerablemente en el primer trimestre —aunque se mantiene en niveles elevados—, debido a la abrupta reducción de las exportaciones y pese al acentuado proceso de caída de las importaciones. En cualquier caso, en el conjunto de 2008, el superávit por cuenta corriente aumentó un 20%, situándose en el 10% del PIB. El menguante superávit comercial, los menores flujos de inversión extranjera directa y las salidas de capital especulativo —posiblemente acompañadas de efectos de valoración— provocaron que la acumulación de reservas internacionales se haya moderado muy significativamente en el último trimestre, aunque ya casi alcanzan los 2 billones de dólares. La inflación disminuyó hasta tasas interanuales negativas ( $-1,6\%$  en febrero y  $-1,2\%$  en marzo), por primera vez desde 2002, y los precios de producción acentuaron su caída, por efectos base. No obstante, los efectos de la política monetaria moderadamente laxa se tradujeron en el repunte acusado de la oferta monetaria y del crédito a lo largo del trimestre. En paralelo, se han aplicado políticas para reducir la dependencia del dólar en sus transacciones comerciales. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto aprobado en marzo recoge una ampliación del déficit presupuestario, hasta el 3% del PIB en 2009, y en él no se prevé ninguna ampliación del plan de estímulo fiscal ya puesto en marcha.

En el resto de Asia, el PIB se desaceleró con gran intensidad en el cuarto trimestre de 2008 en la mayor parte de las economías, con fuertes caídas interanuales en algunas de ellas (Corea del Sur, Hong Kong, Singapur, Malasia y Tailandia) y, de forma mucho más moderada, en la India, Indonesia y Filipinas. Los indicadores más recientes mostraron también, en general, fuertes caídas interanuales de las exportaciones y la producción industrial, lo que hace prever nuevos descensos del PIB en el primer trimestre. En cuanto a la inflación, en el primer trimestre de 2009 siguió reduciéndose en todos los países de la región, hasta niveles mínimos de la última década, debido a la continuada moderación del consumo privado, e incluso alguna economía (como Tailandia) registró tasas interanuales negativas. En este contexto, se produjeron continuadas reducciones de tipos de interés oficiales en las economías de la región.

En América Latina, la economía experimentó durante el cuarto trimestre de 2008 una fuerte contracción en relación con el trimestre anterior, lo que redujo la tasa de crecimiento interanual hasta el 1%, desde el 5% del tercer trimestre. Esta desaceleración de la economía, que fue más acusada en países como Brasil, México o Chile, fue fruto de la restricción del crédito derivada de la crisis financiera internacional, que tuvo un fuerte impacto sobre la demanda interna y sobre importaciones y exportaciones, a lo que también contribuyó el menor dinamismo de la economía internacional y la caída del precio de las materias primas. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a la persistencia del deterioro económico en el primer trimestre. La inflación continuó moderándose, hasta situarse en el 7,4% en febrero, 1,2 pp por debajo de noviembre. Esta circunstancia permitió a los bancos centrales realizar importantes

bajadas de tipos de interés, con recortes de 650 pb en Chile, y más moderados en Brasil y Colombia (250 pb en cada uno), México (225 pb) y Perú (150 pb). En un contexto de menores exportaciones e importaciones, las balanzas por cuenta corriente mantuvieron su debilidad, pero se constató cierta recuperación de los flujos financieros y, por consiguiente, menores ventas de reservas internacionales, con la salvedad de México, donde persistieron importantes presiones depreciatorias. En todo caso, las autoridades continuaron tomando medidas para proporcionar liquidez en dólares, siendo particularmente activo México, donde se hizo uso de la nueva facilidad del FMI (*Flexible Credit Line*), por 47 mm de dólares, y se comenzó a emplear la línea de swaps con la Reserva Federal, que asciende a 30 mm, para facilitar recursos al sector empresarial. También Colombia solicitó acceso a la *Flexible Credit Line* del FMI, por 10,4 mm de dólares. En Argentina, el banco central estableció un mecanismo para facilitar liquidez al sector exportador. En el ámbito fiscal, se constató un significativo deterioro en varios países, con caídas de ingresos. Pese a ello, en Chile y Perú se iniciaron planes de expansión fiscal, en Brasil se anunció un programa para construcción de viviendas, y en Colombia se diseñó un plan de inversión de corte estructural, en parte financiado por el BID. Como aspecto positivo, es muy destacable en las circunstancias actuales que Moody's mejorara la calificación crediticia de la deuda soberana de Chile.

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

Según la última información disponible sobre la evolución económica del área del euro, el PIB volvió a registrar un deterioro significativo en los primeros meses de 2009. Además de los efectos de la grave crisis financiera, que continuó obstaculizando la actividad a través de unas restrictivas condiciones de financiación y de su repercusión en la confianza de los agentes, la economía europea sufre los efectos de la fuerte caída del comercio mundial que ya se observó en el último trimestre del pasado año y que se ha intensificado en los primeros meses de 2009 (véase recuadro 3). Más a medio plazo, las perspectivas económicas continúan estando marcadas por un extraordinario nivel de incertidumbre. Las predicciones más recientes de instituciones privadas y organismos internacionales estiman que el producto del área continuará experimentando tasas de crecimiento negativas a lo largo de todo 2009, si bien el ritmo de caída debería irse reduciendo progresivamente a medida que aparezcan signos de normalización en los mercados financieros y se materialicen los efectos de las políticas económicas. El retorno a tasas de crecimiento positivas, aunque moderadas, no tendría lugar hasta 2010. Con todo, el carácter global y sincronizado de la actual recesión plantea nuevos retos a la zona del euro, ya que en ocasiones anteriores la recuperación cíclica de la UEM vino impulsada por la demanda exterior.

La inflación continuó disminuyendo en los primeros meses del año, hasta alcanzar un mínimo desde la creación de la UEM, como resultado de los efectos base en los precios de las materias primas y de los alimentos y, en menor medida, de la atonía de la demanda interna. Ambos factores continuarán pesando en la evolución del crecimiento de los precios en los próximos meses, de forma que la inflación podría llegar a registrar de forma provisional tasas negativas durante los meses de verano. Más a medio plazo, es previsible que las tasas de inflación se mantengan en niveles muy moderados por un período de tiempo prolongado, en un contexto en el que la atonía de la demanda agregada propiciará en los próximos trimestres un incremento notable de los grados de holgura existentes en los mercados de productos y de trabajo.

En este contexto de desaparición de presiones inflacionistas en el horizonte relevante, el Consejo de Gobierno del BCE decidió seguir relajando el tono de su política monetaria con nuevas bajadas de los tipos de interés oficiales entre enero y marzo, hasta situarlos en el 1,25%, 300 pb por debajo del nivel de septiembre. Su Presidente adelantó, asimismo, la intención del Consejo de considerar la posibilidad de adoptar nuevas medidas extraordinarias de política monetaria en su primera reunión de mayo. El Consejo ha reiterado también la importancia en el contexto actual de asegurar el firme anclaje de las expectativas de inflación en torno a su objetivo de medio plazo de tasas por debajo, pero próximas, al 2% como elemento indispensable para el crecimiento sostenido y el empleo, y como apoyo para la estabilidad financiera.

Las autoridades económicas, ante la falta de indicios de mejora de la situación económica, continuaron apoyando el sistema financiero y la actividad. Por un lado, el Eurosistema mantuvo su política de dotación de fondos generosa mediante la adjudicación plena en las subastas a tipo fijo y la provisión de liquidez en dólares estadounidenses, y los gobiernos continuaron instrumentando los planes de apoyo al sistema financiero aprobados en octubre, en forma, principalmente, de avales a nuevas emisiones bancarias a medio plazo e inyecciones de capital público a instituciones financieras. Y, por otro, las instituciones europeas y nacionales prosiguieron adoptando nuevas medidas de estímulo de la demanda dentro del marco establecido por el Plan de Recuperación Económica aprobado por el Consejo Europeo a finales

La marcada contracción de la actividad de la UEM en el último trimestre de 2008 respondió en gran medida al mal comportamiento de las exportaciones, en línea con el colapso de la demanda mundial. Así, el volumen mundial de importaciones de bienes se contrajo en ese período —por primera vez desde el primer trimestre de 2002— a un ritmo del 2,9% interanual, y la información disponible apunta a que la tendencia se ha agravado a comienzos de 2009, en un contexto en el que se ha agudizado el deterioro económico global y en el que la extrema aversión al riesgo y el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sistema financiero han endurecido las condiciones de financiación (véase gráfico 1). Además, la reducción de la demanda de importaciones no se ha limitado, como venía sucediendo, a los países más desarrollados, sino que se ha extendido en los últimos meses a las economías emergentes con una intensidad elevada. De hecho las importaciones de los países emergentes, que se ralentizaron notablemente en el cuarto trimestre, experimentaron una caída muy acusada en la media de enero y febrero, de alrededor del 17%, superior a la registrada por los países industrializados en casi 2 pp. Dentro de esta última área, las compras de Estados Unidos, que ya venían disminuyendo desde el cuarto trimestre de 2007, cayeron un 19,2%, mientras que las importaciones de Japón y de la UEM descendieron un 14,8% y un 13,3%, respectivamente.

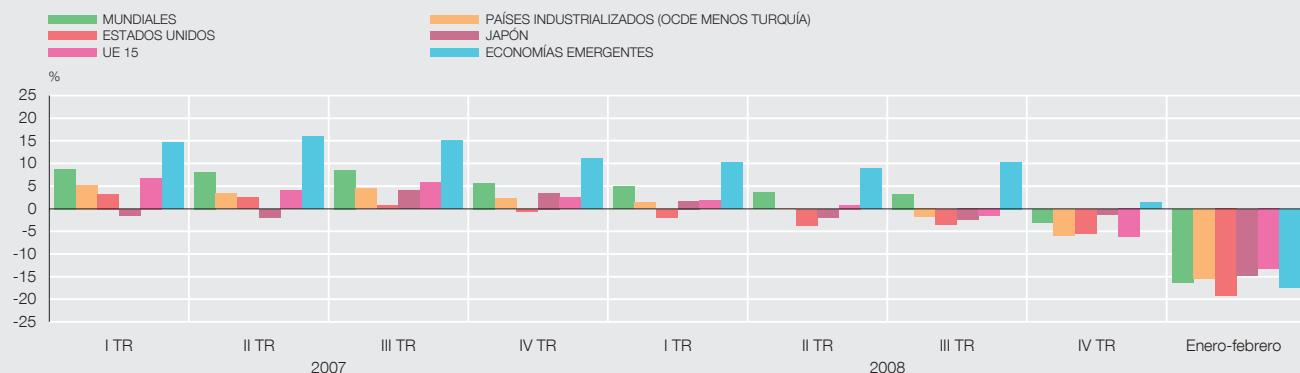
Esta evolución de los mercados mundiales ha propiciado una acentuación significativa de la caída de las exportaciones de bienes de la UEM en todos los destinos, pero sobre todo en lo referido a las exportaciones extra-UEM, que bajaron alrededor del 24% en enero y febrero (unos 3 pp más que las intra-UEM), por el derrumbe de las ventas tanto a economías desarrolladas —en especial, a Estados Unidos— como a las emergentes. Entre estas últimas, destaca el descenso en enero de las exportaciones a China y a Rusia (superiores al

-30%), mientras que las dirigidas al sudeste asiático y a Latinoamérica caen a tasas próximas al 20%.

Por países, el retroceso está siendo generalizado y de una intensidad elevada en todos los casos. Resulta especialmente significativa la caída de las exportaciones nominales de España, Francia e Italia, próxima al 25%. En Alemania, el descenso de las ventas también ha sido notable y su impacto sobre la actividad económica está siendo muy elevado, por la importancia que ha alcanzado el sector exportador en los últimos años.

Finalmente, las perspectivas sobre las exportaciones de la UEM, que en ciclos anteriores han servido de motor impulsor de la recuperación económica, no son favorables. A corto plazo, las opiniones de los empresarios exportadores que se desprenden de las encuestas elaboradas por la Comisión Europea revelan que la valoración de su cartera de pedidos exteriores ha continuado deteriorándose en los meses más recientes, hasta alcanzar en marzo mínimos históricos desde la creación de la serie en 1985; y las expectativas de exportación, cuya correlación con las exportaciones de bienes y servicios es muy elevada, se han desplomado en el primer trimestre del año hasta niveles desconocidos (véase gráfico 2). Además, según estas encuestas, los exportadores consideran que su posición competitiva se deterioró en el primer trimestre de 2009 tanto en el mercado europeo como fuera de la Unión. Más a medio plazo, las previsiones más recientes del FMI y de la OCDE anticipan una caída generalizada de la demanda de importaciones en 2009, más acusada en países desarrollados, pero también persistente en un gran número de las economías emergentes (véase gráfico 3). Y, en todo caso, aquellas regiones que previsiblemente aumentarán su demanda de importaciones en 2009 —China, Latinoamérica, África y Oriente Medio— lo harán en mucha menor medida que en el año anterior.

#### 1 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES POR REGIONES (a)



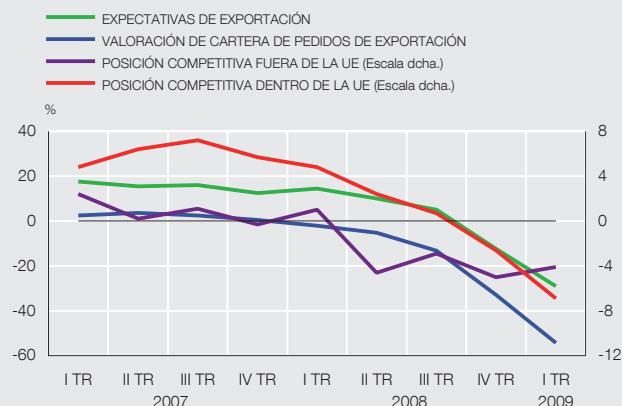
FUENTES: OECD Economic Outlook, Comisión Europea y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

a. Tasas interanuales.

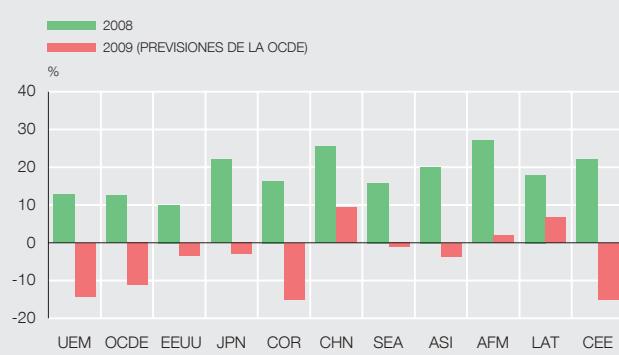
## EXPORTACIONES DE BIENES DE LA UEM. DESGLOSE POR ÁREAS (VALOR) (a)

	PESO	I TR	II TR	III TR	IV TR	2009
					ENE	FEB
TOTAL		5,0	7,6	5,4	-6,8	-23,3
Dirigidas a:						
Intra-UEM	47,3	3,3	6,7	5,1	-8,5	-21,9
Extra-UEM	52,7	6,8	8,5	5,6	-5,0	-24,8
Reino Unido	12,4	-0,3	3,1	-3,4	-14,7	-28,7
Resto UE (excluyendo RU)	18,1	8,7	11,4	8,3	-7,8	-25,0
Canadá	1,2	3,5	1,2	0,4	-1,9	-20,1
Suiza	5,7	1,3	12,5	5,4	1,6	-7,8
Noruega	1,1	6,7	9,3	-4,3	-11,9	-26,7
Rusia	4,7	23,4	22,6	19,8	-1,0	-35,1
Estados Unidos	12,1	-1,6	-3,3	-5,0	-7,8	-26,5
África	8,0	11,2	16,8	22,4	12,6	-10,0
América Latina	5,1	5,5	9,0	16,0	11,9	-22,8
Japón	2,4	-2,4	-2,4	-1,9	0,2	-22,6
Sudeste asiático	3,1	10,7	4,1	8,0	-3,1	-18,5
China	4,6	17,2	15,6	4,3	-0,8	-25,9
Origen:						
Alemania	32,9	6,2	8,5	4,2	-6,1	-23,4
Francia	13,2	6,5	5,2	4,6	-7,0	-23,7
Italia	9,8	-0,1	4,8	3,7	-7,0	-25,8
España	6,0	-1,8	3,5	3,8	-10,1	-25,9
Irlanda	3,4	-4,7	-7,4	-3,9	-3,4	-2,3
Portugal	1,2	5,2	4,6	5,4	-11,0	-28,6
Holanda	14,0	10,3	12,3	12,3	-5,1	-21,6

## 2 INDICADORES DE OPINIÓN



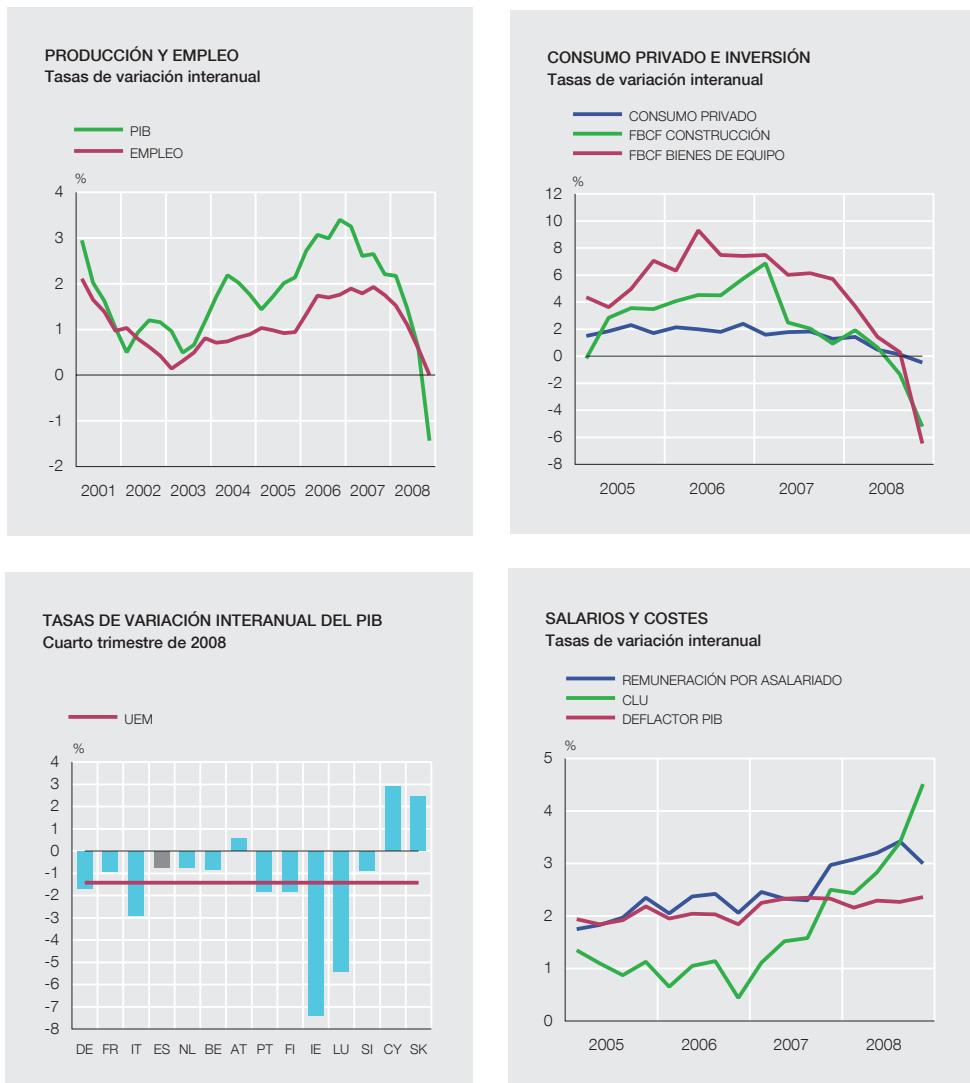
## 3 IMPORTACIONES NOMINALES DE BIENES Y SERVICIOS EN DÓLARES (a) (b)



FUENTES: OECD Economic Outlook, Comisión Europea y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

a. Tasas interanuales, excepto en el gráfico 2.

b. JPN: Japón; COR: República de Corea; CHN: China; AFM: África y Oriente Medio; SEA: Asia emergente; ASI: Asia, excluyendo China y Asia emergente; LAT: Latinoamérica; CEE: Europa Central y Oriental.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

del pasado año. Estas medidas, junto con la activación de los estabilizadores automáticos en un contexto de notable deterioro de la actividad, implicarán un empeoramiento significativo y generalizado de las cuentas públicas europeas en 2009.

### 3.1 Evolución económica

Los datos procedentes de la segunda estimación de Contabilidad Nacional confirman la fuerte contracción de la actividad en la zona del euro en la parte final de 2008, en un entorno de agravamiento de la crisis financiera y de ralentización de la economía mundial. En particular, el PIB cayó un 1,6% en el cuarto trimestre, lo que se tradujo en una contracción del 1,5% en términos interanuales —tras las tasas del -0,3% y del 0,6%, respectivamente, del período julio-septiembre— (véase gráfico 8). En el conjunto del año 2008, el PIB creció un 0,7%, casi dos puntos por debajo de la tasa del año anterior, como consecuencia, fundamentalmente, del peor comportamiento de la demanda interna.

Como se observa en el cuadro 1, el fuerte retroceso del PIB de la UEM en el cuarto trimestre obedeció en gran medida al notable descenso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones. Todos los componentes de la inversión, aunque especialmente el de bienes de equipo, cayeron en respuesta al endurecimiento de las condiciones de financiación y a las

	2007		2008		2009			
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
<b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b>								
PIB	0,6	0,5	0,6	-0,2	-0,2	-1,6		
Consumo privado	0,5	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3		
Consumo público	0,5	0,3	0,4	0,9	0,6	0,4		
FBCF	0,9	0,9	1,0	-1,2	-0,7	-4,0		
Importaciones	1,9	-0,1	1,2	-0,6	1,2	-4,7		
Exportaciones	1,7	0,7	1,5	-0,2	-0,3	-6,7		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna excluidas existencias	0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-1,0		
Variación de existencias	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,3	0,3		
Demanda exterior neta	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,6	-0,9		
PIB (tasa de variación interanual)	2,6	2,2	2,2	1,5	0,6	-1,4		
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,6	1,1	1,5	-2,0	-2,6	-6,2	-6,3	
Sentimiento económico	109,2	105,0	101,4	97,5	89,9	75,8	65,7	
PMI compuesto (b)	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	40,5
Empleo	0,4	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,3		
Tasa de paro	7,4	7,3	7,2	7,4	7,6	8,0	8,4	
<b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>								
IAPC	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	
IPRI	2,7	4,6	5,7	7,7	7,6	1,1	-1,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	50,4
<b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	2,98
Tipo de cambio dólar/euro	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,323
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (c)	3,7	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-2,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (c)	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-5,4

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

a. Información disponible hasta el día 24 de abril de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. El dato de abril corresponde al avance provisional.

c. Variación porcentual acumulada en el año.

malas expectativas económicas. Además, las condiciones financieras más restrictivas, junto con el mal comportamiento del empleo y el deterioro de la confianza, afectaron negativamente al consumo privado, mientras que el consumo público continuó expandiéndose, aunque a un ritmo inferior al del trimestre anterior. De esta forma, la demanda interna, excluidas las existencias, detrajo 1 pp a la tasa de avance del PIB. Por otra parte, el agravamiento de la situación económica mundial lastró la demanda de exportaciones de la zona del euro dirigidas tanto a los países más desarrollados como a los emergentes (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, las importaciones, afectadas por la debilidad de la demanda interna, se redujeron, aunque en menor medida que las exportaciones, lo que dio lugar a una aportación negativa del saldo neto exterior al crecimiento del producto similar a la de la demanda interna. Finalmente, la variación de existencias mantuvo la contribución positiva al aumento de producto en los 0,3 pp. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, tanto la industria como la construcción y el comercio experimentaron caídas del valor añadido, que fue muy notable en el caso del primero de estos sectores.

El producto se redujo significativamente en las mayores economías del área en el cuarto trimestre, aunque la contribución de los diferentes componentes de la demanda a esta evolución fue heterogénea. En particular, la caída del PIB en Alemania, que alcanzó el 2,1%, respondió al mal comportamiento de la demanda externa y, en menor medida, de la inversión,

mientras que la variación de existencias mantuvo una aportación positiva. En Italia, el descenso del producto —del 1,9%— obedeció sobre todo a la contracción de la demanda interna y, en menor medida, de las exportaciones netas, mientras que en Francia el componente que más lastró la actividad —que se redujo un 1,1%— fue la variación de existencias.

La disminución del empleo (del 0,3% en el último trimestre de 2008) se tradujo en una tasa de variación nula respecto al año anterior para el conjunto del área, si bien la evolución reciente ha diferido notablemente entre países (véanse gráfico 8 y recuadro 4). Dado que el PIB se redujo en mayor cuantía que el empleo, la productividad aparente del trabajo cayó un 1,4%. Esto, junto con el aumento del 3% de la remuneración por asalariado, provocó que los costes laborales unitarios se aceleraran hasta registrar un crecimiento interanual del 4,5%. Teniendo en cuenta que el deflactor del producto aumentó en menor medida (un 2,4%), los márgenes unitarios volvieron a contraerse en la parte final del año.

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad real del área volvió probablemente a deteriorarse notablemente en el primer trimestre de 2009. Así, desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial y, en menor medida, la producción en el sector de la construcción y la cartera de pedidos industriales se redujeron sustancialmente en los dos primeros meses del año (véase gráfico 9). Por otro lado, las encuestas elaboradas por la Comisión Europea y las basadas en las respuestas de los directores de compras registraron en la media del trimestre deterioros adicionales de la confianza de forma generalizada en todos los sectores, alcanzando sus mínimos históricos en la industria y en los servicios. En el ámbito laboral, la información disponible refleja un empeoramiento de las condiciones en el mercado de trabajo. En particular, los indicadores sobre expectativas de empleo continuaron disminuyendo en todos los sectores y la tasa de paro aumentó progresivamente, hasta llegar al 8,5% en febrero.

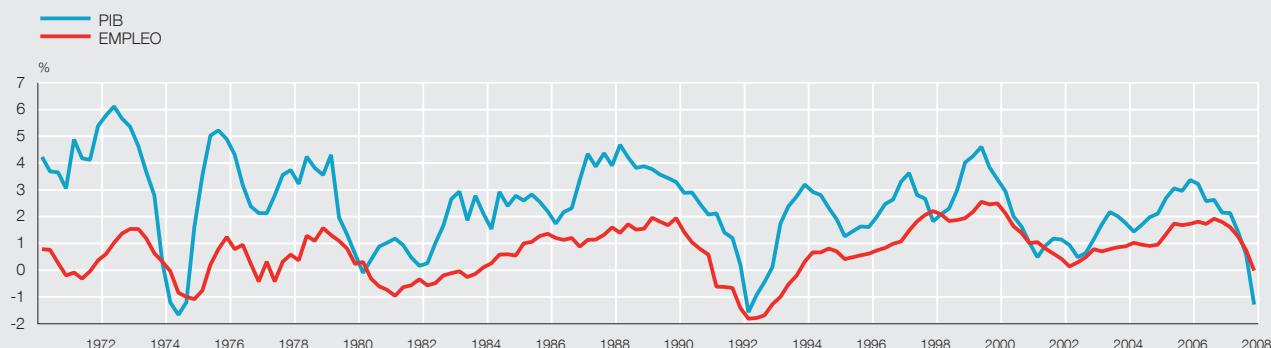
En la vertiente de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto no anticipan ninguna mejoría del consumo privado en el primer trimestre del año. Así, las ventas minoristas y las matriculaciones de automóviles se redujeron con datos hasta febrero, a pesar del impulso que para estas últimas han implicado las medidas de apoyo promovidas, principalmente, por el gobierno alemán. Además, los indicadores de confianza del sector minorista y de los consumidores publicados por la CE continuaron retrocediendo en el conjunto del período y el segundo se encuentra en el nivel más bajo de su historia. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de capacidad productiva de la encuesta trimestral de la Comisión Europea y la valoración de la cartera de pedidos cayeron en el primer trimestre. La información relativa a la demanda exterior también ha sido negativa en los últimos meses. En particular, los datos nominales de la balanza comercial muestran una notable contracción interanual de las ventas al exterior en enero y febrero, mientras que tanto la valoración media de la cartera de pedidos de exportaciones como las expectativas de exportación apuntan a una prolongación de la situación de extrema debilidad de la demanda exterior. Finalmente, los últimos indicadores disponibles relacionados con la valoración de los inventarios de la Comisión Europea sugieren un ajuste a la baja en los tres primeros meses del año.

En definitiva, los últimos datos disponibles señalan un deterioro del producto en los primeros meses del año de una magnitud que podría llegar a ser similar a la observada en la parte final de 2008, en un contexto en el que continúa sin vislumbrarse una resolución rápida de la crisis financiera global y en el que el carácter global y sincronizado de la crisis económica está suponiendo una intensa perturbación negativa de demanda externa. Más a medio plazo, las perspectivas continúan estando rodeadas de gran incertidumbre como consecuencia de las dificultades para prever la evolución de la situación financiera y su impacto sobre la economía

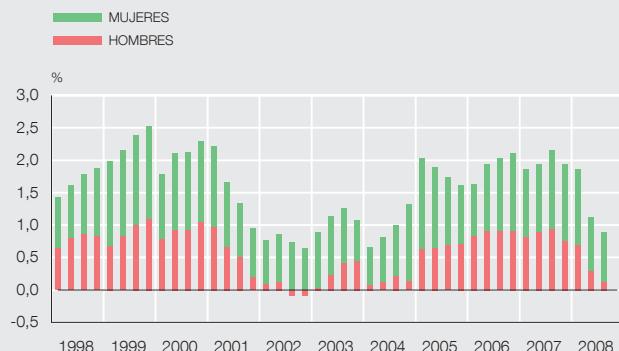
Desde mediados de 2008, el empleo en el conjunto de la UEM ha venido experimentando tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, de tal forma que a finales de año las cifras de empleo se situaron en los niveles de 2007. Siguiendo una pauta similar a la observada en pasados episodios comparables, el ajuste del mercado laboral se ha concentrado en los hombres, las cohortes de edad más jóvenes y los trabajadores con contrato temporal, y ha tenido como contrapartida inmediata el repunte de las cifras de desempleo. En febrero de 2009 la tasa de paro se situó en el 8,5%, 1,3 pp por encima de la registrada el año anterior.

Con todo, en el conjunto de la UEM el ajuste del mercado de trabajo está siendo hasta el momento —al menos en relación con el tamaño de la contracción en la actividad— mucho más contenido que el registrado en la mayoría de anteriores episodios recessivos, y solo comparable a la crisis de principios de los setenta, tal como se ilustra en el gráfico 5. Enfrentadas a unas perspectivas inciertas sobre la duración y la intensidad de la recesión, las empresas parecen haber optado, al menos en primera instancia, por una estrategia de «acaparamiento» del factor trabajo (*labour hoarding*).

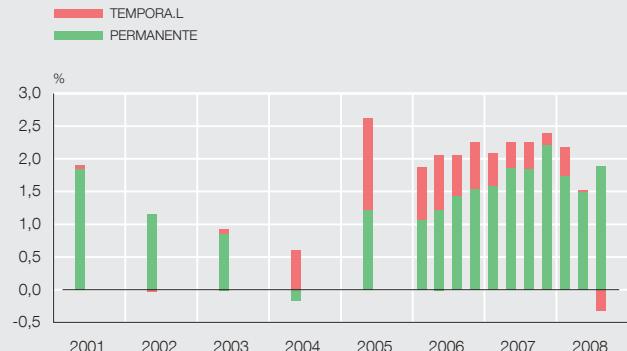
#### 1 EMPLEO Y PIB Crecimiento interanual



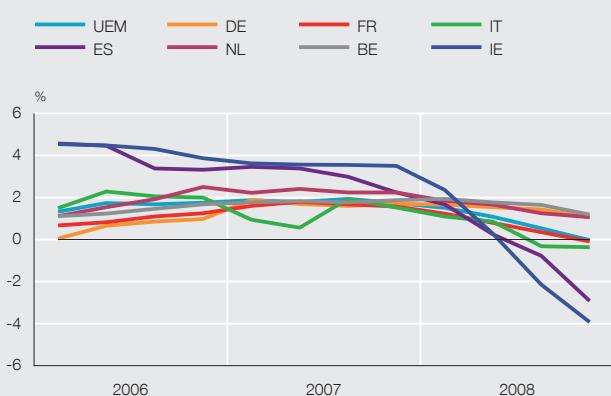
#### 2 CREACIÓN DE EMPLEO POR GÉNERO



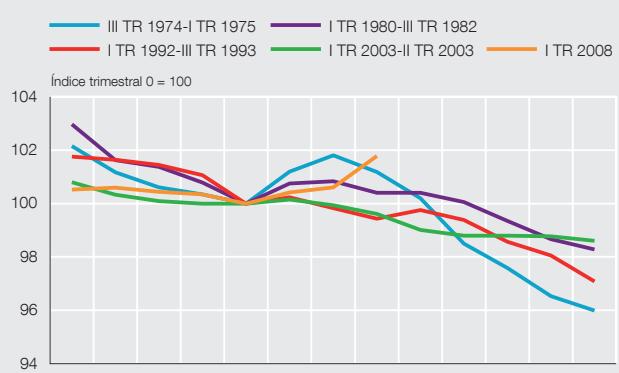
#### 3 CREACIÓN DE EMPLEO ASALARIADO: TEMPORAL FRENTE A PERMANENTE



#### 4 UEM Y VARIOS PAÍSES: ASINCRONÍA EN EL AJUSTE DE EMPLEO



#### 5 EMPLEO/PIB



FUENTES: OCDE y Eurostat.

También las políticas públicas en algunos países de la UEM pueden estar contribuyendo a esta respuesta retardada del empleo. Así, por ejemplo, en el caso de Alemania se han introducido o reforzado programas que, a través de subvenciones públicas, fomentan la reducción de horas trabajadas frente al despido de trabajadores (*kurzarbeit*). El recurso de las empresas alemanas a esta forma de ajuste del trabajo se refleja en la fuerte reducción de las horas trabajadas por persona que se ha registrado en el cuarto trimestre de 2008: -1,6%, frente al -0,1% del tercer trimestre. Más recientemente, países como Bélgica, Austria, Francia y Holanda han introducido o ampliado el ámbito de aplicación de programas similares de contención de la destrucción de empleo<sup>1</sup>.

Por otra parte, las cifras agregadas de empleo para la zona del euro esconden comportamientos muy diferenciados entre los distintos países: mientras que Bélgica, Alemania y Holanda continuaban creando empleo a ritmos superiores al 1% a finales de 2008, España, Irlanda y más tímidamente Italia comenzaron a destruir empleo ya en la segunda mitad del año, registrando en el cuarto trimestre, en los casos de España e Irlanda, una destrucción de empleo de alrededor del 3%. En buena medida, esta evolución dispar del empleo entre países, a pesar de una relativa sincronía en el ajuste de la actividad, cabe atribuirla al

**1.** Algunos países —Alemania y Austria— han aprobado además subvenciones complementarias a las empresas (reducción de las cuotas de la seguridad social) cuando el trabajador participe simultáneamente en programas de formación.

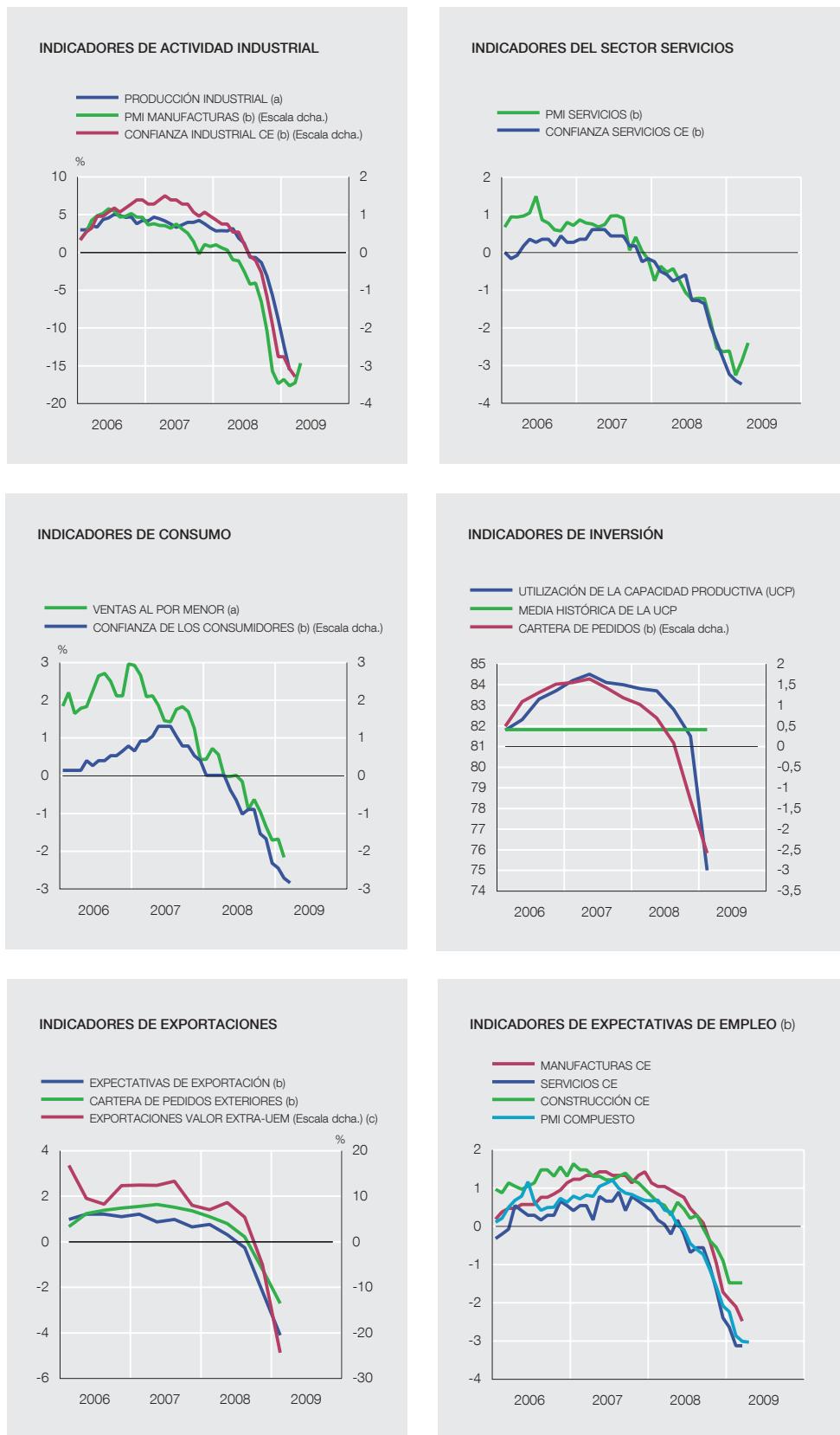
diferente peso que la inversión en construcción residencial tuvo en la última expansión cíclica. Este sector fue el que, en el conjunto de 2008, registró una corrección relativamente más intensa y adelantada en el tiempo, de modo que fueron precisamente en aquellos países en los que la construcción mostró un comportamiento más expansivo en el pasado —España e Irlanda— donde el ajuste en el empleo fue más brusco. Por contra, en aquellos países donde la construcción desempeñó un papel residual en el ciclo expansivo reciente, como Alemania, Bélgica u Holanda, la creación de empleo siguió mostrando un relativo vigor en el conjunto de 2008.

Más a medio plazo, las perspectivas para el empleo son menos favorables. Las últimas previsiones publicadas por la Comisión Europea en enero de 2009 ya avanzaban una corrección más profunda que la observada hasta aquel momento, situando la destrucción de empleo a finales de 2009 en un 1,6% (frente al -0,4% que se preveía en noviembre de 2008), de forma que la tasa de paro se situaría en el 8,7%. Los efectos del notable deterioro de las perspectivas económicas desde entonces, que han llevado a retrasar en el tiempo las expectativas de recuperación económica, es posible que sobrepasen los asociados a las políticas de empleo que se han puesto en marcha, con lo que tendría lugar una disminución aún más pronunciada de la población ocupada. Entre las previsiones de organismos internacionales más actualizadas, el *Interim Report* de la OCDE, publicado en marzo, considera un aumento significativo de la tasa de paro hasta alcanzar el 11,1% en 2009 y el 11,9% en 2010.

real. Los análisis más recientes de analistas privados y de diversos organismos internacionales sitúan en el entorno del 4% en media anual la contracción del PIB que el área del euro podría llegar a experimentar en 2009 y anticipan una paulatina recuperación a lo largo de 2010 (véase cuadro 2).

En el curso del primer trimestre del año, el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se fue desacelerando progresivamente hasta alcanzar un crecimiento interanual del 0,6% en marzo, un punto menos que en diciembre (véase gráfico 10). Esta ralentización respondió fundamentalmente a los efectos base en los componentes de alimentos elaborados y energía derivados de los elevados precios del pasado año y, en menor medida, a la desaceleração de los precios de los servicios (afectados estos últimos por efectos calendario ligados a la Semana Santa). Las tasas de crecimiento del resto de subíndices —alimentos no elaborados y bienes industriales no energéticos— se mostraron más volátiles a lo largo del trimestre. La inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, se redujo 0,6 pp entre diciembre y marzo, hasta el 1,5%. Por su parte, las tasas interanuales de los precios industriales se tornaron negativas en los dos primeros meses del año, lastradas por los notables descensos de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

Resulta previsible que la inflación continúe disminuyendo en los próximos meses, hasta llegar a registrar transitoriamente tasas negativas en torno al verano, como resultado principalmente de los efectos base en los precios de la energía y de los alimentos. Más a medio plazo, la evolución



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- Series normalizadas.
- Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2009		2010	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo 09)	Entre -3,2 y -2,2	Entre 0,1 y 0,7	Entre -0,7 y 0,7	Entre 0,6 y 1,4
Comisión Europea (enero 2009)	-1,9	1,0	0,4	1,8
FMI (abril 2009)	-4,2	0,4	-0,4	0,6
OCDE (marzo 2009)	-4,1	0,6	-0,3	0,7
Consensus Forecast (abril 2009)	-3,4	0,4	0,3	1,3
Euro Barómetro (abril 2009)	-3,2	0,5	0,3	1,2

FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

de los precios dependerá de en qué medida los componentes más sensibles a las condiciones de demanda, que por el momento no muestran una clara ralentización, respondan a la aparición de una notable brecha negativa de producción (*output gap*). Particularmente incierta es la reacción de los salarios, ya que hasta ahora su evolución ha estado muy determinada por acuerdos salariales alcanzados en meses anteriores, cuando no se adivinaban la profundidad ni la duración del deterioro económico.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, el déficit de la balanza por cuenta corriente se situó en enero de 2009 en 18,2 mm de euros, por encima del saldo negativo de 14,7 mm de euros del mismo mes del año anterior. Este deterioro obedeció al empeoramiento de todos sus componentes, con la excepción del referido a las transferencias corrientes, cuyo déficit se redujo. Así, el mayor descenso de las exportaciones que de las importaciones derivó en una ampliación del déficit de la balanza de bienes, el superávit de la balanza de servicios se contrajo y la balanza de renta mostró un saldo negativo tras el registro positivo de un año antes. Por otro lado, en enero las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 19,5 mm de euros y las de cartera a 3,3 mm de euros, en comparación con los saldos de -64,9 mm y 58,4 mm de euros, respectivamente, de 2008. Con todo, la balanza básica, que úna estas dos subbalanzas y la balanza por cuenta corriente, aumentó notablemente su déficit, casi 20 mm de euros, hasta los 41 mm de euros (véase gráfico 13).

Las medidas de estímulo de la demanda que ha introducido la mayoría de los países del área desde el pasado otoño en el marco del Plan de Recuperación Económica aprobado por el Consejo Europeo en diciembre de 2008 y la activación de los estabilizadores automáticos, que en Europa son relativamente potentes, están teniendo un impacto notable sobre las cuentas públicas. En este contexto, cabe esperar que en 2009 el déficit presupuestario de la UEM supere el 4% previsto por la Comisión Europea en enero de este año. De hecho las previsiones más recientes de otros organismos internacionales lo sitúan por encima del 5%, lo que supone un fuerte deterioro frente al déficit del 1,7% de 2008 (véase cuadro 3).

Durante los meses más recientes, la mayor parte de los países ha llevado a la práctica los programas de estímulo fiscal de la demanda ratificados el año anterior. Adicionalmente, Alemania aprobó en enero un tercer paquete de medidas. Con todo, la magnitud de estas medidas se aproxima al 1% del PIB para el conjunto del área.

El empeoramiento de la situación presupuestaria llevó a la Comisión Europea a iniciar en febrero de 2009 el procedimiento de déficit excesivo para aquellos países cuyo déficit superó el 3% del PIB en 2008: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. En aplicación de los márgenes



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de flexibilidad contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo, siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea, acordó que Francia y España dispondrán hasta el año 2012 para situar su déficit por debajo del 3%, plazo que se extiende hasta 2013 en el caso de Irlanda.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo de los primeros meses del año, los mercados financieros experimentaron una cierta mejoría en relación con la situación de tensión extrema alcanzada a finales de 2008, aunque las condiciones de financiación continuaron siendo muy restrictivas en un contexto de elevadas primas de riesgo y alta volatilidad. En el mercado interbancario, los diferenciales del EURIBOR con respecto a los tipos de operaciones colateralizadas (*eurepos*) se redujeron paulatinamente hasta niveles similares a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del pasado año. Por su parte, aunque se mantienen en niveles elevados, los diferenciales de la deuda privada corporativa, especialmente los de peor calidad, se redujeron y las bolsas europeas revirtieron su tendencia descendente hacia mediados de marzo, impulsadas por algunas noticias positivas procedentes del exterior y, posteriormente también, por el éxito de la cumbre del G 20.

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS DEL ÁREA DEL EURO  
SALDOS PRESUPUESTARIOS Y DEUDA PÚBLICA**

CUADRO 3

	% del PIB						
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)						
	2007		2008		2009		2010
	PE (b)	PDE (c)	PE (b)	PDE (c)	CE. (d)	PE (b)	CE. (d)
Bélgica	-0,3	0,0	-1,2	0,3	-3,4	-4,5	0,7
Alemania	-0,2	0,0	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-4,0
Grecia	-3,8	-3,7	-5,0	-3,7	-3,7	-5,1	-3,2
España	2,2	-3,4	-3,8	-5,8	-5,8	-8,6	-4,8
Francia	-2,7	-2,9	-3,4	-3,9	-5,6	-6,6	-2,7
Irlanda	0,2	-6,3	-7,1	-9,5	-9,9	-12,0	-9,0
Italia	-1,5	-2,6	-2,7	-3,7	-3,7	-4,5	-3,3
Luxemburgo	3,2	2,0	2,6	-0,6	-1,7	-1,5	-1,5
Holanda	0,3	1,2	1,0	-1,2	-3,3	-3,4	-2,4
Austria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	ND	-4,2	0,4
Portugal	-2,7	-2,2	-2,6	-3,9	-3,9	-6,5	-2,9
Eslavonia	0,5	-0,9	-0,9	-0,6	-3,7	-5,5	0,0
Finlandia	5,3	4,4	4,2	2,1	-1,9	-0,8	1,1
Malta	-1,8	-3,3	-4,7	-1,5	-1,5	-3,6	-0,3
Chipre	3,5	0,5	0,9	0,5	-0,8	-1,9	0,7
Eslavaquia	-2,0	-2,3	-2,2	-1,8	-2,1	-4,7	-0,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)							
Saldo primario	2,3		1,1		-2,3		-3,3
Saldo total	-0,7		-1,9		-5,3		-6,5
Deuda pública	66,1		69,3		77,7		83,8

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 en primavera de 2009.
- c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2009.
- d. Previsiones de la Comisión Europea de abril de 2009.

Las autoridades gubernamentales continuaron instrumentando los planes de apoyo al sistema financiero que se habían aprobado en octubre en forma, principalmente, de avales a nuevas emisiones bancarias a medio plazo e inyecciones de capital público a instituciones financieras, al tiempo que el BCE prosiguió con una política de provisión de liquidez amplia. En efecto, el Banco Central Europeo siguió otorgando un elevado volumen de fondos en el primer trimestre a través de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena, tanto en las operaciones semanales como en las operaciones a plazos más largos, y la provisión de liquidez en dólares estadounidenses. En enero, el Consejo de Gobierno del BCE decidió restablecer la amplitud de 200 pb de la banda de las facilidades permanentes, lo que ha contribuido a disminuir el abultado recurso por parte de los bancos a la facilidad de depósito que se venía observando desde octubre del año pasado. En marzo, se decidió la prolongación hasta después del cierre de 2009 de las subastas a tipo fijo y adjudicación plena y extender el acuerdo con la Reserva Federal para suministrar dólares estadounidenses hasta finales de junio. En abril, se anunció una nueva ampliación del acuerdo de divisas con otros bancos centrales nacionales, entre los que se incluía de nuevo la Reserva Federal, para ofrecer liquidez en euros a través de contratos de swap hasta octubre de este año.

La disminución de las presiones inflacionistas en el medio plazo como consecuencia de la caída de los precios de las materias primas y del fuerte deterioro de la actividad permitió al

Consejo de Gobierno del BCE seguir relajando sustancialmente el tono de su política monetaria en los meses transcurridos de 2009. En particular, los tipos oficiales se redujeron 50 pb en enero y marzo y 25 pb en abril, con lo que el recorte acumulado desde octubre alcanzó los 300 pb. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se sitúan en el 1,25%, el 0,25% y el 2,25%, respectivamente (véase gráfico 11). Además, el Consejo de Gobierno reiteró que es esencial en las circunstancias actuales asegurar el firme anclaje de las expectativas en torno a su objetivo de medio plazo de tasas de inflación por debajo, pero próximas, al 2%, lo cual constituye la contribución más valiosa que la política monetaria puede hacer al crecimiento sostenido, al empleo y a la estabilidad financiera.

Fruto de esta relajación monetaria, y también —aunque en menor medida— de la disminución paulatina de las primas de riesgo de crédito, los tipos a todos los plazos en el mercado interbancario se redujeron progresivamente en los meses transcurridos de 2009. En particular, los EURIBOR a tres meses y a un año se sitúan actualmente más de 125 pb por debajo de los niveles de finales de diciembre, en el 1,4% y el 1,8%, respectivamente (véase gráfico 12). Esta evolución se ha trasladado, si bien parcialmente, a los tipos de interés de los préstamos bancarios, que prosiguieron ajustándose a la baja en este período. En este sentido, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al primer trimestre siguió mostrando un tensionamiento adicional de la oferta crediticia —principalmente, a través del aumento de los márgenes— y una contracción de la demanda de préstamos, en ambos casos de menor intensidad que en el último trimestre de 2008. Los criterios de concesión de financiación se volvieron más estrictos tanto para los hogares como para las empresas, como consecuencia del deterioro de la situación económica y del ajuste de los mercados inmobiliarios en algunos de los Estados miembros. En este contexto, el crédito bancario al sector privado, que incluye préstamos, acciones y participaciones y otros valores, continuó ralentizándose, hasta alcanzar una tasa del 5,4% interanual en febrero. Gran parte de este comportamiento obedeció a la significativa desaceleración de los préstamos, que, una vez descontadas las titulizaciones, crecieron casi 1,5 pp por debajo de la tasa de diciembre, al 5,9%. El menor ritmo de avance afectó tanto a los préstamos otorgados a las sociedades no financieras como a los concedidos a los hogares, si bien los primeros continuaron creciendo a una tasa notablemente mayor que los segundos —al 7,6%, frente al 0,7% en febrero—. Atendiendo a la finalidad de los préstamos a familias, todas las partidas disminuyeron su dinamismo en los dos primeros meses del año, situándose el avance interanual de los préstamos para adquisición de vivienda en el 0,5%; para consumo, en el 1%, y para otros fines, en el 1,5%.

Las rentabilidades de la deuda pública a diez años, tras el repunte experimentado a comienzos de año, disminuyeron a partir de febrero en línea con el deterioro de las perspectivas económicas de la UEM y la preferencia por parte de los agentes de activos más seguros. Así, para la media del área, los tipos se situaron en marzo unos 25 pb por debajo de los niveles de finales de enero, en un contexto en el que los diferenciales respecto a Alemania se mantuvieron, en general, altos como resultado de las elevadas primas de riesgo soberano y, en alguna medida también, de la mayor preferencia por la liquidez de la deuda alemana. En este período se produjeron rebajas en la calificación de calidad crediticia de los bonos soberanos de Grecia, España y Portugal en enero, y de Irlanda en marzo. Por su parte, el diferencial con respecto a los tipos de la deuda pública americana, muy volátiles en este período, se acortó hasta alrededor de 120 pb.

La frágil situación económica global y las dificultades del sector bancario —sobre todo, en Estados Unidos y Reino Unido— arrastraron los mercados bursátiles mundiales en los primeros meses del año, en un contexto de elevada volatilidad (véase gráfico 12). Así, el índice

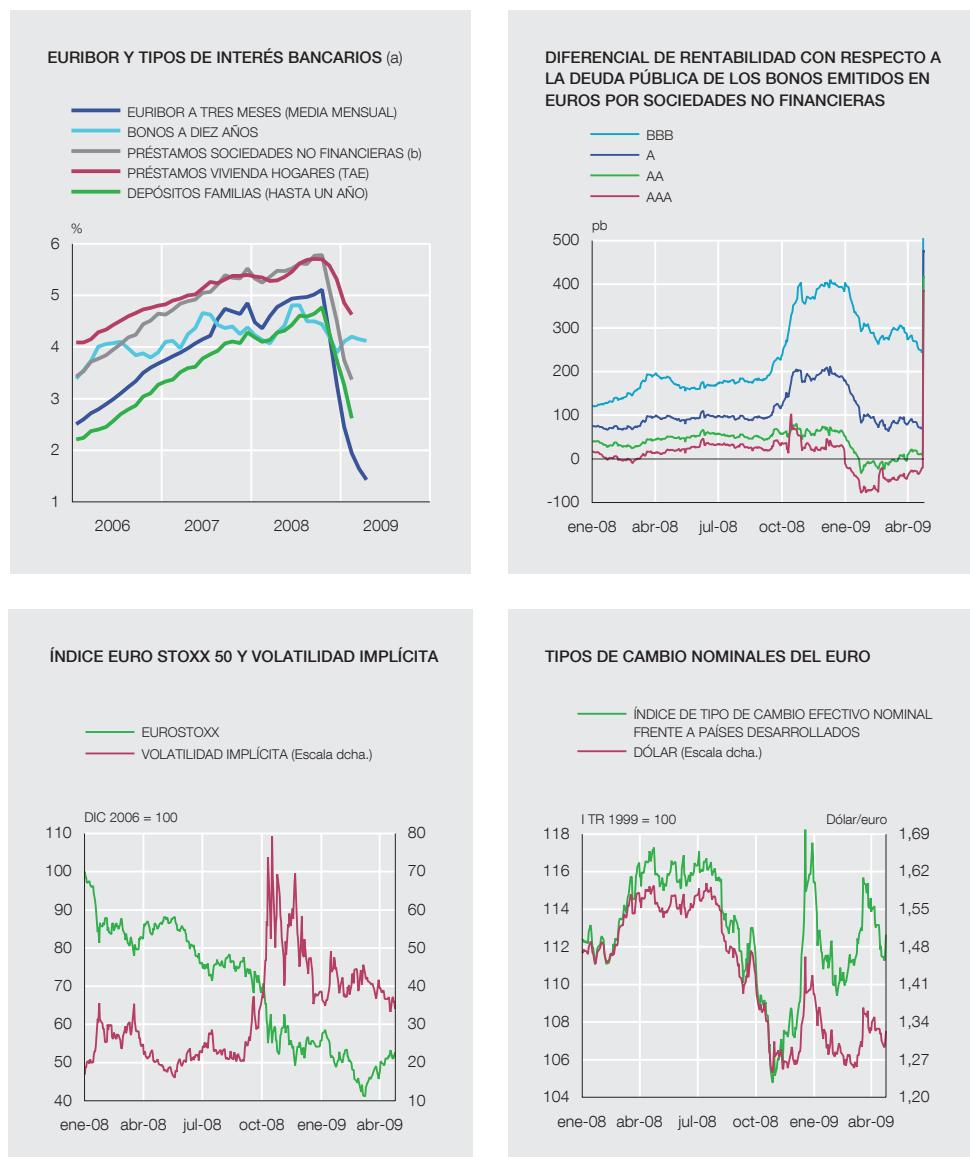
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 11



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

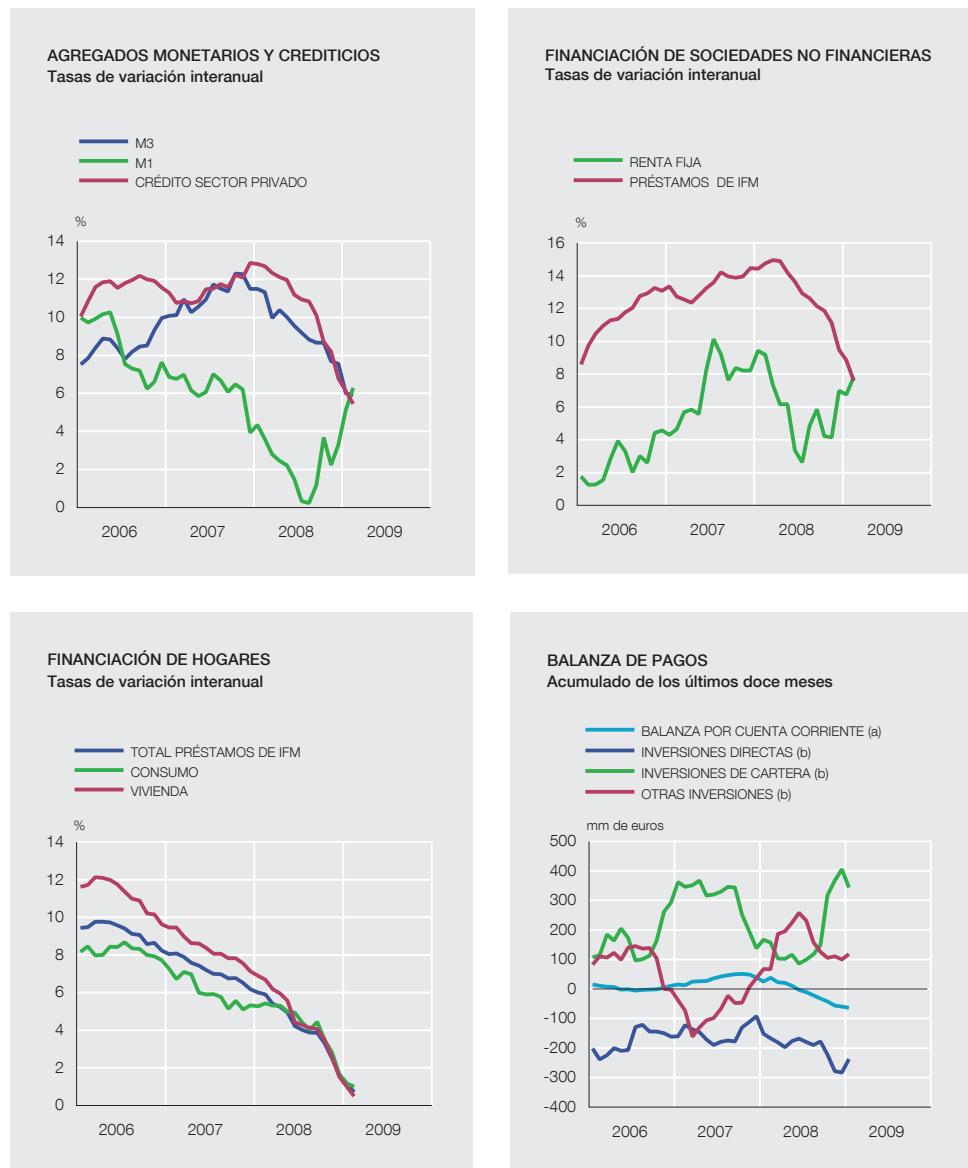


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Eurostoxx 50 continuó su tendencia descendente hasta aproximadamente mediados de marzo, cuando la publicación de beneficios por parte de algunos bancos de Estados Unidos, el programa de apoyo de ese país al sistema financiero y los estímulos monetarios por parte de algunos bancos centrales de fuera de la UEM impulsaron los precios de las acciones. Esta mejora se vio más adelante reforzada por los acuerdos alcanzados en la cumbre del G 20 a comienzos de abril. No obstante, este repunte no pudo compensar la pérdida acumulada desde finales del pasado año hasta entonces —de cerca del 20%—, con lo que la caída del índice en el período transcurrido de 2009 supera actualmente el 5%.

En los primeros meses del año, los mercados cambiarios se caracterizaron por una gran volatilidad. A fecha de cierre de este Boletín, el euro se encuentra aproximadamente un 2,4% por debajo del nivel de finales de diciembre en términos efectivos nominales. Esta evolución fue el resultado de un comportamiento dispar de los tipos de cambio bilaterales. En particular, el



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.

euro se ha apreciado frente al yen, mientras que se ha depreciado frente a la libra esterlina y al dólar estadounidense —un 1,7% y un 4,9%, respectivamente— (véase gráfico 12).

El agregado monetario M3 prosiguió desacelerándose en los primeros dos meses de 2009, hasta registrar una tasa del 5,9% en febrero, 1,7 pp por debajo de la de diciembre. Esta evolución respondió en gran medida a las desinversiones netas en depósitos a plazo, que se ralentizaron notablemente, mientras que su componente más líquido —M1— prosiguió acelerándose impulsado por el efectivo en circulación y, sobre todo, por los depósitos a la vista (véase gráfico 13).

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se contrajo con intensidad en el último trimestre de 2008, registrando un crecimiento interanual del -0,7%, 1,8 pp por debajo del ritmo de avance observado en el período anterior. La tasa intertrimestral fue negativa (-1%) por segundo trimestre consecutivo. La caída de la actividad en los meses finales de 2008 fue, en cualquier caso, menos intensa que en la Unión Monetaria y en el conjunto de los países de la OCDE. El retroceso del PIB reflejó el acusado debilitamiento de la demanda nacional, en particular de la realizada por las familias. Por el contrario, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mostró una mejora sustancial —de 1,2 pp, hasta 2,3 pp—, en un contexto de contracción más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad experimentaron caídas en su valor añadido, con la salvedad de los servicios. Este deterioro de la actividad se reflejó en la evolución del empleo, que, de acuerdo con la CNTR, registró una variación interanual del -3,1%.

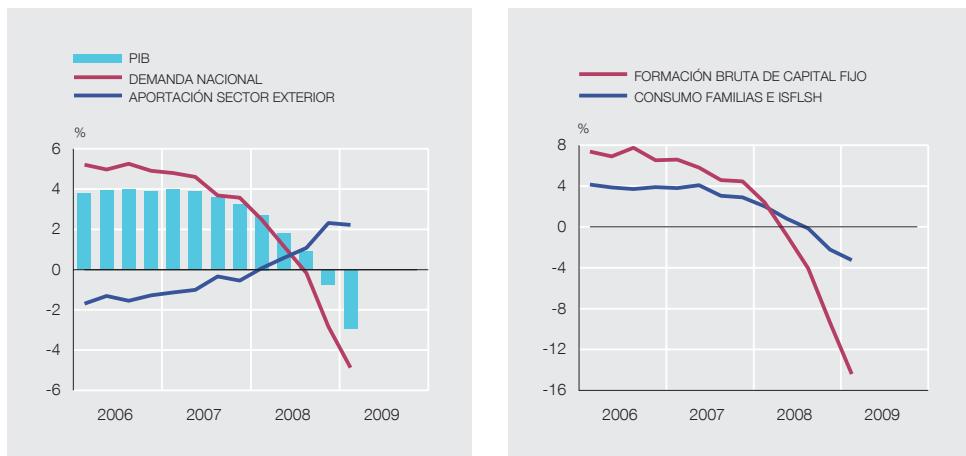
De acuerdo con la información disponible, la caída del PIB se intensificó en España en los primeros meses de 2009, en un entorno recesivo mundial caracterizado por el deterioro de la confianza de los agentes, el colapso del comercio internacional y la persistencia de las tensiones en los mercados financieros, aunque algo atenuadas. En concreto, se estima que la variación interanual del PIB en el primer trimestre de 2009 fue del -2,9%, 2,2 pp por debajo de la observada en los meses finales de 2008. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del -1,8%, que supera en ocho décimas al del cuarto trimestre del pasado año. Esta evolución sería reflejo, sobre todo, de la pronunciada reducción de la demanda nacional, que habría caído un 4,9% respecto al mismo trimestre del año anterior. Se estima que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto habría disminuido ligeramente, pero seguiría siendo muy positiva (2,2 pp), aunque las significativas caídas del comercio mundial, que han afectado considerablemente a los flujos de exportaciones e importaciones, dificultan enormemente esa estimación (véase gráfico 14). El valor añadido de la economía de mercado también se habría reducido más acusadamente que a finales de 2008, al igual que los indicadores disponibles del mercado laboral, que señalan una mayor intensidad del proceso de destrucción de puestos de trabajo, con una caída del empleo en torno al 6% en términos interanuales. Dado que el retroceso del producto tuvo una magnitud comparativamente más reducida, se estima que ha continuado el repunte del crecimiento de la productividad, tras varios años de registros muy bajos de esta variable. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a un ritmo elevado, aunque inferior al observado en los últimos trimestres, lo que, unido al mayor incremento de la productividad, hizo que los costes laborales unitarios se ralentizaran. La tasa de variación interanual del IPC se redujo sustancialmente en los primeros meses de 2009, hasta alcanzar en marzo un valor negativo (-0,1%), y el diferencial de inflación con la UEM volvió a disminuir, hasta -0,7 pp en ese mes, el mínimo desde el inicio de la Unión Monetaria.

### 4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de pronunciada desaceleración que había venido mostrando a lo largo de 2008 (véase gráfico 15). Los diferentes indicadores muestran ritmos de variación muy negativos, que señalan con claridad la intensidad de la contracción, aunque en algunos casos las tasas observadas no son peores que las del cuarto trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a enero y febrero, mostraron cierta moderación en las tasas de caída de las ventas, si bien las de servicios destinados al consumo disminuyeron con mayor intensidad que en el cierre de 2008. El índice del comercio al por

### PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 14

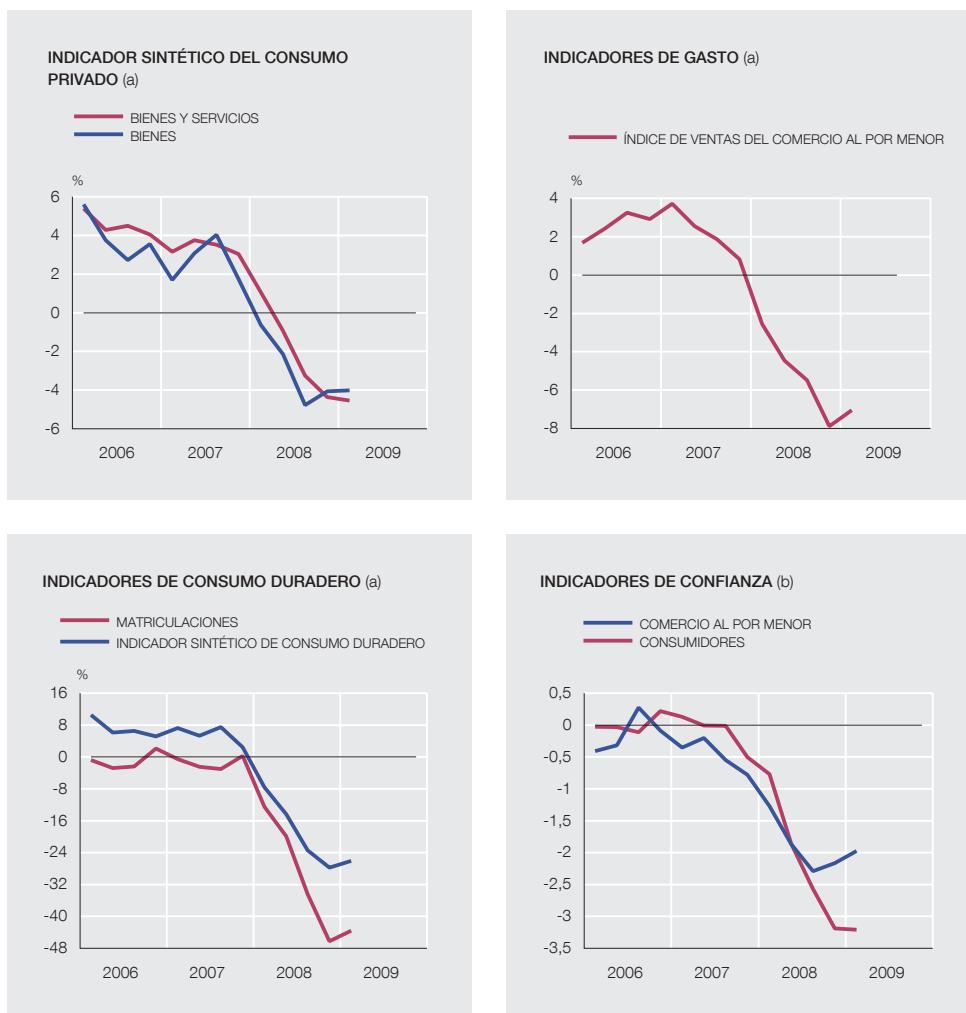


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

### INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 15



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).

menor en términos reales también registró una contracción algo más suave, al igual que las compras de bienes de consumo duradero. En particular, las matriculaciones de automóviles se redujeron un 38% en el promedio del primer trimestre, frente a un descenso del 45% en el período previo. Por su parte, el indicador sintético del consumo en bienes y servicios siguió cayendo a un ritmo similar al observado a finales de 2008. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores pareció estabilizarse y las opiniones de los comerciantes minoristas dieron síntomas de una mejoría algo más clara.

La debilidad del consumo de las familias en el primer trimestre de 2009 refleja el entorno de elevada incertidumbre en el que se enmarcan las decisiones de gasto de los hogares, a pesar de los impulsos positivos asociados a los pronunciados descensos de la inflación y de los tipos de interés. La destrucción de empleo contribuyó a reducir el crecimiento de la renta real y el deterioro del mercado laboral erosionó la confianza de los hogares. Por otra parte, la acusada caída de las cotizaciones bursátiles en 2008 y el descenso del precio de la vivienda han provocado una disminución de la riqueza de las familias en términos reales, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos estos factores están conduciendo a una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con las cuentas no financieras de los sectores institucionales, aumentó en 2008 hasta el 13% de la renta disponible, 2,8 pp más que en 2007, y es previsible que esta trayectoria se mantenga en 2009.

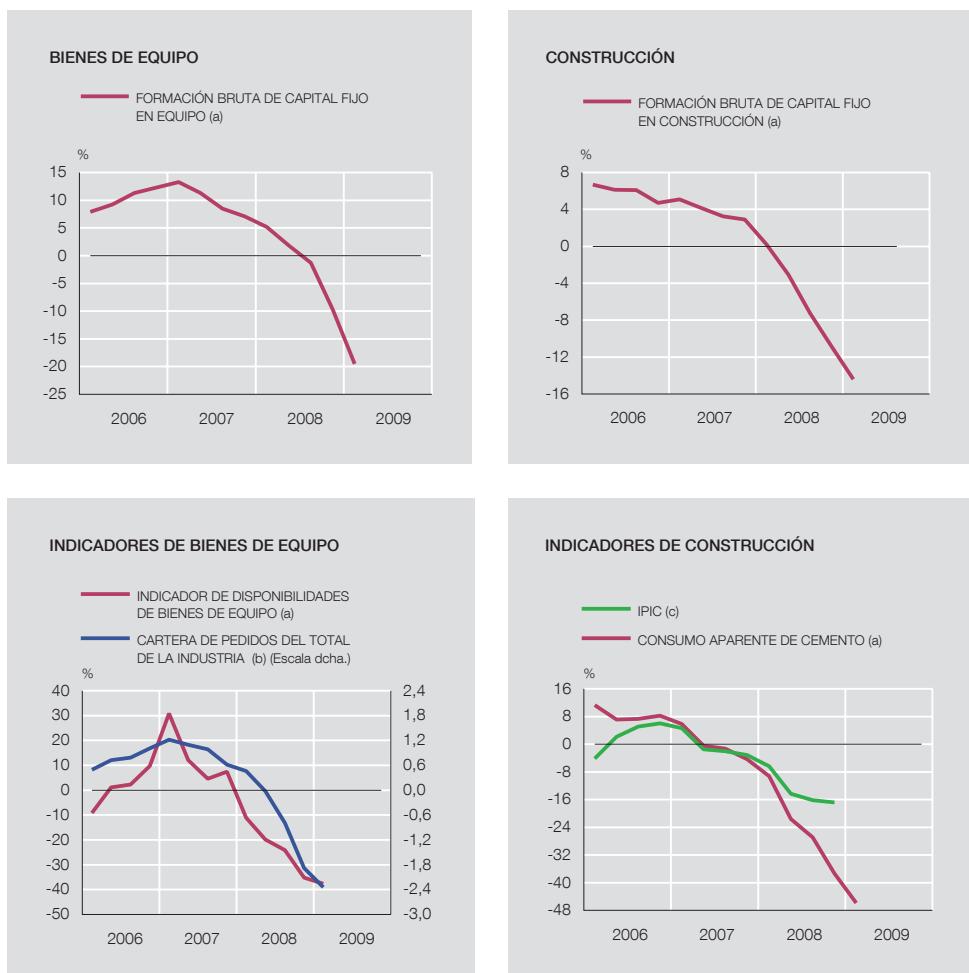
El consumo final de las AAPP habría continuado mostrando un avance sustancial en el primer trimestre de 2009, si bien inferior al del período precedente, según se desprende de la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

En los meses iniciales de 2009, la inversión en bienes de equipo continuó retrocediendo, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). Las opiniones de los empresarios, como reflejan los indicadores de confianza de la industria y de la cartera de pedidos del sector de bienes de equipo, mostraron un deterioro adicional en el conjunto del primer trimestre. Además, los índices de disponibilidades de bienes de equipo, aunque con datos aún incompletos, señalan una intensa contracción. La caída de la demanda nacional y exterior y el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria, unidos a las mayores dificultades para captar recursos por otras vías, continúan frenando la puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, a pesar de la reducción de los tipos de interés. Estos factores han dado lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector, que se situaron en el 7,5% del PIB en 2008, 3,6 pp por debajo del año anterior, de acuerdo con las cuentas no financieras de los sectores institucionales. A esta evolución habría contribuido también el mayor ahorro de las sociedades, impulsado por una aportación menos negativa de los pagos netos por intereses, así como por los menores desembolsos impositivos, aunque este último factor tiene, en parte, una naturaleza transitoria, relacionada con el cambio de calendario de las devoluciones por IVA.

Por lo que se refiere al conjunto de la inversión en construcción, los indicadores relativos a los consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción interior de materiales de la construcción— registraron descensos en enero y febrero superiores a los del cuarto trimestre de 2008. Los indicadores contemporáneos del mercado de trabajo también mantuvieron una tónica contractiva, con una disminución en el número medio de afiliados a la Seguridad Social próxima al 25% interanual en el primer trimestre de 2009. Finalmente, el indicador de confianza del sector de la construcción elaborado por la Comisión Europea siguió deteriorándose en los tres primeros meses de año.

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 16



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.

Se estima que el ajuste de la inversión residencial se habría agudizado durante el trimestre, como consecuencia del significativo descenso del número de viviendas iniciadas a lo largo de 2008 y los primeros meses de 2009 y de la terminación de obras de edificación residencial emprendidas con anterioridad (recuadro 5). Dentro del total de viviendas iniciadas, las viviendas protegidas continuaron aumentando, de modo que suponen en la actualidad en torno a la mitad del total de iniciaciones. En el período más reciente se aprecia una intensificación de la disminución de las compraventas, de acuerdo con las transacciones de los Colegios de Registradores y Notarios correspondientes al último trimestre de 2008, así como del número de hipotecas concedidas. La demanda de vivienda se está viendo desanimada por el endurecimiento de las condiciones financieras, las expectativas de caída de precios y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la renta de las familias, y se espera que la edificación no residencial vuelva a registrar una evolución contractiva durante el primer trimestre, en consonancia con el descenso de los visados de nuevos proyectos en el pasado reciente. Finalmente, la ejecución de obra civil siguió lastrada por el descenso de la licitación oficial, aunque cabe esperar que se reactive en el segundo trimestre con el comienzo de la ejecución de los proyectos acogidos al Fondo Estatal de Inversión Local.

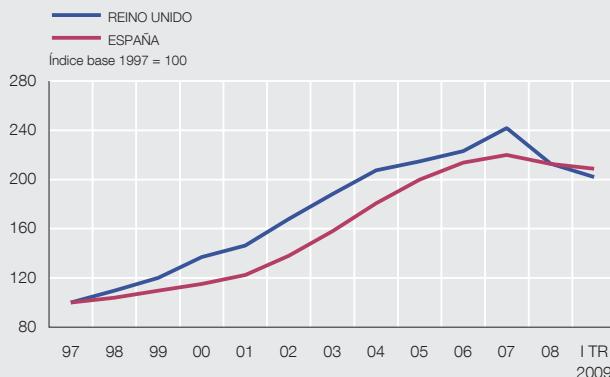
Desde finales de los años noventa, numerosas economías industrializadas experimentaron un proceso de auge inmobiliario, que condujo a un elevado crecimiento del precio de la vivienda, una expansión del sector de la construcción y un incremento del endeudamiento de las familias. En la presente coyuntura, en la que la corrección de los excesos acumulados en ese sector se ha visto agudizada por la crisis financiera internacional, resulta interesante examinar en qué medida la existencia de diferencias en el funcionamiento de los mercados inmobiliarios y algunas de las características de aquel proceso de auge pueden conducir a diferentes trayectorias de ajuste. En el ámbito europeo, España y el Reino Unido son, probablemente, las dos principales economías que se vieron afectadas por ese fenómeno y constituyen un buen ejemplo para ilustrar este desarrollo. En este recuadro se presenta un conjunto de rasgos estilizados sobre los procesos de corrección en el sector inmobiliario que afrontan ambos países.

En la fase expansiva, los precios de la vivienda en el Reino Unido y en España siguieron una trayectoria similar, situándose entre los mercados europeos que mayores crecimientos registraron en esa etapa. En términos reales, entre 1997 y 2007 los precios medios de los inmuebles aumentaron en España un 120%, frente al 140% en el Reino Unido, mientras que la media de los precios de la vivienda en los mercados de la zona del euro se incrementó solo un 40% (véase

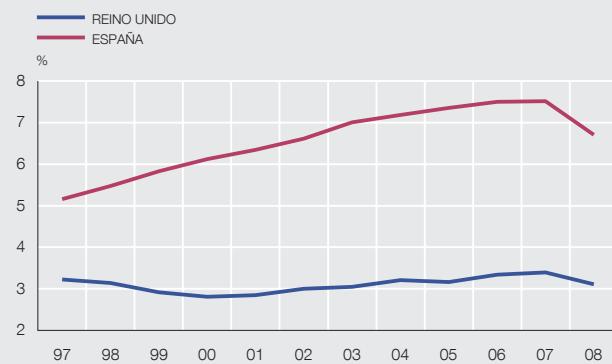
gráfico 1). Durante 2008 y principios de 2009, el ajuste del sector, junto con el desarrollo de la crisis financiera, ha impuesto una fuerte corrección en la trayectoria de los precios de los activos residenciales, que está siendo más severa en el Reino Unido que en España, aunque la comparación de precios debe tomarse siempre con cautela, dadas las diferencias metodológicas que existen en su estimación. Los precios del mercado británico de la vivienda han descendido a lo largo del pasado año, hasta alcanzar una reducción en términos reales de en torno al 20% interanual en el cuarto trimestre de 2008. En el caso español, de acuerdo con la información correspondiente a la estadística suministrada por el Ministerio de Vivienda, basada en tasaciones, los precios de la vivienda en términos reales descendieron en términos interanuales un 5,7% en el cuarto trimestre de 2007 y un 7,3% en el primer trimestre de 2009.

La evolución de los precios de la vivienda ha respondido a una combinación diferente de la oferta y de la demanda de activos residenciales en ambos países. Entre los factores de demanda, el dinamismo demográfico ha sido un rasgo sobresaliente de la economía española, mientras que el crecimiento de la población en el Reino Unido, aun habiéndose acelerado en los últimos años, ha sido bastante más modesto. Además, aunque en ambos países los tipos de interés reales a corto plazo siguieron una trayectoria descendente durante la fase ex-

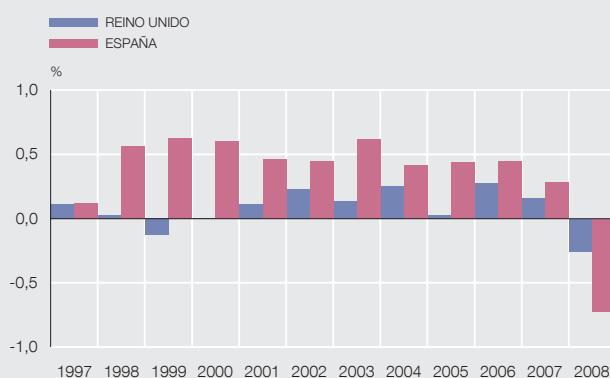
#### 1 PRECIO REAL DE LA VIVIENDA



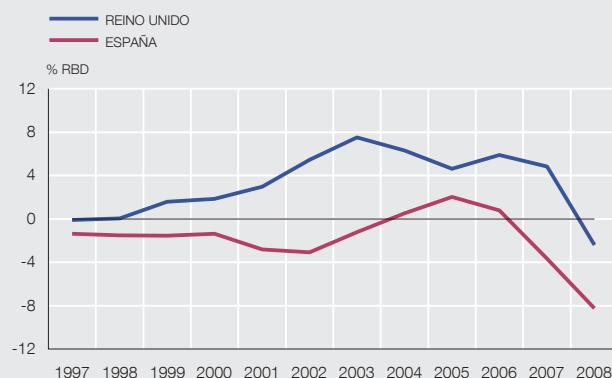
#### 2 RATIO DE LA INVERSIÓN REAL EN VIVIENDA Y PIB



#### 3 CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL AL CRECIMIENTO DEL PIB



#### 4 REEMBOLSO DE CAPITAL INMOBILIARIO (a)



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

a. Calculado como diferencia entre la variación del crédito para adquisición de vivienda y la inversión nominal en vivienda de los hogares.

pansiva y los préstamos a tipo variable son predominantes, este factor operó de manera más acusada en España, como consecuencia de su incorporación a la zona del euro. El nuevo régimen de estabilidad macroeconómica que la UEM garantizaba, alentó, además, una mejora en las expectativas de crecimiento de la renta en España, que probablemente no se produjo con la misma intensidad en el Reino Unido. Otros factores de demanda han operado de forma más parecida en los dos casos. Así, en ambas economías se han registrado cambios importantes en la estructura de la población que han conducido también a una mayor demanda de viviendas, debido fundamentalmente al aumento del número de hogares unipersonales. Adicionalmente, el auge de la demanda residencial se ha visto facilitado en los dos países por la notable facilidad en la disponibilidad de crédito, en parte ligada en el Reino Unido a la intensa liberalización de estos mercados y, en España, a la fuerte competencia y a las innovaciones en el segmento hipotecario. Estas facilidades en la concesión de crédito se tradujeron en los rápidos crecimientos de las ratios de endeudamiento de los hogares en ambas economías, aunque en el Reino Unido esa ratio alcanzó un nivel mayor (véase cuadro 1).

Cuando se producen episodios de auge inmobiliario, es habitual que, dada la rigidez inicial de la oferta, el aumento de la demanda presione sobre los precios. Sin embargo, la reacción de la oferta de nuevas viviendas está condicionada por las características de cada mercado nacional de la vivienda. Así, durante el último ciclo expansivo, el comportamiento de la inversión residencial en España y en el Reino Unido ha sido claramente diferente. En concreto, en 2007, esto es, el momento álgido del ciclo, la ratio de inversión residencial sobre el PIB en España se situó en el 7,5%, nivel muy superior al que registraba en el Reino Unido (véase gráfico 2). De hecho, la característica diferenciadora más relevante del último ciclo de la vivienda en España ha sido que la subida de los precios ha venido acompañada de un fuerte incremento de la oferta, que se ha traducido en un nivel de la actividad sin precedentes en el sector. En cambio, el impulso a la actividad inmobiliaria en el mercado británico ha sido bastante más limitado. El origen de esta menor respuesta de la oferta es atribuido, en parte, al sistema de planificación urbanística del Reino Unido y, más concretamente, a las restricciones sobre la oferta de suelo. Estas discrepancias en la reacción de la oferta han tenido su reflejo en las cifras de

Contabilidad Nacional. Así, mientras que en el caso de España, el sector de la vivienda ha aportado en torno a 0,5 pp al crecimiento del PIB en promedio del período 1998-2007, en el Reino Unido la contribución ha sido significativamente menor (0,1 pp) (véase gráfico 3).

El proceso de ajuste que están experimentando España y el Reino Unido está condicionado por estos rasgos, que han caracterizado la fase de expansión. En este sentido, la corrección del sector de la vivienda en términos de cantidades está siendo mucho más significativa en el caso español que en el británico. De acuerdo con las cifras de Contabilidad Nacional para 2008 y las proyecciones para los próximos años, el recorte previsto de la inversión residencial en España supone un descenso de la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB hasta 2010, en términos reales, de más de 3 pp por debajo del máximo alcanzado en 2006-2007. Dado que la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB solo alcanzó el 3,4% en 2007 en el Reino Unido, la menor actividad del sector incidirá de una forma menos acusada en el crecimiento del producto y del empleo en este país.

Con todo, las consecuencias del ajuste inmobiliario de la vivienda no se reducen a los efectos directos del redimensionamiento del propio sector, sino que discurren a través de otros canales. Entre los efectos indirectos, son especialmente relevantes los relacionados con la evolución de la riqueza inmobiliaria, pues este es un factor que afecta a las decisiones de gasto y ahorro de las familias de forma sustancial. Ambas economías comparten un elevado porcentaje de las viviendas en propiedad en el total, que supondría que esos efectos riqueza podrían ser más significativos que en otros países donde el mercado de alquiler está más desarrollado. La primera evidencia es que el ajuste de los precios está siendo más intenso en el Reino Unido que en España, por lo que esa pérdida de riqueza podría haber afectado más al gasto de las familias en aquel país. Pero, además, en el Reino Unido se ha utilizado de forma generalizada la posibilidad de movilizar las ganancias de capital no realizadas asociadas a las subidas de precios de la vivienda mediante préstamos para consumo con garantía hipotecaria (véase gráfico 4). El consumo privado ha descendido en este factor —también conocido como *reembolso del capital inmobiliario*— en la fase de auge, y en la coyuntura actual se está viendo afectado más negativamente como consecuencia de ello. El recurso a esos instrumentos ha conducido a que algunas familias se en-

#### 1 RASGOS ESTILIZADOS

	Reino Unido	España
Peso de inversión en vivienda sobre el PIB (%)	3,4	7,5
Variación acumulada desde 1998 (puntos porcentuales)	0,3	2,0
Número de viviendas iniciadas (medias 2005-2007) (miles)	225	697
Incremento de la población (medias 2005-2007) (miles)	316	727
Porcentaje de viviendas en propiedad (2000) (%)	71,0	85,0
Contribución de la inversión residencial al PIB (media 1998-2007) (puntos porcentuales)	0,1	0,5
Contribución de la construcción al empleo (media 1998-2007) (puntos porcentuales)	0,2	0,8
Ratio de endeudamiento de los hogares (2007) (% RBD)	160,2	130,9

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

cuentren en una situación comparativamente más vulnerable desde el punto de vista financiero, que puede restringir sus decisiones de gasto. Este recurso al endeudamiento apenas se ha utilizado en el caso español, por lo que este canal no está suponiendo una contracción adicional del gasto de las familias en nuestra economía.

En cuanto al ajuste de la actividad inmobiliaria, en el caso español el fuerte incremento de la oferta en los últimos años de auge y la brusca contracción de la demanda están conduciendo a la aparición de un saldo sustancial de viviendas sin vender que debería absorberse antes de que pueda recuperarse la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión inmobiliaria. No obstante, la disminución de los

precios y de los tipos de interés hipotecarios irán mejorando la accesibilidad a la vivienda en los próximos años, facilitando esa absorción. Asimismo, aunque la población no muestre el dinamismo de la última década, siguen estando presentes algunos factores de demanda (tanto demográficos como relacionados con la consideración de España como destino turístico) que ofrecen un cierto soporte a la inversión en vivienda. En el Reino Unido, el exceso de oferta seguramente ha alcanzado una magnitud más reducida, por lo que las necesidades de absorción son menores. En cambio, el ajuste descansa en mayor medida en los precios, lo que puede dar lugar a un incremento más brusco de la tasa de ahorro de las familias y a un menor dinamismo de su inversión, dificultando la recuperación de la actividad.

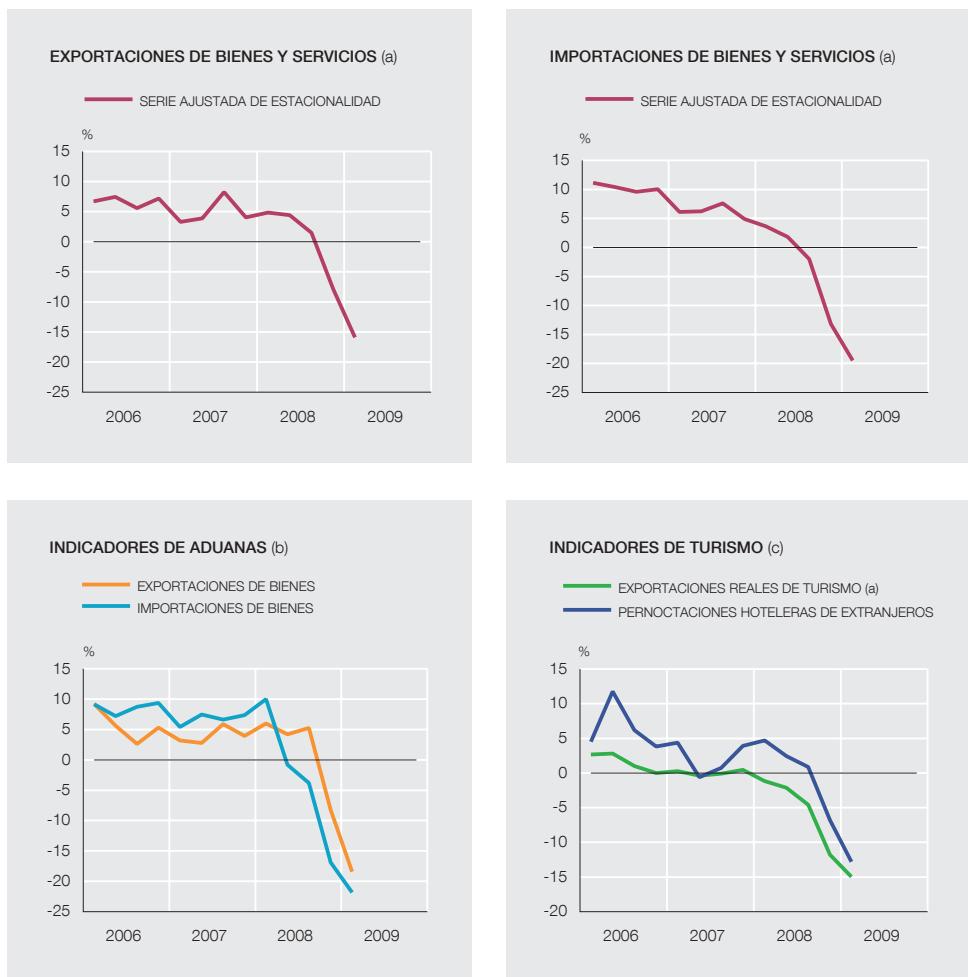
La información disponible para el primer trimestre —todavía incompleta— apunta a una ligera disminución de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB (de una décima, hasta 2,2 pp). Esta evolución refleja los pronunciados retrocesos tanto de las importaciones como de las exportaciones, que, en comparación con el cuarto trimestre, son algo más intensos en el caso de las ventas al exterior (véase gráfico 17). El descenso de las compras al resto del mundo está en consonancia con la evolución negativa que muestran la inversión en equipo y las exportaciones, que son los componentes de la demanda final con un mayor contenido importador, así como con la reducción de la producción industrial. Por su parte, las ventas al exterior se encuentran determinadas por la acusada contracción del comercio mundial, que ha afectado tanto a los mercados de las economías avanzadas —nuestros principales clientes— como a los países emergentes.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes experimentaron un pronunciado retroceso en los dos primeros meses del año (del 22,1%). Por grupos de bienes, la elevada intensidad del descenso de las ventas exteriores fue generalizada, salvo en el caso de los alimentos, donde la reducción fue más moderada. Los ajustes tuvieron una magnitud algo más acusada en los mercados de la Unión Europea que en los del resto del mundo. La Balanza de Pagos, con cifras hasta enero, muestra descensos de dos dígitos de las exportaciones reales de servicios turísticos y no turísticos. Respecto a los primeros, las entradas de turistas en España y el número de sus pernoctaciones hoteleras se redujeron apreciablemente en el bimestre enero-febrero, al igual que el gasto de los visitantes extranjeros en términos nominales.

También se agudizó el retroceso de las importaciones reales de bienes en el primer trimestre de 2009. En este sentido, los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en los dos primeros meses del año un 25,1%. Por grupos de productos, la contracción fue mucho más intensa en los casos de los bienes de equipo e intermedios que por lo que se refiere a los bienes de consumo. Entre estos últimos, cabe destacar que, en términos comparativos, fue más reducida la caída del componente alimenticio —que es el menos sensible al ciclo—, pero también la del resto de bienes. Las importaciones de servicios en términos reales habrían acentuado también notablemente su descenso en el primer trimestre, a tenor de las trayectorias de los pagos por servicios no turísticos y de las importaciones turísticas en la Balanza de Pagos.

**COMERCIO EXTERIOR**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 17



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

- Datos de la CNTR a precios constantes.
- Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- Serie ajustada de estacionalidad.

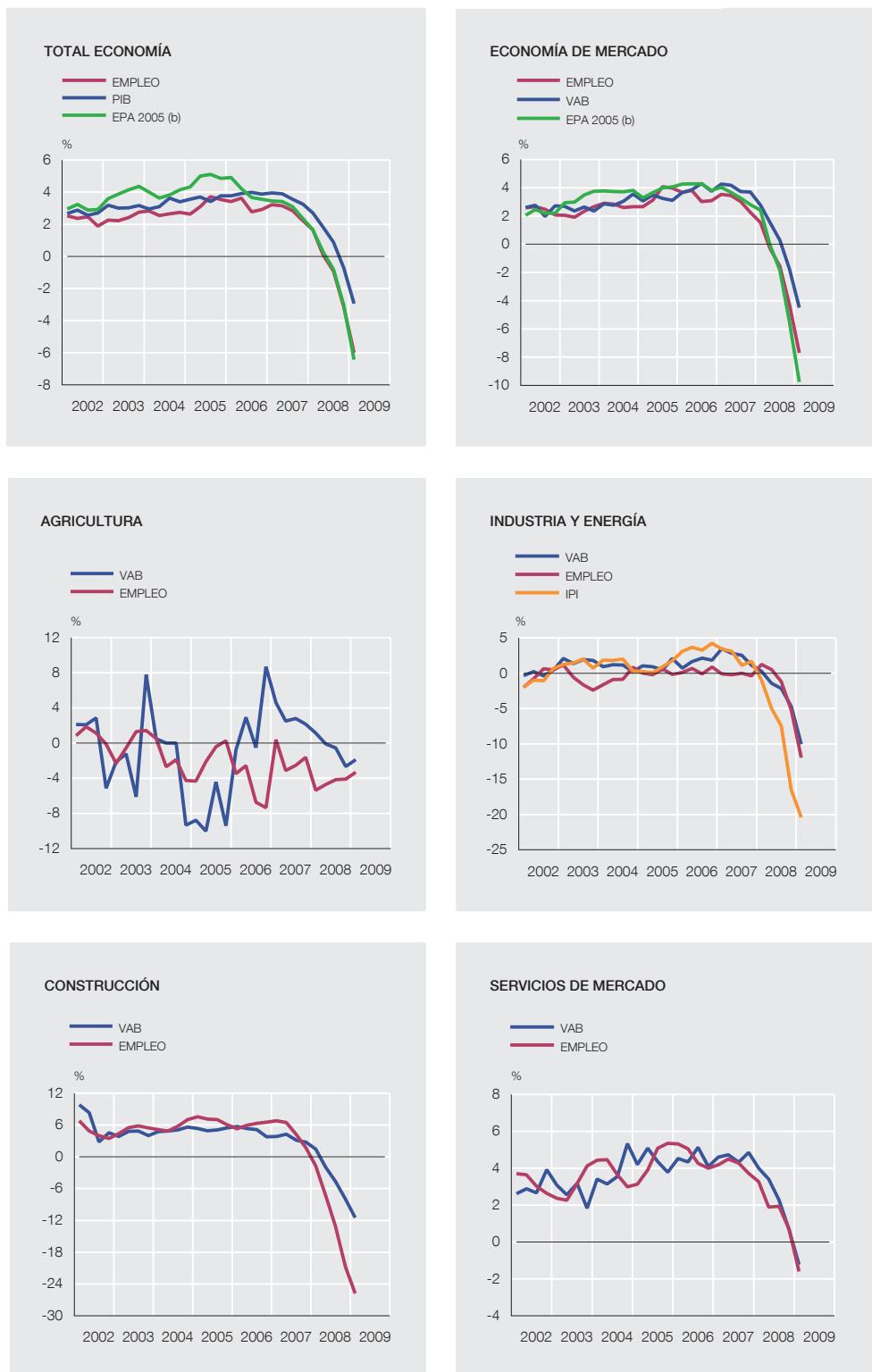
#### 4.2 Producción y empleo

Durante el primer trimestre, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado registró una notable reducción de su ritmo de variación interanual, con una tasa de contracción intertrimestral del 2,3%, más pronunciada que la observada en los meses finales de 2008. Esta pérdida de vigor afectó, en mayor o menor grado, a todas las ramas productivas de la economía de mercado (véase gráfico 18).

Para el conjunto del primer trimestre se espera una acusada caída del ritmo de variación interanual del valor añadido de las ramas industriales, que sería coherente con un retroceso intertrimestral similar al de los tres meses finales de 2008. La tasa de crecimiento interanual del índice de producción industrial (IPI) volvió a reducirse en el conjunto de los meses de enero y febrero, en línea con el comportamiento de las ventas de bienes de las grandes empresas. Por tipos de productos, los retrocesos fueron generalizados, con especial intensidad en las industrias productoras de bienes de equipo e intermedios no energéticos. Los indicadores basados en el mercado de trabajo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, también siguieron evolucionando de manera adversa. Por el contrario, algunos indicadores de opinión, como

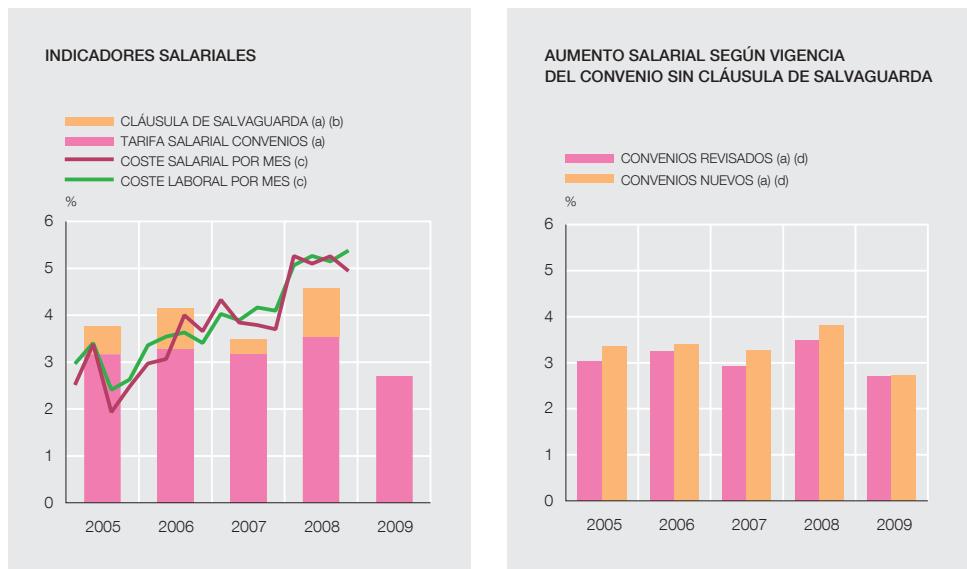
VALOR AÑADIDO BRUTO Y EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

GRÁFICO 18



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

- 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.
- Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.



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

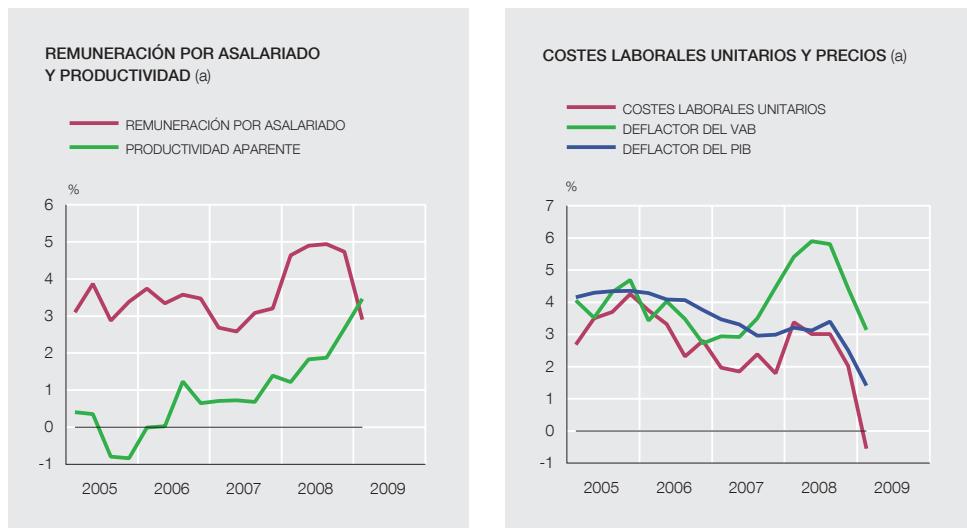
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2009.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

el de los directores de compras del sector manufacturero, mostraron ciertos signos de moderación, aunque dentro de la tónica pesimista que vienen manteniendo.

La actividad constructora continuó deteriorándose durante el primer trimestre de año, como refleja la información disponible de sus principales indicadores contemporáneos (afiliados, parados, consumo de cemento y datos de la Agencia Tributaria), así como sus indicadores adelantados (número de visados). Por su parte, la actividad de las ramas agraria y pesquera mantuvo un tono contractivo, como reflejan las estimaciones, de carácter preliminar, de superficies y producciones agrícolas que realiza el Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

La información coyuntural referida a los primeros meses de 2009 señala un deterioro adicional del valor añadido bruto de los servicios de mercado. Así, las caídas de las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidos de calendario, y de las cifras de negocios se agudizaron en el primer trimestre. Los indicadores de empleo en el sector también han mostrado una evolución adversa, que se habría acentuado respecto al trimestre pasado. Así, en los tres primeros meses del año los trabajadores afiliados a la Seguridad Social se redujeron con mayor intensidad y el número de parados se incrementó apreciablemente. En cambio, los indicadores de confianza del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) repuntaron ligeramente en el primer trimestre de 2009. La confianza del sector servicios, tras alcanzar su mínimo histórico en enero, se recuperó lentamente en los dos meses siguientes.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del mercado de trabajo para los primeros meses de 2009 coinciden en señalar una agudización del proceso de destrucción de empleo. En concreto, la caída interanual de la afiliación en el promedio del primer trimestre se situó en el



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

5,9%, 2,5 pp menos que en el trimestre precedente. Finalmente, la EPA del primer trimestre indica una caída interanual del empleo del -6,4%, 3,4 pp por debajo del período anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la construcción (-25,9%) y a la industria (-12,5%).

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 5,8%, como al de no asalariados (-9,4%). La destrucción de empleo fue, por primera vez, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-9,3%), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad (-5,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual (-20,6%) y continuaron protagonizando el ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido mantuvo un crecimiento prácticamente nulo (0,6%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,4%, casi 5 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial se redujo un 1,1%, aunque con menor intensidad que la correspondiente de tiempo completo (-7,2%), volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 12,7%, frente al 12% de un año antes.

La población activa ralentizó su ritmo de avance hasta el 2,3% en el primer trimestre del año, como consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 1% (0,2 pp menos que en el trimestre anterior) y de un crecimiento interanual de la tasa de actividad (0,8 pp) algo inferior al de los últimos trimestres. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino (4,6%), ya que el de los hombres aumentó de forma muy moderada (0,7%). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 1,8 pp en términos interanuales, hasta el 51,5%, y la de los hombres disminuyó ligeramente (-0,1 pp). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el 8,1%, como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes (6,2%, frente al 8,4% del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española crecieron un 1,3% (1,5% en el primer trimestre).

Finalmente, la elevada intensidad del ajuste del empleo, unida al dinamismo que aún mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento muy acusado del desempleo en el primer trimestre del año, que se cifra en unas 800.000 personas respecto al trimestre pasado, hasta superar los 4 millones de desempleados. Ello se tradujo en una elevación de la tasa de paro hasta el 17,4%, tres puntos y medio superior a la del trimestre anterior y casi ocho puntos por encima de la observada a principios de 2008.

#### 4.3 Costes y precios

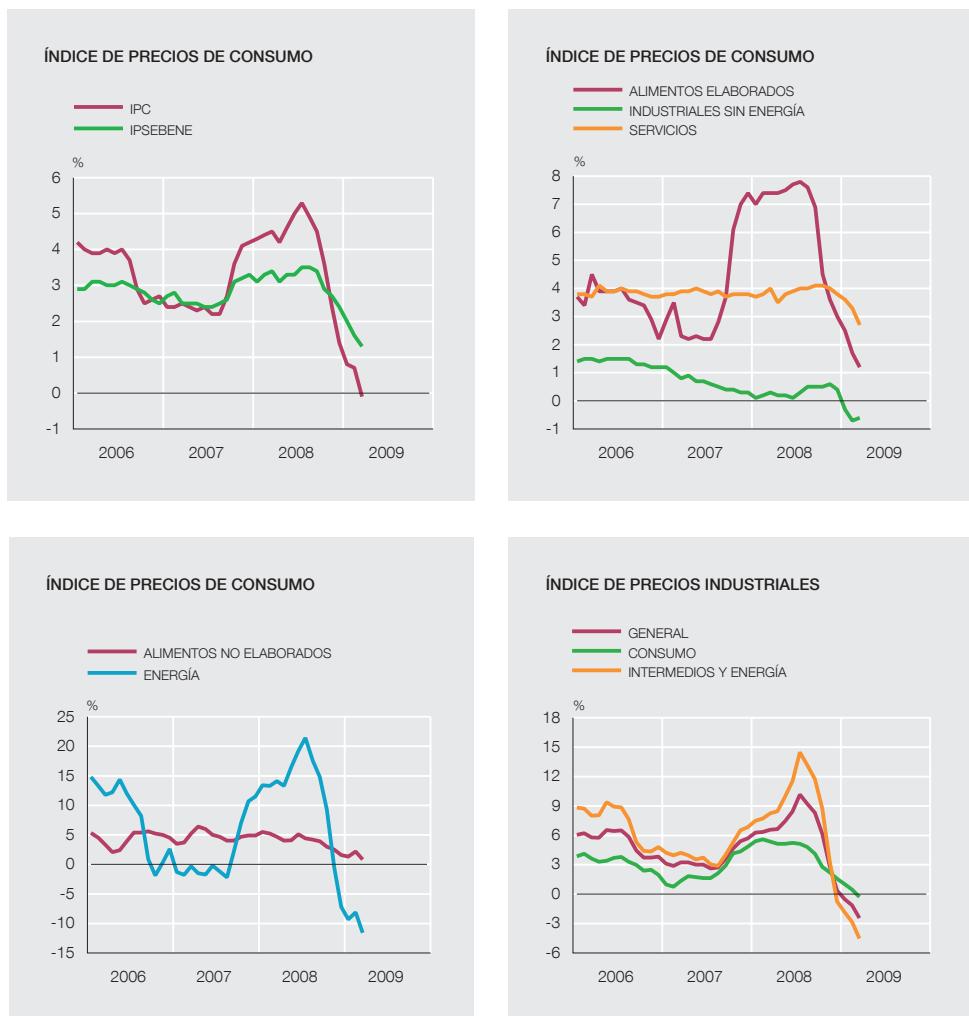
La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta marzo de 2009 apunta a un menor crecimiento de los salarios negociados en este ejercicio respecto a 2008, con un incremento salarial del 2,7% para los 6,2 millones de trabajadores afectados por convenios plurianuales firmados en años anteriores. Esa cifra es inferior en casi 1 pp a la acordada en el pasado ejercicio. Aunque el número de convenios de nueva firma es todavía muy reducido, hasta la fecha no muestran signos de suficiente adecuación a la situación cíclica. Por otro lado, se estima que las cláusulas de salvaguarda no tendrán efectos sobre los costes salariales en 2009, dado que la inflación se redujo, al final de 2008, hasta el 1,4%, nivel inferior a la cota del 2%, a partir de la cual tienden a activarse esas cláusulas.

En consecuencia, como reflejo de los menores salarios negociados y de la ausencia de pagos por desviaciones de la inflación, se espera que en el primer trimestre de 2009 disminuya el ritmo de avance de la remuneración por asalariado. Con todo, el incremento salarial sería muy superior a la tasa de aumento de los precios de consumo, lo que conduciría a que los salarios reales crecieran con intensidad, a pesar del contexto recesivo. No obstante, la evolución de los salarios nominales, unida al repunte estimado de la productividad, conduciría a una desaceleración de los costes laborales unitarios.

Se estima que la tasa de variación del deflactor del PIB se redujo igualmente en el primer trimestre de 2009, a pesar de la desaceleración de los precios de las importaciones —muy afectados por la evolución del precio del petróleo—. Los diferentes componentes de la demanda nacional mostraron menores ritmos de avance de su deflactor que en el trimestre anterior, especialmente la inversión residencial —cuyo deflactor, en un contexto de caída del precio de la vivienda, pasó a tener un crecimiento negativo— y el consumo privado.

Los principales indicadores de los precios de consumo continuaron recortando su ritmo de crecimiento en los primeros meses de 2009. Así, la tasa de variación interanual del IPC fue negativa ( $-0,1\%$ ) en marzo, por primera vez desde 1952, situándose 1,5 pp por debajo de la cifra de diciembre de 2008 (véase gráfico 21). El IPSEBENE, que históricamente se había mostrado poco sensible a la situación cíclica, especialmente por lo que se refiere a los servicios, aumentó en marzo un 1,3%, tasa inferior en 1,1 pp a la observada al final de 2008. La desaceleración fue común a todos sus componentes, y los bienes industriales no energéticos incluso registraron tasas de variación negativas, a pesar de los aumentos de los precios de producción interior y de importación de este tipo de bienes. Los precios de la energía registraron una tasa de variación del  $-11,6\%$  en marzo —lo que supone una contribución negativa de 1,3 pp en el índice general—. Esta caída se explica por un efecto de comparación respecto de los elevados aumentos de hace un año, factor que prevaleció sobre el hecho de que el petróleo se haya encarecido algo más de 6 dólares desde diciembre de 2008, hasta los 46,8 dólares por barril en el promedio de marzo, lo que ha incidido al alza sobre el precio de sus derivados. Los precios de los alimentos no elaborados también se moderaron.

Los ajustes de precios en España están siendo mucho más intensos que en zona del euro, de modo que el diferencial de inflación —medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— ha sido favorable a España por cuarto mes consecutivo, situándose en siete décimas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

en marzo, un hecho inédito desde el inicio de la Unión Monetaria. Todos los componentes registran ritmos de variación inferiores a los de la zona del euro, salvo el de servicios, si bien este se ha reducido sustancialmente desde diciembre, con lo que el diferencial de la inflación subyacente ha sido negativo en los dos últimos meses.

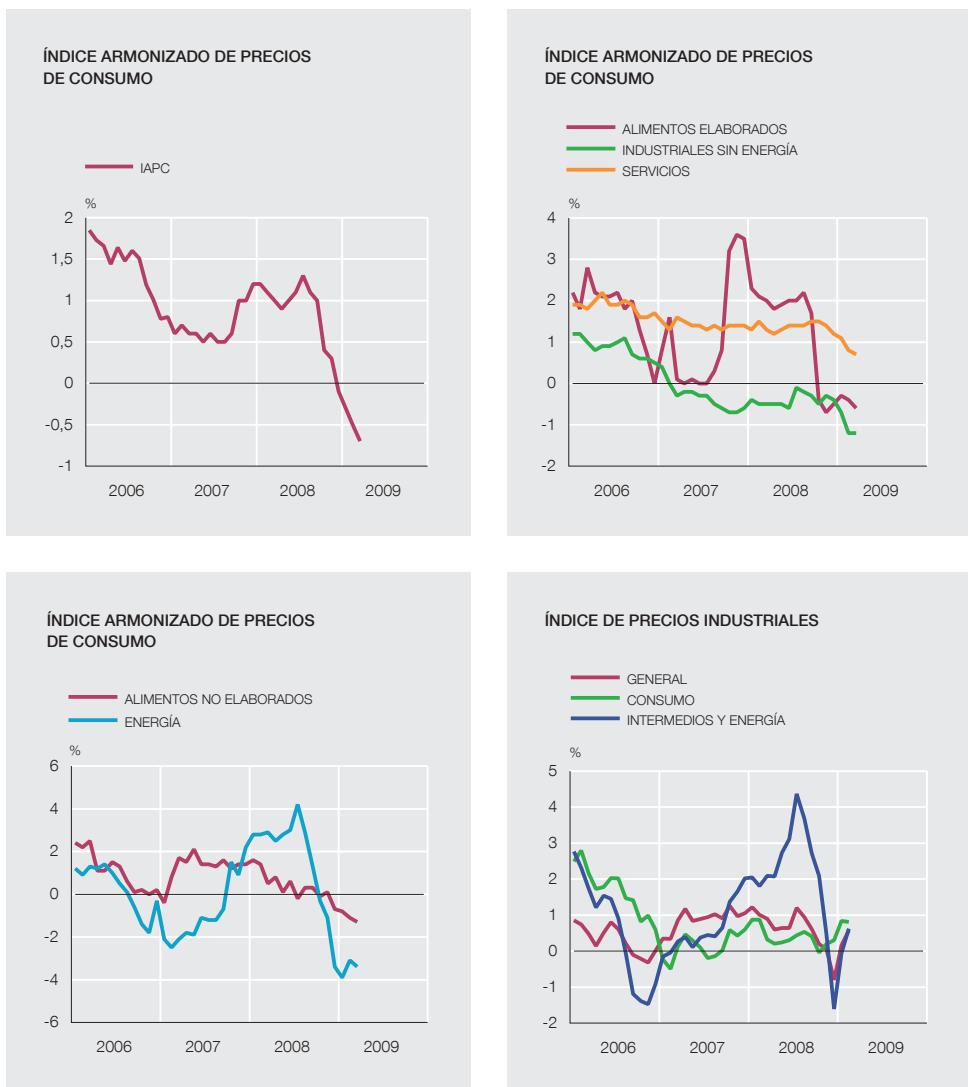
El índice de precios industriales redujo su ritmo de avance hasta el -2,4% en el mes de marzo. La moderación afectó a sus diferentes componentes, aunque recayó con especial intensidad sobre los precios de los bienes intermedios y los productos energéticos. En el conjunto de la UEM, los precios industriales ralentizaron su ritmo de avance en los dos primeros meses del año hasta una tasa del -1,8%, una desaceleración algo más intensa que en España.

#### 4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un deterioro sustancial del saldo, que pasó de registrar un superávit de 9.466 millones de euros (0,9% del PIB) en febrero de 2008 a registrar un superávit de 5.325 millones (0,5% del PIB) en el mismo período del año 2009. Este resultado se debió, fundamentalmente, a una caída de los recursos en un 9,5% frente al incremento del 5,3% en los empleos.

**INDICADORES DE PRECIOS**  
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 22



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Los resultados de caja disponibles hasta marzo muestran un déficit de 11.345 millones de euros en la ejecución presupuestaria del Estado, frente al superávit de 1.272 millones de euros registrado en el mismo período del año 2008 (véase cuadro 3). En estos primeros meses, los ingresos se redujeron un 18,1%, frente al aumento del 15,5% en los pagos del Estado. Debe recordarse, no obstante, que las cifras de los primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas de la evolución del saldo en próximos meses. A pesar de ello, los datos apuntan a un deterioro adicional de la situación presupuestaria en relación con el año precedente, a lo que contribuirán, además, algunas medidas con efectos presupuestarios. Entre ellas, cabe mencionar los impactos de la incorporación de la deducción por vivienda para ciertos declarantes en las retenciones del IRPF y de las devoluciones mensuales en el IVA, que reducirán los ingresos netos, mientras que las transferencias debidas al Fondo Estatal de Inversión Local aumentarán los pagos.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que

	Liquidación						
	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Presupuesto initial 2009	Variación porcentual 2009/2008	2008 ENE-MAR	2009 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	129.335	-19,1	141.110	9,1	38.181	31.269	-18,1
Impuestos directos	74.096	-23,6	77.041	4,0	17.516	13.594	-22,4
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	43.167	-0,6	15.112	11.678	-22,7
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	30.085	10,2	1.511	1.023	-32,3
Otros (a)	3.382	-4,2	3.789	12,1	893	894	0,1
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	50.202	28,0	17.371	12.567	-27,7
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	35.531	42,6	13.926	9.559	-31,4
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.253	0,3	2.623	2.304	-12,2
Otros (b)	3.086	-4,3	3.418	10,8	822	703	-14,4
Otros ingresos (c)	16.011	11,1	13.867	-13,4	3.294	5.108	55,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	148.082	6,0	157.904	6,6	36.909	42.614	15,5
Personal	25.257	6,7	26.848	6,3	5.354	5.635	5,2
Compras	4.551	2,2	3.502	-23,1	953	905	-5,1
Intereses	15.929	9,6	17.424	9,4	6.532	6.151	-5,8
Transferencias corrientes	82.765	6,5	85.754	3,6	19.558	22.143	13,2
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.251	—	—	—	—
Inversiones reales	10.654	5,4	10.408	-2,3	2.578	2.787	8,1
Transferencias de capital	8.927	-3,5	10.717	20,1	1.933	4.994	158,3
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	<b>-18.747</b>	<b>—</b>	<b>-16.794</b>	<b>—</b>	<b>1.272</b>	<b>-11.345</b>	<b>—</b>
<b>PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)</b>							
<i>IRPF</i>	71.341	-1,8	77.444	8,6	21.033	19.002	-9,7
<i>IVA</i>	48.015	-14,0	53.323	11,1	19.335	14.274	-26,2
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.461	4,6	4.805	4.546	-5,4

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.

c. Incluye tasas y otros ingresos, transferencias corrientes, ingresos patrimoniales, transferencias de capital y otras operaciones sin clasificar.

corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos se redujeron en el primer trimestre un 11,9% en comparación con el mismo período del año anterior, por la debilidad de los ingresos tributarios. En los impuestos directos, sin embargo, esta debilidad está influida por el impacto diferencial que en el IRPF ha tenido la deducción de hasta 400 euros en estos primeros meses del año 2009 (sin correspondencia en los mismos meses del año anterior) y que solo se compensará, en parte, durante la segunda mitad del año. No obstante, el impacto de la crisis económica se reflejó en las retenciones sobre el trabajo y, sobre todo, en las retenciones provenientes de las ganancias en fondos de inversión, que se redujeron un 45,6%. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -26,2% con respecto al primer trimestre del año anterior. En este caso, la evolución está afectada, además de por la caída del consumo y de las transacciones inmobiliarias, por el fuerte aumento de las devoluciones y por la caída de las importaciones de países ajenos a la Unión Europea, que ha provocado una reducción del IVA ligado a estas últimas de un 31,4% en tasa interanual. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una reducción del 5,4%. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del

		ENERO		TASA DE VARIACIÓN 09/08 (b)
		2008	2009	
INGRESOS	Cuenta corriente	29.258	23.527	-19,6
	<i>Mercancías</i>	15.374	11.444	-25,6
	<i>Servicios</i>	7.309	6.241	-14,6
	— Turismo	2.756	2.389	-13,3
	— Otros servicios	4.553	3.852	-15,4
	<i>Rentas</i>	4.964	4.249	-14,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	1.611	1.593	-1,1
	Cuenta de capital	1.372	451	-67,1
	Cuentas corriente + capital	30.630	23.978	-21,7
PAGOS	Cuenta corriente	41.289	30.112	-27,1
	<i>Mercancías</i>	23.991	15.560	-35,1
	<i>Servicios</i>	5.914	4.942	-16,4
	— Turismo	1.112	939	-15,6
	— Otros servicios	4.801	4.003	-16,6
	<i>Rentas</i>	8.487	7.508	-11,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.897	2.102	-27,5
	Cuenta de capital	134	398	197,5
	Cuentas corriente + capital	41.423	30.510	-26,3
SALDOS	Cuenta corriente	-12.031	-6.584	5.447
	<i>Mercancías</i>	-8.616	-4.116	4.500
	<i>Servicios</i>	1.395	1.299	-96
	— Turismo	1.644	1.451	-193
	— Otros servicios	-248	-152	97
	<i>Rentas</i>	-3.524	-3.259	265
	<i>Transferencias corrientes</i>	-1.286	-508	778
	Cuenta de capital	1.238	53	-1.186
	Cuentas corriente + capital	-10.793	-6.532	4.261

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

Estado, registraron un crecimiento relativamente elevado por las primas de emisión de deuda pública y por el cobro de comisiones por avales por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (Real Decreto Ley 7/2008), que compensaron las caídas en los fondos recibidos de la Unión Europea, especialmente del FEDER.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, registraron un aumento del 15,5%, notablemente por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año (6,6%). En concreto, con las excepciones de los gastos de personal y de intereses, los demás capítulos registraron tasas de variación mayores que las presupuestadas. Cabe destacar, en especial, el fuerte crecimiento de las transferencias corrientes, que en su mayor parte se dirigen a otras Administraciones Públicas, y que deberían desacelerarse en los próximos meses hacia tasas en línea con las presupuestadas. Asimismo, destaca el elevado aumento de las transferencias de capital, debido a las dirigidas a las Corporaciones Locales en el marco del Fondo Estatal para la Inversión Local.

En cuanto a la Seguridad Social, se dispone de información para los primeros meses del año del número de afiliados a la Seguridad Social, que continuó disminuyendo durante el

primer trimestre, con un descenso del 6,5% a finales de marzo, y del número de pensiones contributivas, que aumentó un 1,6% en ese mismo período, en línea con los incrementos registrados en los últimos meses del año anterior, aunque algo por encima del crecimiento que experimentaron para el promedio de 2008. Según los datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto destinado a prestaciones por desempleo continuó acelerándose a lo largo del primer trimestre, hasta registrar un aumento del 65,4%. Esta aceleración refleja el creciente ritmo de incremento del número de beneficiarios de estas prestaciones con avances del 66,9% hasta febrero.

#### **4.5 La balanza de pagos**

En enero de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 6.532 millones de euros, un 39% inferior al del mismo mes del año anterior. El saldo negativo por cuenta corriente se redujo un 45%, hasta 6.584 millones de euros. Los principales saldos deficitarios de la cuenta corriente se corrigieron parcialmente en enero, destacando la acusada disminución del correspondiente a la balanza comercial y, en menor medida, el descenso de los de transferencias corrientes y rentas. Por el contrario, el superávit de la balanza de servicios retrocedió moderadamente.

En enero, el déficit de la balanza comercial se redujo en 4.500 millones de euros respecto al mismo mes del año anterior, hasta 4.116 millones de euros, lo que supone una disminución del 52%, ritmo de descenso significativamente superior al observado en el último trimestre del pasado año. Las exportaciones y, en mayor medida, las importaciones intensificaron su tasa de caída, en un contexto de mejora de la relación real de intercambio. La mejora del déficit comercial reflejó tanto la menor factura energética como la disminución del saldo negativo del resto de bienes.

La balanza de servicios arrojó un superávit de 1.299 millones de euros, un 6,9% menos que en enero de 2008. Esta evolución se explica por la disminución del saldo positivo de la balanza de turismo y viajes (del 12%), hasta 1.451 millones de euros, que compensó la mejora del déficit de los otros servicios. Los ingresos turísticos nominales se redujeron un 13,3% en enero de 2009, acentuando la caída de los meses finales del pasado ejercicio, mientras que los pagos turísticos descendieron un 15,6%. La disminución de los pagos por el resto de servicios fue mayor que la de los ingresos (-17% y -15%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas mejoró hasta 3.259 millones de euros, mientras que la balanza de transferencias corrientes arrojó un déficit de 508 millones de euros, inferior al registrado en el mismo mes del año anterior, con una caída de los pagos por remesas de emigrantes. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en enero de 2009 hasta 53 millones de euros, debido a la reducción de los ingresos percibidos por las AAPP, fundamentalmente en concepto de los fondos estructurales FEDER.

### 5.1 Rasgos más destacados

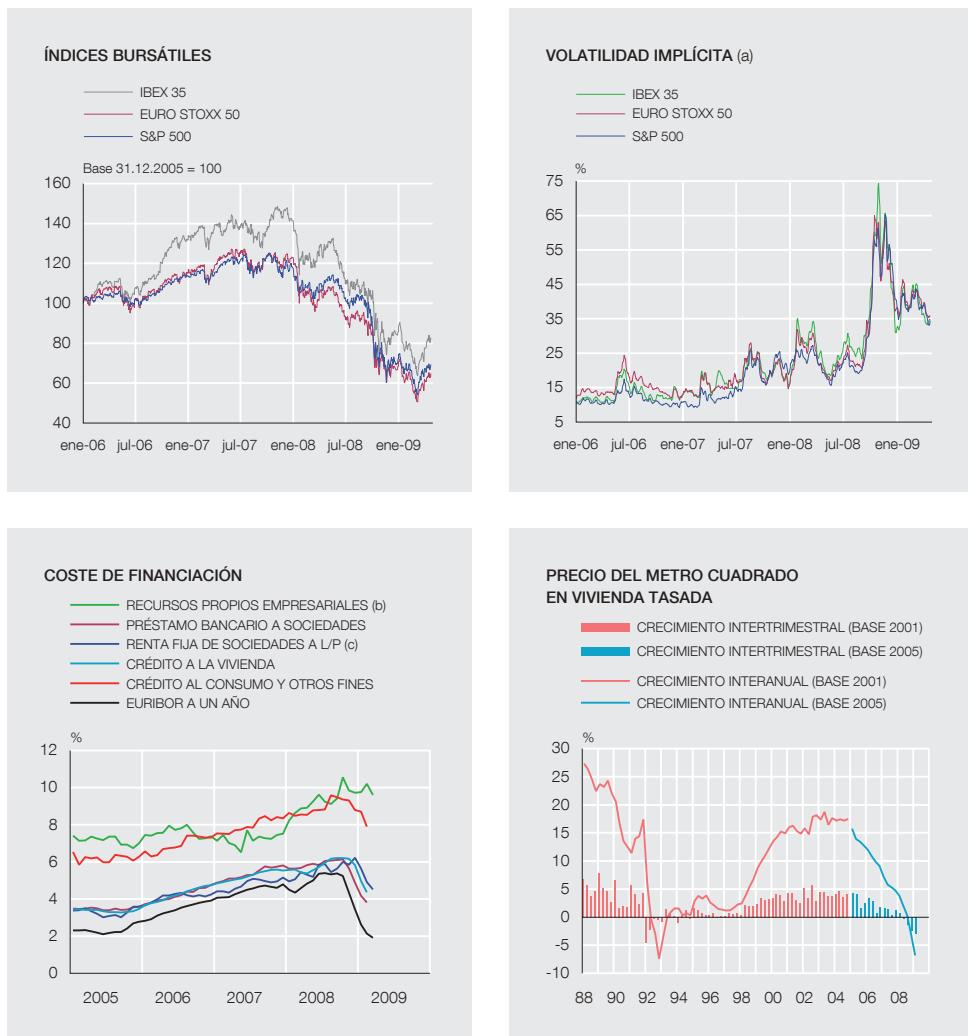
Durante el primer trimestre de 2009, la evolución en los mercados financieros nacionales e internacionales siguió estando condicionada por el desarrollo de la crisis financiera y por el progresivo debilitamiento económico y el deterioro de las perspectivas de crecimiento. Así, durante los meses de enero y febrero, se prolongaron las caídas de las cotizaciones en las bolsas, especialmente de las correspondientes a instituciones financieras, que registraron una reducción de algo más del 20% de su valor, al tiempo que aumentó la volatilidad (véase gráfico 23). En marzo y la parte transcurrida de abril se observó una mejoría, de modo que el 24 de abril el IBEX 35 se situaba un 3,3% por debajo del nivel de finales de 2008, descenso algo inferior al experimentado por el EURO STOXX 50 de las empresas europeas (5,4%) y al del S&P 500 de las compañías estadounidenses (4,1%).

Por otra parte, la revisión a la baja de las expectativas sobre los tipos de intervención del BCE, junto con el recorte de las primas de riesgo interbancarias, resultó en un nuevo descenso del EURIBOR a un año, que ha mantenido, de esta forma, la tendencia descendente iniciada a mediados de octubre, situándose el 24 de abril en el 1,76%. A pesar de esta reducción, el diferencial con respecto al coste de las operaciones de financiación al mismo plazo que cuentan con garantías (*repo*) se ha mantenido en niveles elevados (86 pb).

La disminución observada y prevista en los tipos de interés oficiales favoreció la reducción de la rentabilidad de la deuda pública en los plazos más cortos. Así, la de las letras del Tesoro era a 24 de abril 78 pb inferior a la de finales de 2008. En cambio, la de las obligaciones a diez años aumentó casi 20 pb, hasta situarse en torno al 4%. El ascenso fue algo inferior al de la referencia alemana al mismo plazo, de forma que el diferencial entre ambas se redujo ligeramente (11 pb) en el conjunto de este período, hasta los 80 pb, si bien llegó a superar los 120 pb en febrero. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados se redujo sustancialmente (cerca de 150 pb), tras los máximos alcanzados a finales del pasado ejercicio.

En el mercado inmobiliario, los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, que corresponden al primer trimestre de 2009, muestran que, durante este período, el precio de la vivienda libre disminuyó un 3%, lo que llevó a una reducción de la tasa de crecimiento interanual desde un -3,2% en 2008 a un -6,8% en marzo de este año.

La información más reciente sobre el coste de financiación bancaria a hogares y sociedades, correspondiente al mes de febrero, muestra importantes reducciones en comparación con los niveles de finales de 2008, en línea con los significativos descensos que se han registrado desde noviembre en las rentabilidades negociadas en los mercados. La traslación de la disminución observada en los tipos interbancarios en los últimos meses a los aplicados por las entidades de crédito ha sido, no obstante, incompleta, de modo que se elevaron los diferenciales entre ambos tipos de interés, especialmente en los segmentos de mayor riesgo. Aunque, tradicionalmente, los movimientos en las rentabilidades de mercado se transmiten con un cierto retraso, es posible que al menos una parte del aumento reciente de los márgenes no sea transitorio, dado el mayor riesgo percibido por las instituciones financieras en las operaciones crediticias y el ascenso de las primas que deben pagar estas para financiarse. Durante el primer trimestre, también disminuyó el coste de la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas tanto a corto como a largo plazo y el de los recursos propios. La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril revela que las entidades han endurecido



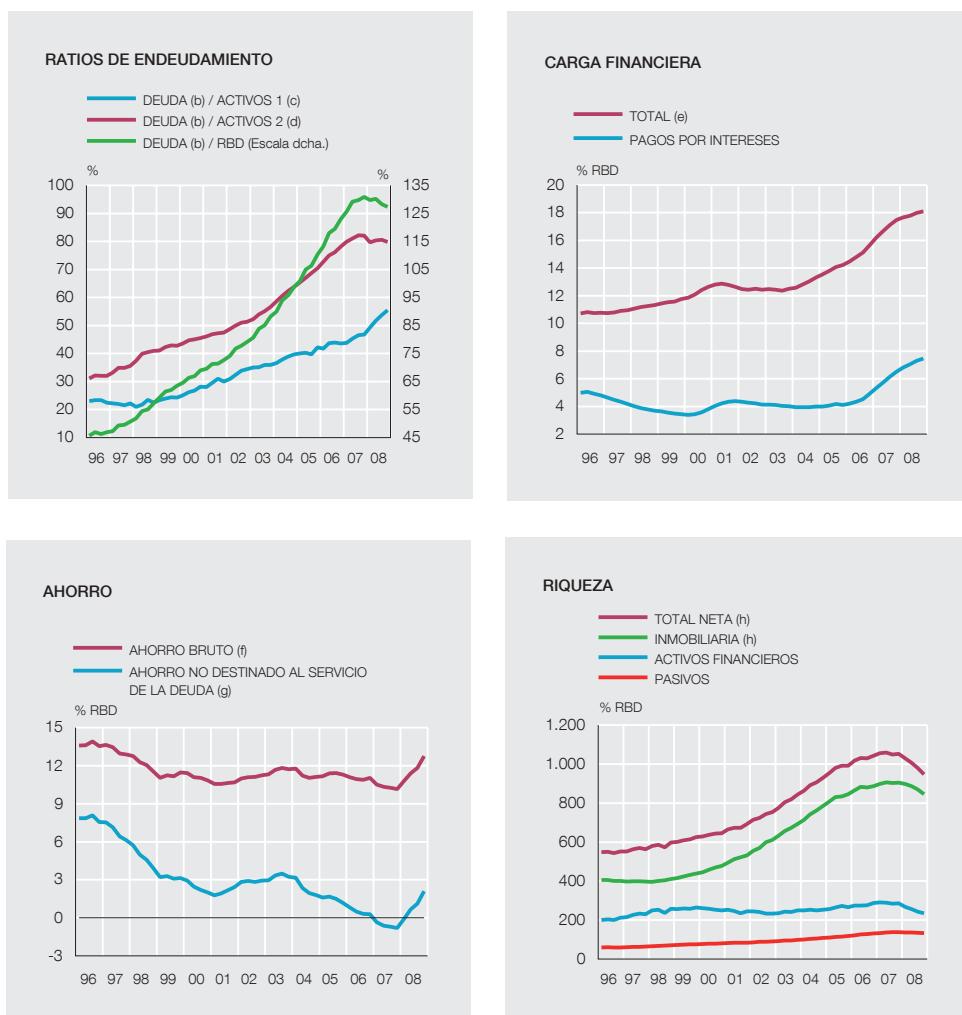
FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

- 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.

nuevamente los criterios de concesión de préstamos durante los primeros meses de 2009, aunque notablemente menos que en los trimestres anteriores<sup>1</sup>. Asimismo, los últimos datos disponibles, correspondientes a enero, sobre otras condiciones crediticias (plazo y garantías exigidas) apuntan también a unas condiciones menos favorables para los prestatarios. Por tanto, esta evidencia indicaría que la dificultad de empresas y familias para captar fondos habría seguido aumentando, si bien la financiación concedida se habría obtenido a un tipo de interés menor.

En este contexto, durante el primer trimestre de 2009 se ha prolongado la senda de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en febrero en el 3%, algo más de 1 pp por debajo del dato de diciembre,

1. Para más detalles, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo Boletín Económico.



FUENTE: Banco de España.

- Los datos de la Contabilidad Nacional sectorial corresponden, a partir de 2000, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

como resultado del menor dinamismo tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados a consumo y otros fines. La reducción observada en el ritmo de expansión de los fondos concedidos a las sociedades fue algo menor (0,6 pp), situándose algo por debajo del 7%. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a diciembre de 2008, muestra que la ralentización fue generalizada en las distintas ramas productivas, aunque más intensa en la de construcción y servicios inmobiliarios. De hecho, en el primero de estos sectores, la tasa de avance pasó a situarse en registros negativos (-1%). En la industria y servicios no inmobiliarios, el dinamismo de esta variable, aunque algo menor, sigue siendo elevado.

La desaceleración de la deuda de las familias contribuyó a que la ratio de endeudamiento en relación con la RBD del sector volviera a reducirse en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 24). A pesar de esta disminución, los pagos por intereses aumentaron ligeramente en

términos anuales, ya que el coste medio de los pasivos del balance se situó todavía por encima del correspondiente nivel observado en el mismo período del pasado ejercicio. Por su parte, la riqueza neta del sector en relación con sus rentas disminuyó, debido al retroceso en el valor de sus dos componentes, inmobiliario y financiero. Asimismo, se prolongó la senda de recuperación del ahorro de los hogares tras atender al pago de la deuda. En línea con estos desarrollos, el saldo de las operaciones financieras netas pasó a ser acreedor (aunque próximo a cero) a finales de 2008, por primera vez en los últimos años. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de todas estas tendencias en los primeros meses de 2009.

En el caso de las sociedades, la ratio de endeudamiento se redujo ligeramente en el último trimestre del año, mientras que la de carga financiera volvió a incrementarse (véase gráfico 25). Los datos más recientes apuntan a un descenso en ambas ratios en los primeros meses de 2009. Por su parte, las Cuentas Financieras evidencian una reducción de las necesidades de financiación de las empresas durante el último tramo de 2008, situándose en diciembre próximas al 7% del PIB en términos acumulados anuales, 2,5 pp por debajo del registro de septiembre. Asimismo, a pesar del contexto recesivo, durante el pasado año el excedente bruto de explotación (EBE) del sector estimado por la Contabilidad Nacional aumentó casi un 10%, de forma que la rentabilidad de los recursos propios no habría retrocedido. No obstante, otras fuentes de información basadas en las cuentas de resultados de las empresas reflejan un comportamiento menos dinámico de los beneficios. Así, para las compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el resultado económico bruto disminuyó casi un 6% en 2008 en relación con el nivel observado un año antes, lo que se tradujo en una disminución de la rentabilidad de estas sociedades. Esta evolución desfavorable de sus rentas se reflejó también en un aumento de las ratios de endeudamiento y carga financiera. Todo ello llevó a una elevación de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

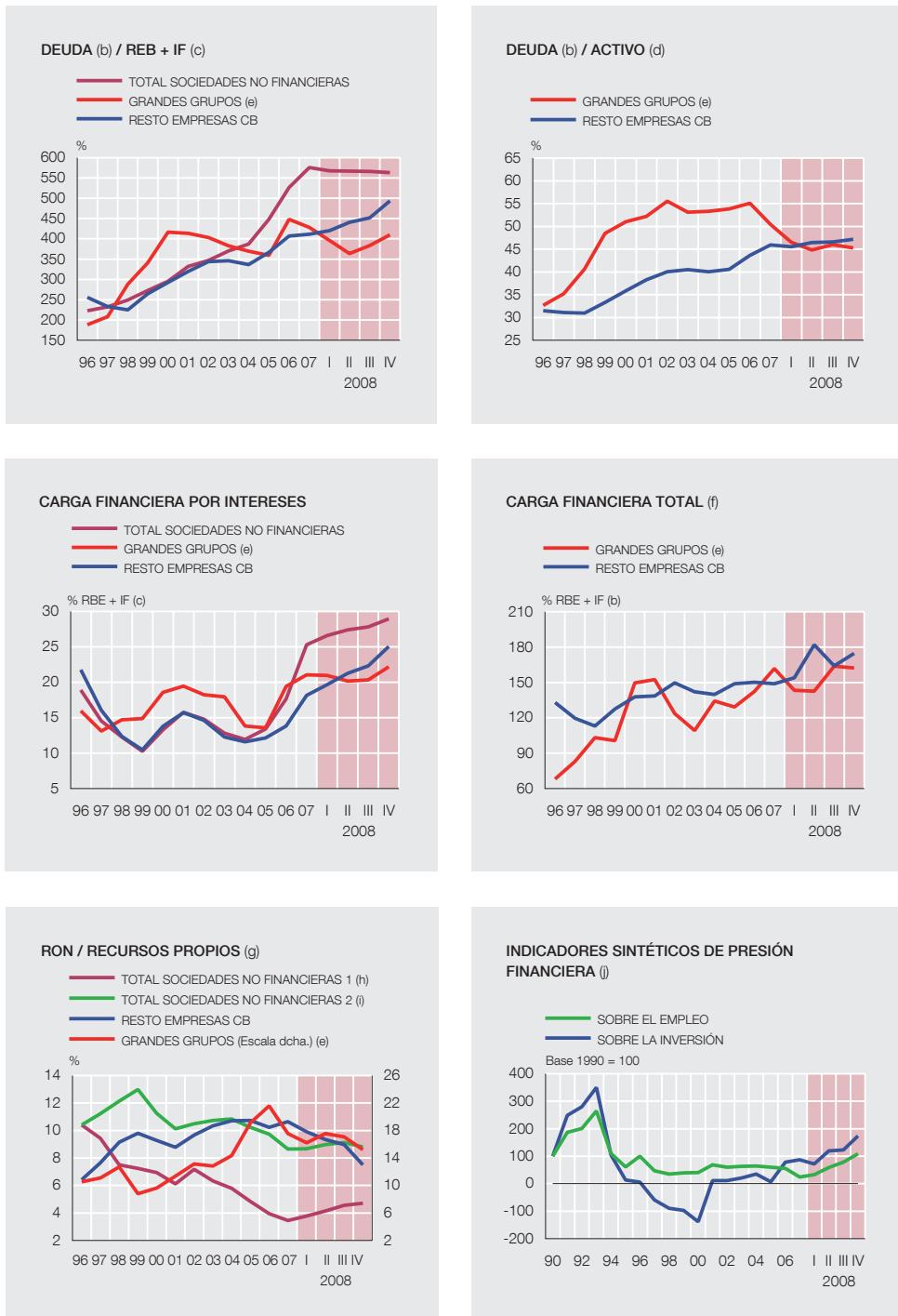
El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en el aumento de las ratios de morosidad, tanto para hogares como para las sociedades no financieras. Así, para estas últimas, esta variable se situó a finales de 2008 en el 3,7%, 0,9 pp por encima del registro del trimestre previo, siendo el ascenso especialmente notable en el caso de los sectores vinculados a la vivienda. Para las familias, este indicador se incrementó 0,6 pp, alcanzando el 3%.

La información más reciente de las Cuentas Financieras muestra una ligera reducción, durante el último trimestre de 2008, de las necesidades de financiación de la nación (9,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,6% de septiembre). Esta evolución resultó del descenso del déficit de los hogares y las sociedades no financieras, que compensaron el menor superávit de las instituciones financieras y el aumento de las necesidades de recursos de las AAPP (véase cuadro 6). Los fondos captados del exterior por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrir el exceso de gasto en relación con las rentas de la nación, de modo que, una vez más, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo, en términos acumulados anuales, aunque inferior al del trimestre precedente.

En resumen, la información más reciente sigue apuntando a un descenso de la demanda y la oferta crediticias, si bien el ritmo de endurecimiento habría empezado a frenarse. En paralelo, ha continuado deteriorándose la posición patrimonial de algunos segmentos del sector privado. Aunque las reducciones registradas en los últimos meses en el coste de financiación tenderán a reflejarse en descensos de los pagos por intereses, contribuyendo así a aliviar la

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

	% del PIB								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008			
					IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0	-9,6	-9,1
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,4	-11,0	-13,8	-13,7	-12,3	-9,9	-6,9
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,5</i>	<i>-7,1</i>	<i>-9,4</i>	<i>-12,2</i>	<i>-12,6</i>	<i>-11,4</i>	<i>-9,4</i>	<i>-6,9</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,0</i>
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,9	1,7
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	1,7	0,5	-1,6	-3,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,4	-17,1	-18,2	-18,9	-16,3	-14,4	-10,3

FUENTE: Banco de España.

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

presión financiera soportada por las empresas y hogares endeudados, el débil crecimiento económico que se anticipa ejercerá una influencia en la dirección contraria.

## 5.2 El sector hogares

La información disponible para el primer trimestre de 2009, que cubre hasta febrero, muestra una importante reducción del coste de la financiación a los hogares. Así, el tipo de interés aplicado por las entidades en préstamos para consumo y otros fines cayó casi 90 pb, hasta situarse en el 7,9%, mientras que el de los destinados a la adquisición de vivienda disminuyó cerca de 150 pb, hasta el 4,4%. La continuación de la senda descendente en el EURIBOR a un año en marzo y la parte transcurrida de abril, junto con el retraso habitual en la transmisión de estos movimientos, apuntaría a nuevas reducciones en el coste del crédito a las familias durante el período más reciente.

La traslación del descenso registrado en los tipos interbancarios al coste de la nueva financiación concedida a los hogares ha sido, no obstante, incompleta, de modo que han aumentado los márgenes entre ambas rentabilidades. De acuerdo con las últimas EPB, este incremento habría afectado en mayor medida a las operaciones de más riesgo. En esta línea, la información más reciente muestra que, en los últimos meses, los diferenciales entre los tipos bancarios y el interbancario de referencia han aumentado más en los préstamos al consumo, que son los que presentan unas tasas de impago más elevadas, que en los destinados a adquisición de vivienda. Así, desde finales de 2008, el margen en estos últimos, que se había mantenido estable en los trimestres previos, se ha elevado 0,7 pp, mientras que, en los primeros, cuyo margen ya había registrado un ascenso en la segunda mitad del pasado ejercicio (1,7 pp), este fue de 0,4 pp. Del mismo modo, de acuerdo con la EPB de abril, las condiciones de concesión de préstamos se hicieron más exigentes entre enero y marzo, aunque de forma mucho menos acusada que en el segundo semestre de 2008. Las entidades encuestadas detectaron, asimismo, un nuevo descenso de la demanda de peticiones, si bien este fue también más moderado que en el período previo, al tiempo que preveían volver a endurecer algo la oferta de financiación en el segundo trimestre de 2009.

El endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito, junto con la menor demanda de fondos, se ha traducido en una prolongación de la senda de desaceleración de la deuda del sector. Así, la tasa de expansión interanual disminuyó nuevamente hasta situarse en febrero

en el 3%, casi 1,5 pp menos que al cierre de 2008. Este descenso refleja los menores crecimientos observados tanto en la financiación para la adquisición de la vivienda, que se incrementó en términos interanuales en torno a un 3%, como en la destinada a consumo y otros fines, que aumentó un 2% durante los últimos 12 meses. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas muestran un dinamismo menor en términos anualizados, y, en el caso de los préstamos para consumo, apuntan a un crecimiento negativo desde finales del pasado ejercicio, que en febrero se encontraría por debajo del -2%.

Por otra parte, según la información más reciente de Cuentas Financieras, correspondiente al cuarto trimestre de 2008, la inversión en activos financieros de las familias se redujo nuevamente durante este período. En términos acumulados de doce meses, se situó en el 2,7% del PIB, 1 pp por debajo del registro de septiembre (véase cuadro 7). Este descenso fue el resultado de las menores aportaciones a depósitos a plazo —que se mantuvieron, sin embargo, en niveles elevados (6% del PIB)—, a acciones y participaciones, y a fondos de inversión, para los que se observaron de nuevo reembolsos en términos netos. Asimismo, aumentaron las tenencias de medios de pago, si bien el flujo acumulado anual continuó siendo negativo (-0,5% del PIB, frente al -1,5% en septiembre).

Como resultado del moderado avance de la deuda de los hogares en los últimos meses, la ratio de endeudamiento del sector disminuyó ligeramente en el último trimestre de 2008, situándose cerca del 125% de la RBD. Sin embargo, los pagos por intereses se incrementaron ligeramente, en términos acumulados anuales, ya que el coste medio de los pasivos en balance siguió siendo más elevado que el de un año antes, de forma que la carga financiera se mantuvo en torno al 18% de la RBD del sector. A pesar de este ascenso, el ahorro bruto aumentó notablemente, y también el no destinado al servicio de la deuda, alcanzando en torno al 2% de la RBD. Por último, la riqueza neta de los hogares en relación con sus rentas siguió reduciéndose, debido a la contracción observada en el valor de sus dos componentes, inmobiliario y financiero. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de las mismas pautas anteriores a principios de 2009.

Los aumentos en la carga financiera de las familias y de la tasa de paro han contribuido a que se elevara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente a los pagos de sus deudas. El ascenso fue especialmente significativo en el caso de los préstamos para consumo y otros fines, para los que la ratio de morosidad alcanzó el 5,2% en diciembre, 0,9 pp por encima del valor de septiembre. En los destinados a vivienda, el incremento fue de 0,5 pp, y se situó en el 2,4%.

### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, correspondiente al mes de febrero, muestra una caída, en relación con los datos de diciembre, más acusada en los préstamos de importe superior a 1 millón de euros (152 pb) que en aquellos de cuantía por debajo de esta cifra (116 pb). Asimismo, durante el primer trimestre, también disminuyó el coste de la emisión de valores tanto a corto como a largo plazo (183 pb y 172 pb, respectivamente), y el de la emisión de acciones (13 pb).

Como en el caso de los hogares, las reducciones observadas en los últimos meses en los tipos bancarios de las nuevas operaciones de financiación a sociedades son inferiores a las que ha registrado el interbancario de referencia, de modo que ha aumentado el margen aplicado por las entidades de crédito. Así, desde septiembre de 2008, el ascenso de este diferencial en los préstamos de menor importe es de 1,4 pp, muy superior al de los créditos de cuantía más elevada (0,5 pp), algo que podría apuntar a un comportamiento más contractivo de la oferta crediticia a las PYME que de aquella hecha a las grandes

% del PIB	2005	2006	2007	2008		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,4	10,9	7,5	5,4	3,8	2,7
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-1,6	-1,5	-0,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,8	8,3	7,9	7,0
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,0	0,7	0,9	0,4	0,0
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,2	-2,8	-3,5	-3,7
Reservas técnicas de seguros	2,0	1,8	0,9	0,7	0,7	0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,6	0,2	0,1	0,1	-0,1
<i>De jubilación</i>	1,0	0,9	0,6	0,4	0,4	0,5
Resto	0,6	1,1	0,3	-0,1	-0,3	-0,5
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,6	9,2	6,2	4,3	2,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	6,6	5,1	3,4
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,2	9,9	7,0	4,6	3,7	2,7
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	3,1	2,2	1,8	1,4	0,8
Resto	-0,6	-0,4	-0,2	-0,4	-0,8	-0,6
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	18,1	22,6	12,8	6,6	5,4	3,6
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-1,1	-0,6	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	2,4	2,7	2,1	2,2
Acciones y otras participaciones	7,3	10,9	6,7	2,3	2,1	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	7,7	5,5	3,5	4,0	2,9
Resto	7,6	7,8	4,1	2,8	1,8	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	25,2	32,0	25,0	18,1	14,8	10,5
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	9,3	7,1	5,5
Préstamos exteriores	2,1	3,3	2,8	2,4	2,9	2,2
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,5	0,1	0,3
Acciones y otras participaciones	3,7	2,5	5,0	4,4	3,6	2,3
Resto	6,2	6,7	2,8	1,5	1,1	0,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	21,2	24,2	15,5	10,3	8,3	6,1
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,5	8,4	6,5	4,4
Sociedades no financieras	21,4	27,9	17,7	11,7	9,6	7,3

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.

empresas, en línea con el mayor riesgo de dichas operaciones. Estos incrementos son consistentes con la información de la EPB, de acuerdo con la cual las entidades han endurecido recientemente las condiciones de oferta a través de elevaciones en los márgenes que aplican.

Por otra parte, de acuerdo con la EPB de abril, entre enero y marzo de 2009 aumentó nuevamente el grado de exigencia de los criterios de concesión de fondos al sector, aunque de forma mucho menos acusada que en los trimestres anteriores. El endurecimiento, que las entidades prevén prolongar durante los tres meses siguientes, habría sido similar para empre-

sas de distinto tamaño, y habría afectado en mayor medida a los préstamos a largo plazo. Según los intermediarios encuestados, durante este período también se redujo la demanda de fondos por parte de las sociedades, debido, fundamentalmente, a la menor inversión en capital fijo.

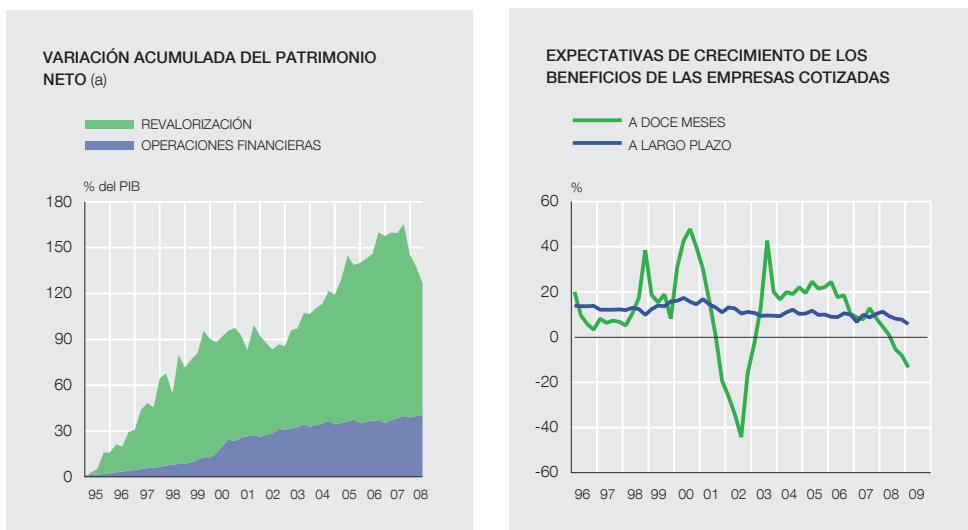
Asimismo, de acuerdo con el Índice de Confianza Empresarial elaborado por las Cámaras de Comercio, el porcentaje de empresas que señala dificultades de acceso a la financiación externa como factor limitador de su actividad se incrementó en el segundo semestre de 2008 y supera el 20%, siendo las sociedades de entre 10 y 250 empleados y las que operan en el sector de la construcción las que indican sufrir mayores dificultades en este sentido.

En este contexto de endurecimiento de la oferta de fondos y de menor demanda, el dinamismo de los fondos ajenos de las sociedades ha seguido reduciéndose, de modo que, en febrero, estos crecían por debajo del 7% en términos interanuales, algo más de medio punto porcentual menos que la cifra de diciembre. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas y anualizadas se situaron en niveles más reducidos, y se han mantenido estables en los últimos meses. Por instrumentos, esta evolución resultó fundamentalmente de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida con mayor peso. En cambio, para los valores de renta fija se observó una aceleración, si bien esta rúbrica tiene una importancia relativa reducida en el total de la financiación.

La información más reciente sobre el desglose del crédito por actividad productiva, correspondiente a finales de 2008, muestra una ralentización de esta variable que fue generalizada en las distintas ramas, aunque fue más intensa en la construcción y los servicios inmobiliarios. De hecho, en el primero de estos sectores, la tasa de avance, que se redujo en 5 pp con respecto al trimestre previo, pasó a situarse en registros negativos (-1%). Para las empresas de servicios inmobiliarios, el ritmo de crecimiento se situó cercano al 5%, mientras que para la industria y el resto de servicios, aunque fue algo menor que en septiembre, se mantuvo en niveles elevados (10% y 14%, respectivamente).

En línea con la desaceleración de los pasivos empresariales, las necesidades de financiación del sector se redujeron en el último trimestre de 2008, de acuerdo con la información más reciente de las Cuentas Financieras, y se situaron próximas al 7% del PIB, 2,5 pp por debajo del registro de septiembre. Por su parte, la brecha de financiación —indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las sociedades y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente— disminuyó de forma más acusada (4,1 pp), en consonancia con el menor dinamismo de la inversión directa de España en el resto del mundo, situándose algo por encima del 10% del PIB.

La evolución de los pasivos y de las rentas llevó a que en el último trimestre de 2008 la ratio de la deuda de las sociedades en relación con los resultados se redujese ligeramente con respecto a septiembre. Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio de los fondos en el balance, se tradujo en un nuevo ascenso de los pagos por intereses, hasta situarse en el entorno del 28% del excedente bruto de explotación más los ingresos financieros. Por su parte, la rentabilidad del sector se habría mantenido en niveles similares a los de septiembre, evolución a la que contribuyó la buena trayectoria que tuvieron las rentas empresariales que estima la Contabilidad Nacional. No obstante, otras fuentes de información reflejan un comportamiento menos dinámico de los beneficios de las sociedades. Así, para las empresas colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el resultado económico bruto disminuyó casi un 6% en 2008 en relación



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.

con el nivel observado un año antes. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluye los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-24%). Como resultado de estos desarrollos, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios disminuyó. Asimismo, aumentó 5 pp con respecto al año precedente el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se situó en valores negativos. En este contexto, los analistas revisaron de nuevo a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses, que se mantienen en valores negativos, al tiempo que las perspectivas a un plazo superior también empeoraron, pero de forma menos acusada (véase gráfico 26).

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT aumentaron, influidas en parte por la evolución desfavorable de las rentas. En línea con estos desarrollos, se elevó el porcentaje de empresas con niveles de carga financiera por encima del umbral en el que, de acuerdo con las estimaciones disponibles, esta ratio empieza a tener una influencia contractiva sobre la inversión (véase recuadro 6). Asimismo, como resultado conjunto de la evolución del endeudamiento, carga financiera y rentabilidad del sector, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo construidos en función de los datos de la CBT aumentaron, de forma especialmente acusada, en la industria.

En línea con el deterioro de la posición financiera de las empresas en situación más vulnerable que refleja la CBT y que se ilustra con mayor detalle en el recuadro 6, la ratio de morosidad del sector siguió aumentando en los últimos meses de 2008, siendo especialmente acusados los ascensos registrados en los sectores de servicios inmobiliarios y construcción, para los que esta variable se situó en el 4,6% y 3,5%, respectivamente. Para el resto de actividades, en cambio, este indicador alcanzó un nivel más reducido (1,9%).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Durante los últimos tres meses de 2008, se incrementaron sustancialmente las necesidades de financiación de las AAPP, que alcanzaron, en términos acumulados de cuatro trimestres, el 3,8% del PIB, 2,2 pp por encima del registro de septiembre (véanse cuadro 6 y gráfico 27). El

La situación financiera de las sociedades condiciona sus decisiones de contratación y de gasto. Además, existe evidencia de que la relación entre ambas variables puede revestir un carácter no lineal.<sup>1</sup> Es decir, es posible que la posición financiera ejerza una influencia más acentuada sobre la realización de proyectos de inversión o sobre la contratación de empleados una vez que se haya superado un cierto umbral crítico. Por este motivo, los indicadores agregados ofrecen una visión parcial del grado de solidez financiera del sistema, ya que este puede depender en mayor medida de la situación de las empre-

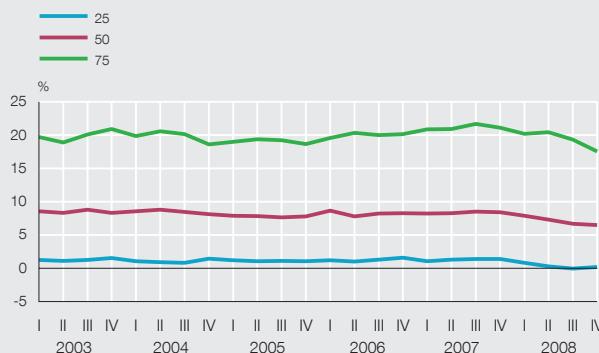
1. Véase I. Hernando y C. Martínez-Carrascal (2008), «The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data», *Journal of Macroeconomics*, 30 (1), pp. 543-561.

sas más vulnerables que de la experimentada por el promedio del sector empresarial. Por tanto, la adopción de un enfoque desagregado en el análisis de la posición financiera del sector empresarial constituye un elemento relevante para la correcta valoración tanto de las perspectivas macroeconómicas como de los riesgos existentes para la estabilidad financiera.

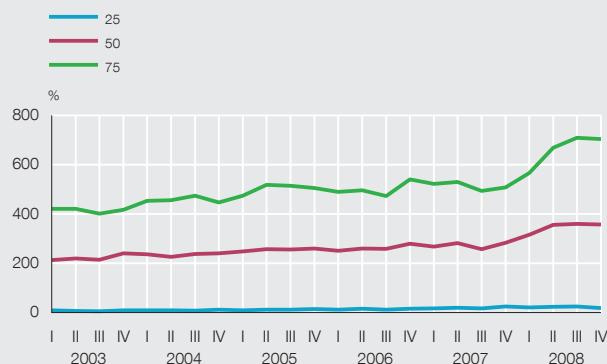
Con el objetivo de valorar la evolución reciente de la situación financiera de las empresas españolas, este recuadro analiza la distribución de distintos indicadores financieros utilizando la información individual de las sociedades contenidas en la Base de Datos Trimestral de la Central de Balances del Banco de España para el período 2003-2008.

#### DISTRIBUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS COLABORADORAS CON LA CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL

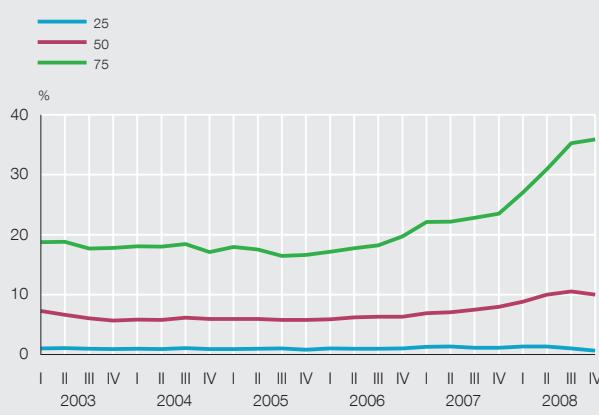
1 DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO (a) (b)



3 DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA (a) (c)



4 PORCENTAJE DE EMPRESAS CON CARGA FINANCIERA ELEVADA (d)



FUENTE: Banco de España.

a. Los gráficos muestran la evolución de distintos percentiles de la distribución de las ratios de rentabilidad, endeudamiento y carga financiera para la muestra de empresas que colaboran con la Central de Balances Trimestral.

b. Definida como el cociente entre la deuda y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.

c. Definida como el cociente entre el pago de intereses y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.

d. Se incluyen en esta categoría aquellas empresas cuya ratio de intereses más deuda a corto plazo sobre resultado económico bruto más ingresos financieros supera el percentil 90 de la distribución de esta variable para las empresas de la Central de Balances Anual (CBA) en el período 1985-2001.

El gráfico 1 recoge la evolución de la distribución de la rentabilidad ordinaria de los recursos propios de las sociedades, que, como se puede apreciar, ha mostrado una notable estabilidad en el período analizado. Además, se observa cómo el debilitamiento de la coyuntura macroeconómica ha propiciado una caída de los resultados empresariales a lo largo del último año, que ha sido generalizada en todos los estratos de la muestra analizada. Si acaso, se advierte que el descenso ha sido algo más acusado en los percentiles altos, esto es, entre las compañías más rentables.

La ratio de endeudamiento, definida como el cociente entre la deuda con coste y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros, muestra una tendencia al alza en todos los percentiles de la distribución, más acentuada en el final de 2007 y en la primera mitad de 2008. Este aumento ha sido notablemente más acusado en los tramos superiores de la distribución (véase gráfico 2). Esta evolución es el resultado de un ascenso algo mayor de la deuda de las empresas más endeudadas, pero, sobre todo, de la caída generalizada de los resultados, que, a igualdad de otros factores, tiende a influir en mayor medida sobre la ratio de endeudamiento de las compañías con un mayor volumen relativo de recursos ajenos.

El aumento del coste medio de los pasivos empresariales contribuyó a incrementar la ratio de carga financiera, medida como el cociente entre los pagos por intereses y la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros, en la última parte del período muestral analizado. Como muestra el gráfico 3, esta elevación fue más marcada en los tramos altos de la distribución, debido al mayor impacto del ascenso de los tipos de interés y de la caída de los resultados sobre dicha ratio en el caso de las sociedades con mayor apelación a la financiación ajena. Así, por ejemplo, mientras que la carga financiera de la empresa mediana aumentó en 2 pp en 2008, para la situada en el percentil 75 el incremento fue muy superior (por encima de 12 pp).

Estos desarrollos se han reflejado en un notable aumento del porcentaje de empresas con carga financiera más elevada<sup>2</sup>, que ha aumentado desde el 11% observado al cierre de 2007 hasta el 17% registrado en el cuarto trimestre de 2008, aunque sin llegar a los niveles superiores al 20% que se alcanzaron en la anterior recesión (véase gráfico 4). Este incremento de la fracción de compañías que, a priori, se enfrentan a mayores dificultades para obtener nueva financiación, y, cuyas decisiones de gasto, por tanto, pueden verse limitadas en mayor medida, puede incidir sobre la recuperación de

la inversión. De hecho, en Sánchez et ál. (2008)<sup>3</sup> se presentan los resultados de la reestimación de la ecuación de la inversión productiva privada del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) y se encuentra evidencia de que esta variable, que aproxima al grado de presión financiera soportado por el sector empresarial, ejerce una influencia negativa en la evolución de la formación bruta de capital.

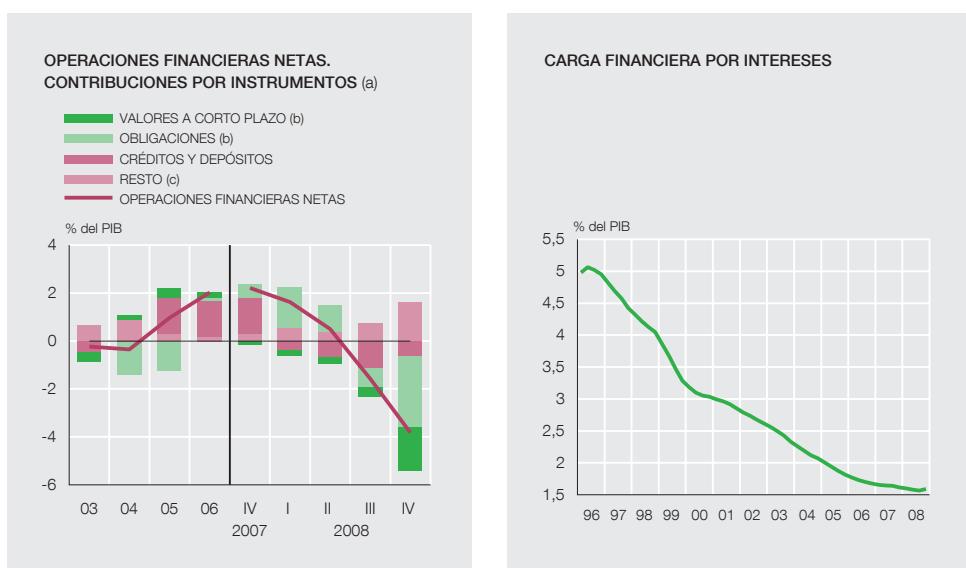
Este aumento de la proporción de empresas con carga financiera elevada ha sido consistente con la elevación reciente de los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y sobre la inversión, que resumen el impacto que sobre estos agregados macroeconómicos tienen los cambios en diversas variables financieras —endeudamiento, rentabilidad y carga financiera— y que se construyen teniendo en cuenta que los incrementos en la carga financiera limitan el gasto solo cuando aquella excede un cierto umbral, en línea con la evidencia disponible (véase gráfico 25 del texto principal).

En resumen, el análisis de la información desagregada contenida en la CBT sugiere que el deterioro de la situación económica, que se ha empezado a manifestar en una contracción del resultado ordinario de las sociedades, y el incremento en los costes de financiación se han traducido a lo largo de 2008 en una elevación de la presión financiera más acusada para las empresas que partían de una situación menos favorable que la experimentada por la empresa mediana o la que se refleja en los indicadores agregados. De este modo, ha aumentado la proporción de compañías que presentan una presión financiera más elevada y que, por tanto, pueden estar restringidas en su capacidad de abordar nuevos proyectos de inversión.

De cara a los próximos meses, la evolución de la situación financiera empresarial va a estar condicionada por dos factores que operan en sentido contrario. Por un lado, las expectativas de los analistas apuntan a una notable reducción de la tasa de crecimiento de los beneficios en el corto plazo, en consonancia con el entorno recesivo, lo que tendería a incrementar la proporción de empresas que deben hacer frente a una presión financiera elevada y que, por tanto, pueden posponer sus decisiones de gasto. Por otro lado, en sentido contrario, es previsible que el descenso reciente de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios siga trasladándose al coste medio de la financiación de las sociedades, dado el predominio de los préstamos a corto plazo o a tipo variable<sup>4</sup>, contribuyendo de este modo a aliviar su carga financiera.

2. Se considera que una empresa presenta un nivel más elevado de carga financiera cuando esta supera el valor observado para el percentil 90 en la distribución de esta variable para las empresas de la Central de Balances Anual (CBA) en el período 1985-2001.

3. C. Sánchez, P. Sánchez y A. Urtasun (2008), «La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España. 4. Así, por ejemplo, en diciembre de 2008 el 93% del saldo de los préstamos a sociedades no financieras correspondía a operaciones en las que el período inicial de fijación del tipo de interés era inferior a un año.



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.

detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, y mediante descensos del saldo de depósitos netos de crédito. A pesar del aumento reciente del endeudamiento, la disminución del coste medio de los fondos permitió que los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

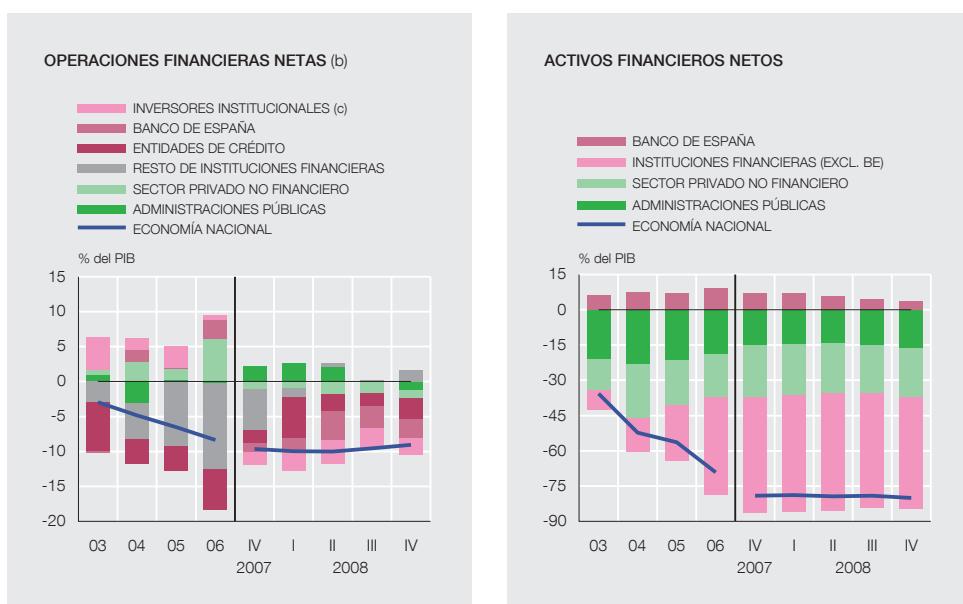
## 5.5 La posición financiera frente al exterior

Durante el último trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación se redujo, y se situó en el 9,1% del PIB en términos acumulados de doce meses, frente al 9,6% de septiembre. Por sectores, esta evolución resultó de las menores necesidades de financiación de hogares y sociedades no financieras, que compensaron el menor superávit de las instituciones financieras y el mayor déficit de las Administraciones Públicas (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, en términos acumulados de cuatro trimestres, las entradas netas de capital canalizadas a través del sistema financiero (excluyendo al Banco de España y a los inversores institucionales) continuaron descendiendo en relación con el PIB en los últimos meses de 2008, y estuvieron materializadas en una proporción importante en forma de depósitos interbancarios. En contraposición, aumentó el volumen de fondos captados por las AAPP, en un contexto de mayores emisiones de valores de renta fija pública. También fueron positivos los flujos netos de los inversores institucionales, que siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo, y del sector privado no financiero, aunque algo inferiores a las del tercer trimestre en ambos casos. Estos fondos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos, por lo que volvieron a reducirse los activos netos del Banco de España frente al exterior (en términos acumulados de doce meses, los flujos netos se situaron en el 2,7% del PIB, frente al 3% de septiembre; véase gráfico 28).

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

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

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

El volumen de entradas de capital disminuyó en los últimos meses de 2008, hasta situarse algo por encima del 12% del PIB en diciembre, casi 5 pp menos que en septiembre en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 8). Esta reducción fue bastante generalizada por instrumentos, observándose las mayores contracciones en la inversión en acciones y otras participaciones y en los depósitos —y, en particular, en los del mercado interbanca-rio—, aunque, en términos netos, los recursos captados a través de esta vía aumentaron en comparación con el trimestre anterior. Por su parte, la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones continuó siendo negativa, y de magnitud superior a la observada tres meses antes (2,4% del PIB, frente al 1,6%), a pesar de la mayor captación de fondos canalizada a través de los títulos emitidos por las Administraciones Públicas. Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB disminuyó casi 3 pp, y se situó en el 4,1%.

Por el lado de las salidas de capital, durante el último trimestre de 2008 el volumen de los flujos también se redujo, situándose, en términos acumulados anuales, algo por encima del 3% del PIB, más de 4 pp por debajo del dato de septiembre (véase cuadro 8). Por instrumentos, se observó una caída de la adquisición de acciones y participaciones por parte de los agentes residentes, y, en línea con esta disminución y la registrada en la financiación de empresas relacionadas, una menor inversión directa de España en el exterior, que se redujo en casi 3 pp en relación con el PIB, hasta suponer algo menos del 5%. Por el contrario, aumentó ligeramente la inversión en el resto del mundo en valores de renta fija.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo se situó algo por encima del 80% del PIB, 1 pp por encima del valor de septiembre (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue conse-

% del PIB	2005	2006	2007	II TR	III TR	2008 IV TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-9,6	-9,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,5	7,1	7,5	3,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	1,6	1,3	-0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	4,6	2,1	-0,5
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	0,9	0,9	1,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,7	1,6	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,6	-0,4
Acciones y otras participaciones	5,1	10,2	7,8	3,2	3,6	1,6
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	3,9	7,7	5,5	3,5	4,0	2,9
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,0	-2,6	-2,1	-1,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,8	1,7	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,1	17,1	17,0	12,2
Depósitos	5,6	0,3	7,3	13,0	11,3	8,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	10,7	8,6	6,2
Valores distintos de acciones	15,8	21,7	7,9	-3,4	-1,6	-2,4
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	0,2	1,3	-1,6	-1,9	0,1	1,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,5	-1,1	-1,6	-2,2
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,9	-0,4	-0,2	-1,6
Acciones y otras participaciones	0,9	-0,1	4,3	4,8	4,5	3,6
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	1,0	-0,5	4,5	4,4	4,0	2,7
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,4	2,8	2,1
Otros neto (c)	-0,9	-0,8	-0,2	0,6	0,2	0,1
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	8,1	7,7	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	6,7	7,0	4,1

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.

cuencia, fundamentalmente, del mayor endeudamiento de las AAPP y del sector privado no financiero frente a los no residentes y la reducción del saldo acreedor del Banco de España, que fue superior al descenso del saldo deudor del resto de instituciones financieras.

24.4.2009.

LA CREACIÓN DE EMPLEO DE LAS EMPRESAS PEQUEÑAS EN ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Paloma López-García, Sergio Puente y Ángel Luis Gómez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción<sup>1</sup>**

De acuerdo con estudios realizados para otros países desarrollados utilizando datos microeconómicos, las empresas pequeñas tienden a crear proporcionalmente más empleo que las grandes<sup>2</sup>. Además, se ha comprobado que desde mediados de la década de los setenta está aumentando el peso de las pequeñas empresas en la actividad y en el empleo<sup>3</sup>. Este tipo de evidencia empírica es la que ha justificado, en parte, la articulación de medidas de política económica en apoyo a la creación y supervivencia de las pequeñas y medianas empresas (PYME) en muchos países.

Sin embargo, los estudios existentes en España sobre la contribución de las pequeñas empresas a la creación de empleo y sus posibles consecuencias son limitados y parciales, debido a la falta de datos apropiados para el análisis. Ruano (2000), por ejemplo, analiza los flujos de creación y destrucción de empleo de una muestra representativa de empresas manufactureras. Sin embargo, la limitación del estudio al sector manufacturero, con unas características propias en cuanto a exposición a la competencia externa, tamaño medio de las empresas y tecnología diferentes a las de otros sectores, hace que sus resultados no sean extrapolables a toda la economía. Gómez et ál. (2004), por otra parte, analizan la creación y la destrucción de empleo de empresas establecidas de diferentes tamaños y operando en diferentes sectores en varios países europeos, entre ellos España, con el objeto de estudiar cuál es el impacto de las instituciones del mercado de trabajo sobre los flujos brutos de empleo. Sin embargo, la ausencia en la muestra de nuevas empresas, así como de empresas que se dan de baja, puede distorsionar los resultados. La razón es que una parte importante de la creación y de la destrucción de empleo se debe, precisamente, a la entrada y salida del mercado de empresas, lo que se ha dado en llamar «rotación de empresa» [Boeri y Cramer (1992)].

Este artículo profundiza en el análisis del papel de las empresas de reducida dimensión en la creación de empleo y en la evolución del tamaño medio de las empresas españolas haciendo uso de una base de datos construida a partir de la información proporcionada por el Directorio Central de Empresas (del INE) y la Central de Balances-Registros Mercantiles (del Banco de España). La base de datos contiene información anual sobre empleo, sector y condición jurídica de un número significativo de sociedades de responsabilidad limitada y de sociedades anónimas (entre 100.000 y 200.000 empresas, dependiendo del año), incluyendo tanto empresas establecidas como altas y bajas de cada año, durante el período comprendido entre 1996 y 2003<sup>4</sup>.

---

1. Este artículo es un resumen del Documento Ocasional del Banco de España n.º 0903, titulado *Employment Generation by Small Firms in Spain*. 2. Véanse Loveman, Segeberger y Piore (1990) y Storey y Johnson (1987) para un resumen de la evidencia encontrada en los países de la OCDE. 3. Hasta los años setenta, la tendencia era la inversa, es decir, hacia una mayor concentración de la producción y el empleo en menor número de empresas. Este cambio de tendencia se produjo durante los años setenta en un gran número de países desarrollados. 4. Para una descripción detallada de esta base de datos, véase López-García, Puente y Gómez (2007). La base de datos dispone de información a nivel de empresa (no de establecimiento) de sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas de cualquier tamaño, pero no de trabajadores por cuenta propia. Los datos se han completado con la información sobre altas y bajas cada año, proporcionada por el Directorio Central de Empresas (DIRCE), gestionado por el INE. Además, para asegurarnos de la representatividad de la muestra, se han calculado factores de elevación para cada empresa de acuerdo con el sector de actividad, estrato de empleo, condición jurídica y situación (entrada, salida o establecida) de la empresa cada año. Como dato poblacional se ha utilizado el proporcionado por el DIRCE.

La siguiente sección de este artículo analiza la contribución a la creación de empleo total de empresas de diferente tamaño y sector, distinguiendo las empresas de reciente creación y disolución de aquellas que permanecen en el mercado. A continuación, se analizarán los cambios en la distribución de las empresas por número de empleados, con el fin de comprobar si la actividad se está desplazando hacia empresas de menor tamaño. Por último, la sección cuarta presentará las conclusiones del trabajo y algunas posibles implicaciones de política económica.

***La contribución a la creación neta de empleo de empresas de diferente tamaño y sector***

La evidencia empírica disponible para otros países muestra que las pequeñas empresas crean proporcionalmente más empleo que las grandes empresas y, aunque es cierto que también presentan mayor variabilidad, es decir, también destruye proporcionalmente más empleo, la mayoría de los estudios concluye que su contribución neta a la creación de empleo, teniendo en cuenta esta mayor destrucción de empleo, supera la de las grandes empresas.

Como se puede apreciar en el cuadro 1, este resultado parece también confirmarse para el caso español. El cuadro muestra el porcentaje de la creación neta de empleo durante el período 1996-2003 (en el que se crearon alrededor de 3,5 millones de empleos en el conjunto de la economía) atribuible, por una parte, a las empresas pequeñas, definidas como empresas con menos de 10 empleados, y, por otra, a las empresas grandes, con más de 250 empleados<sup>5</sup>, así como el peso en el empleo total de las empresas en cada estrato de tamaño. Además, se presentan los resultados para el total de la economía de mercado y para cada uno de los principales sectores económicos: manufacturas, servicios de mercado y construcción. Esta desagregación de los resultados por sectores sirve para poder descartar que la mayor creación de empleo de las empresas pequeñas se deba tan solo a un efecto composición, es decir, al hecho de que en este período el empleo haya aumentado fundamentalmente en el sector servicios, con un tamaño medio de las empresas más reducido.

Se observa que las empresas de menos de 10 empleados<sup>6</sup> crearon más de un tercio de todo el empleo neto generado entre 1996 y 2003, aun cuando su peso en el empleo total es de apenas un 20%. En cambio, las grandes empresas crearon menos empleo que su correspondiente peso sobre el empleo total. La desproporción entre la contribución a la creación de empleo y el peso sobre el empleo es especialmente significativa en el sector de manufacturas, donde las empresas pequeñas emplean a algo más de un 10% del total de trabajadores del sector, pero generan más del 36% de los puestos de trabajo.

Este resultado no puede interpretarse en el sentido de que todas las pequeñas empresas sean grandes creadoras de empleo. De hecho, la evidencia internacional muestra que tan solo un pequeño grupo de empresas pequeñas crece<sup>7</sup>, aunque su crecimiento es tan elevado que arrastra las cifras de todo el grupo de empresas en el correspondiente estrato de tamaño. No hay consenso, sin embargo, sobre qué tipo de empresas pequeñas son las grandes generadoras de empleo. Algunos estudios para Estados Unidos, Canadá y Alemania concluyen que son las empresas de reciente creación —normalmente, muy pequeñas— las que marcan las diferencias entre los estratos de tamaño. Brown et ál. (1990) y Picot et ál. (1994), por ejemplo, argumentan que, si solo se tienen en cuenta las empresas de al menos tres años, es decir, excluyendo del segmento de pequeñas empresas a las muy jóvenes, la creación de empleo en los diferentes estratos de tamaño es muy parecida, incluso mayor en el segmento de empresas grandes. Sin embargo, otros estudios, como los de Evans (1987) o Gómez et ál. (2004), computan la creación de empleo de empresas de diferente tamaño teniendo en cuenta su edad y concluyen que, dentro de cada grupo de edad, siguen siendo las empresas pequeñas las que más empleo crean.

---

5. La asignación de tamaños se ha hecho de acuerdo con el tamaño medio de las empresas en el período. 6. Recuérdese que no se incluyen los trabajadores por cuenta propia. 7. Véanse Storey y Johnson (1987) o Gallagher y Stewart (1986).

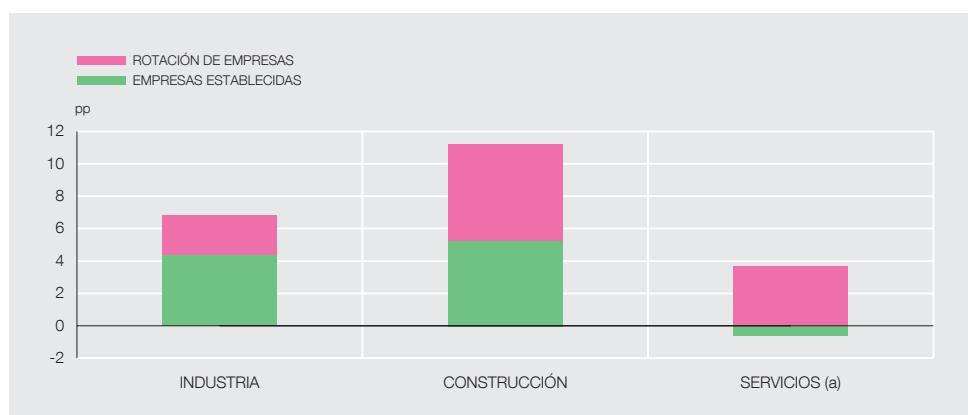
	Porcentaje de creación total de empleo en el sector	Porcentaje de empleo total en el sector
<b>&lt;10 EMPLEADOS</b>		
Economía de mercado	34,22	21,17
<i>Industria</i>	36,20	11,71
<i>Construcción</i>	29,35	23,26
Servicios (a)	35,66	24,46
<b>&gt;250 EMPLEADOS</b>		
Economía de mercado	24,85	28,85
<i>Industria</i>	5,92	28,54
<i>Construcción</i>	4,83	13,62
Servicios (a)	36,00	31,15

FUENTE: Base de datos de demografía empresarial y productividad del Banco de España (BDDEBE).

a. Excluye servicios de intermediación financiera y de no mercado.

**DIFERENCIAS EN LA TASA DE CREACIÓN DE EMPLEO ENTRE EMPRESAS PEQUEÑAS Y GRANDES POR SECTORES**  
**Entre medias anuales**

GRÁFICO 1



FUENTE: Base de datos de demografía empresarial y productividad del Banco de España (BDDEBE).

a. Excluye servicios de intermediación financiera y de no mercado.

Para analizar este aspecto en España, el gráfico 1 muestra, para cada uno de los grandes sectores económicos, qué parte de la diferencia entre la tasa de creación de empleo de las empresas de menos de 10 empleados y de más de 250 empleados se debe a la creación de empleo de las nuevas empresas y qué parte a la creación de empleo de las empresas ya establecidas<sup>8</sup>.

8. La tasa de creación de empleo se calcula como la creación de empleo entre  $t$  y  $t+1$  de las empresas pequeñas o grandes dentro de cada sector dividida entre el empleo total correspondiente (al tamaño y sector) en  $t$ . En el gráfico se muestra la tasa media anual del período muestral considerado. Si la diferencia es positiva, significa que la tasa de creación de empleo anual de las empresas pequeñas es superior a la tasa de creación anual de empleo de las grandes empresas del sector correspondiente. La creación de empleo de las nuevas empresas se presenta junto con la destrucción de empleo por la salida de empresas del mercado para así poder hablar de la creación neta de empleo debida a la rotación de empresas. La otra fuente de variación del empleo es la expansión y contracción de las empresas ya establecidas.

Se observa que, dentro del sector manufacturero, la tasa de creación de empleo anual de las empresas muy pequeñas es aproximadamente 7 puntos porcentuales (pp) mayor que la tasa de creación de empleo de las grandes empresas del sector. De esa diferencia, algo más de 4 pp (en torno al 60%) se deben a que las empresas manufactureras de menor tamaño ya establecidas crean de forma proporcional más empleo cada año que las de mayor tamaño. El resto de la diferencia se debe a una mayor creación neta de empleo por la entrada y salida de empresas pequeñas. Es decir, en el sector manufacturero tanto las empresas establecidas como las nuevas empresas dentro del estrato de pequeñas empresas crean proporcionalmente más empleo que las empresas clasificadas como grandes. Este hecho no se repite en el sector servicios, donde la creación de empleo neta de las empresas establecidas de reducido tamaño no difiere de la de las grandes empresas del sector. Aun así, las pequeñas empresas de servicios siguen creando cada año más empleo que las grandes debido al dinamismo de la entrada y salida de empresas, normalmente de reducido tamaño<sup>9</sup>.

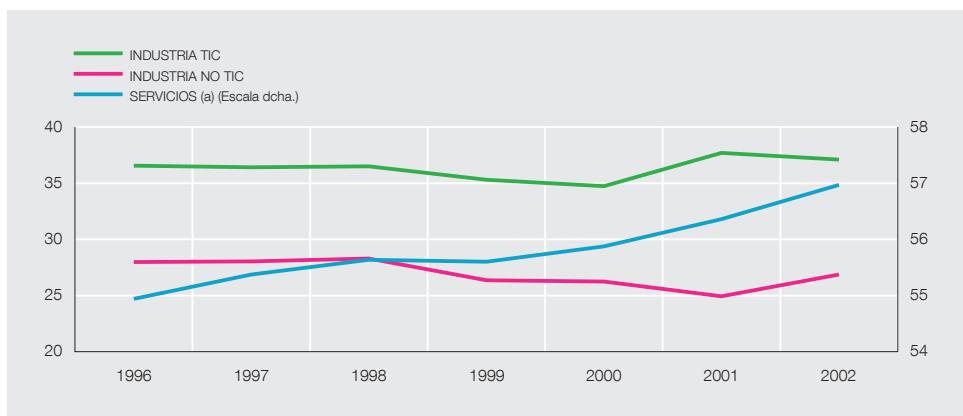
Por otra parte, es un hecho bien establecido que las empresas entran al mercado con un tamaño muy reducido y, si sobreviven, crecen más deprisa que las empresas que ya operaban en el mercado durante varios años para así converger al tamaño medio del sector.<sup>10</sup> Dado que en este artículo para definir a una empresa como establecida tan solo se exige que lleve al menos un año en el mercado —es decir, las empresas establecidas pueden ser bastante jóvenes—, la mayor tasa de crecimiento de las pequeñas empresas establecidas del sector manufacturero y de construcción, con respecto a la de las de gran tamaño, podría estar causada, en una gran parte, por este proceso de convergencia. Es decir, la mayor creación de empleo de las pequeñas empresas establecidas podría estar reflejando un dinamismo propio de la edad, en lugar de un mayor dinamismo propio de su tamaño.

Para analizar esta cuestión, se han redefinido las empresas establecidas como aquellas que llevan operando al menos tres años en el mercado. La elección de este criterio permite hacer plenamente comparables nuestros resultados con los de otros estudios, como Brown et ál. (1990) y Picot et ál. (1994). Los resultados muestran que, aun con esta definición, la tasa media de creación de empleo de las empresas establecidas manufactureras clasificadas como pequeñas es aproximadamente 6 pp mayor en media que la de las grandes empresas del sector. Se ha comprobado, sin embargo, que el proceso de convergencia de las nuevas empresas a su tamaño óptimo puede durar algo más de siete años<sup>11</sup>, es decir, se puede extender más allá de los tres años considerados más arriba, por lo que no cabe descartar que el mayor crecimiento de las pequeñas empresas sí responda, aunque solo sea en parte, a un mayor dinamismo propio de las empresas de reciente creación.

Por tanto, la evidencia indica que tanto la edad como el tamaño de las empresas parecen estar influyendo en su mayor o menor contribución a la creación de empleo. Como ya se ha observado en otros países, esto podría ser consecuencia de que el tamaño óptimo de las empresas se esté reduciendo. El objetivo de la siguiente sección es analizar si este está siendo el caso en España, así como explorar si está ocurriendo de una manera generalizada en todos los sectores económicos.

---

9. Se ha realizado el análisis distinguiendo entre industrias de diferente intensidad tecnológica dentro del sector manufacturero y de servicios. El resultado es que en sectores tanto tecnológicos como no tecnológicos manufactureros la tasa de creación de empleo de las pequeñas empresas, tanto de las nuevas como de las establecidas, supera a la de las grandes. En el sector servicios, la creación de empleo de las empresas establecidas sí varía algo en función de la intensidad tecnológica de la industria. Las pequeñas empresas establecidas en sectores como las telecomunicaciones y el transporte crean proporcionalmente menos empleo que las grandes. Esto no es así, en cambio, en sectores de servicios no tecnológicos, como la hostelería, la distribución o los servicios profesionales, donde las empresas de reducido tamaño ya en el mercado crean más empleo que las grandes empresas. 10. Bartelsman et ál. (2003). 11. Véase López-García, Puente y Gómez (2009).



FUENTE: Base de datos de demografía empresarial y productividad del Banco de España (BDDEBE).

a. Excluye servicios de intermediación financiera y de no mercado.

### Cambios en la distribución de empresas por tamaños

En la sección anterior se ha mostrado evidencia de que las empresas pequeñas crean más empleo que las grandes en términos netos. Sin embargo, esto no implica necesariamente que la distribución de las empresas esté variando hacia menores tamaños. Por ejemplo, si el ciclo vital de las empresas fuera tal que nacieran y crecieran cuando son pequeñas, pero desaparecieran cuando son grandes, se podría encontrar el tipo de evidencia presentada en la anterior sección, sin que ello supusiera ningún desplazamiento de la distribución de empresas por tamaños. En consecuencia, el que las empresas pequeñas contribuyan más a la creación neta de empleo, por un lado, y que la distribución de empresas se desplace hacia menores tamaños, por otro, son dos hechos que, aunque relacionados, pueden ocurrir de manera independiente el uno del otro.

Por ello, es relevante analizar si las diferentes contribuciones a la creación de empleo que se han detectado se han traducido, o no, en cambios en la distribución de las empresas por tamaños. Este desplazamiento hacia menores tamaños sí que se ha detectado en otros países<sup>12</sup>. Para analizar si este fenómeno se está dando también en la economía española, el gráfico 2 presenta la evolución a lo largo del tiempo del porcentaje de empresas con dos o menos empleados operando en los principales sectores económicos<sup>13</sup>.

El resultado más destacado de este análisis es que se ha producido un incremento de las empresas pequeñas en el sector servicios, independientemente de su intensidad tecnológica. También hay un desplazamiento hacia menores tamaños en las ramas industriales asociadas a las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), si bien es menos acusado y más tardío que en el caso de los servicios. Finalmente, no se observa este desplazamiento en las ramas industriales no asociadas a las TIC.

El hecho de que el desplazamiento se observe específicamente en el sector servicios indica que la reducción en el tamaño de las empresas va más allá de una mera reasignación sectorial hacia dicho sector. En López-García, Puente y Gómez (2009) se analiza esta cuestión para

**12.** Véase Loveman y Sengenberger (1991). **13.** En la sección anterior se clasifica a las empresas por tamaños utilizando un umbral de 10 empleados. En esta sección se ha reducido dicho umbral a dos, porque el número de empresas con 10 o menos trabajadores supone un porcentaje tan elevado del total, que sería muy difícil observar cambios en la distribución de empresas.

otros tamaños y sectores, encontrando fundamentalmente resultados similares: hay una evolución generalizada en todo el sector servicios hacia empresas de menor tamaño y, en el caso de la industria, ese desplazamiento se observa en las ramas asociadas a las TIC. Para la construcción, lo que se encuentra es una polarización en la distribución, es decir, ganan peso tanto las empresas grandes como las muy pequeñas, en detrimento de las medianas.

Debe tenerse en cuenta que el período temporal considerado en este artículo se corresponde con una fase de fuerte crecimiento del empleo en la economía española. El incremento en el peso de las empresas pequeñas podría tener un carácter cíclico si, por ejemplo, fuera consecuencia de la creación y expansión de empresas jóvenes y pequeñas. Para diferenciar este fenómeno de un cambio más estructural en el tamaño medio de las empresas, en López-García, Puente y Gómez (2009) también se analizan los cambios en la distribución por tamaños para empresas que tengan exactamente tres años de vida, encontrándose resultados muy similares a los mencionados en el párrafo anterior. Por tanto, no es posible atribuir en su totalidad el cambio observado en el tamaño de las empresas a un incremento cíclico en el peso de las empresas jóvenes, ya que incluso entre ellas se observa una reducción en el tamaño.

Existen varias razones que pueden explicar este desplazamiento de la distribución de las empresas por tamaños. Por un lado, es posible que unas preferencias de los consumidores que den cada vez más importancia a la existencia de múltiples variedades de cada producto estén forzando a las empresas a competir no tanto a través de las economías de escala, sino buscando más calidad y un producto diferenciado. Es claro que, bajo el cambio mencionado en las condiciones de competencia, una empresa con un menor tamaño puede tener ciertas ventajas. Esta explicación podría estar operando en todos los sectores considerados.

Otra posible explicación es que el incremento de la incertidumbre y de la volatilidad en los mercados ocurrido a partir de los años setenta ha podido reducir la escala óptima a la que las empresas desean operar, para así poder responder con mayor agilidad a las perturbaciones inesperadas a las que puede que tengan que hacer frente. De nuevo, este argumento debería estar presente en todos los sectores.

La tercera posibilidad es la especialización productiva, que lleva a las empresas a centrarse en lo que es su actividad principal y a externalizar todas aquellas actividades periféricas, necesarias para el funcionamiento de la empresa pero que no constituyen su actividad principal. Así, es frecuente que actividades horizontales, como pueden ser la informática o la seguridad, entre otras, sean prestadas por empresas especializadas en vez de por empleados de la propia empresa.

Finalmente, los cambios tecnológicos recientes asociados a las tecnologías de la información y la comunicación han podido permitir una mayor flexibilidad en la operativa de las empresas que, a su vez, les haya permitido tener una posición competitiva incluso con un tamaño reducido. Este argumento, que operaría principalmente en los sectores asociados a las TIC, podría explicar las diferencias en el sector manufacturero anteriormente mencionadas.

## **Conclusiones**

A partir del análisis de una base de datos con información a nivel de empresa, en este artículo se ha comprobado que en España, como en muchos otros países, las pequeñas empresas —definidas como aquellas con menos de 10 empleados— contribuyen de forma más que proporcional (en relación con su reducido peso sobre el empleo total de la economía) a la creación de nuevos puestos de trabajo. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que el período temporal considerado se corresponde con una fase de fuerte crecimiento del empleo en la economía española y no permite, por tanto, comprobar si el resultado anterior se mantendría en un período cíclico distinto.

Por otro lado, se comprueba que el peso de las empresas pequeñas parece estar aumentando en algunos sectores. Así, se ha calculado que el porcentaje de empresas con dos empleados o menos ha aumentando desde 1996 de forma continua en el sector servicios. En el sector manufacturero este fenómeno ha comenzado de forma algo más tardía y se ha restringido a las ramas de la industria con una mayor intensidad tecnológica. En el sector de la construcción, sin embargo, la mayor creación anual de empleo de las pequeñas empresas, en términos proporcionales, no se ha traducido en un desplazamiento de la distribución del tamaño de las empresas, sino en una polarización de la misma. Es decir, el peso de las empresas muy pequeñas y de las muy grandes ha aumentado, en detrimento de las empresas de tamaño mediano. Finalmente, también se observa que, a pesar de que España parte de una estructura productiva caracterizada por un tamaño medio de las empresas reducido, este tamaño ha disminuido aún más durante la última fase expansiva del ciclo.

De estos resultados pueden desprenderse algunas implicaciones de política económica, en la medida en que existe una cierta evidencia de que parte de la regulación existente podría afectar de forma asimétrica y de forma más negativa a las empresas de reducida dimensión. En concreto, por ejemplo, los costes administrativos por empleado son significativamente más elevados en las empresas pequeñas que en las grandes, dada la naturaleza fija o independiente del tamaño de este tipo de costes. Por otro lado, el marco de negociación colectiva en España se caracteriza porque, con carácter general, solo las de un tamaño medio elevado —300 empleados<sup>14</sup>— tienen un convenio colectivo propio, mientras que las empresas con un tamaño menor deben cumplir con lo firmado en los convenios sectoriales, a nivel provincial o nacional, que pueden no tener en cuenta las características y la situación específica de las empresas<sup>15</sup>. Finalmente, el acceso a la financiación puede resultar en ocasiones también más complicado para las empresas de reducida dimensión<sup>16</sup>. Estos y otros aspectos son, de hecho, los que han justificado la articulación de medidas de política económica en apoyo a la creación y supervivencia de las pequeñas y medianas empresas (PYME) en muchos países, y también en España, en los últimos años. En este sentido, en un contexto caracterizado por una reducción del tamaño medio de las empresas y en el que las empresas de reducida dimensión aparecen como generadoras de una buena parte del empleo de la economía, disponer de un marco normativo adecuado a este tipo de empresas podría resultar especialmente apropiado.

17.4.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBERT, C., C. GARCÍA-SERRANO y V. HERRANZ (2005). «Firm-provided training in temporary contracts», *Spanish Economic Review*, 7, pp. 67 y 88.
- BARTELSMAN, E., S. SCARPETTA y F. SCHIVARDI (2003). *Comparative Analysis of Firm Demographics and Survival: Micro-level Evidence for the OECD Countries*, Economics Department Working Papers 348, OCDE, París.
- BOERI, T., y U. CRAMER (1992). «Employment Growth, Incumbents and Entrants», *International Journal of Industrial Organization*, 10, pp. 545-565.
- BROWN, C., J. HAMILTON y J. MEDOFF (1990). *Employers Large and Small*, Cambridge Mass., Harvard University Press.

---

**14.** Véase Izquierdo et ál. (2003). **15.** Precisamente, la necesidad de obtener una flexibilidad que el convenio sectorial no les permite, podría explicar el mayor recurso de las pequeñas empresas manufactureras a la contratación temporal en comparación con las grandes [Ruano (2000)]. Esta mayor tasa de temporalidad en las empresas pequeñas podría, además, tener implicaciones sobre la productividad y el crecimiento a largo plazo de la economía, dado que, por ejemplo, existe evidencia de que la probabilidad de obtener formación dentro de una empresa es significativamente menor para un trabajador temporal que para un trabajador con contrato indefinido [Albert et ál. (2005)]. **16.** Por ejemplo, Coluzzi et ál. (2008) demuestran, con información proporcionada por una encuesta a las propias empresas, que la probabilidad de tener dificultades de acceso a la financiación aumenta 13 pp y 16 pp, respectivamente, si la empresa es pequeña (con menos de 50 empleados) o de reciente creación. Por su parte, el Consejo Superior de Cámaras de Comercio ha publicado muy recientemente una encuesta que pone de manifiesto que el 80% de las PYME, empresas con menos de 250 empleados, ha experimentado alguna dificultad adicional en fechas recientes para acceder a la financiación deseada.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ABRIL DE 2009

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

En este artículo se presentan los resultados de la *Encuesta sobre Préstamos Bancarios* (EPB) de abril de 2009, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro. Como novedad, en este trimestre se han realizado algunos cambios en la presentación para facilitar las comparaciones con las publicaciones del BCE y otros bancos centrales<sup>1</sup>. Así, en primer lugar, se ha modificado el signo en los indicadores de oferta, de modo que, a partir de ahora, cuando este es positivo (negativo), significa un endurecimiento (relajación) neto de los criterios o de las condiciones de oferta, así como una contribución del factor correspondiente al endurecimiento (relajación) de la política crediticia de la entidad. Los de demanda, sin embargo, mantienen su signo invariable, es decir, positivo cuando esta aumenta y negativo cuando disminuye. En segundo lugar, en los cuadros 1 y 2 adjuntos se incorpora como información adicional el porcentaje neto de encuestados que responden en uno u otro sentido, con los mismos signos y significados mencionados anteriormente<sup>2</sup>.

La Encuesta de abril contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda entre enero y marzo del año en curso, y sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. Junto con el cuestionario regular, volvió a incluirse un conjunto de preguntas ad hoc sobre la situación en los mercados financieros mayoristas y su impacto sobre la política crediticia de las entidades, y sobre los efectos de las medidas de recapitalización y avales públicos adoptadas por los gobiernos, que coinciden con las realizadas en el trimestre anterior.

De acuerdo con las contestaciones al cuestionario, se observa que, tanto en España como en la UEM, los criterios para la aprobación de nuevos créditos a empresas y a hogares volvieron a endurecerse en los tres primeros meses de 2009, si bien lo hicieron significativamente menos que en el período anterior (véase gráfico 1). La moderación en el ritmo de contracción de la oferta estuvo en línea con lo esperado a finales de 2008 y, aunque se observa también con claridad en el conjunto de la zona del euro, fue más notable en nuestro país. Se ha producido así una convergencia entre los ritmos de variación en una y otra área. Por su parte, la caída de la demanda de fondos se moderó también en los tres segmentos analizados, con la única excepción de la procedente de las sociedades no financieras de nuestro país, que fue similar a la de tres meses antes. Las previsiones para el segundo trimestre del año apuntan a un comportamiento muy parecido, con endurecimientos nuevamente menores en los criterios de aprobación y descensos más reducidos en la demanda, si bien esta caería algo más en el caso de la financiación a las familias españolas para la adquisición de vivienda. La dispersión en las respuestas de las entidades nacionales fue algo mayor en el caso de los hogares que en el de las compañías (véase gráfico 2), aunque se redujo, en general, en relación con lo observado en la Encuesta previa.

Estos resultados parecen apuntar, por tanto, a que el ritmo de ajuste del mercado de crédito podría estar empezando a moderarse, tras la intensa contracción de los trimestres anteriores.

1. Véanse, al respecto, las notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España. 2. En los cuadros 1 y 2 se pueden apreciar las diferencias entre este indicador (*net percentage*, en la terminología anglosajona) y el indicador habitual de difusión sobre el que descansa fundamentalmente el análisis que se realiza en este artículo.

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS**  
**Resultados detallados de las entidades españolas. Abril de 2009**

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje Neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	—	-	0	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>RESULTADOS GENERALES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	4	6	0	0	0	40	20	26	40	24
Préstamos a corto plazo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	30	21
Préstamos a largo plazo	0	5	4	0	0	1	50	28	26	50	28
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	12
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	0	10	5	16	20	12
Situación de liquidez de la entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	8
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	5	0	0	0	50	25	26	60	34
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	4	5	0	0	0	50	30	35	60	38
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	45	20
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	5	5	0	0	0	50	25	26	45	35
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	8	1	0	0	0	90	50	24	65	46
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	12
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	18
Garantías requeridas	0	5	5	0	0	0	50	25	26	50	19
Compromisos asociados al préstamo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	13
Plazo de vencimiento	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	14
PREVISIÓN DE OFERTA											
En general	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	15
Préstamos a corto plazo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	11
Préstamos a largo plazo	0	4	5	0	0	1	40	22	26	44	19
DEMANDA											
En general	0	8	2	0	0	0	-80	-40	21	-40	-19
Préstamos a corto plazo	0	7	3	0	0	0	-70	-35	24	-30	-12
Préstamos a largo plazo	0	7	1	1	0	1	-60	-33	35	-39	-29
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	1	6	3	0	0	0	-70	-40	32	-50	-38
Existencias y capital circulante	0	5	4	1	0	0	-40	-20	35	-15	-3
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	5	3	1	0	1	-40	-22	36	-45	-24
Reestructuración de la deuda	0	0	1	7	2	0	90	55	28	45	26
Financiación interna	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-20	0
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	7
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	2
Emisión de valores de renta fija	0	2	7	0	0	1	-20	-11	22	-6	-2
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	1
PREVISIÓN DE DEMANDA											
En general	0	5	5	0	0	0	-50	-25	26	-30	-7
Préstamos a corto plazo	0	5	5	0	0	0	-50	-25	26	-25	-1
Préstamos a largo plazo	0	6	3	0	0	1	-60	-33	25	-44	-16

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS**  
**Resultados detallados de las entidades españolas. Abril de 2009 (cont.)**

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje Neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	-	0	+	++	NC			En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	40	23
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	9
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	10
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	8
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	5	0	0	0	50	25	26	60	30
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	4	5	0	0	0	50	30	35	60	35
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	45	20
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	5	5	0	0	0	50	25	26	45	31
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	8	1	0	0	0	90	50	24	60	41
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	8
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	15
Garantías requeridas	0	5	5	0	0	0	50	25	26	50	17
Compromisos asociados al préstamo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	11
Plazo de vencimiento	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	13
PREVISIÓN DE OFERTA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	13
DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	7	3	0	0	0	-70	-35	24	-35	-19
PREVISIÓN DE DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	5	4	1	0	0	-40	-20	35	-30	-8
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>GRANDES EMPRESAS:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a grandes empresas	0	4	5	0	0	1	40	22	26	33	28
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	10	6	17	0	13
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	8	0	0	1	10	6	17	17	12
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	8
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Expectativas de la actividad económica en general	0	6	3	0	0	1	60	33	25	50	34
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	5	3	0	0	1	60	39	33	50	40
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	5	0	0	1	40	22	26	39	19
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	5	4	0	0	1	50	28	26	50	34
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	7	1	0	0	1	80	50	25	61	43
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	10	6	17	6	13
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	4	5	0	0	1	40	22	26	22	18
Garantías requeridas	0	5	4	0	0	1	50	28	26	39	19
Compromisos asociados al préstamo	0	5	4	0	0	1	50	28	26	28	17
Plazo de vencimiento	0	4	5	0	0	1	40	22	26	28	15
PREVISIÓN DE OFERTA											
Préstamos a grandes empresas	0	3	6	0	0	1	30	17	25	28	17
DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	7	2	0	0	1	-70	-39	22	-44	-22
PREVISIÓN DE DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	5	4	0	0	1	-50	-28	26	-33	-11

## ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Resultados detallados de las entidades españolas. Abril de 2009 (cont. 2)

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje Neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	-	o	+	++	NC			En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	3	7	0	0	0	30	15	24	50	15
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	5
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	7	3	0	0	0	70	35	24	60	22
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	6	4	0	0	0	60	30	26	55	18
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	4	6	0	0	0	40	20	26	35	21
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	9	1	0	0	0	90	45	16	50	30
Garantías requeridas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	50	11
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	4	6	0	0	0	40	20	26	45	14
Plazo de vencimiento	0	2	8	0	0	0	20	10	21	30	5
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
PREVISIÓN DE OFERTA	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	11
DEMANDA	0	5	4	1	0	0	-40	-20	35	-50	-22
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	7	2	0	0	0	-80	-45	28	-60	-28
Confianza de los consumidores	0	8	2	0	0	0	-80	-40	21	-65	-31
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-40	-14
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-15	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
PREVISIÓN DE DEMANDA	1	4	5	0	0	0	-50	-30	35	-35	-10
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	1	3	6	0	0	0	40	25	35	55	15
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	1	6	3	0	0	0	70	40	32	55	22
Solvencia de los consumidores	2	3	5	0	0	0	50	35	41	50	19
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	5	5	0	0	0	50	25	26	50	11
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	4	6	0	0	0	40	20	26	35	21
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	6	3	0	0	0	70	40	32	55	23
Garantías requeridas	0	6	4	0	0	0	60	30	26	40	11
Plazo de vencimiento	0	5	5	0	0	0	50	25	26	30	7
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	3
PREVISIÓN DE OFERTA	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	10
DEMANDA	0	6	4	0	0	0	-60	-30	26	-50	-17
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	1	7	2	0	0	0	-80	-45	28	-55	-17
Confianza de los consumidores	0	8	2	0	0	0	-80	-40	21	-55	-27
Adquisición de valores	1	4	5	0	0	0	-50	-30	35	-45	-12
Ahorro de las familias	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-20	-9
Préstamos de otras entidades	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	1
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	0
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	5	5	0	0	0	-50	-25	26	-35	-11

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Dependiendo de la pregunta concreta, «—» («—») indica un cierto (considerable) endurecimiento de la oferta, de las condiciones de oferta, una cierta (considerable) disminución de la demanda o una cierta (considerable) contribución al endurecimiento de la oferta o al descenso de la demanda. «+» y «++» tienen el significado contrario. «o» indica ausencia de cambios o contribución nula a la variación en la oferta o la demanda. «NC» significa «no contesta».
- b. Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta (o visto incrementada su demanda) menos el porcentaje de entidades que han relajado su oferta (o visto reducirse su demanda). En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta (o a la expansión de la demanda) menos porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario.
- c. Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción					Indicador de difusión (c)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)	Porcentaje Neto (b)	Media España	Media España en t-1	Media UEM
<b>IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA RECAPITALIZACIÓN Y AVALES PÚBLICOS ANUNCIADAS POR EL GOBIERNO</b>								
Últimos tres meses	3	6	1	0	90	60	20	30
Próximos tres meses	4	5	1	0	90	65	50	35
<b>DIFÍCULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	3	5	2	30	15	15	18
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	3	2	3	2	50	40	45	41
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	7	2	0	80	45	40	41
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	3	5	1	1	80	55	75	58
Titulización de préstamos a empresas (d)	5	3	0	2	80	65	75	71
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	6	3	0	1	90	75	80	70
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	3	3	0	4	60	45	45	54
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	
<b>DIFÍCULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	3	5	2	30	15	15	17
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	2	3	3	2	50	35	35	36
Valores distintos de acciones a corto plazo	2	4	4	0	60	40	35	37
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	4	4	1	1	80	60	60	51
Titulización de préstamos a empresas (d)	6	2	0	2	80	70	65	68
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	7	2	0	1	90	80	75	68
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	3	3	0	4	60	45	45	55
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	

No obstante, la tendencia de la oferta y de la demanda de préstamos sigue siendo decreciente a corto plazo, y, en relación con la primera, la acumulación de fuertes variaciones negativas implica que las condiciones actuales son considerablemente más restrictivas de lo que lo eran a principios de 2007.

En relación con la situación en los mercados financieros, las entidades señalaron que las medidas de apoyo público al sector financiero tuvieron, durante el trimestre, un impacto más elevado que el detectado en la última parte de 2008, especialmente en nuestro país, donde el efecto se habría producido con más retraso, pero con mayor intensidad que para el conjunto de la UEM (véase cuadro 2). Aun así, los intermediarios de una y otra área indicaron la persistencia de notables dificultades de acceso a la financiación mayorista, aunque con ligeras mejoras respecto del trimestre previo (véase gráfico 3), que fueron más visibles en el área del euro que en España.

Pasando a analizar los resultados con mayor detalle (véase cuadro 1), se observa que el menor endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevas operaciones con sociedades se produjo en todos los casos analizados. No obstante, el descenso en el ritmo de variación de los mismos fue algo más notable en el segmento de las PYME, de forma que, en nuestro país, nuevamente se invirtió la situación relativa de las pequeñas y medianas empresas en comparación con las grandes, con una ligeramente mayor contracción de la oferta a estas últimas a lo largo del último trimestre. Esta circunstancia viene manteniéndose también, en distinto grado según el período, en el conjunto de la UEM. Los factores explicativos del cambio en los

## ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas. Abril de 2009 (cont.)

CUADRO 2

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Indicador de difusión (c)			
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)	Porcentaje Neto (b)	Media España	Media España en t-1	Media UEM
<b>INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS. ÚLTIMOS TRES MESES</b>								
1 Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	4	4	2	0	80	60	80	57
Efecto sobre el margen	4	5	1	0	90	65	75	60
2 Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	4	4	1	1	80	60	60	47
Efecto sobre el margen	3	6	0	1	90	60	60	56
<b>INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS QUE SE CONCEDERÁN. PRÓXIMOS TRES MESES</b>								
1 Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	4	4	2	0	80	60	80	52
Efecto sobre el margen	4	5	1	0	90	65	75	54
2 Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	4	4	1	1	80	60	60	51
Efecto sobre el margen	3	6	0	1	90	60	60	58
<b>INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES</b>								
Influencia en el coste de los fondos propios	3	4	3	0	70	50	50	46
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	2	4	4	0	60	40	40	32
<b>INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES</b>								
Influencia en el coste de los fondos propios	3	4	3	0	70	50	55	46
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	1	5	4	0	60	35	40	32

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La entidad no utiliza dicha fuente de financiación o no aplicable por no haber percibido dificultades en el acceso.

b. Porcentaje de entidades que señalan efecto considerable o cierto efecto.

c. Calculado igual que el porcentaje neto pero ponderando por 1 los efectos considerables y por 1/2 los efectos de menor cuantía.

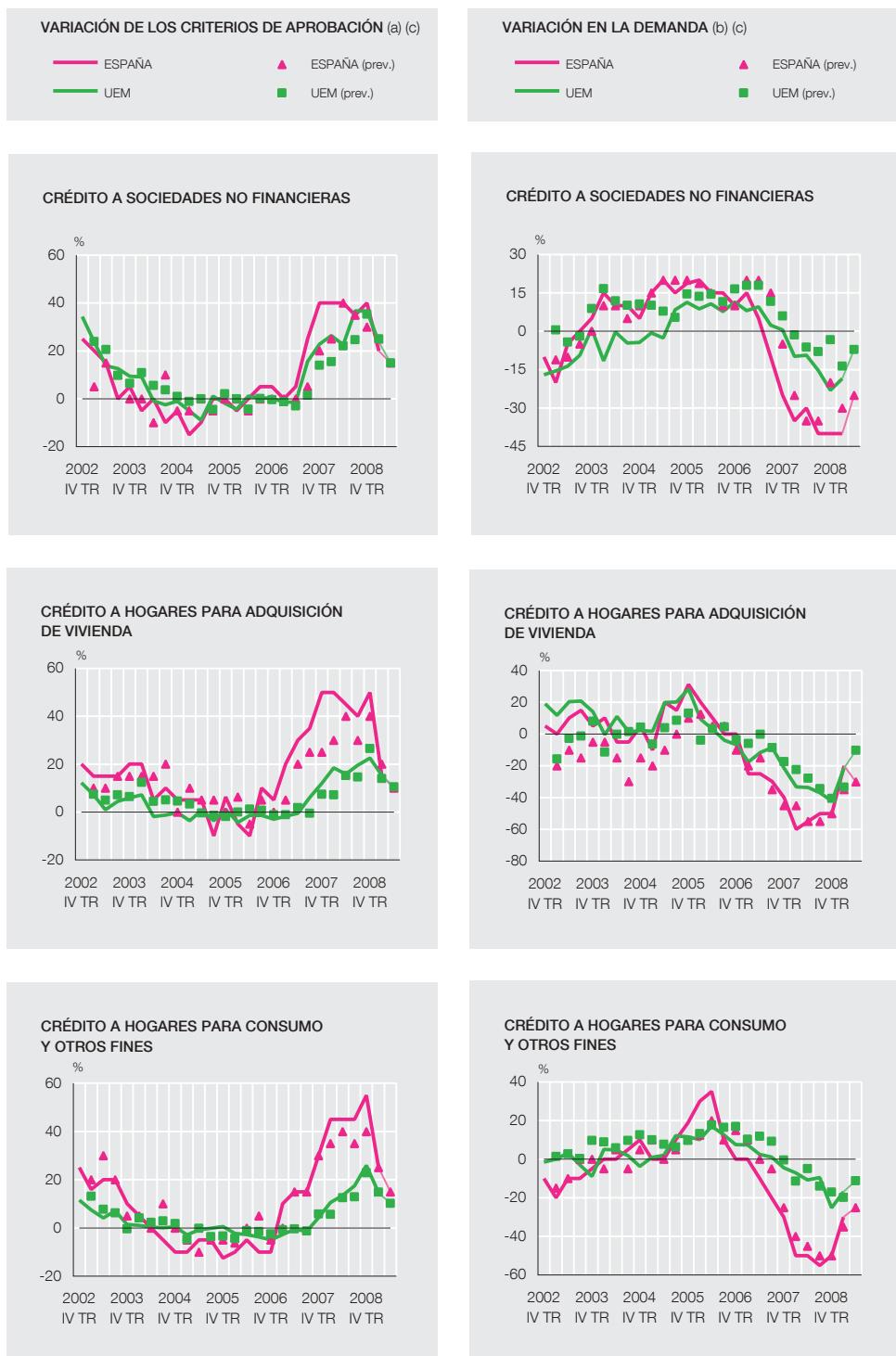
d. Incluye tanto los créditos que son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

criterios volvieron a ser, principalmente, los relacionados con la evaluación de los riesgos económicos y sectoriales, y, en menor medida, los vinculados con las dificultades de financiación y con el nivel de capital de las entidades. Todas las condiciones de los préstamos se hicieron menos favorables que en el trimestre anterior, aunque en una cuantía inferior a la de hace tres meses. Destaca, en cualquier caso, la ampliación de los márgenes aplicados a las operaciones de mayor riesgo. Por tamaño del prestatario, no se observan diferencias reseñables ni en los factores explicativos ni en las condiciones de los créditos.

La demanda de fondos de las empresas españolas mantuvo una dinámica descendente similar a la del trimestre previo, a pesar de la intensificación de las peticiones ligadas a necesidades de reestructuración de la deuda. Ello fue debido, principalmente, al efecto negativo resultante de la evolución de la inversión en capital fijo, pero también a las menores necesidades de financiación de existencias, de capital circulante y de operaciones de fusión y adquisición, así como a una cierta recuperación de los recursos internos de las sociedades y de las emisiones de valores de

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
ESPAÑA Y UEM

GRÁFICO 1

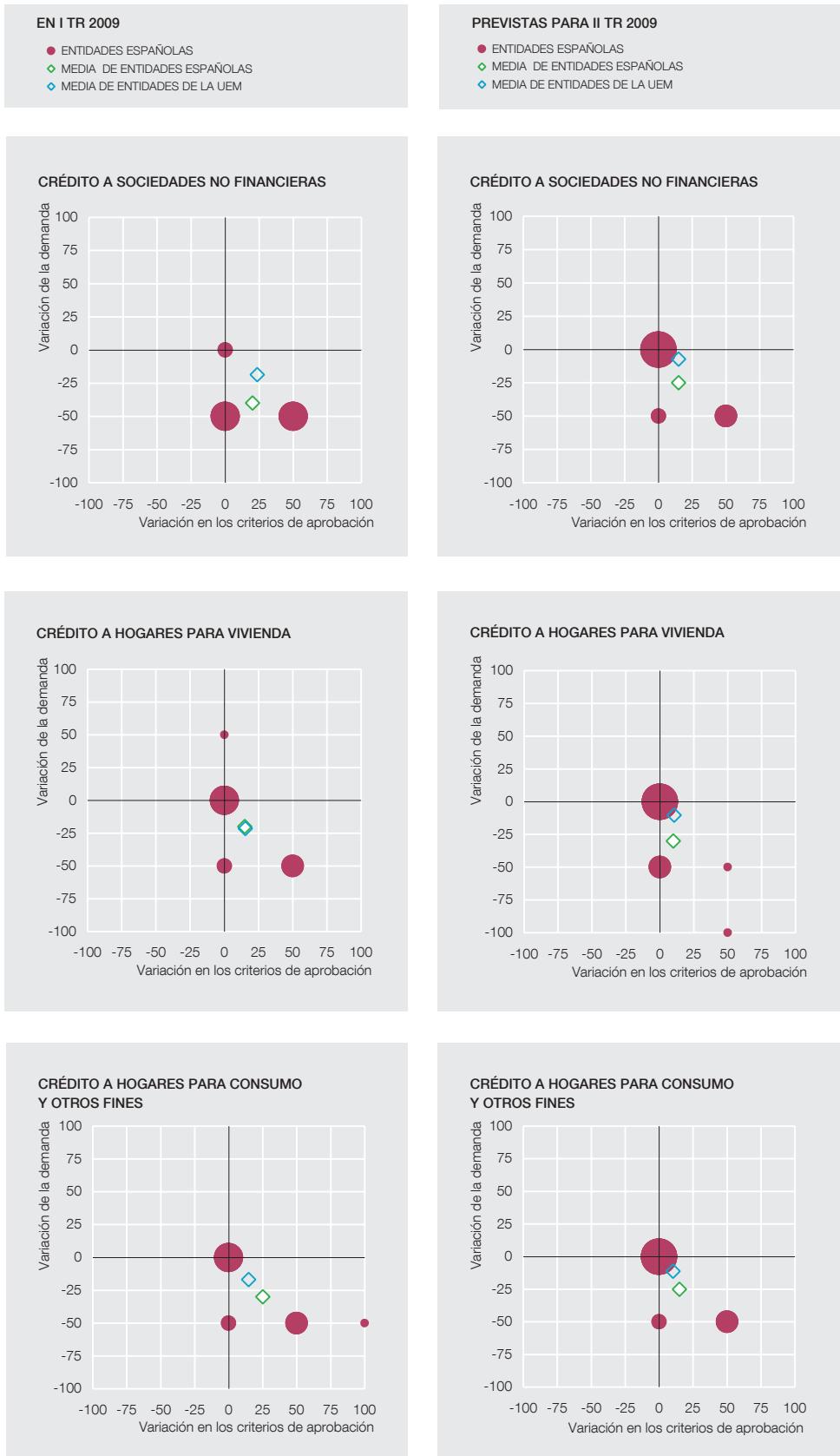


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios por  $\times 1 + \%$  de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han relajado en cierta medida los criterios  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han relajado considerablemente los criterios por  $\times 1$ .
- b. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable  $\times 1 + \%$  de entidades que señalan un cierto aumento  $\times 1/2 - \%$  de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 1/2 - \%$  de entidades que señalan un descenso considerable  $\times 1$ .
- c. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior por las entidades encuestadas para el trimestre correspondiente.

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
PRINCIPALES RESULTADOS DE LOS BANCOS ESPAÑOLES (a)**

GRÁFICO 2

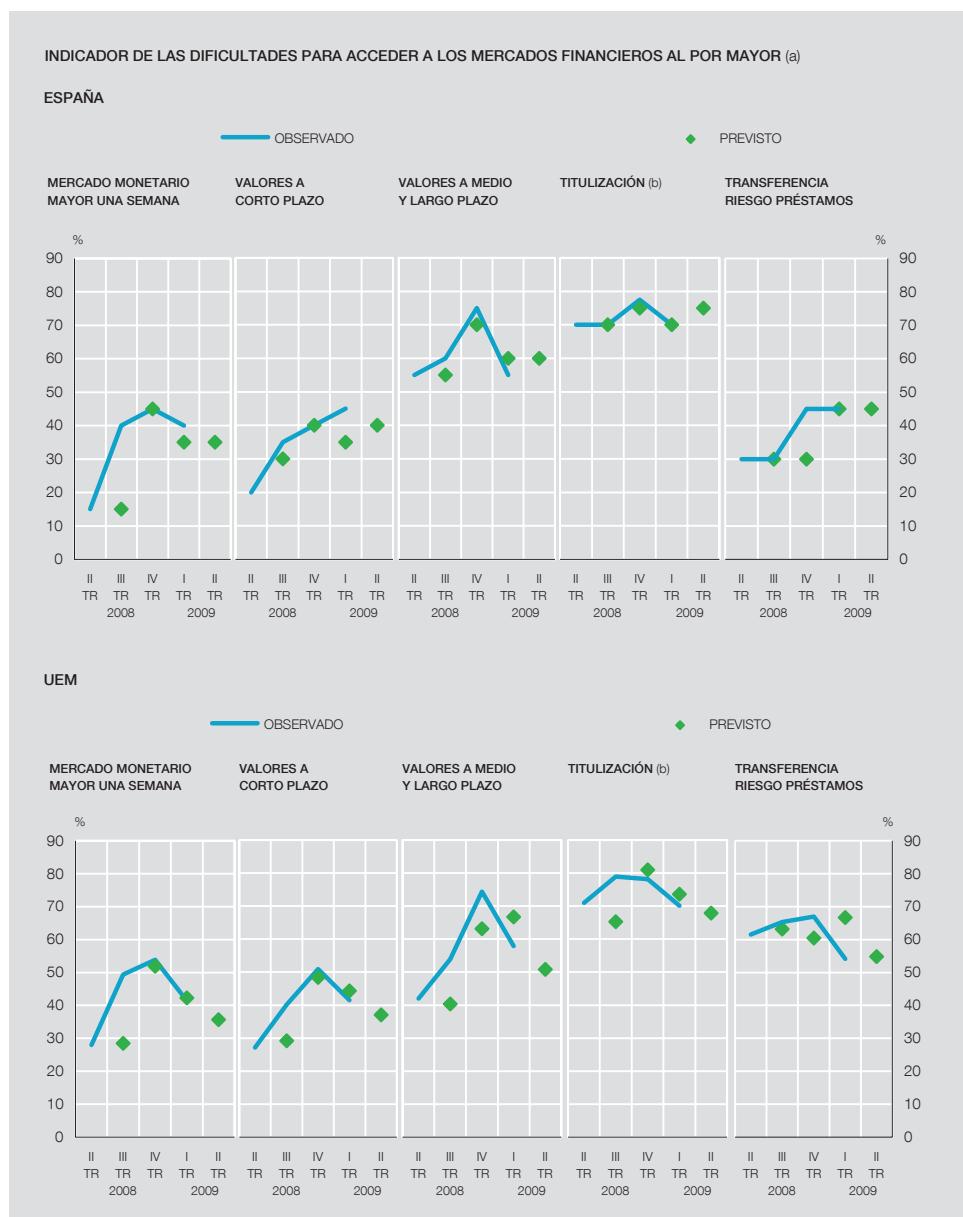


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
PRINCIPALES RESULTADOS: PREGUNTAS AD HOC

GRÁFICO 3



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan ciertas dificultades  $\times 1/2 +$  % de entidades que señalan dificultades considerables  $\times 1$ .

b. Media de titulización de empresas y de adquisición de vivienda.

renta fija por parte de estas. En la UEM, las mayores peticiones ligadas a procesos de reestructuración de la deuda se vieron igualmente compensadas, fundamentalmente, por una menor actividad en procesos de fusión y adquisición, y sobre todo por el descenso en las inversiones en capital fijo, factor que incluso ganó influencia con respecto a lo observado tres meses antes.

En el segmento de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda se produjo, igualmente, un endurecimiento de los criterios de aprobación de menor cuantía que en el período anterior, que en España se debió exclusivamente a las expectativas negativas de las entidades sobre la actividad económica, en general, y sobre el mercado de la vivienda, en particular. En la UEM, los costes de financiación y disponibilidad de fondos y la menor competencia entre las instituciones financieras también tuvieron un cierto efecto, aunque mucho

más modesto. Las condiciones de los préstamos se hicieron más onerosas en todos los casos, aunque de forma más moderada que en el trimestre precedente. Con todo, el incremento de los márgenes, especialmente de los aplicados a las operaciones de mayor riesgo, continuó siendo importante. También se redujo notablemente el ritmo de caída de la demanda de este tipo de financiación. La disminución registrada en las peticiones de fondos durante este período respondió a los mismos factores fundamentales que en las encuestas previas (deterioro de las perspectivas sobre el mercado de la vivienda, de la confianza de los consumidores y descenso en el gasto en consumo), mientras que, por el contrario, la reducción de la oferta de financiación por parte de otras instituciones financieras habría propiciado un ligero incremento de la demanda en las entidades encuestadas.

En los préstamos a los hogares para consumo y otros fines, el descenso en el ritmo de endurecimiento de los criterios de aprobación fue similar al registrado en los otros segmentos analizados anteriormente. Entre los factores explicativos, las entidades españolas señalaron exclusivamente los relacionados con los riesgos percibidos, y en particular las expectativas relativas a la actividad económica en general y a la solvencia de los consumidores. En la UEM, los costes de financiación y disponibilidad de fondos y la menor competencia de instituciones no bancarias tuvieron adicionalmente un muy ligero efecto contractivo. Las condiciones de los préstamos se hicieron más onerosas en todos los casos, destacando la ampliación de los márgenes (en la UEM y en España) y el aumento en las garantías requeridas (en nuestro país). La demanda se contrajo menos que en el trimestre anterior, pero impulsada por los mismos factores, con la única excepción de la evolución de las otras fuentes de financiación, que tuvo un impacto nulo en las entidades españolas, frente al negativo del período previo.

En relación con las contestaciones a las preguntas ad hoc (véase cuadro 2), y tal y como anticipaban las entidades hace tres meses, el efecto de las medidas de apoyo aprobadas por los gobiernos en la última parte de 2008 habría sido más importante en los primeros meses de este año que en el trimestre anterior, tendencia que se espera que se mantenga entre abril y junio. Ese mayor efecto durante el inicio de 2009 fue mucho más claro en las respuestas de las entidades españolas. Así, estas pasaron de declarar un impacto inferior al de la media de la UEM en la Encuesta anterior, a señalar uno claramente superior en los últimos tres meses.

A pesar de ello, las entidades encuestadas continuaron señalando la existencia de importantes dificultades en el acceso a los mercados de financiación mayoristas. En la UEM, todos los mercados analizados registraron alguna mejoría, mientras que, en nuestro país, se observaron mejoras marginales en los monetarios a más de una semana y en los de titulización, y algo más importantes en los de valores de renta fija a medio y largo plazo. En general, la obtención de recursos a horizontes más largos es la que sigue presentando mayores problemas en una y otra área. El impacto de estas dificultades sobre el importe y el margen al que los intermediarios están dispuestos a conceder nuevos fondos, durante los últimos tres meses, fue algo menos negativo que un trimestre atrás, pero aún muy significativo. Por su parte, las entidades señalaron unos efectos negativos asociados con su nivel de capitalización muy similares a los de la Encuesta anterior.

De cara al trimestre en curso, las entidades no esperaban mejoras significativas en la situación de los mercados financieros, con lo que el impacto de esta sobre su política crediticia seguiría siendo negativo. Aun así, y tal y como se ha señalado con anterioridad, los encuestados preveían que el ritmo de endurecimiento de la oferta volvería a moderarse en este período, de forma generalizada. La demanda disminuiría, en general, menos que lo señalado en la Encuesta anterior y lo haría a un ritmo similar en los tres segmentos analizados, aunque más en España que en la UEM.

21.4.2009.

- COLUZZI, C., A. FERRANDO y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2008). *Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations*, Documentos de Trabajo, n.º 0836, Banco de España.
- EVANS, D. S. (1987). «Tests of Alternative Theories of Firm Growth», *Journal of Political Economy*, 95, 4, pp. 657-673.
- GALLAGHER, C. C., y H. STEWART (1986). «Jobs and the Business life Cycle in the UK», *Applied Economics*, 18, pp. 875-900.
- GÓMEZ, R., J. MESSINA y G. VALLANTI (2004). *Gross Job Flows and Institutions in Europe*, Working Paper Series 318, Banco Central Europeo.
- IZQUIERDO, M., E. MORAL y A. URTASUN (2003). *El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios*, Documentos Ocasionales, n.º 0302, Banco de España.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., S. PUENTE y Á. L. GÓMEZ (2007). *Firm Productivity Dynamics in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0739, Banco de España.
- (2009). *Employment generation of small firms in Spain*, Documentos Ocasionales, n.º 0903, Banco de España.
- LOVEMAN, G., y W. SENGENBERGER (1991). «The Re-Emergence of Small-Scale Production: An International Comparison», *Small Business Economics*, 3, pp. 1-37.
- LOVEMAN, G., W. SENGENBERGER y M. J. PIORE (1990). *The re-emergence of small enterprises: industrial restructuring in industrialised countries*, International Institute for Labour Studies.
- PICOT, G., J. BALDWIN y R. DUPUY (1994). *Have Small Firms Created a Disproportionate Share of New Jobs in Canada? A Reassessment of the Facts*, Statistics Canada WP 71.
- RUANO, S. (2000). «Creación y destrucción bruta de empleo en las empresas industriales españolas», *Investigaciones Económicas*, XXIV, pp. 563-584.
- STOREY, D. J., y S. JOHNSON (1987). *Job Generation and Labour Market Change*, McMillan Press.

UNA VISIÓN DESAGREGADA DE LA EVOLUCIÓN CÍCLICA DE LA INVERSIÓN EN LA UEM

## Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM

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

### **Introducción**

La formación bruta de capital fijo constituye un elemento clave para el desarrollo económico, desde el punto de vista tanto de la oferta como de la demanda. Así, las decisiones de los agentes sobre la cantidad de inversión neta de depreciación determinan el stock de capital que acumula una economía y, por tanto, afectan a la capacidad de producción, elemento impulsor del crecimiento. En la vertiente de la demanda, una proporción considerable de los recursos generados por una economía se destina a la formación bruta de capital fijo. En el caso particular de la UEM, desde los años ochenta la inversión ha representado aproximadamente un quinto del PIB y su crecimiento medio anual ha sido similar al del producto, de alrededor de un 2,3%.

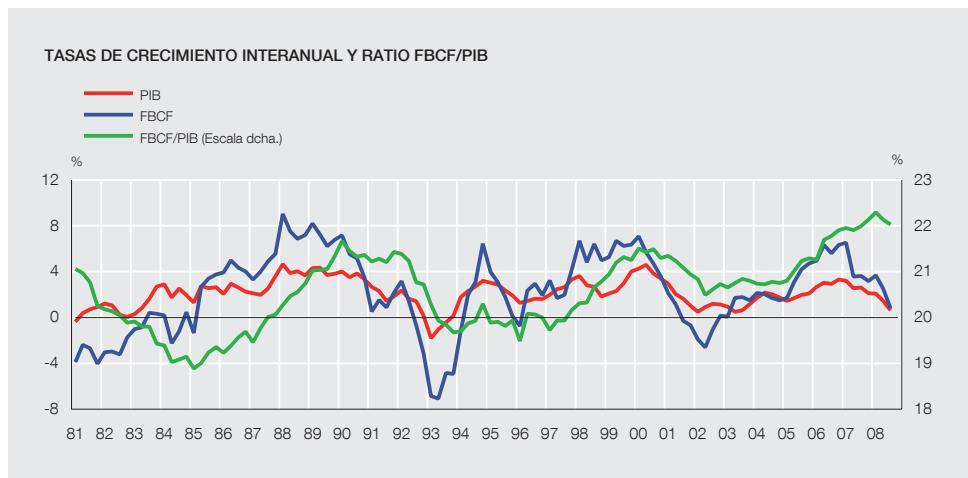
Cualquier análisis de la formación bruta de capital fijo total conlleva una significativa complejidad, dada la heterogeneidad de los componentes que aglutina. En primer lugar, la formación bruta de capital fijo total puede dedicarse a reponer aquella parte depreciada, o bien a aumentar el stock de capital ya existente. En segundo lugar, el volumen de inversión total es el resultado de agregar las decisiones de diferentes agentes (sociedades, hogares y Administración Pública). Finalmente, la formación bruta de capital fijo incluye distintos tipos de activos, de naturaleza muy diferente. Por ejemplo, la inversión en construcción puede verse muy afectada en el muy corto plazo por las condiciones meteorológicas y se caracteriza por unos elevados plazos entre la toma de decisión y la finalización del proyecto, lo que contrasta con la relativa inmediatez de la inversión en equipo.

Este artículo revisa el comportamiento cíclico de la inversión en la UEM en relación con el del PIB desde los años noventa desde un punto de vista desagregado según la finalidad, el agente que la lleva a cabo y el tipo de activos en que se invierte. Para ello, en la siguiente sección se presentan cuáles han sido las características más reseñables de la evolución del PIB y de la formación bruta de capital fijo total en la UEM desde los años ochenta; seguidamente, se describe el comportamiento reciente de los distintos componentes de la inversión; a continuación se presenta un análisis cíclico de las distintas partidas de la formación bruta de capital fijo para las que se dispone de información real en relación con el PIB, y, por último, se señalan las principales conclusiones.

### **Evolución reciente del PIB y de la formación bruta de capital fijo total**

En los últimos treinta años, el PIB y la inversión de la zona del euro han atravesado varias etapas alcistas y bajistas. Como se observa en el gráfico 1, la recuperación económica experimentada a comienzos de la década de los ochenta se vio truncada por la crisis del mecanismo de tipos de cambio europeo y por la desaparición del estímulo fiscal tras la reunificación alemana, llegando la inversión a caer más de un 6% interanual en 1993. A partir de 1995, no obstante, la mejora del pulso económico, el auge de las nuevas tecnologías y el descenso del coste de capital derivaron en una nueva aceleración de la inversión<sup>1</sup>, que, si bien no llegó a los niveles máximos del ciclo anterior, alcanzó en el primer trimestre de 2000 un crecimiento del 7,1%. La evolución de los beneficios, la actividad y las condiciones financieras determinaron en buena medida el comportamiento de la formación bruta de capital fijo en los años siguientes<sup>2</sup>. En particular, el año 2001 supuso el comienzo de una nueva fase contractiva —aunque menos intensa que las anteriores<sup>3</sup>—, a la que siguió a partir de mediados de 2002 una etapa alcista que se prolongó hasta el primer semestre de 2007. Desde entonces, la inversión se ha

1. Véase Banco Central Europeo (2003). 2. Véase Banco Central Europeo (2008). 3. Véase Goldman Sachs (2008).



FUENTE: Eurostat.

desacelerado paulatinamente, proceso que se ha visto especialmente agravado en los últimos trimestres por la intensificación de la crisis financiera.

En el gráfico 1 quedan patentes dos rasgos fundamentales de la evolución de la formación bruta de capital fijo en relación con la del PIB: que la inversión es procíclica y que esta se acelera en mayor medida que el producto en los períodos expansivos y se ralentiza con más intensidad durante las contracciones. De hecho, con datos desde los años ochenta, la volatilidad de la tasa de avance interanual de la inversión —medida por su desviación típica— casi triplica la del producto en la UEM<sup>4</sup>, lo que explica que, a pesar de su relativamente bajo peso relativo, esta partida contribuya notablemente a las oscilaciones del ritmo de crecimiento del PIB. Ambas características derivan en que la ratio de la inversión sobre el PIB tenga también un comportamiento procíclico. La proporción de la formación bruta de capital fijo sobre el producto ha variado dentro de la horquilla del 19% y del 22%, aproximadamente, en estos casi treinta años, si bien cabe destacar una tendencia ascendente que ha situado la inversión en un papel paulatinamente más preponderante.

### ***El comportamiento de la inversión desde un punto de vista desagregado***

#### **INVERSIÓN SEGÚN LA FINALIDAD**

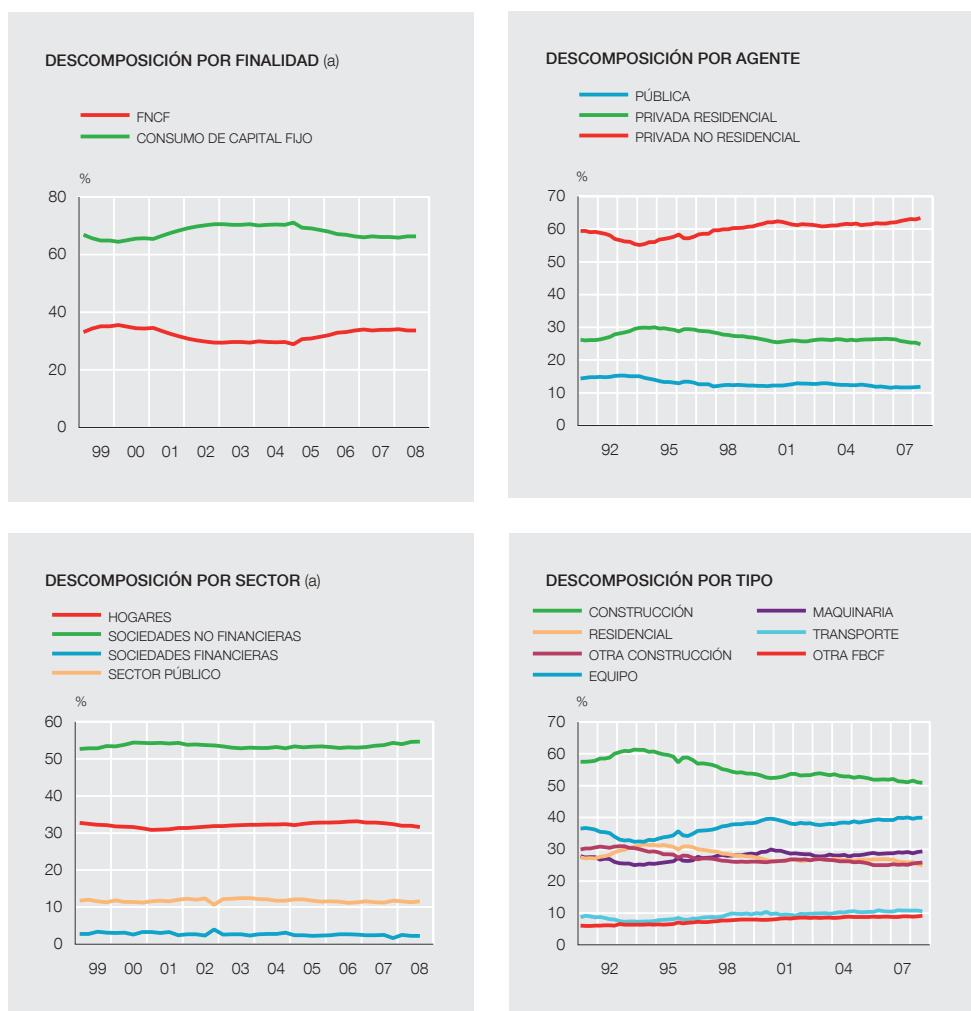
Se pueden obtener distintas desagregaciones de la formación bruta de capital fijo dependiendo del criterio de clasificación utilizado: la finalidad de la inversión, el sector institucional que realiza la inversión o el tipo de productos en que se invierte.

La formación bruta de capital fijo total puede ir destinada a reponer aquella inversión depreciada por su uso o el paso del tiempo —conocida como el consumo de capital fijo— o ser una inversión que aumente el stock de capital de una economía —una formación neta de capital fijo—. De acuerdo con los datos nominales disponibles para la UEM<sup>5</sup>, en la actualidad aproximadamente un 66% de la inversión total se utiliza para reponer el stock de capital depreciado, mientras que el 34% restante se ha dedicado a aumentarlo (véase gráfico 2). Aunque las proporciones actuales son muy similares a las de 1999, se ha observado un proceso progresivo de leve descenso primero, e incremento después, del peso de la inversión neta —y lo contrario, lógicamente, para el consumo de capital fijo—.

4. Entre los componentes de la demanda interna, la inversión es el que presenta una mayor variabilidad relativa —de 2,8—, ya que las oscilaciones del consumo privado son del orden de las del PIB y el cociente para el consumo público es de un 0,68. Respecto a la demanda externa neta, la desviación típica de la tasa interanual de las exportaciones y de las importaciones es 3,16 y 3,40 veces la del producto. 5. Los datos disponibles abarcan desde 1999 hasta el tercer trimestre de 2008. Estos datos, además, han sido desestacionalizados mediante el programa TRAMO.

PESOS RELATIVOS DE LOS COMPONENTES DE LA INVERSIÓN  
EN EL ÁREA DEL EURO

GRÁFICO 2



FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Datos nominales.

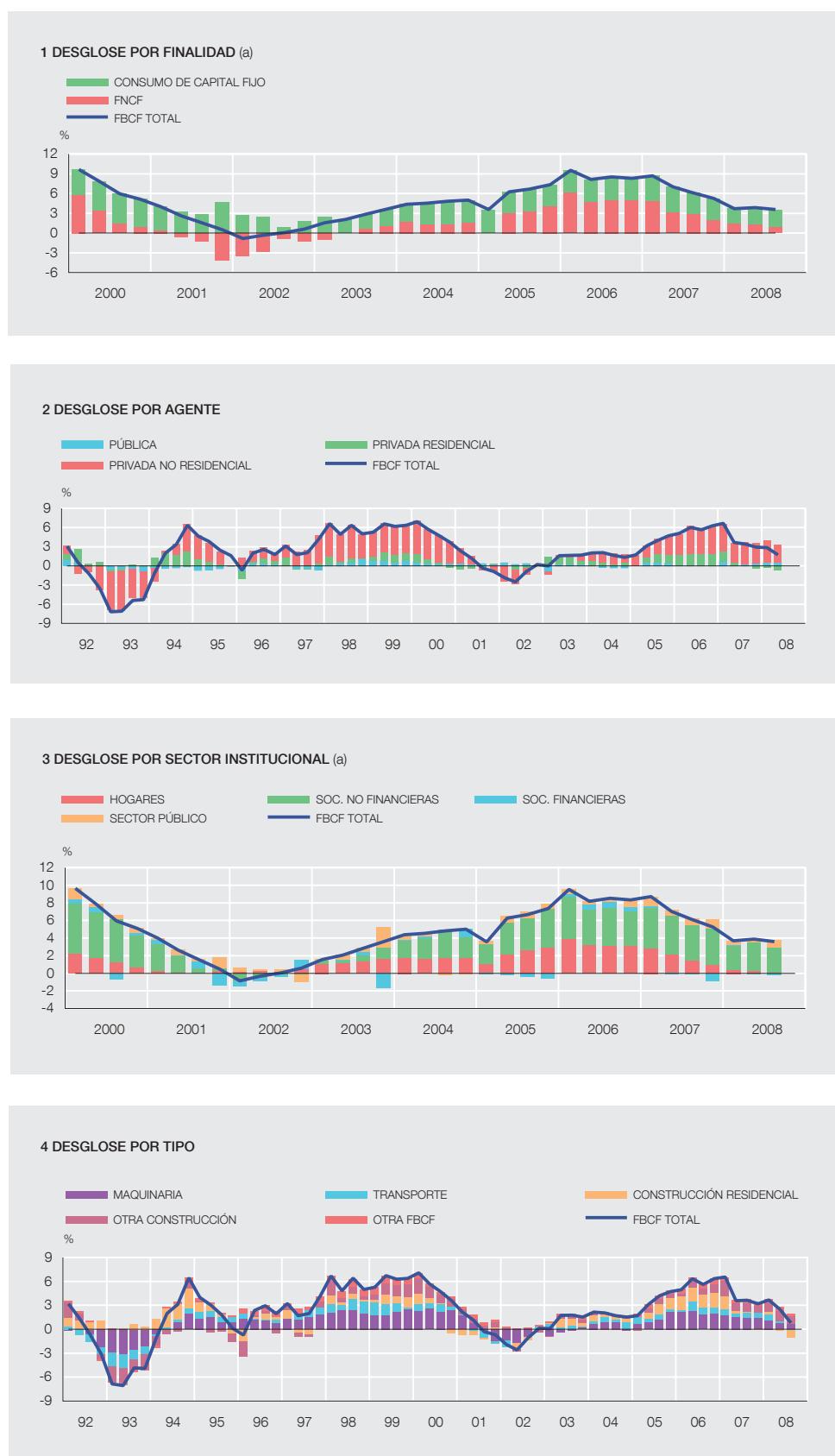
Dada la relativa estabilidad del peso y del avance interanual del consumo de capital fijo, la contribución de este componente al crecimiento de la formación bruta de capital fijo se ha mantenido, en líneas generales, constante en los últimos años (véase la parte superior del gráfico 3). Por el contrario, la tasa de avance de la formación neta de capital fijo ha mostrado una elevada variabilidad, oscilando dentro de un rango entre el -12% y el 22% desde 1999. De esta forma, la partida causante de las fluctuaciones de la formación bruta de capital fijo total en los últimos años ha sido la inversión neta.

**INVERSIÓN SEGÚN EL SECTOR  
INSTITUCIONAL**

El gasto en formación bruta de capital fijo lo realizan el sector público o agentes privados, es decir, familias y empresas. El gráfico 2 muestra que, según los datos procedentes de la OCDE, desde 1991 el sector privado ha acometido la mayor parte de la inversión total de la UEM, siendo especialmente relevante la inversión no residencial, mientras que la inversión pública ha tenido un menor protagonismo. Los pesos relativos de cada componente han variado ligeramente en estos años. Así, la inversión pública y la privada residencial han venido perdiendo relevancia desde 1994 —hasta suponer un 12% y un 25%, respectivamente, en 2008— a favor de la inversión privada no residencial, que representa el 63% de la formación bruta de capital fijo total. Para un mayor grado de desagregación por agentes de la inversión privada,

**DESCOMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN EN EL ÁREA DEL EURO.  
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL**

GRÁFICO 3



FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Datos nominales

solo se dispone de datos nominales a partir de 1999<sup>6</sup>. De acuerdo con esta información, son las sociedades no financieras las que acaparan el mayor porcentaje de la inversión privada —alrededor de un 61%—, seguidas por los hogares —un 36%— y, en último lugar, por las sociedades financieras —un 3%<sup>7</sup>—. Estos pesos relativos apenas se han modificado desde 1999.

En línea con su elevado protagonismo, el mayor contribuyente al crecimiento de la formación bruta de capital fijo total ha sido la inversión privada no residencial, seguida por la privada residencial y, en menor grado, por la inversión pública (véase gráfico 3). En el último ciclo, y más especialmente a partir de 2005, cabe destacar el aumento del papel de la inversión privada residencial, que ha sido incluso superior al que esta partida experimentó en el período alcista de finales de los noventa. En los últimos trimestres, no obstante, la desaceleración del mercado inmobiliario en algunos países de la UEM ha derivado en una corrección a la baja de esta partida, que ha llegado incluso a registrar tasas negativas tras el notable auge de los años anteriores.

#### INVERSIÓN SEGÚN EL TIPO DE PRODUCTOS

Atendiendo al tipo de productos, se puede distinguir entre inversión en equipo, en construcción y otra inversión. La inversión en equipo comprende las compras (menos las cesiones) de maquinaria y transporte; la inversión en construcción engloba las de viviendas y otros tipos de construcciones; y la otra inversión incluye las adquisiciones (menos las cesiones) de, por un lado, bienes cultivados (como, por ejemplo, árboles o ganado), que son clasificadas como inversión en agricultura, y, por otro, de bienes intangibles (como el software para ordenadores), que son clasificadas como resto<sup>8</sup>.

La información real disponible desde 1991 recogida en la parte inferior derecha del gráfico 2 muestra que, aunque no se han producido cambios bruscos en los pesos relativos de los componentes, se detecta en la segunda mitad de los noventa un cierto descenso del papel de la inversión en construcción a favor de la inversión en equipo, especialmente en maquinaria<sup>9</sup>. Esta evolución estuvo en parte marcada, de un lado, por el elevado stock residencial acumulado tras la reunificación y los cambios en la política de vivienda en Alemania y, de otro lado, por la implantación de mejoras tecnológicas en el sector de las telecomunicaciones hacia finales de la década. En cualquier caso, actualmente, la inversión en construcción continúa siendo el componente más importante de la formación brutal de capital fijo, con un peso de algo más del 50%, seguida de la inversión en equipo, que representa cerca del 40%, y de la otra inversión, que supone alrededor del 10%. A un nivel más desagregado, la inversión residencial y la no residencial comparten aproximadamente el mismo protagonismo —alrededor del 25% del total—, mientras que, entre la inversión en equipo, la destinada a maquinaria es la partida más importante, al suponer casi el 30% de la formación bruta de capital fijo total, en comparación con la inversión en transporte, que solo representa un 10%<sup>10</sup>.

La inversión en equipo, en primer lugar, y la destinada a construcción, en segundo, han dirigido el comportamiento de la formación bruta de capital fijo a lo largo de estos años (véase la parte inferior del gráfico 3). En este último ciclo, no obstante, cabe destacar la mayor preponderancia de la inversión en construcción —en particular, de la inversión residencial—, frente a la de maquinaria y transporte en relación con ciclos anteriores<sup>11</sup>.

---

6. Estos datos han sido desestacionalizados mediante el programa TRAMO. 7. El peso de la inversión privada residencial coincide en términos generales con el de la inversión de los hogares, ya que, por un lado, la mayor parte de esta última se dedica a vivienda —y solo una parte menor (la correspondiente a las pequeñas empresas familiares) a inversión privada no residencial— y, por otro, las sociedades apenas invierten en residencias. 8. Véase Comisión Europea (2007). 9. A comienzos de los noventa, el peso relativo de la inversión en construcción aumentó, impulsado por el notable incremento de la inversión en vivienda en Alemania tras el proceso de reunificación. 10. Dado el solapamiento de las clasificaciones de la inversión por agentes institucionales y por tipo, se observa que la evolución del peso de la inversión residencial ha sido similar en cierta medida a la de la inversión privada residencial y que la evolución del peso de la inversión en equipo se asemeja a la de la inversión privada no residencial. 11. En los últimos trimestres, sin embargo, se ha observado un notable ajuste de la inversión en construcción —sobre todo, residencial—.

**Análisis cíclico  
de los componentes de la  
inversión y del PIB**

Dada la heterogeneidad en el comportamiento de sus distintos componentes descrita en el apartado anterior, este epígrafe analiza la evolución cíclica de la inversión respecto a la del PIB de una forma desagregada. En particular, dicha evolución se estudia a partir de los cambios en: la variabilidad relativa de cada componente y el PIB, la sincronía cíclica entre ambos y, por último, la amplitud máxima y la duración media relativas de sus fases de expansión y contracción. Los subcomponentes de la formación bruta de capital fijo utilizados corresponden a las clasificaciones atendiendo al tipo de producto y al sector institucional —pública, privada residencial y privada no residencial—, ya que para estas categorías se dispone de datos reales.

La extracción del componente cíclico de cada variable se ha obtenido a partir de la aplicación de un filtro de pasa banda<sup>12</sup>; y, para evitar los problemas de escala a la hora de hacer comparaciones, dichos componentes se han normalizado dividiéndolos por sus respectivas tendencias. Por otro lado, para identificar los puntos de giro de cada serie entre períodos expansivos y contractivos<sup>13</sup>, se ha optado por utilizar la metodología de cambios de régimen de Markov<sup>14</sup>. El gráfico 4 muestra la evolución de las tasas interanuales de crecimiento, el cociente del componente cíclico sobre la tendencia y los períodos identificados como bajistas de acuerdo con las estimaciones de los modelos de Markov para las principales partidas de la inversión.

**VARIABILIDAD RELATIVA**

En el cuadro 1 se muestra la desviación típica de cada uno de los componentes de la inversión respecto a la del PIB. En el período 1991-2008, las fluctuaciones cíclicas de la formación bruta de capital fijo total casi han triplicado a las del PIB, siendo la inversión en equipo la que ha mostrado una mayor variabilidad —especialmente, la de la destinada a transporte, que es más de seis veces superior a la del producto—, seguida de otra inversión y de la inversión en construcción. Es probable que las menores oscilaciones del componente referido a la construcción estén relacionadas con los mayores plazos que en general transcurren entre la toma de decisión y la finalización del proyecto, lo que permite que, ante un cambio de los determinantes, este pueda ser retrasado o incluso cancelado. Si se atiende a la clasificación según el sector que realiza la inversión, se puede observar que la desviación típica de la inversión privada no residencial —que recoge, en gran medida, la inversión en equipo— es más de cuatro veces superior a la del PIB, mientras que las fluctuaciones de la inversión pública y privada residencial triplican aproximadamente a las del producto.

Estas relaciones, sin embargo, no se han mantenido constantes en el tiempo. De hecho, si se divide el período muestral en dos, antes y después de la introducción del euro, se puede observar que la variabilidad relativa tanto de la formación bruta de capital fijo total como de prácticamente la totalidad de sus componentes —ya sea clasificada según el tipo o según el sector— ha disminuido en el período más reciente. En particular, la ratio de la desviación típica de la inversión total frente a la del producto ha pasado de 3,29 a 2,53. Las reducciones más destacables las han experimentado la inversión pública, por un lado, y la inversión en transporte y en otra construcción, por otro.

**SINCRONÍA CÍCLICA:  
CORRELACIÓN E ÍNDICE  
DE HARDING Y PAGAN**

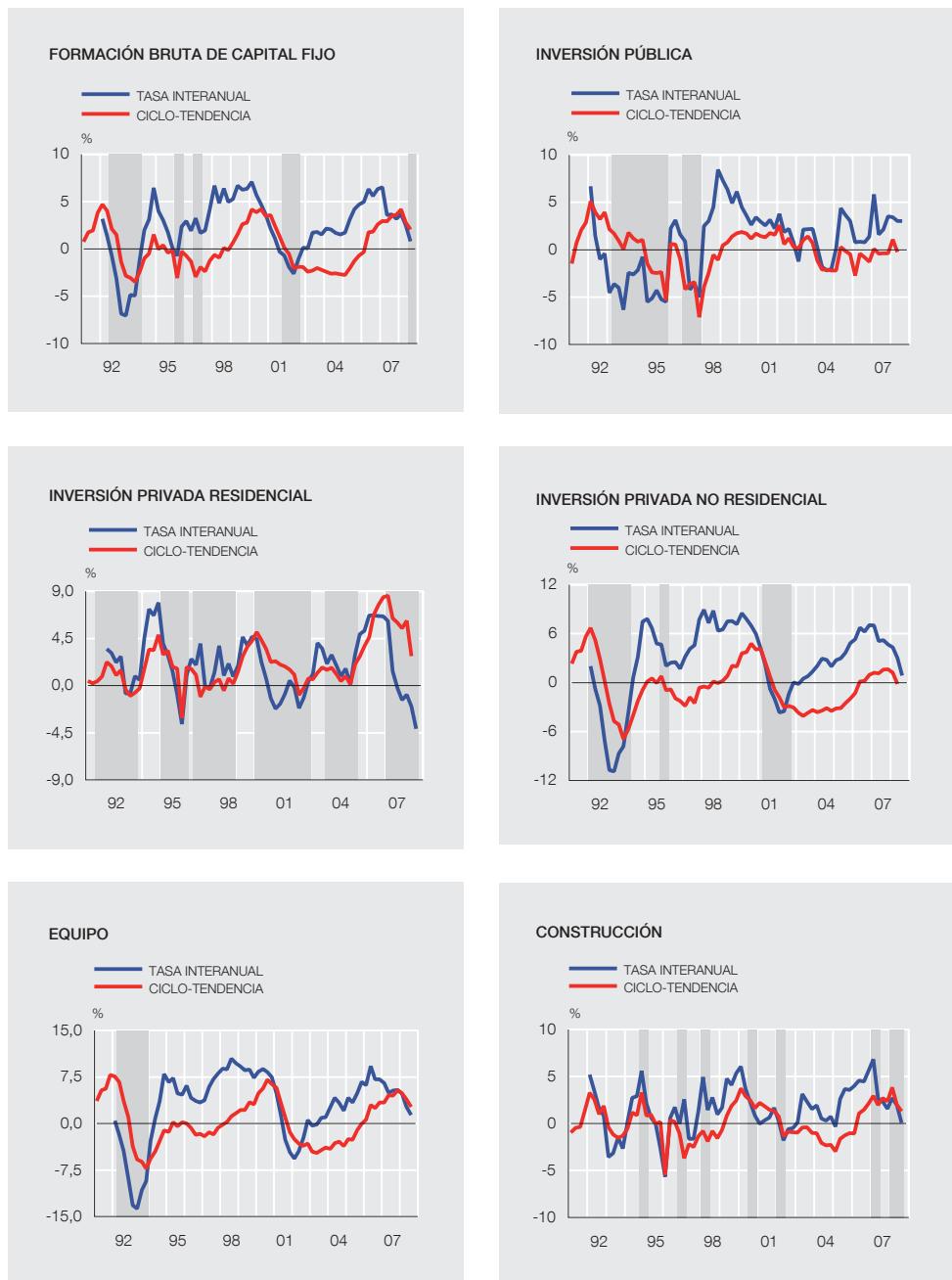
Otra de las características que se puede estudiar en relación con los ciclos de las variables es su sincronía cíclica, es decir, el grado de movimiento común entre ellas. Este apartado mide la sincronía mediante la correlación cruzada de la inversión —contemporánea, atrasada o adelantada varios trimestres— con el PIB y el índice de Harding y Pagan.

---

**12.** El método aplicado es el propuesto en Gómez (1999 y 2001). En cualquier caso, los resultados procedentes de extraer el componente cíclico de las series aplicando un filtro Hodrick-Prescott a las series son muy similares. **13.** En general, tal identificación se realiza mediante el uso de algún indicador de frecuencia mensual altamente correlacionado con la variable en cuestión, ya que permite capturar mejor los cambios de régimen. Sin embargo, la dificultad para encontrar indicadores de estas características para cada una de las partidas de inversión impide utilizar esta metodología. **14.** Véase Hamilton (1994).

INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO. DESGLOSE POR TIPO DE INVERSIÓN (a)

GRÁFICO 4



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Las áreas sombreadas corresponden a los períodos identificados como contractivos de acuerdo con las estimaciones de los modelos de cambio de régimen de Markov.

El cuadro 2 muestra que, entre 1991 y el tercer trimestre de 2008, la formación bruta de capital fijo total presenta un elevado coeficiente de correlación contemporáneo con el PIB, de 0,86 puntos. Entre los componentes de la inversión, la mayor sincronía la presentan, por un lado, la inversión en construcción de forma contemporánea y en equipo retrasada un período —esto es, la inversión en equipo se adelanta al PIB— y, por otro, la inversión privada no residencial contemporáneamente y la inversión privada residencial retardada dos trimestres. En contraposición, el comovimiento de la otra inversión y de la inversión pública con el producto es sensiblemente inferior. Si se comparan los resultados entre los períodos anterior y posterior a la introducción del euro, se observa un aumento de la correlación entre los componentes de la formación bruta de capital fijo y el PIB en la UEM, al tiempo que un gran número de las

	MAR 91-SEP 08	MAR 91-DIC 98	MAR 99-SEP 08
FBCF TOTAL	2,77	3,29	2,53
INVERSIÓN SEGÚN TIPO			
Equipo	4,47	6,08	3,78
Maquinaria	4,15	5,17	3,74
Transporte	6,21	9,50	4,63
Construcción	2,22	2,89	1,88
Residencial	2,39	2,94	2,09
Otra construcción	2,66	3,73	2,15
Otra FBCF	2,38	3,31	1,92
Agricultura	14,87	25,62	6,21
Resto	2,41	3,26	1,95
INVERSIÓN SEGÚN SECTOR			
Pública	3,18	4,63	1,84
Privada residencial	3,42	2,56	3,37
Privada no residencial	4,25	5,19	3,66

FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Cociente entre las desviaciones típicas de los respectivos componentes cíclicos normalizados.

partidas de la inversión ha pasado de seguir a anticipar la evolución del PIB. Así, la correlación máxima de la inversión total ha pasado de situarse en el 0,80 contemporáneamente al 0,96 retardada dos períodos, dentro de la cual destaca especialmente la evolución de la inversión en maquinaria, en transporte y en construcción residencial, si se atiende al tipo, y de la inversión privada no residencial y residencial, si se atiende al sector institucional. La inversión pública, sin embargo, ha pasado de ser contemporánea a seguir la trayectoria del PIB con cuatro trimestres de retraso y, además, con una mayor correlación. En todo caso, la mayor sincronía cíclica y el adelanto de la inversión al producto desde la introducción del euro pueden encontrarse relacionados con la credibilidad del Banco Central Europeo como garante de la estabilidad de precios en el medio y largo plazo y el logro en estos diez años de un entorno de inflación moderada. Ambos factores han permitido a los agentes identificar mejor los cambios en los precios relativos y, por tanto, valorar mejor las condiciones económicas generales actuales y futuras a la hora de tomar sus decisiones de inversión, lo que justificaría que esta evolucionara más en línea con el producto contemporáneo y, más concretamente, con el producto futuro.

Otra medida complementaria del grado de sincronía de la evolución de los ciclos de dos variables es el índice de concordancia de Harding y Pagan<sup>15</sup>, que se define como el número de períodos en los que dos variables (x e y) están al mismo tiempo en expansión y en contracción, dividido entre el número de períodos totales:

$$C_{x,y} = \frac{n \cdot t(x, y = \text{expansión}) + n \cdot t(x, y = \text{contracción})}{n} \quad [1]$$

15. Véase Harding y Pagan (1999).

FBCF	INVERSIÓN SEGÚN TIPO										INVERSIÓN SEGÚN SECTOR		
	Equipo	Maquinaria	Transporte	Construcción	Residencial	Otra construc.	Otra FBCF	Agricultura	Resto	Pública	Privada residencial	Privada no residencial	
<b>ÍNDICES DE CORRELACIÓN (b) (c)</b>													
<b>MAR 91-SEP 08</b>													
T+4	0,10	0,04	0,13	-0,17	0,14	-0,15	0,39	0,13	-0,25	0,14	0,27	-0,27	0,01
Retraso de la inversión	T+3	0,34	0,28	0,37	0,05	0,34	0,04	0,54	0,24	-0,21	0,26	0,29	-0,08
T+2	0,56	0,49	0,58	0,24	0,52	0,24	0,66	0,37	-0,07	0,38	0,28	0,13	0,50
T+1	0,74	0,66	0,74	0,40	0,68	0,45	0,74	0,47	0,04	0,46	0,29	0,34	0,66
T	<b>0,86</b>	0,76	0,82	0,52	<b>0,81</b>	0,63	<b>0,78</b>	0,52	0,10	0,51	<b>0,33</b>	0,53	<b>0,75</b>
T-1	0,86	<b>0,77</b>	<b>0,83</b>	0,56	0,78	0,69	0,68	<b>0,54</b>	<b>0,11</b>	<b>0,53</b>	0,28	0,59	0,71
Adelanto de la inversión	T-2	0,80	0,72	0,74	<b>0,57</b>	0,72	<b>0,73</b>	0,55	0,53	0,04	0,53	0,28	<b>0,63</b>
T-3	0,68	0,61	0,61	0,52	0,59	0,68	0,36	0,50	-0,01	0,52	0,24	0,60	0,45
T-4	0,54	0,48	0,46	0,43	0,45	0,62	0,17	0,48	-0,01	0,52	0,20	0,54	0,27
<b>MAR 91-DIC 98</b>													
T+4	-0,16	-0,11	-0,10	-0,11	-0,18	-0,36	0,00	0,19	-0,18	0,18	0,17	-0,44	-0,05
Retraso de la inversión	T+3	0,18	0,20	0,21	0,18	0,08	-0,13	0,22	0,26	-0,22	0,27	0,22	-0,16
T+2	0,48	0,45	0,48	0,39	0,32	0,10	0,42	0,37	-0,09	0,35	0,23	0,14	0,52
T+1	0,70	0,62	0,66	0,53	0,55	0,32	0,59	<b>0,43</b>	<b>0,01</b>	<b>0,38</b>	0,26	0,42	0,67
T	<b>0,80</b>	<b>0,65</b>	<b>0,67</b>	<b>0,58</b>	<b>0,71</b>	<b>0,49</b>	<b>0,70</b>	0,32	0,00	0,26	<b>0,31</b>	<b>0,64</b>	<b>0,69</b>
T-1	0,67	0,59	0,60	0,55	0,53	0,39	0,51	0,24	-0,10	0,21	0,24	0,55	0,57
Adelanto de la inversión	T-2	0,47	0,41	0,38	0,45	0,37	0,34	0,30	0,08	-0,30	0,09	0,24	0,48
T-3	0,17	0,16	0,12	0,22	0,12	0,18	0,04	-0,08	-0,45	-0,02	0,18	0,26	0,07
T-4	-0,10	-0,12	-0,13	-0,10	-0,04	0,13	-0,16	-0,17	-0,43	-0,10	0,13	0,13	-0,22
<b>MAR 99-SEP 08</b>													
T+4	0,26	0,14	0,26	-0,18	0,38	-0,02	0,69	0,20	-0,38	0,22	<b>0,61</b>	-0,25	0,13
Retraso de la inversión	T+3	0,46	0,36	0,47	0,04	0,52	0,14	0,78	0,35	-0,27	0,37	0,53	-0,10
T+2	0,62	0,56	0,65	0,23	0,65	0,31	0,85	0,48	-0,14	0,49	0,45	0,08	0,54
T+1	0,77	0,72	0,80	0,40	0,77	0,49	<b>0,87</b>	0,57	0,02	0,57	0,40	0,27	0,70
T	0,89	0,84	0,90	0,53	0,88	0,69	0,87	0,65	0,17	0,65	0,40	0,47	0,83
T-1	0,95	0,92	<b>0,95</b>	0,66	<b>0,91</b>	0,84	0,81	0,76	0,30	0,75	0,37	0,59	0,90
Adelanto de la inversión	T-2	<b>0,96</b>	<b>0,94</b>	0,94	0,77	0,90	0,92	0,72	0,85	0,36	0,84	0,36	0,69
T-3	0,92	0,91	0,88	<b>0,82</b>	0,84	<b>0,92</b>	0,57	0,89	<b>0,36</b>	0,88	0,30	<b>0,72</b>	0,86
T-4	0,83	0,84	0,77	0,84	0,71	0,86	0,38	<b>0,91</b>	0,34	<b>0,90</b>	0,19	0,69	0,75
<b>ÍNDICES DE HARDING Y PAGAN</b>													
MAR 91-SEP 08	0,84	0,78	0,83	0,84	0,65	0,67	0,74	0,48	0,68	0,48	0,60	0,53	0,88
MAR 91-DIC 98	0,90	0,90	0,90	0,90	0,60	0,60	0,80	0,53	0,67	0,53	0,47	0,53	0,97
MAR 99-SEP 08	0,79	0,69	0,77	0,79	0,69	0,72	0,69	0,44	0,69	0,44	0,71	0,53	0,82

FUENTES: Eurostat y OCDE.

a. Correlación entre los componentes cílicos normalizados del PIB y de las partidas de la inversión.

b. Las cifras en negrita indican la correlación máxima alcanzada.

c. La segunda columna se refiere a los períodos de adelanto o retraso de la inversión en el cálculo de la correlación con el PIB.

Desde 1991, el estado —expansivo o contractivo— del componente cílico del PIB ha coincidido en casi el 84% de los trimestres con el de la inversión, destacando la destinada a equipo y la privada no residencial (véase la parte inferior del cuadro 2). Si se realizan los cálculos para el período anterior y posterior a la introducción del euro, se observa una caída de los índices de concordancia en el tiempo para un gran número de subcomponentes de la inversión, ya que, aunque su correlación con el producto haya aumentado, estas variables han pasado de evolucionar de forma contemporánea con el producto a adelantarse al mismo.

#### DURACIÓN Y AMPLITUD MEDIAS DE LOS CICLOS EXPANSIVOS Y CONTRACTIVOS COMPLETOS

Finalmente, el cuadro 3 recoge información sobre la duración y la amplitud máxima media de las expansiones y contracciones de cada variable, donde las fechas de los puntos de giro utilizadas para establecer la alternancia entre dichas fases proceden de un modelo estimado de cambios de régimen de Markov<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> El hecho de tomar únicamente fases alcistas o bajistas terminadas implica que los trimestres detectados de la primera y de la última fase son obviados en estos cálculos.

	DURACIÓN MEDIA		AMPLITUD MÁXIMA		AMPLITUD MÁXIMA RELATIVA AL PIB	
	expansiones	contracciones	expansiones	contracciones	expansiones	contracciones
PIB	12,00	6,00	2,20	-1,96	—	—
FBCF TOTAL	13,25	2,75	5,48	-3,05	2,49	1,56
<b>INVERSIÓN SEGÚN TIPO</b>						
Equipo (c)	—	6,00	—	-13,97	—	7,14
Maquinaria	9,25	3,00	3,77	-5,02	1,72	2,56
Transporte	15,00	4,00	11,02	-11,65	5,02	5,96
Construcción	7,83	1,00	4,14	-0,15	1,89	0,08
Residencial	7,83	1,00	4,06	-1,91	1,85	0,97
Otra construcción	2,50	1,80	2,76	-3,29	1,26	1,68
Otra FBCF	4,67	1,50	3,62	-1,65	1,65	0,84
<b>INVERSIÓN SEGÚN SECTOR</b>						
Pública	2,00	5,00	3,07	-4,80	1,40	2,46
Privada residencial	3,71	5,83	3,98	-3,77	1,81	1,93
Privada no residencial	14,50	4,00	7,67	-6,93	3,49	3,55

FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

a. Las expansiones y contracciones se definen en base a las estimaciones de los modelos de cambio de régimen de Markov.

b. La amplitud máxima se calcula sobre los componentes cíclicos normalizados.

c. Para la inversión en equipo, los períodos expansivos detectados se encontraban al principio y al final de la muestra, por lo que no se dispone de datos para ciclos completos.

En media, tanto el producto como todos los subagregados de la formación bruta de capital fijo —con las excepciones de la inversión pública y de la privada residencial— han pasado un número sensiblemente mayor de trimestres en estados alcistas que bajistas. Por ejemplo, la duración de las expansiones del PIB ha duplicado la de las contracciones, mientras que, para la inversión, la proporción es incluso mayor, de casi cinco a uno. Esta relación varía considerablemente entre los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo, si bien destaca la elevada proporción en los casos de la construcción (residencial, en particular), transporte e inversión privada no residencial.

Por otra parte, la amplitud máxima media alcanzada por el PIB, por la inversión total y varios de sus componentes —destacando entre ellos la inversión en construcción residencial— ha sido superior en las expansiones que en las contracciones, es decir, estas variables han tenido a crecer más acusadamente en los períodos de bonanza de lo que se han ralentizado en los bajistas. En contraposición, otros subagregados —como la inversión en maquinaria o la inversión pública— han mostrado una mayor oscilación máxima durante las contracciones que durante las expansiones. Finalmente, las dos últimas columnas del cuadro muestran la ratio entre la amplitud máxima de cada variable y la del PIB. Así, se puede observar que esta proporción es superior a la unidad en la mayoría de los casos, tanto en períodos expansivos como contractivos, o lo que es lo mismo, los componentes cíclicos de las partidas de la inversión aumentan más que los del PIB en las fases alcistas y se reducen en mayor grado en las bajistas, en línea con los resultados encontrados en el apartado sobre variabilidad relativa. Destacan notablemente las mayores oscilaciones de la inversión en transporte y de la inversión privada no residencial, que son más de cinco y tres veces superiores a las del producto. Por otro lado, la inversión total, la construcción residencial y la otra inversión superan la evo-

lución cíclica del PIB en mayor grado durante los períodos alcistas que en los contractivos, mientras que sucede lo contrario para el resto de componentes, y especialmente en los casos de la inversión en maquinaria y de la pública.

### **Conclusiones**

Este artículo ha revisado la evolución cíclica reciente de la formación bruta de capital fijo en relación con la del PIB en la UEM, desde un punto de vista desagregado, atendiendo a la finalidad, al agente que invierte o al tipo de inversión. Así, la información estadística disponible señala que aproximadamente un 65% de la inversión total se utiliza para reponer el stock de capital, que la inversión privada representa casi un 90% del total y que, atendiendo al tipo de bienes, la inversión en construcción y en equipo supone alrededor de un 50% y un 40%, respectivamente. Además, estas proporciones no han sufrido cambios significativos desde los años noventa.

La importancia de la inversión radica en su papel como impulsor del crecimiento y de las oscilaciones cíclicas del producto. De hecho, las medidas calculadas para caracterizar el componente cíclico de la formación bruta de capital fijo y sus subagregados en relación con el del PIB corroboran, por un lado, la prociclicidad de la inversión y, por otro, la mayor oscilación cíclica respecto a la del producto. En primer lugar, la variabilidad del componente cíclico del PIB es cerca de tres veces inferior a la de la formación bruta de capital fijo total. Entre sus componentes, esta proporción es incluso más acusada en el caso de la inversión privada no residencial y en equipo, y, en menor grado, en la realizada por el sector público y en la destinada a construcción, donde las restricciones presupuestarias en el caso de la primera y los largos plazos de ejecución de la segunda han podido desempeñar un papel importante. En segundo lugar, la correlación entre el componente cíclico del PIB y los del resto de series de inversión —exceptuando la inversión pública y la otra inversión— es considerablemente elevada y, en general, apunta a una contemporaneidad de su evolución. Finalmente, se observa que la variación máxima alcanzada en media por los componentes cíclicos de la mayor parte de las series de inversión supera las del PIB, siendo especialmente notables los casos de la inversión en transporte y de la privada no residencial.

El análisis cíclico distinguiendo entre los períodos anterior y posterior a la introducción del euro muestra que, en la etapa más reciente, para la mayor parte de los componentes de la inversión la variabilidad relativa ha disminuido, la correlación con el PIB se ha intensificado —es decir, que la inversión ha evolucionado en los últimos años más en línea con su demanda— y su evolución ha tendido a adelantarse a la del producto. Aunque de manera solo tentativa, dada la ausencia de un análisis de causalidad, estos resultados podrían estar relacionados con los logros de la política monetaria común a lo largo de estos diez años, que, al propiciar un entorno de baja inflación, ha permitido a los agentes dilucidar más claramente los movimientos de los precios relativos, favoreciendo una mejor valoración de la situación económica general y, por tanto, facilitando una toma de decisiones más acorde con la evolución presente y esperada del producto. Esto se traduciría en una menor variabilidad relativa de la inversión y en una mayor y más adelantada correlación con el PIB.

15.4.2009.

### **BIBLIOGRAFÍA**

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2003). «Trends in euro area gross fixed capital formation», *Monthly Bulletin*, julio.  
— (2008). «Business investment in the euro area and the role of firms' financial positions», *Monthly Bulletin*, abril.  
BANCO DE INGLATERRA (2007). «Understanding investment better: insights from recent research», *Quarterly Bulletin*, Q2.  
CEPR (2003). *Business cycle dating committee of the Centre for Economic Policy Research*.  
COMISIÓN EUROPEA (2001). «Determinants and benefits of investment in the euro area», *The European Economy Review*, cap. 3.  
— (2007). *Reglamento n.º1392/2007, del Parlamento Europeo*.  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32007R1392:EN:NOT>.  
GOLDMAN SACHS (2008). «Rationalising strong Euroland investment», *European Weekly Analyst*, julio.

- GÓMEZ, V. (1999). *Program TRACE (Trend And Cycle Estimation). Instructions for the User*.
- (2001). «The use of Butterworth filters for trend and cycle estimation in economic time series», *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. XIX, pp. 365-377.
- HAMILTON, J. D. (1994). *Time series analysis*, Princeton University Press.
- HARDING, D., y A. PAGAN (1999). *Dissecting the cycle*, The University of Melbourne, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research, Documento de Trabajo n.º 13/99.

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2009

## **Introducción**

La caída de la demanda global, que arrastró a la baja el precio de las materias primas, y el impacto de la restricción financiera, que se extendió a las economías emergentes a partir de mediados de septiembre, se han traducido en un brusco frenazo en el crecimiento de las economías de América Latina, interrumpiendo uno de los períodos expansivos más duraderos en su historia reciente (2002-2008). Así, con un significativo grado de sincronización, la actividad en la mayor parte de las economías latinoamericanas registró en el cuarto trimestre tasas trimestrales negativas, que dieron lugar a una reducción del crecimiento interanual desde el 5% del tercer trimestre hasta el 1% (véase cuadro 1). En el conjunto de 2008, el crecimiento del PIB fue de un 4,2%, una tasa que, siendo la más baja de los últimos cuatro años, refleja el importante dinamismo del que disfrutó la economía latinoamericana durante los tres primeros trimestres del año. Sin embargo, resulta más representativa del pulso económico actual la convergencia de las previsiones de crecimiento para 2009 hacia tasas negativas, lo que implica una revisión a la baja de más de 4 puntos porcentuales (pp) respecto a las previsiones que se barajaban hace tan solo seis meses (véase gráfico 1). Este ajuste no es muy diferente del experimentado por el resto de áreas emergentes (similar al de Asia sin China e India, y algo menor que el de Europa del Este), pero, visto en perspectiva, contrasta con la resistencia mostrada por la actividad en Latinoamérica durante el primer año de la turbulencia financiera global.

En este contexto, las políticas económicas han reaccionado con prontitud al deterioro de la situación económica, con la doble finalidad de mitigar los efectos negativos sobre la actividad derivados de la restricción crediticia (aspecto al que se dedica el recuadro 1) y de apurar los márgenes de respuesta anticíclica. Cabe resaltar que la mayoría de los países partía de una favorable situación económica y financiera, resultado no solo del entorno exterior, sino también de los esfuerzos de estabilización macroeconómica de los últimos años. Esta buena posición inicial ha permitido que las políticas económicas tuvieran capacidad de respuesta, pese a las dificultades del contexto global, lo que supone un notable contraste respecto a situaciones similares del pasado. La flexibilidad cambiaria, el cuantioso volumen de reservas, la mejoría de la posición fiscal y la reducción de las vulnerabilidades financieras han sido los puntos de apoyo clave que han otorgado el mayor margen de maniobra. Aunque la respuesta de política económica no ha sido suficiente para evitar un profundo ajuste real y financiero —similar al del resto de economías—, puede argumentarse que sí ha permitido mitigar su efecto.

Es preciso señalar, en cualquier caso, que los canales a través de los que la crisis se ha transmitido a los distintos países difieren en su importancia relativa, y que la capacidad de maniobra no ha sido igual en todos ellos. Ambas circunstancias ayudan a explicar tanto las sensibles diferencias en cuanto a la magnitud de la respuesta de política fiscal como la creciente convergencia en el ámbito de la política monetaria, como se analiza en la sección 4. De hecho, la reducción de las vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años ha facilitado en muchos países —aunque no en todos— una utilización más flexible del tipo de cambio como primer elemento de absorción del *shock* exterior, eliminando lo que fue una importante restricción para la política monetaria en el pasado y permitiendo que esta haya llevado el peso de buena parte de las políticas anticíclicas en este período (véase gráfico 1). En cambio, es posible que la respuesta de política fiscal (véase recuadro 2) se haya visto limitada por dos tipos de restricciones: por un lado, el descenso de los ingresos y la caída del superávit primario en algunos países y, por otro, la restricción financiera exterior, agudizada por la aversión al riesgo, y que en el medio plazo puede

	2006	2007	2008	2007				2008				Marzo
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	5,6	5,7	4,2	5,2	5,5	5,7	6,3	5,2	5,5	5,0	1,0	
Argentina	8,5	8,7	7,0	8,0	8,6	8,8	9,1	8,5	7,8	6,9	4,9	
Brasil	3,7	5,4	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2	6,1	6,2	6,8	1,3	
México	4,9	3,2	1,3	2,5	2,6	3,4	4,2	2,6	2,9	1,7	-1,6	
Chile	4,6	4,7	3,2	5,9	5,5	3,6	3,8	3,4	4,6	4,6	0,2	
Colombia	6,9	7,5	2,5	8,5	8,0	6,5	8,0	4,1	3,9	2,9	-0,7	
Venezuela	10,3	8,4	4,8	8,8	7,6	8,6	8,5	5,0	7,3	4,1	3,2	
Perú	7,6	9,0	9,8	8,8	8,1	8,9	9,8	10,3	11,7	10,7	6,7	
Uruguay	7,0	7,8	12,1	6,6	3,9	9,6	9,5	9,8	16,0	13,2	9,5	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	5,2	5,4	7,9	4,9	5,3	5,4	5,9	6,6	7,7	8,5	8,5	7,4
Argentina	10,9	8,8	8,6	9,5	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	8,9	7,8	6,3
Brasil	4,2	3,6	5,7	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,3	6,2	5,6
México	3,6	4,0	5,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5	6,2	6,0
Chile	3,4	4,4	8,7	2,7	2,9	4,8	7,2	8,0	8,9	9,3	8,6	5,0
Colombia	4,3	5,5	7,0	5,2	6,2	5,3	5,4	6,1	6,4	7,7	7,8	6,1
Venezuela	13,6	18,8	31,4	19,0	19,5	16,2	20,0	26,3	31,0	34,6	33,4	28,5
Perú	2,0	1,8	5,8	0,4	0,8	2,4	3,5	4,8	5,5	6,1	6,6	4,8
Uruguay	6,4	8,1	7,9	7,0	8,1	8,7	8,6	7,7	7,6	7,6	8,6	7,5
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (b)</b>												
América Latina (a)	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	
Argentina	1,8	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7	1,1	1,5	1,6	1,9	1,4	
Brasil	-2,9	-2,2	-1,6	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2	-1,6	-1,8	-1,3	-1,6	
México	0,1	0,0	-0,1	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1	
Chile	8,0	8,7	5,0	7,9	8,6	8,7	8,7	9,2	7,2	6,1	5,0	
Colombia	-3,7	-3,3	-1,7	-3,2	-2,1	-2,4	-2,8	-2,2	-2,5	-2,4	-1,7	
Venezuela	0,0	3,0	—	-1,3	1,2	0,9	3,0	—	—	—	—	
Perú	1,4	1,1	2,2	1,5	1,2	1,7	1,8	2,3	3,1	2,1	2,2	
Uruguay	-0,6	-0,3	-1,5	-0,8	0,5	1,0	0,0	1,1	-0,3	-1,1	-1,5	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	39,1	33,7	29,9	38,1	37,4	33,9	33,7	31,7	31,0	29,6	29,9	
Argentina	64,2	55,5	44,6	61,5	59,1	55,8	55,5	52,4	50,5	46,0	44,6	
Brasil	44,7	42,7	35,8	44,7	43,9	43,2	42,7	40,8	40,1	37,8	35,8	
México	23,2	21,1	24,5	23,3	23,9	21,2	21,1	21,0	20,7	20,8	24,5	
Chile	5,3	4,1	5,2	5,2	5,1	4,4	4,1	3,6	3,9	4,5	5,2	
Colombia	44,8	32,9	33,4	42,7	42,2	35,6	32,9	32,6	32,5	32,7	33,4	
Venezuela	41,9	22,7	13,5	31,7	29,9	21,2	22,7	20,9	13,6	12,6	13,5	
Perú	32,7	29,7	24,1	30,8	29,6	31,4	29,7	27,6	25,3	23,9	24,1	
Uruguay	70,9	70,5	57,8	62,6	67,6	68,7	70,6	70,1	68,1	62,5	57,5	
<b>BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (b)</b>												
América Latina (a)	2,0	0,8	-0,4	1,7	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	-0,4	
Argentina	3,6	2,7	2,3	3,5	3,3	2,8	2,7	2,8	2,0	2,8	2,3	
Brasil	1,3	0,1	-1,8	1,1	1,1	0,6	0,1	-0,6	-1,1	-1,5	-1,8	
México	-0,2	-0,6	-1,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-1,4	
Chile	4,7	4,4	-2,0	5,9	5,7	5,0	4,4	3,1	1,9	0,0	-2,0	
Colombia	-1,8	-2,8	-2,8	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,2	-2,1	-2,1	-2,8	
Venezuela	14,7	8,8	14,3	12,0	10,0	8,8	8,8	11,5	14,7	17,8	14,3	
Perú	3,0	1,4	-3,3	3,2	3,0	2,1	1,4	0,3	-1,2	-2,2	-3,3	
Uruguay	-2,0	-0,3	-3,9	-1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-0,3	-3,2	-3,3	-3,9	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	22,4	21,6	—	22,8	22,9	22,4	21,6	19,9	19,1	18,3	—	
Argentina	47,5	47,3	39,1	50,6	50,8	49,2	47,6	46,6	44,6	40,7	39,1	
Brasil	16,1	14,7	—	16,4	16,4	15,9	14,7	14,1	13,3	12,8	—	
México	13,4	12,6	—	13,8	13,3	11,5	11,0	12,1	11,6	11,3	—	
Chile	32,0	34,0	37,6	32,3	33,0	33,9	34,0	33,4	35,1	37,5	37,6	
Colombia	29,5	26,0	—	24,9	25,5	25,3	25,9	18,9	19,0	19,1	—	
Venezuela	26,9	24,4	—	25,0	24,3	24,1	24,4	25,0	23,9	21,3	19,6	
Perú	28,2	28,7	27,1	28,9	29,5	29,7	29,8	31,6	30,1	28,2	27,1	
Uruguay	54,6	52,8	—	50,3	54,7	55,2	52,8	51,2	47,7	43,9	—	

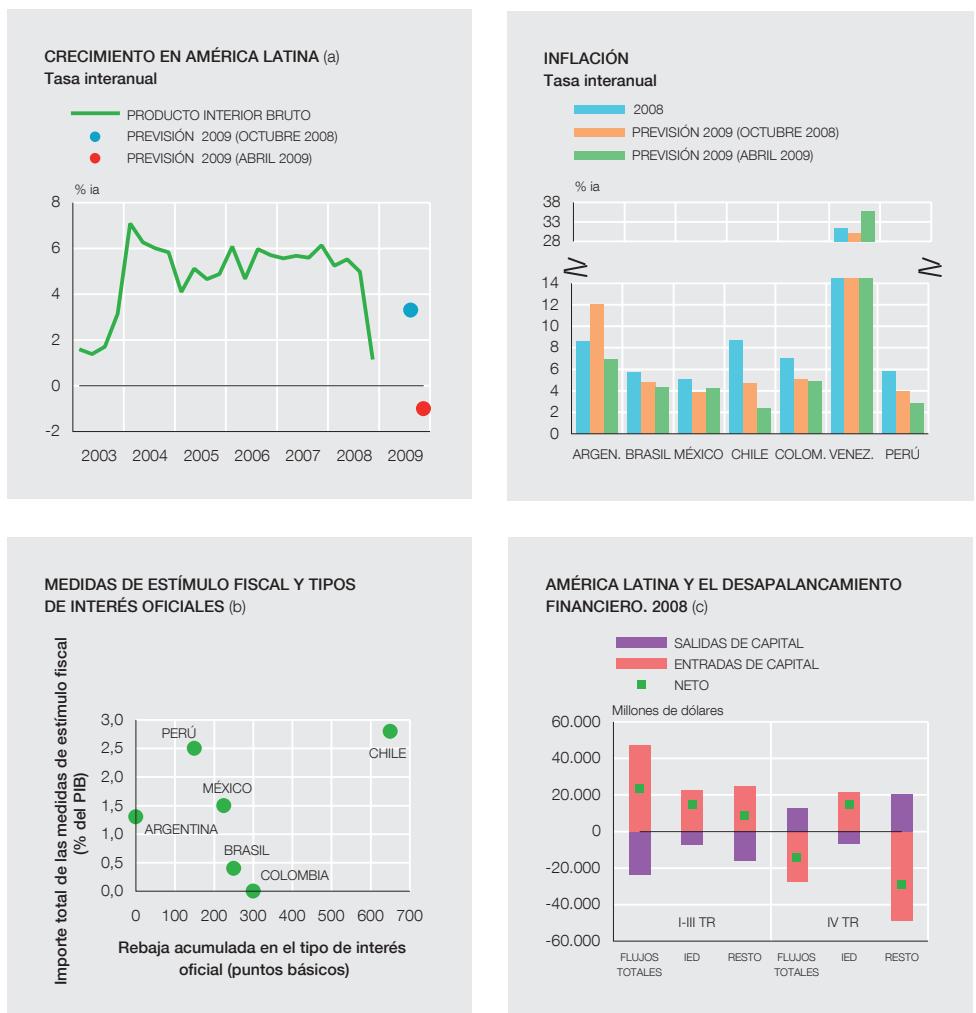
FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Media móvil de cuatro trimestres.

**AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO E INFLACIÓN**  
Variación interanual

GRÁFICO 1



FUENTES: Estadísticas nacionales, G 20, Consensus Forecast, Datastream y Banco de España.

- a. Siete mayores economías.  
b. Datos obtenidos del G 20 para Argentina, Brasil y México, y de estadísticas nacionales para el resto.  
c. Entradas positivas, signo +. Salidas positivas, signo -.

mantenerse por el aumento de las emisiones de bonos —públicos o con garantía pública— en los países avanzados.

La inflación, que fue preocupación constante en la primera mitad de 2008, ha pasado a un segundo plano en los últimos seis meses, ya que la debilidad de la demanda y la caída de los precios de las materias primas han empezado a incidir —lentamente— en su moderación y, más importante aún, en la de las expectativas (véase gráfico 1). Sin embargo, debe resaltarse que los precios de consumo (que crecieron un 7,4% interanual en el conjunto de la región en marzo de 2009) siguen mostrando una notable resistencia a la baja, mayor que en otras economías avanzadas y emergentes, y que la depreciación de los tipos de cambio desde septiembre puede ralentizar el proceso de moderación de las tasas de inflación.

En conclusión, ni la reducción de las vulnerabilidades financieras ni las limitadas necesidades de financiación neta han blindado suficientemente a las economías latinoamericanas de los

La crisis financiera originada en Estados Unidos impactó en América Latina tras unos años de condiciones externas extraordinariamente favorables, en los que se recibieron importantes flujos financieros del resto del mundo. En este recuadro se analizan los canales de transmisión de la crisis hacia América Latina y las respuestas de política económica adoptadas<sup>1</sup>.

Tras un primer año en el que la turbulencia financiera tuvo un impacto limitado en América Latina, la crisis financiera internacional desatada a mediados de septiembre se hizo sentir con gran intensidad, a través del inicio de un agudo proceso de desapalancamiento. Este proceso afectó, en primera instancia y de manera particularmente virulenta, a los países con mayor grado de integración financiera, como Chile, México y, especialmente, Brasil. Tal y como se observa en el gráfico 1, en Brasil la retirada de capitales extranjeros de corto plazo desde octubre alcanzó los 32 mm de dólares. En México, esta ascendió a 8,1 mm. Todo ello provocó una depreciación de los tipos de cambio en estos países en torno al 40% frente al dólar, desde su nivel más apreciado de 2008. Por su parte, en Argentina la tendencia a la depreciación del tipo de cambio fue más moderada, pero se acentuó la salida de capitales por parte del sector privado no financiero (casi 9 mm de dólares en el segundo semestre de 2008), observándose al mismo tiempo un aumento en la fracción de depósitos en dólares hasta cerca del 19% del total, frente al 14% que suponía a principios de septiembre.

Así, como consecuencia del proceso de desapalancamiento y de la práctica paralización de mercados de financiación habituales (líneas

de crédito del exterior, swap de divisas), se produjo, principalmente entre los meses de octubre y noviembre, un sensible encarecimiento de la financiación en dólares para los intermediarios financieros locales y una importante restricción del crédito en esta moneda —con un particular impacto en la financiación al comercio—. Los efectos de esta restricción se vieron agravados por el habitual aumento de la preferencia por el dólar como moneda refugio por parte del público, al que en esta ocasión se sumaron elementos específicos, como la reversión de operaciones en derivados de cambio de algunas empresas no financieras, que experimentaron fuertes pérdidas (México, Brasil), o la incertidumbre sobre la capacidad de los bancos locales de refinanciar sus líneas de crédito del exterior (Chile, México).

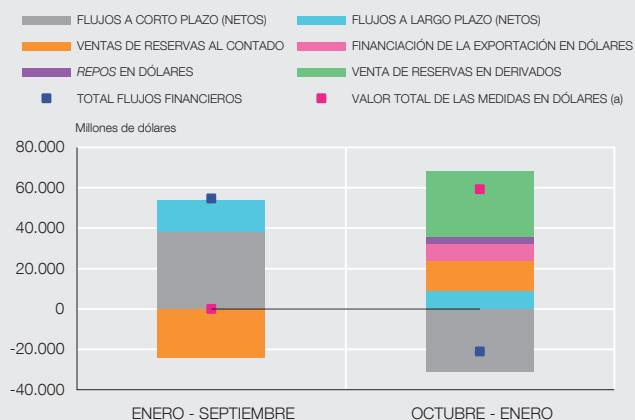
En esta situación, los bancos centrales tomaron un amplio abanico de medidas, orientadas principalmente a los siguientes objetivos: moderar el ritmo de depreciación de los tipos de cambio, atenuar las tensiones de liquidez y la restricción crediticia en dólares, y contrarrestar el endurecimiento de las condiciones de financiación en moneda local.

Así, con el fin de mitigar la volatilidad de los tipos de cambio, la mayoría de los bancos centrales intervino con venta de reservas. En Brasil y México, estas alcanzaron los 15 mm y 19 mm de dólares, respectivamente, en el mercado al contado, mientras que las intervenciones mediante swaps de tipo de cambio en Brasil alcanzaron los 32 mm de dólares (véase gráfico 2). Un mayor esfuerzo relativo en sostener la divisa se constató en Perú, donde el grado de flexibilidad cambiaria está limitado por la elevada dolarización financiera.

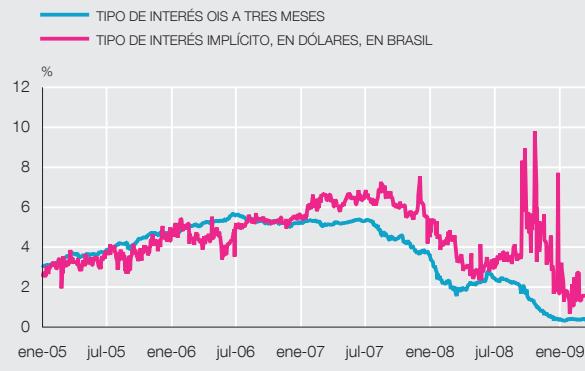
Las medidas para aumentar la liquidez en dólares fueron particularmente importantes en Brasil, donde el banco central inyectó dólares en el mercado interbancario y realizó subastas de esta divisa para

1. Una amplia revisión de estas medidas por países puede encontrarse en *The reactions of Latin American and Caribbean governments to the international crisis: An overview of policy measures up to February 2009*, ECLAC, 2009.

#### 1 BRASIL: CRISIS FINANCIERA, FLUJOS FINANCIEROS Y RESERVAS



#### 2 TIPO DE INTERÉS, EN DÓLARES, EN BRASIL



FUENTES: Bloomberg y Banco Central de Brasil.

a. Valor total de las medidas incluye repos en dólares, financiación de la exportación en dólares, y ventas de reservas al contado y mediante derivados.

facilitar crédito al sector exportador y al sistema bancario. También se diseñó un mecanismo para facilitar la refinanciación de pasivos en moneda extranjera del sector corporativo por un importe de hasta 43 mm de dólares, que todavía no ha sido empleado. En otros países se estimuló la entrada de flujos financieros mediante la reducción de los coeficientes de caja en moneda extranjera (Perú) y la eliminación de los gravámenes sobre las entradas de flujos financieros (Colombia). También en Argentina y Chile los bancos centrales concedieron préstamos en dólares a los bancos comerciales para facilitar la financiación al comercio exterior.

En conjunto, las medidas de inyección de liquidez en dólares y las intervenciones en el mercado de cambios en apoyo de la divisa alcanzaron los 60 mm de dólares en Brasil, país que contaba con reservas superiores a 220 mm al inicio de la crisis, aunque de los recursos empleados menos de la mitad suponen pérdida de reservas, siendo el resto préstamos y ventas de derivados. Además, Brasil y México firmaron —y renovaron posteriormente— líneas de swaps en dólares con la Reserva Federal de Estados Unidos por importe de 30 mm de dólares cada una, a la que México ha accedido a finales de abril y podría utilizar para la financiación en dólares de los vencimientos de deuda del sector corporativo. Finalmente, el FMI anunció el establecimiento de una facilidad de provisión de liquidez en dólares a economías con buenos fundamentos (*Short-Term Liquidity Facility*, STLF), que no tuvo demanda, y que fue sustituida en abril de 2009 por la *Flexible Credit Line* (FCL). Esta facilidad ha sido diseñada para mitigar el estigma asociado a su demanda; al igual que la STLF, no incluye condicionalidad ex post, pero permite un acceso a mayores recursos y a plazos más largos, lo que la hace más atractiva para los solicitantes. México la ha solicitado, de modo preventivo, por un importe de 47 mm de dólares, y posteriormente también lo han hecho Polonia y Colombia.

Por último, en el ámbito de las medidas orientadas a aliviar las dificultades de financiación en moneda local, Brasil fue también el

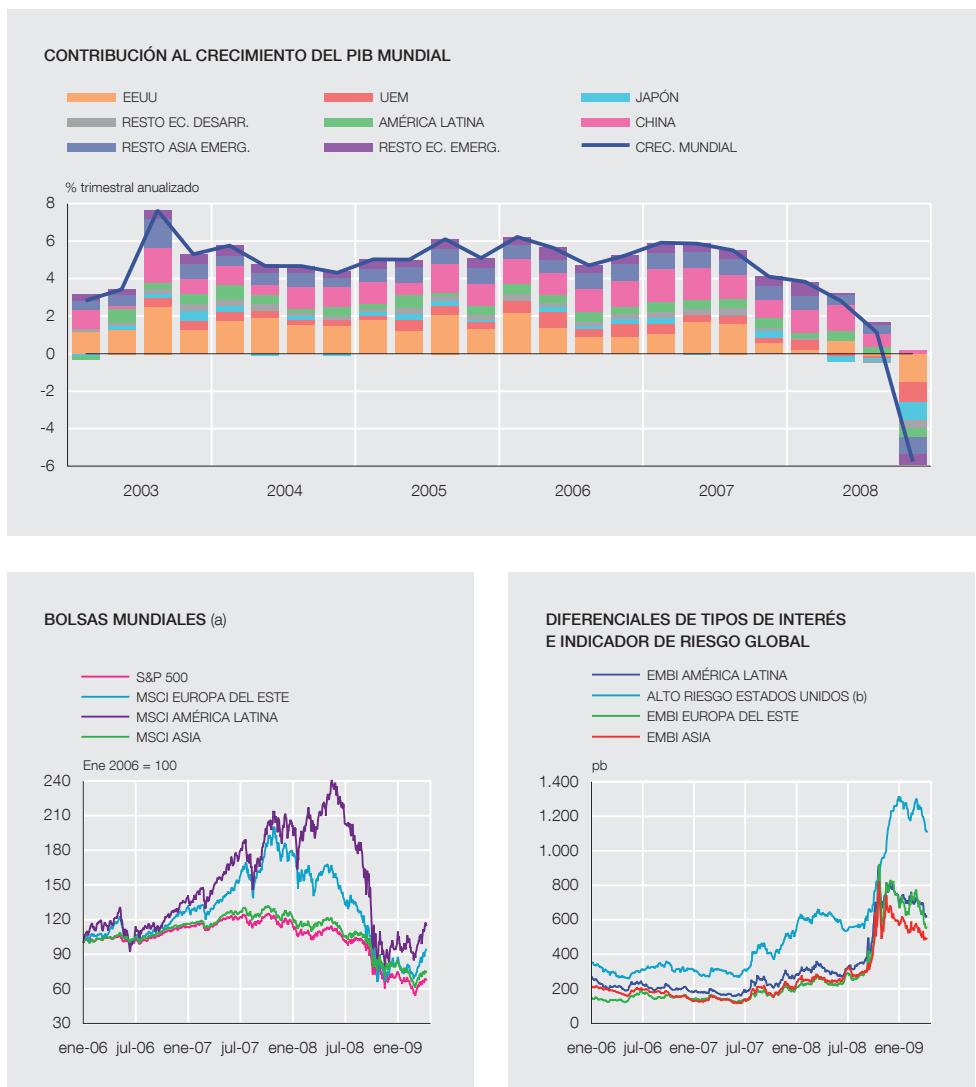
país más activo, dado que se percibía un riesgo de restricción crediticia más severo y existía un margen más amplio. Las reducciones de encajes bancarios han liberado en torno a un 40% de los recursos inmovilizados antes del inicio de la crisis, el equivalente a más del 15% de los depósitos del sistema bancario, y también se han realizado modificaciones del sistema de coeficientes de caja para facilitar la transmisión de liquidez en el interbancario. Las autoridades intentaron igualmente apoyar el crédito de manera más directa, mediante la inyección de 100 mm de reales (3% del PIB) en la banca de desarrollo pública, y la aprobación de una ley que permite la adquisición de bancos privados por parte de la banca pública. En Chile, el banco central permitió cubrir los coeficientes en dólares con moneda local. En Colombia se redujeron los encajes bancarios, y el efecto contractivo sobre la liquidez de la venta de reservas fue compensado por compras de deuda pública por parte del banco central, algo que también se produjo en Chile. Argentina, Venezuela y Perú redujeron, asimismo, los coeficientes de caja a fin de proporcionar una mayor liquidez al sistema bancario. En México se puso en marcha un programa de aumento de la liquidez a corto plazo mediante swaps de tipos de interés, recompras de bonos públicos y ampliación del colateral para acceder a la ventanilla del Banco de México.

Las medidas adoptadas han cumplido algunos de los objetivos para los que se diseñaron. De hecho, el uso de las reservas se ha demostrado efectivo para atender problemas específicos en la financiación al comercio exterior, la refinanciación de préstamos en moneda extranjera o proveer dólares al sistema financiero. Además, desde una perspectiva más amplia, la retracción de financiación externa no ha desembocado en una crisis financiera en la región, lo cual supone un logro importante. Sin embargo, la intervención pública no ha podido contrarrestar más que parcialmente el severo endurecimiento de las condiciones crediticias, y en algunos países no ha evitado una caída del crédito, que sigue agudizándose.

efectos de una crisis financiera internacional que ha implicado una fuerte reducción de la demanda externa, restricciones de crédito y caída generalizada de la confianza (véase gráfico 1). En este contexto, algunas de las dificultades tradicionales de la región en períodos de volatilidad financiera —como el acceso a la financiación externa— han reaparecido, y algunas vulnerabilidades latentes durante el período de bonanza —como la fragilidad estructural de las finanzas públicas— han aflorado de nuevo. Sin embargo, por el momento no se observan en ningún país problemas en el sistema financiero de la magnitud y la naturaleza de los experimentados en los países industrializados. La cuestión es si la respuesta de las políticas económicas será o no suficiente —y si queda margen— para conjurar el riesgo de crisis financiera. En este contexto, la ampliación del apoyo financiero bilateral y multilateral puede resultar un factor clave para el restablecimiento de la confianza.

### Evolución económica y financiera: entorno exterior

En los dos últimos trimestres de 2008 —especialmente, en el cuarto— y en el comienzo de 2009 se ha producido un rápido deterioro de la economía mundial, que ha entrado en una situación que puede caracterizarse como de recesión global. Así, tras el episodio de tensión



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

- a. Índices en dólares.  
b. Bono calificación B1.

extrema que se desencadenó en los mercados financieros internacionales a mediados de septiembre, la economía mundial registró un desplome de la actividad y del comercio de magnitud inédita, como resultado del impacto de la crisis financiera (véase gráfico 2). En Estados Unidos el PIB cayó un 6,3% en tasa trimestral anualizada, en Europa en torno a un 6% y en Japón casi un 13%. En los principales países emergentes se produjo igualmente una fuerte corrección de la actividad, aunque en ocasiones no tan intensa como en los industrializados. Incluso en China el crecimiento del cuarto trimestre fue muy inferior al de trimestres anteriores, y los indicadores de comercio exterior mostraron una importante contracción. En las economías asiáticas más abiertas al comercio, tanto las exportaciones como la producción industrial se desplomaron a tasas de dos dígitos, mientras que en Europa del Este el riesgo de una crisis financiera regional se incrementó, ante la magnitud de sus desequilibrios externos. En este contexto, las perspectivas de crecimiento se deterioraron globalmente, dando lugar a un fuerte descenso adicional de los precios de las materias primas desde octubre, de un 40% en el caso del crudo y de un 25% en el de los metales, siendo este un factor clave para América Latina.

El contexto exigió una decidida actuación de las políticas monetarias y fiscales, con importantes descensos en los tipos de interés oficiales en las principales economías desarrolladas y emergentes. La Reserva Federal bajó el tipo de interés oficial en tres ocasiones, desde el 2% al rango 0%-0,25%, moviéndose hacia un esquema de política monetaria no convencional, que supuso una expansión muy importante de su balance e, incluso, el anuncio de adquisición de hasta 300 mm de dólares de deuda pública de largo plazo, con el fin de favorecer el descenso de los tipos de interés; el BCE cambió el signo de su política y disminuyó en cinco ocasiones su tipo oficial, hasta el 1,5%, mientras que el Banco de Japón redujo su tipo oficial hasta el 0,10%. El movimiento de huida hacia la calidad hizo descender las rentabilidades a diez años en Estados Unidos hasta mínimos históricos del 2% a finales de 2008, aunque posteriormente se situaron en un rango entre el 2,5% y el 3%. La intensificación de la aversión por el riesgo y la búsqueda de la calidad tuvieron también reflejo en los mercados de cambios, como puso de manifiesto la clara tendencia a la apreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas de países emergentes y desarrollados, solo interrumpida de forma significativa en marzo. Cabe destacar, en este sentido, que la apreciación del dólar durante buena parte del período fue especialmente intensa frente a algunas de las principales divisas de Europa del Este (zloty polaco, forint húngaro, rublo ruso), pero también que divisas como el peso mexicano, el real brasileño o el won coreano registraran una depreciación de más del 30% desde la publicación de nuestro anterior «Informe semestral» en octubre.

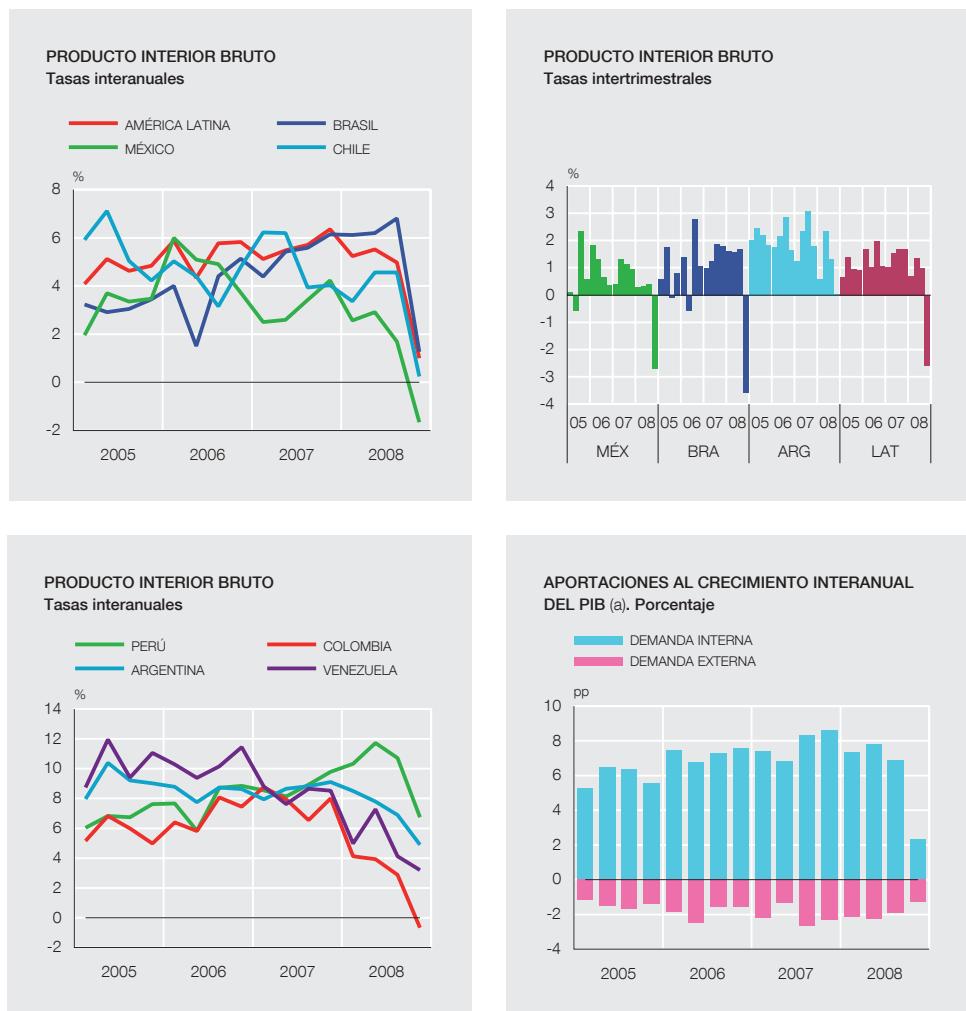
Aunque recientemente se ha producido una cierta estabilización, los mercados financieros continúan muy lejos de la normalización. Esta estabilización se ha debido, en gran medida, a la aplicación acelerada de medidas de apoyo en el ámbito de la provisión de liquidez, la recapitalización, la provisión de garantías públicas, y la compra de activos problemáticos, que han contribuido a mantener funciones básicas del sistema financiero, pero que no han restablecido la confianza de los agentes. En el caso de las economías emergentes, influyeron en la estabilización de los mercados los anuncios simultáneos a finales de octubre de una línea de provisión de liquidez en dólares por parte de la Reserva Federal a Brasil, México, Corea del Sur y Singapur, y el establecimiento de una facilidad de corto plazo sin condicionalidad por parte del FMI para los países con buenos fundamentos y políticas, sustituida posteriormente, en marzo, por una facilidad más flexible (véase recuadro 1). Los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han returnedo hacia niveles de 650 pb, tras alcanzar los 860 pb a finales de octubre, un máximo desde 2002, mientras que las bolsas oscilaron en torno a los mínimos, después del fortísimo descenso experimentado desde julio a octubre (véase gráfico 2). Por regiones, los EMBI se han situado en niveles muy parecidos en América Latina, Europa del Este y Asia, aunque la ampliación ha sido mayor en Europa del Este, donde también ha sido relativamente peor el comportamiento de las bolsas.

#### **Actividad y demanda**

Los datos de contabilidad nacional agregados para el conjunto de la región reflejan el fuerte impacto de la crisis en América Latina durante el cuarto trimestre de 2008, en el que la economía creció tan solo un 1% interanual, frente al 5% del tercer trimestre (véase gráfico 3). Hasta entonces, las turbulencias financieras y la notable desaceleración en los países desarrollados solo habían afectado de modo limitado a la región, aunque México y en menor medida Colombia, como países adelantados en el ciclo económico regional, ya habían experimentado una apreciable desaceleración en trimestres previos, que cabría atribuir fundamentalmente al tensionamiento de sus políticas monetarias y a la posterior caída de la demanda externa. Sin embargo, en el cuarto trimestre se observaron súbitamente y de forma sincronizada caídas intertrimestrales en prácticamente todos los países de la región (-2,6% en el agregado) (véase gráfico 3). Así, a finales de año Chile se situaba técnicamente en recesión según la definición de dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, y el resto (salvo

**PIB LATINOAMERICANO**  
Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales

GRÁFICO 3



FUENTE: Estadísticas nacionales.

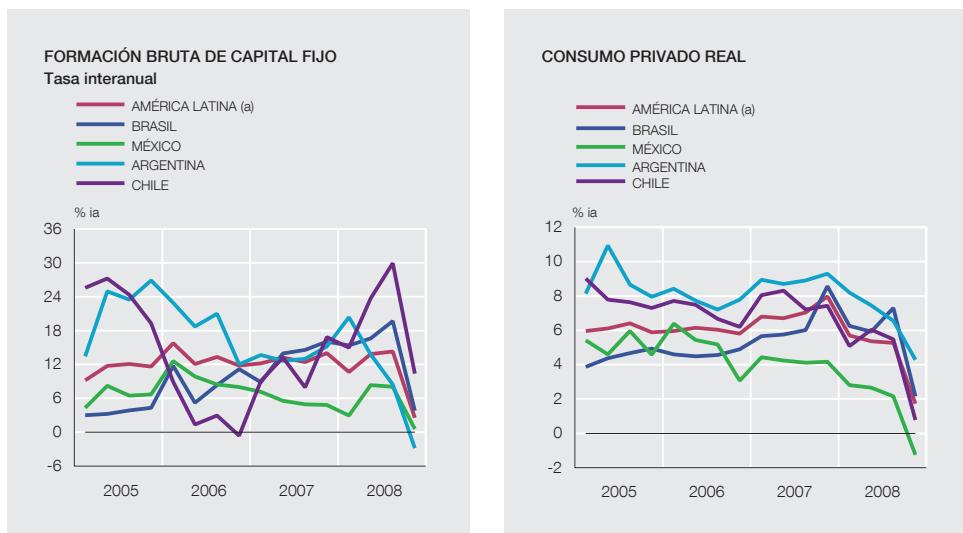
a. Agregado de las siete principales economías.

Perú), al borde de ella. Brasil, cuyo crecimiento explicaba hasta el tercer trimestre más de 2,5 pp del crecimiento interanual en el conjunto de la región, redujo su aportación hasta tan solo 0,5 pp, mientras que México detraía esos mismos 0,5 pp. Así, el muy moderado crecimiento interanual de la región en el último trimestre se basó en la aportación de Argentina, Perú y Venezuela.

Durante el primer año de turbulencias, América Latina mostró una notable resistencia, que hubo cierto consenso en justificar sobre la base de unos términos de intercambio muy positivos, la reducción de vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años y una relativa independencia de la financiación exterior, aspectos que guardan una cierta relación entre sí. Si esta resistencia fue, hasta cierto punto, inesperada, también lo ha sido la brusquedad del ajuste actual, que en algunos países (Brasil, Perú) ha llegado a suponer una caída del crecimiento del PIB entre cuatro y cinco puntos, en tasa interanual, en tan solo un trimestre, y todavía mayor en la demanda interna. Todo ello lleva a pensar que, aunque posiblemente fue el canal real de transmisión de la crisis el dominante desde el comienzo de la turbulencia en la mayoría de los países (entre ellos, Argentina, Chile, México, Perú o Colombia), su efecto fue lento y tardó en filtrarse al crecimiento —en algunos casos, todo un año—, debido a la solidez

**CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN**  
Tasas interanuales

GRÁFICO 4



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

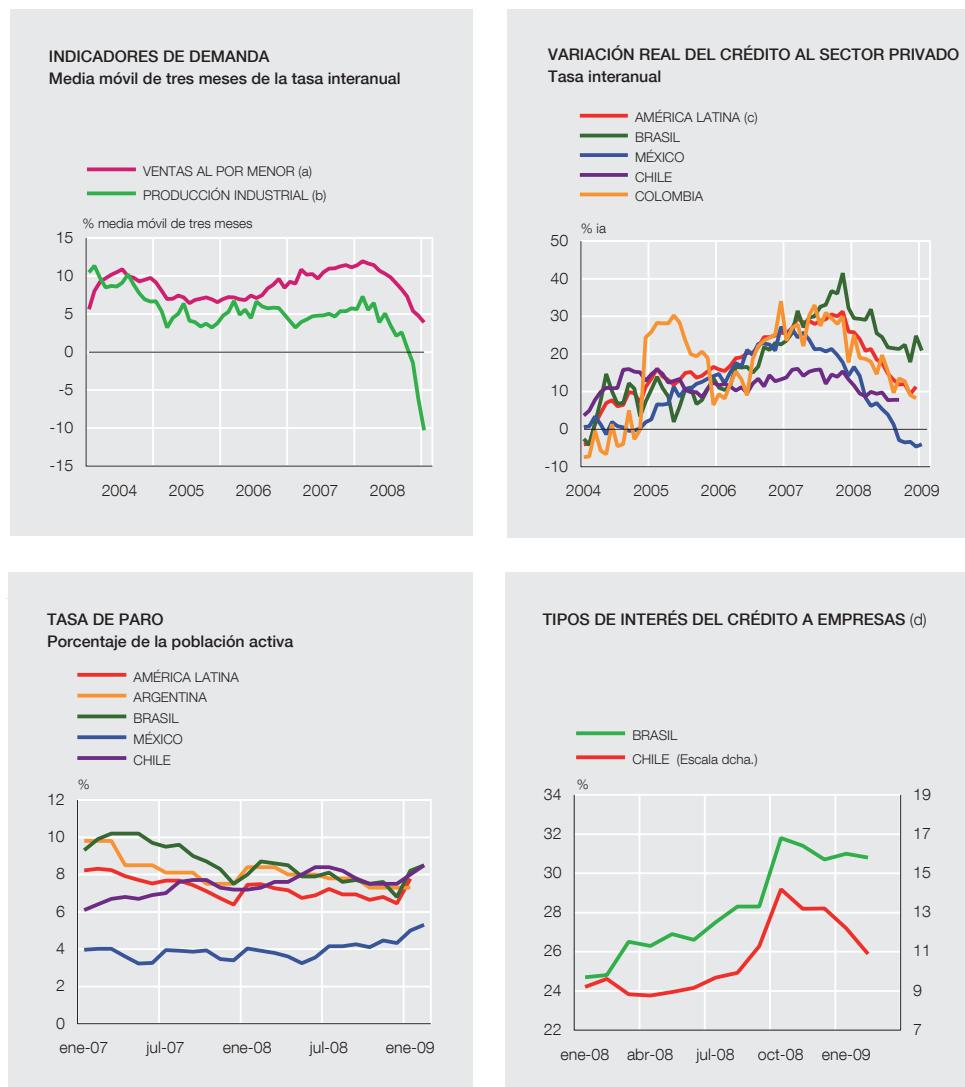
y a la inercia de la demanda interna. Sin embargo, desde septiembre, el agravamiento drástico de la coyuntura internacional, la interacción del canal de transmisión financiero, a través de la restricción crediticia, con el canal real —en particular, el desplome de la demanda externa y de los precios de las materias primas— y los efectos confianza, han tenido como resultado un impacto mucho más inmediato y virulento en la actividad en tan solo un trimestre que en todo el año previo. Resulta ilustrativa en este sentido la composición del crecimiento del PIB en la región en el cuarto trimestre, donde el ajuste de la demanda interna es de tal magnitud que esta consigue explicar tan solo 2,2 pp del crecimiento interanual, frente a los casi 7 pp que explicaba en el tercer trimestre (véase gráfico 3). La demanda externa corrigió moderadamente su aportación negativa al crecimiento por la desaceleración de las importaciones (del 14,5% en el tercer trimestre al 2% en el cuarto), a pesar de la fuerte caída de las exportaciones (-6,2% interanual), lo que es una muestra más de la intensidad del ajuste.

Por componentes, el mayor ajuste se produjo en la formación bruta de capital (que creció un 2,6% interanual, frente al 14,3% en el tercer trimestre), el componente más cíclico y que habitualmente se ve afectado de forma más directa por los cambios en la disponibilidad y coste de financiación, además de la caída del precio de las materias primas, que, en el caso de América Latina, están ligadas a una parte importante de la inversión industrial (véase gráfico 4). Esta ralentización de la inversión fue generalizada en la región, pero especialmente pronunciada en las grandes economías de América del Sur (Argentina, Brasil, Chile), donde este componente de la demanda había sido más dinámico en los últimos años. Con todo, quizás el aspecto más destacado de la coyuntura es la fuerte desaceleración observada en el consumo privado (que aumentó un 1,7% interanual, frente al 5,3% en el tercer trimestre), que se evidencia especialmente en México —con tasas negativas—, Brasil y Chile. El incipiente deterioro de los indicadores del mercado de trabajo —sobre todo, en Brasil y México—, la debilidad de los flujos de remesas, el cambio en el ciclo del crédito, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y, en definitiva, el desplome de la confianza sustentaría unas perspectivas desfavorables para el consumo. De hecho, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una posible intensificación de la desaceleración en el primer trimestre de 2009: la producción industrial caía a tasas del 10% en media móvil trimestral en enero, la mayor caída

## INDICADORES DE DEMANDA, CRÉDITO Y EMPLEO

GRÁFICO 5

Tasas interanuales, media móvil de tres meses de la tasa interanual y porcentaje



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Ocho mayores economías.

c. Siete mayores economías.

d. Brasil: tipos de operaciones de crédito a personas jurídicas. Chile: tipos de créditos comerciales.

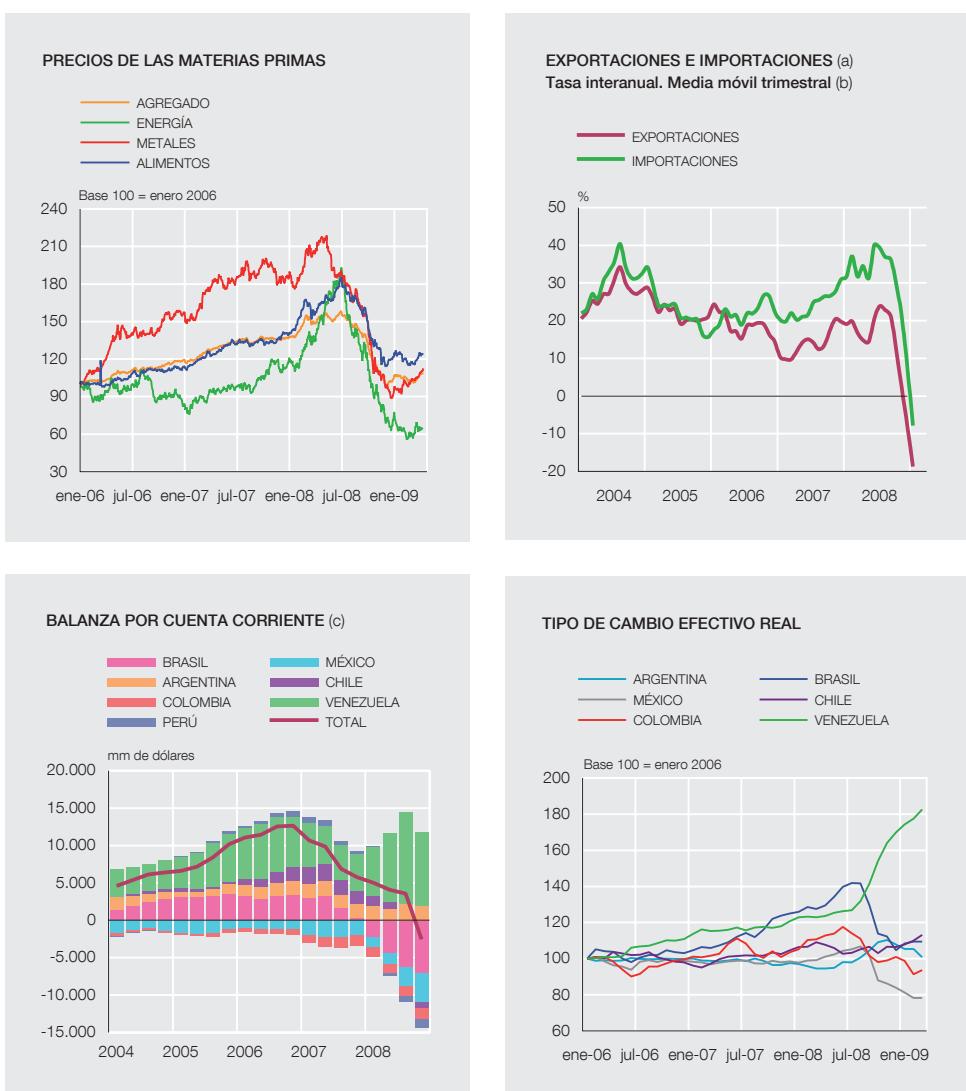
desde 2002, mientras que las ventas al por menor se están desacelerando fuertemente y los ingresos fiscales crecen menos de lo esperado (véase gráfico 5).

Esto significa que los factores que a priori podrían ayudar a contrarrestar la debilidad de la demanda interna (el descenso esperado en las tasas de inflación, el recorte de los tipos de interés oficiales, el restablecimiento del crédito gracias al apoyo público y el tono expansivo de las políticas fiscales) no parecen, por el momento, ser suficientes. De hecho, los tipos de interés del crédito se han elevado en muchos países (incorporando primas de riesgo más elevadas), el crédito al sector privado se está desacelerando y los nuevos créditos siguen cayendo en los países para los que se dispone de datos (véase gráfico 5).

Un elemento particularmente destacado para explicar este deterioro del panorama económico es el hundimiento en paralelo de las importaciones y las exportaciones en la segunda mitad

**CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES**  
Tasas de variación interanual, índices y miles de millones de dólares

GRÁFICO 6



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.

del año, que cabe explicar, en parte, por la caída del precio de las materias primas desde el mes de julio (en torno a un 60%) y por el elevado componente de reciclaje de importaciones en las exportaciones de varios países (Méjico, entre otros). Así, las importaciones, que en media de la región llegaron a crecer a tasas cercanas al 40% en el primer semestre de 2008, se han situado en tasas negativas superiores al 10%, mientras que las exportaciones han pasado de crecer un 25% a caer un -20% (véase gráfico 6), tasas que recuerdan, por orden de magnitud, la desaceleración del comercio exterior en áreas comercialmente más abiertas, como Asia emergente. De este modo, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento, pero solo moderadamente; tan solo en países como Venezuela (muy afectada por la caída del precio del petróleo y más dependiente de las importaciones) y Argentina se amplió la contribución negativa al crecimiento del sector exterior. En este contexto, ha desaparecido el superávit corriente en el conjunto de la región, tras la tendencia a la reducción desde el pico alcanzado hace dos años. En el gráfico 6 se observa que la posición exterior de todos los países es deficitaria, salvo la de Argentina y Venezuela.

## **Mercados financieros y financiación exterior**

La crisis financiera global de mediados de septiembre supuso un punto de inflexión clave en la evolución de los mercados financieros de la región. Aunque desde los meses de verano había tenido lugar una importante corrección en las bolsas y los mercados de renta fija, como consecuencia de la salida de flujos de inversión de cartera, en los meses de octubre y noviembre se añade al panorama la práctica paralización de los flujos bancarios y de los mercados de financiación habituales, un importante encarecimiento de la financiación bancaria y no bancaria, y un intenso aumento de la preferencia por el dólar. Como se observa en el gráfico 1, en el cuarto trimestre se produjo una brusca reversión de los flujos brutos de entrada en las cuatro principales economías de la región (que en los tres primeros trimestres de 2008 habían sido de más de 40 mm de dólares en media). Estos se convierten en salidas de capital de casi 30 mm, a pesar del comportamiento más positivo y anticíclico de la inversión extranjera directa, que compensa en parte la retracción de los «otros flujos» (en torno a 50 mm de dólares).

En este contexto, los tipos de cambio de los países con mayor grado de integración financiera (Brasil, México y Chile) acumularon una depreciación próxima al 40% respecto al punto más apreciado en 2008 (véase gráfico 7). Sin embargo, su evolución reciente refleja tendencias diferenciadas ya que el tipo de cambio del real brasileño ha tendido a estabilizarse, apoyado por la venta de reservas del banco central; el peso chileno se ha apreciado (un 10% desde mediados de octubre) y, sin embargo, el peso mexicano describió un movimiento de ida y vuelta, depreciándose hasta mediados de marzo (un 10%) y recuperándose desde entonces. El movimiento de depreciación estuvo relacionado con la vulnerabilidad percibida en la economía mexicana por sus vínculos con Estados Unidos y las dudas sobre la capacidad de financiación del déficit corriente, que se vieron mitigadas a partir de marzo por el acceso a la nueva línea de financiación del FMI y a la línea de swap con la Reserva Federal. Por su parte, el peso argentino, cuyo tipo de cambio se había mantenido muy estable desde el inicio de las turbulencias, tendió a depreciarse gradualmente desde octubre y acumula una depreciación de un 12%. La reciente depreciación de los tipos de cambio, medida en términos efectivos reales (véase gráfico 6), muestra una corrección relativamente generalizada de la fuerte apreciación acumulada en los años anteriores, salvo en el caso del bolívar venezolano. En el caso del peso mexicano, se observa una significativa depreciación respecto a los niveles de los tres últimos años.

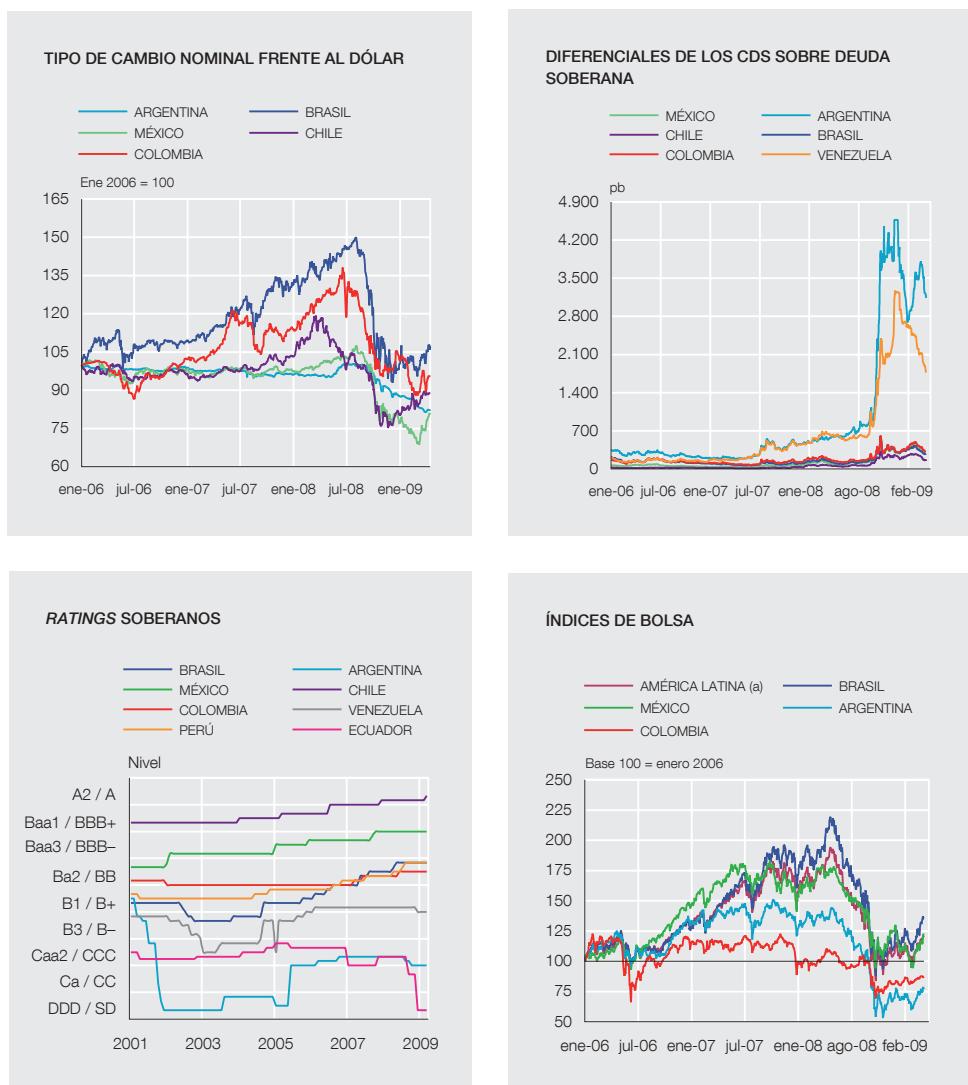
Por su parte, los diferenciales soberanos y las primas implícitas en los CDS, tras ampliarse muy sustancialmente entre mediados de septiembre y mediados de octubre, han seguido una evolución dispar por grupos de países, lo que pone de manifiesto una cierta discriminación de riesgos por parte del mercado. Así, los diferenciales soberanos y CDS de Argentina y Venezuela han seguido ampliándose hasta situarse en máximos, descontando una probabilidad de impago elevada. En el resto de los países, aunque las primas de los CDS se mantienen amplias, se ha producido un cierto estrechamiento respecto a los niveles alcanzados después de la quiebra de Lehman Brothers, situándose en el entorno de los 300 pb en Brasil, México, Perú y Colombia, y más próximos a los 200 pb en Chile, país cuya solvencia se ha reconocido con una nueva subida del *rating* en marzo. Argentina, Venezuela y Ecuador, en cambio, experimentaron rebajas en sus *ratings* en este período (véase gráfico 7).

Finalmente, las bolsas han tendido a estabilizarse y a recuperarse prácticamente desde finales de octubre, tras las intensas caídas (en torno al 40%) registradas en los meses previos. De este modo, aunque la volatilidad ha sido muy marcada, los principales mercados recuperan desde octubre en torno a un 15% en los casos de Brasil y Chile, pero también en los de Venezuela o Perú. La bolsa argentina, y las de Colombia y México se han mantenido en niveles más parecidos a los de octubre.

En este contexto, se estima que en 2009 la reducción de los flujos de capital a América Latina podría ser muy intensa: aproximadamente, un tercio de los flujos netos recibidos en

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO  
(CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TIPO DE CAMBIO  
FRENTE AL DÓLAR Y RATINGS SOBERANOS**  
Puntos básicos, índices y nivel

GRÁFICO 7



FUENTE: Datastream.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

2008 y ocho veces menos que en 2007, incluyendo un importante descenso en la inversión extranjera directa, habitualmente considerada la fuente de financiación más estable (véase gráfico 8). Las emisiones soberanas y corporativas registraron un importante descenso en el segundo semestre de 2008 y en el comienzo de 2009. Sin embargo, un aspecto positivo es que emisores como Brasil, México, Perú o Colombia han mantenido el acceso a los mercados internacionales en este período, y podrían haber prefinanciado ya sus necesidades de 2009 (y parte de 2010 en algunos casos). La percepción de mayor riesgo de refinanciación se ha centrado en los emisores del sector privado, cuyos importantes vencimientos en dólares este año (véase gráfico 8) podrían tener que renovarse, en parte, en los mercados de deuda locales, habitualmente más estrechos, o recurriendo al crédito bancario. En todo caso, este riesgo de refinanciación se estima algo menor que en otras regiones emergentes y podría verse mitigado, en parte, por los apoyos financieros multilaterales (BID, FMI y BM) y bilaterales.

**FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y REFINACIACIÓN**  
Miles de millones de dólares y porcentaje

GRÁFICO 8



FUENTES: JP Morgan, FMI (GFSR) y estadísticas nacionales.

a. 2009: Estimación.

b. Estimaciones del FMI de deuda pública y privada a corto plazo emitida en 2008 y amortizaciones de deuda a largo plazo en 2009.

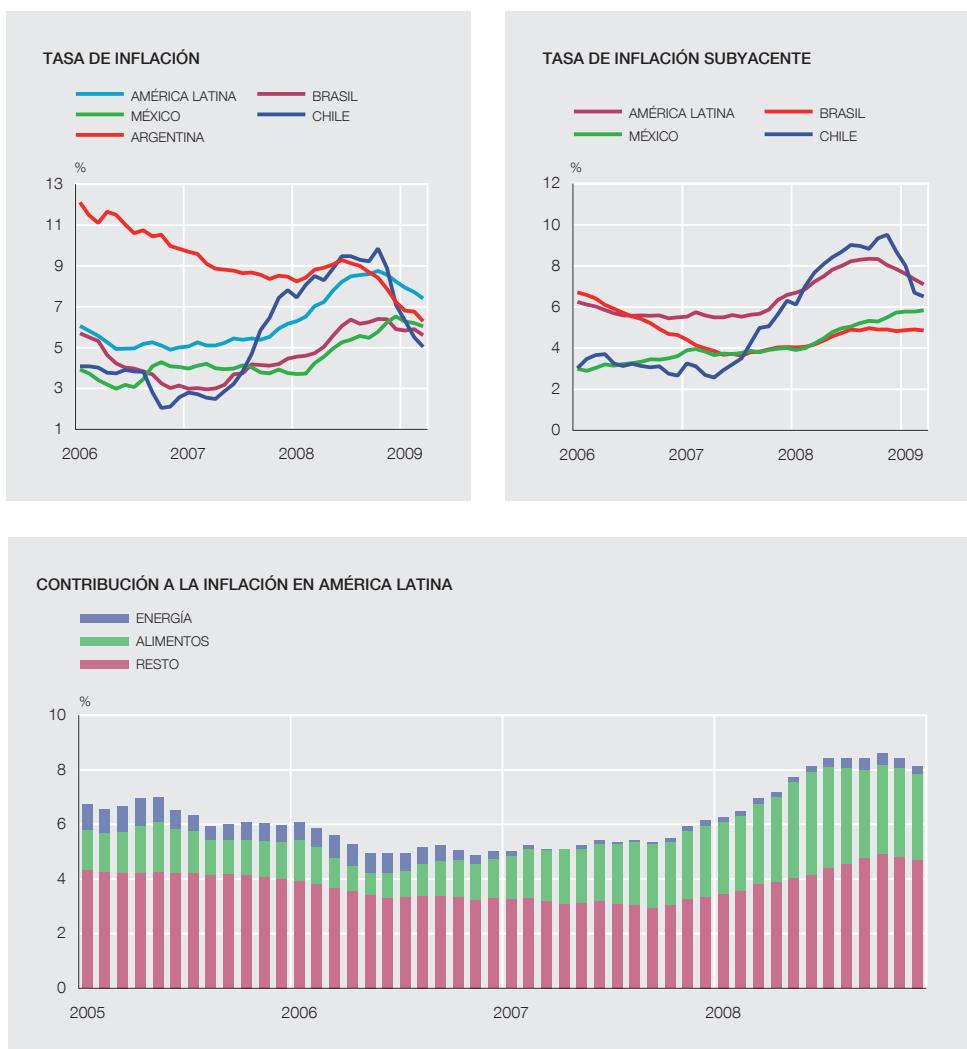
**Precios y políticas macroeconómicas**

Tras el importante aumento que experimentaron las tasas de inflación oficial y subyacente desde comienzos de 2007, y que se prolongó hasta bien avanzado el año 2008 (hasta un máximo del 8,8% interanual en octubre en el agregado regional), ambos índices han empezado a ceder en los últimos meses (7,4% en marzo), aunque solo moderadamente y con importantes diferencias por países (véase gráfico 9). Así, cabe destacar la sensible reducción mostrada por las tasas de inflación en Chile: más de cuatro puntos desde octubre de 2008, hasta el 5% interanual en marzo, tras cinco meses de registros mensuales negativos. En el extremo opuesto, destaca la resistencia a la baja mostrada por la inflación en Venezuela, que se situó en el 28,5% interanual en marzo, tan solo algo por debajo del máximo de 2008. En un punto intermedio del espectro se sitúan países como México (6% en marzo) o Brasil (5,6%), en los que la inflación ha empezado a ceder solo muy lentamente, pese a la intensidad del shock financiero y real recibido.

El descenso del precio de las materias primas es el principal determinante de la moderación de los precios de consumo en la mayor parte de América Latina y, en general en el ámbito

**INFLACIÓN**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 9



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

mundial, al igual que lo fue de su aceleración en la fase de subida previa. Sin embargo, esta moderación ha sido mucho más notable en los precios de la energía que en los de los alimentos, lo que quizás contribuye a explicar que la moderación en los precios de consumo haya sido más lenta en economías emergentes, como las latinoamericanas, donde la ponderación de los alimentos en la cesta de los IPC es mayor y donde la existencia de subsidios al consumo de energía limitó la traslación del aumento del precio del petróleo a los precios del consumidor (y ahora habría impedido, de forma simétrica, una más clara traslación a un descenso de las tasas de inflación) (véase gráfico 9). La existencia de un cierto poder de mercado en los mecanismos de fijación de precios, como factor explicativo de su resistencia a la baja, ha sido también una preocupación en algunos países.

A pesar de todo ello, el descenso en los términos de intercambio y su efecto sobre la demanda agregada en América Latina como región exportadora de materias primas plantean un cambio importante en las perspectivas para la inflación en los próximos meses. En este sentido, aunque existen riesgos derivados de la existencia de efectos *pass-through* dada la intensa depreciación de los tipos de cambio en los últimos meses, por el momento no se han observado presiones en los precios de importación, producción o en los precios al consumo de

los alimentos no elaborados (salvo alguna excepción) que sustenten una clara preocupación por esta vía. Cabe pensar, por tanto, que la moderada mejora en las expectativas de inflación sucedida en los últimos meses en la mayoría de los países —que cabría atribuir, sobre todo, al deterioro de las perspectivas de crecimiento y a la previsión de amplias brechas de producto en los próximos trimestres— debería limitar en cierto modo los riesgos al alza en la evolución de los precios.

En este contexto, la reacción de las políticas monetarias —en términos de reducciones de tipos de interés— fue muy cautelosa hasta final de año, en contraposición con los países desarrollados, en un contexto en el que la evidencia sobre un cambio de tendencia de la inflación resultaba insuficiente (véase cuadro 2). Sin embargo, la política monetaria en estos últimos meses se ha caracterizado por emplear un conjunto de instrumentos más amplio que el tipo de interés, y, por ello, para analizar el esfuerzo en relajar las condiciones monetarias puede resultar equívoco concentrarse exclusivamente en los movimientos de este. En particular, en los meses de octubre y noviembre, en los que la contracción exógena de las condiciones monetarias y crediticias se hizo más aguda, la mayoría de los bancos centrales de la región (notablemente Brasil, pero también el resto) puso en marcha una amplia batería de medidas con el fin de movilizar recursos disponibles para mitigar los efectos de esa contracción del crédito, con especial énfasis en facilitar la provisión de dólares. El recuadro 1 revisa, sin pretensión de exhaustividad, algunas de estas medidas. Además del uso de reservas para moderar la volatilidad del tipo de cambio, los bancos centrales tomaron medidas en áreas muy diversas, complementadas en algunos casos por los ministerios de finanzas: el crédito a la exportación (Brasil, Argentina), la refinanciación de pasivos del sector corporativo o bancario a través de la provisión de dólares (Brasil, México, Chile), la ampliación de la provisión de liquidez en moneda local —a través del descenso en los coeficientes de caja— (Argentina, Brasil, Perú, Colombia, Venezuela), la ampliación del colateral aceptado por el Banco Central (México, Argentina), o el refuerzo financiero de la banca pública para promover el crédito (Brasil, Chile).

El ciclo de descenso de los tipos de interés oficiales en la región se inició tan solo en diciembre, cuando Colombia efectuó el primer recorte (50 pb, hasta el 9,50%), dos meses después del descenso coordinado de los tipos de interés de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón en octubre. Siguieron Chile, con un recorte inesperadamente fuerte de 100 pb en enero, hasta el 7,5%; México, que bajó 50 pb, hasta el 7,75%, y Brasil, que redujo su tipo oficial en 100 pb en febrero. A estos descensos siguieron otros adicionales, de forma que el descenso acumulado hasta mediados de abril alcanza los 650 pb en Chile y 250 pb en Brasil —en ambos casos ello supone una completa reversión del ciclo de subida iniciado en 2008, y a pesar de ello se mantienen expectativas a la baja—, 300 pb en Colombia, 225 pb en México y 150 pb en Perú. Cabe destacar, en este sentido, la convergencia que ha terminado produciéndose entre los países que mantienen objetivos de inflación (primero con Chile y Brasil, y después con Colombia, México y Perú) hacia una aceleración del ciclo de descenso de los tipos de interés como respuesta de política monetaria, frente a una gestión más gradualista, aunque en todos los casos la inflación se haya situado hasta ahora por encima o en el rango superior de los objetivos de inflación (véase cuadro 2). En este sentido, México y Perú, que parecían haber optado por una gestión más gradual del descenso de los tipos oficiales, tendieron a cambiar de estrategia. México realizó un segundo recorte de solo 25 pb, pero sorprendió con un tercer descenso de 75 pb en marzo y otros 75 pb en abril. Perú recortó 100 pb en abril, ante los síntomas de intensificación de la desaceleración. Finalmente, en los países que no mantienen objetivos de inflación (Argentina y Venezuela) la política monetaria se habría guiado por consideraciones diferentes. El Banco Central de Argentina mantuvo sus tipos de interés a pesar de cierto descenso en la medición oficial de la inflación, aunque instrumentó medidas para la am-

**INFLACIÓN**  
Tasas de variación interanual

CUADRO 2

País	2007		2008		2009	
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato de diciembre	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	Sí	4,5 ± 2	Sí	5,9	4,5 ± 2	4,42
México	Sí	3 ± 1	No	6,5	3 ± 1	4,05
Chile	No	3 ± 1	No	7,1	3 ± 1	2
Colombia	No	3,5 a 4,5	No	7,7	4,5 a 5,5	5
Perú	No	2 ± 1	No	6,7	2 ± 1	3

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Expectativas de inflación para 2009 de los informes de los bancos centrales y entidades privadas.

pliación de la liquidez, mientras que el Banco de Venezuela redujo en 2 pp el coeficiente de caja en moneda local y los tipos de interés regulados de créditos y depósitos.

En el ámbito de la política fiscal, el rasgo más destacado fue el anuncio de una serie de paquetes fiscales relativamente expansivos, como se analiza en el recuadro 2. En este sentido, si bien la recaudación a principios de año ha experimentado un fuerte descenso en la mayoría de los países, los indicadores fiscales (saldos fiscales, ratios de deuda, carga por intereses) (véase gráfico 10) siguieron mostrando hasta finales de 2008 una posición relativamente favorable. No obstante, tanto la desaceleración cíclica como las respuestas fiscales anunciadas hacen prever una clara tendencia al deterioro a lo largo de 2009.

**Otras políticas económicas**

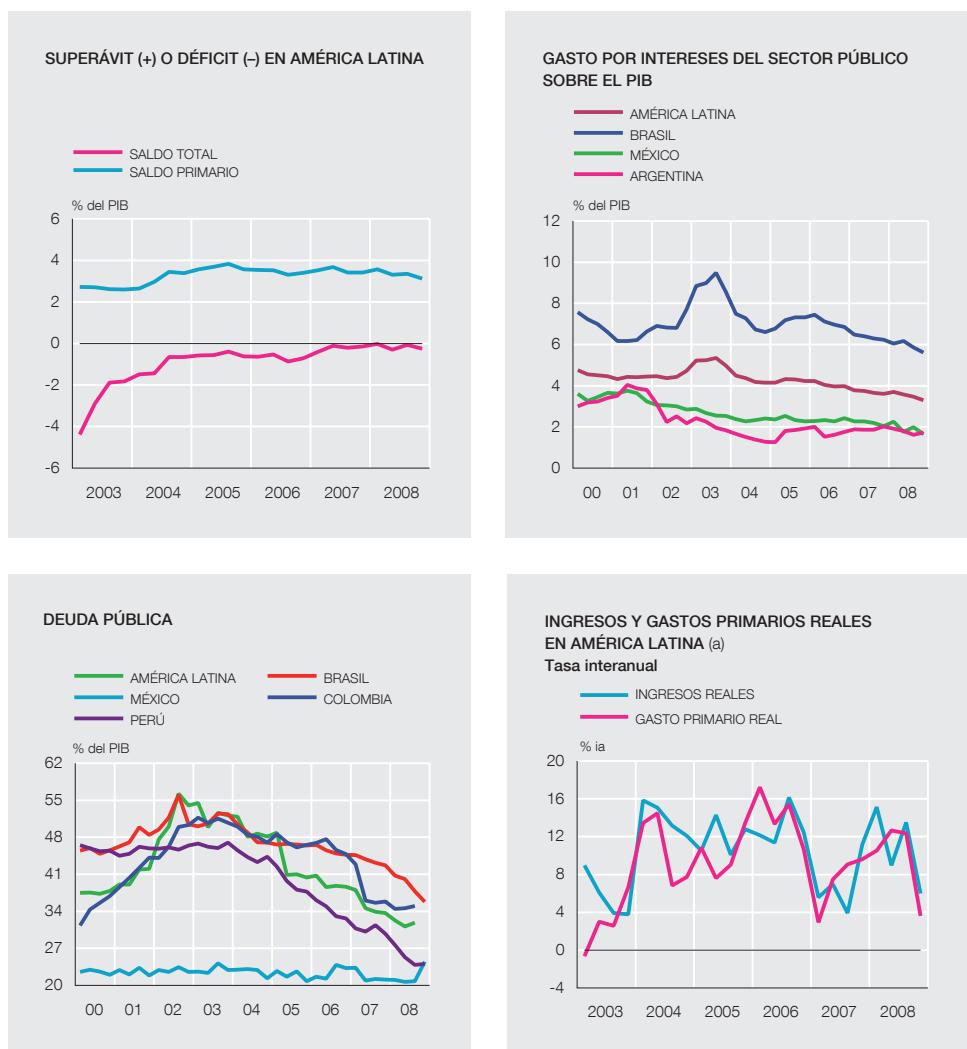
A lo largo del último semestre de 2008 y en los primeros meses de 2009 no se produjeron avances sustanciales en el ámbito de las reformas estructurales, en un contexto en el que las actuaciones de política estuvieron condicionadas por la respuesta inmediata a la crisis. En Brasil se estableció el fondo de riqueza soberano, dotado con alrededor del 0,5% del PIB, y que se utilizará para contener posibles crisis, financiar operaciones de empresas brasileñas en el exterior y garantizar las inversiones oficiales. En Venezuela continuó avanzando el programa de nacionalizaciones en el sector de la distribución de arroz y se otorgó en exclusiva la distribución de combustible en el país a la petrolera estatal. En Argentina se nacionalizaron las administradoras privadas de fondos de pensiones, cuyos recursos pasaron a la Administración de la Seguridad Social. En Bolivia se aprobó en referéndum la nueva constitución, que respalda una mayor intervención del Estado en la economía.

En lo que respecta a los procesos de integración comercial, cabe destacar que estos se vieron también afectados por el nuevo contexto económico global. En MERCOSUR, tres de los cuatro miembros anunciaron la posible puesta en marcha de licencias previas a la importación, o de medidas de protección a la industria local, que, de ponerse en práctica, podrían mermar los intercambios dentro del grupo. En sentido positivo, se puso en marcha una iniciativa para que los intercambios entre Brasil y Argentina se produjeran en moneda local. El 1 de febrero entraba en vigor el Tratado de Libre Comercio entre Perú y Estados Unidos, al tiempo que Bolivia perdía las preferencias arancelarias con este país que otorgaba el programa ATPDEA.

Un ámbito particularmente relevante de la política económica internacional en los últimos meses han sido las reuniones del G 20, del que forman parte Argentina, Brasil y México, y en el que España también ha participado. En este foro se ha avanzado en el proceso de

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

GRÁFICO 10



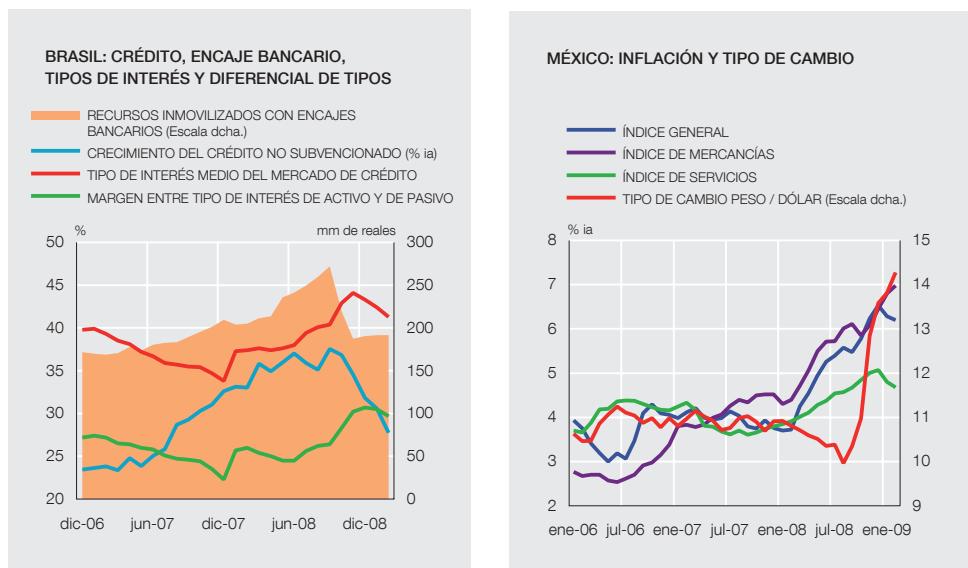
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

reforma y concertación internacional, lo que permite una mayor capacidad de transmisión de los intereses de la región en un momento de dificultad como el actual. Su participación activa ha contribuido a la adopción de algunas propuestas que favorecen los intereses de las economías emergentes, como el incremento de la capacidad financiera del FMI en hasta 750 mm de dólares, la dotación de fondos para la reactivación de la financiación al comercio a través de los bancos multilaterales y la creación de una nueva facilidad de préstamo más flexible, que México y Colombia han solicitado. Brasil o Perú han reconocido, igualmente, que consideran útil esta facilidad, pero han manifestado su intención de no utilizarla por el momento.

### Países

La economía de Brasil mantuvo un ritmo de crecimiento elevado en el tercer trimestre de 2008 (6,8% interanual), pero fue severamente afectada por el empeoramiento del contexto financiero internacional que tuvo lugar desde mediados de septiembre. Así, la economía sufrió una contracción del 3,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2008, lo que implicó un notable descenso de la tasa de crecimiento interanual, hasta el 1,8%. Con todo, el crecimiento en el conjunto de 2008 fue del 5,1%. La desaceleración se explicó, principalmente, por la



demandas internas, que pasó a aportar tan solo 3,2 pp al crecimiento, desde los 9,2 pp del tercer trimestre; y, en especial, por la inversión (3,8% en tasa interanual, frente al 20% del trimestre anterior). El consumo privado se resintió también, creciendo un 2,2% interanual, desde el 7,3% en el tercer trimestre. La demanda externa, en cambio, redujo ligeramente su aportación negativa al crecimiento (hasta -1,8 pp, desde -2,4 pp del PIB en el tercer trimestre), pero con una fuerte caída de las exportaciones (-7%) y una notable desaceleración de las importaciones (7,6%, frente al 22,8% del tercer trimestre). En este contexto, los indicadores del primer trimestre de 2009 apuntan al mantenimiento de la recesión y muestran signos nítidos de deterioro en el mercado laboral. Junto con la menor demanda externa, el principal impacto de la crisis para la economía de Brasil se ha derivado del encarecimiento y de la restricción del acceso al crédito, en particular a empresas y a la exportación (véase gráfico 11). Por ello, el banco central intervino con prontitud, moderando la volatilidad del tipo de cambio y facilitando liquidez en dólares y en moneda local a través de distintos mecanismos. Las medidas adoptadas evitaron el colapso del crédito al sector exportador, aunque no fueron suficientes para evitar un fuerte aumento en el coste de financiación y una reducción de los recursos financieros disponibles. En el ámbito del sector exterior, continuó la tendencia al deterioro de la cuenta corriente, con un empeoramiento de la balanza comercial que, en parte, quedó mitigado por la mejora en la balanza de rentas, y se produjeron salidas de flujos financieros a partir de mediados de septiembre, que llevaron al banco central a intervenir con importantes ventas de reservas. Por su parte, la inflación se mantuvo elevada a lo largo del segundo semestre de 2008, próxima al límite superior del objetivo del banco central (4,5% +/- 2%), como consecuencia de las presiones de demanda interna y los precios de los alimentos, aunque las expectativas de inflación han tendido a ceder y a aproximarse al centro del rango, el 4,5%. Por ello, el banco central, a pesar de que los datos de inflación no señalan una clara tendencia a la baja, optó por reducir en 100 pb los tipos de interés en su reunión de enero y en 150 pb en su reunión de marzo, hasta situarlos en el 11,25%. En el ámbito de la política fiscal, el año 2008 se cerró con un superávit del 4,1% del PIB, superior al objetivo del 3,8% del PIB. En enero, sin embargo, se constató cierto deterioro de las cuentas públicas: en parte, por menores ingresos y, en parte, por los aumentos de gasto corriente pactados. A diferencia de otros países del área, Brasil no ha anunciado un plan fiscal de envergadura, pese a haberse realizado recortes selectivos de impuestos y haberse reducido el objetivo de superávit primario a un 2,5% (véase recuadro 2).

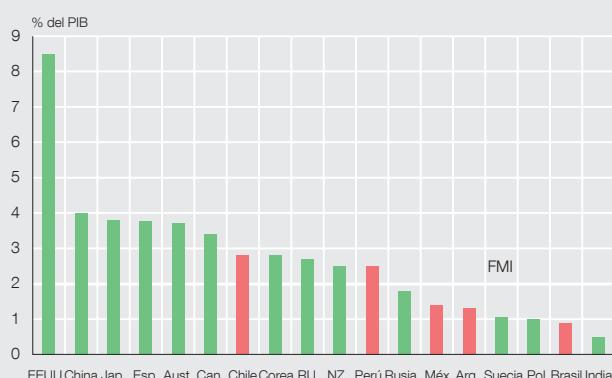
Los gobiernos latinoamericanos han respondido ante la crisis global no solo con medidas de política monetaria y cambiaria (véase recuadro 1), sino también con la puesta en marcha de planes fiscales, muchos de los cuales contienen medidas de financiación a sectores estratégicos. El objetivo del presente recuadro es examinar dicha respuesta en tres dimensiones: respecto a la proporcionada por otras economías, en una perspectiva histórica, y entre los propios países de la región. Adicionalmente, se presenta un resumen de las principales medidas adoptadas en varias economías de la región.

En primer lugar, desde una perspectiva internacional, cabe resaltar que el tamaño de los paquetes fiscales anunciados en América Latina, medidos como porcentaje del PIB, está significativamente por debajo del observado en otras áreas (1,3% en media ponderada para las cinco economías representadas) (véase gráfico), aunque en comparaciones internacionales como esta es difícil aplicar conceptos homogéneos. Igualmente, se sitúan por debajo, en media, de la recomendación genérica del FMI para poner en práctica expansiones fiscales del 2% del PIB en aquellos países con capacidad para hacerlo, aunque existen importantes diferencias por países. Por ejemplo, la

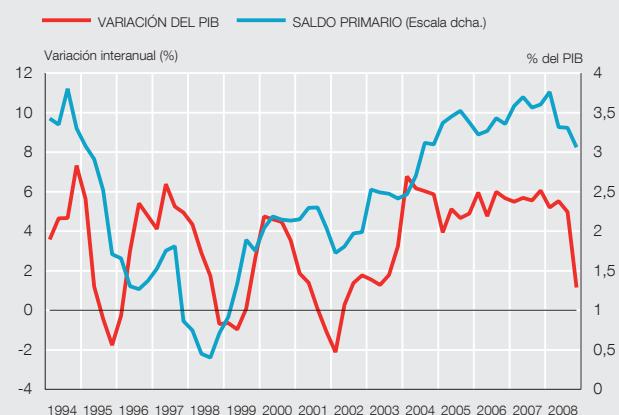
cuantía de los planes de dos economías muy abiertas y dependientes de los ingresos de materias primas (como Chile y Perú) está, incluso, por encima de la media y de dicha recomendación. En este sentido, una diferencia entre los planes anunciados en América Latina y los del resto de países es que los primeros concentran el esfuerzo en el presente año 2009, mientras que en los demás —especialmente, en economías desarrolladas— el estímulo anunciado suele periodificarse a lo largo de varios años. En términos de composición, las medidas anunciadas en América Latina parecen incorporar, comparativamente, mayores elementos de sostén del consumo interno e incluir una importante proporción de medidas para la financiación a empresas y exportadores (normalmente, mediante un refuerzo de la banca pública). Esto puede deberse, por un lado, a la ausencia general de estabilizadores automáticos en la región y, por otro, a la consideración del sector exportador como estratégico en la mayoría de los países.

En segundo lugar, desde una perspectiva temporal, se trata de la primera vez que los países de la región afrontan una crisis con cierta capacidad para instrumentar una política fiscal anticíclica. Como se

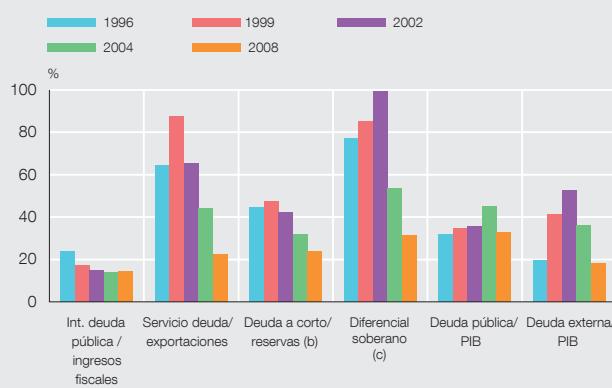
#### 1 CUANTÍA DE LOS PAQUETES (a)



#### 2 ESTÍMULOS FISCALES EN AMÉRICA LATINA



#### 3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD



#### 4 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO Tasas interanuales



FUENTES: Banco de España y estadísticas nacionales.

a. Se incluyen los paquetes anunciados y/o aprobados, con independencia de su periodificación. Se excluyen las medidas relacionadas con apoyo financiero.

b. Sin Argentina.

c. En pb normalizados.

puede apreciar en el gráfico, las políticas fiscales, aproximadas por el saldo primario en porcentaje del PIB, han tendido a ser procíclicas en la región. Así, tras las crisis asiática y rusa (1998), o durante la más reciente fase de inestabilidad (2001-2002), el saldo público primario aumentó o permaneció estable, lo que indica que la política fiscal no pudo ejercer un efecto contracíclico, como consecuencia de la elevada vulnerabilidad financiera y fiscal<sup>1</sup>. Sin embargo, el crecimiento en el último ciclo y las políticas de estabilización seguidas en la región en los últimos años han permitido una posición de partida más favorable, reflejada en una vulnerabilidad externa y del sector público menor, lo que proporciona cierto margen para llevar a cabo una política expansiva en las circunstancias actuales, y además permitiría acceder a financiación —interna y externa— en condiciones relativamente más favorables, como reflejarían las últimas emisiones soberanas en los mercados internacionales de Brasil, México, Colombia y Perú.

En este sentido, desde una perspectiva regional, cabe destacar que la respuesta fiscal ante la crisis de los países latinoamericanos dista de ser homogénea. Posiblemente, esa diversidad depende tanto de la intensidad y la naturaleza del shock que ha experimentado cada país como de los márgenes y límites a la capacidad de financiación existentes. En este contexto, Chile es el único país que ha podido poner en práctica una potente política fiscal anticíclica, recurriendo al ahorro previo materializado en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que había acumulado hasta un 12% del PIB. Como

1. Enrique Alberola y José Manuel Montero (2006), *Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0619, Banco de España.

se indica en el cuadro, en Chile el plan anunciado ascendería a 5,9 mm de dólares (3,6% del PIB), de los cuales el 2,8% del PIB podría considerarse política fiscal en sentido estricto (reducciones impositivas, gasto en inversión y transferencias, y capitalización de la empresa estatal del cobre, Codelco). El resto del paquete está compuesto por medidas de apoyo financiero a PYME y exportadores, y por la capitalización del Banco del Estado. El programa se financia con recurso al ahorro acumulado, aunque también se ha autorizado la emisión de bonos en el presupuesto de 2009.

Un caso similar sería el de Perú, aunque la capacidad de respuesta anticíclica se considera algo menor. Así, se ha anunciado un plan de estímulo fiscal de unos 3.850 millones de dólares (3,4% del PIB), centrado en un aumento del gasto público (2,5% del PIB), si bien algunas medidas estaban ya incluidas en el presupuesto de 2009. Su financiación se realizaría, en parte, con el acceso a préstamos multilaterales.

En México, el margen de maniobra es más limitado por la ausencia de ahorro público, pero su acceso a los mercados internacionales o a los préstamos multilaterales le ha permitido llevar a cabo un estímulo fiscal de cierta entidad (1,4% del PIB). México presentó dos planes: el primero en octubre (el primer plan presentado por una economía emergente) y el segundo a comienzos de año, cuyas principales medidas son un aumento del gasto público en infraestructuras, una congelación o reducción de las tarifas de la energía y un aumento del empleo público.

En Argentina se ha anunciado una política fiscal expansiva (3,5 mm de dólares, 1,3% del PIB). El paquete fiscal consiste, fundamental-

#### PRINCIPALES MEDIDAS FISCALES Y FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA

	CHILE	PERÚ	MÉXICO	ARGENTINA	BRASIL
PAQUETE FISCAL EN % DEL PIB	2,8%	2,5%	1,4%	1,3%	0,9%
REDUCCIÓN DE IMPUESTOS	- Transacciones financieras - Renta - Sociedades	- Combustible - Aranceles	- Congelación precio gasolina - Reducción precio gas y electricidad	- Sectoriales - Renta - Impuestos a la producción - Renta	- Transacciones financieras - Impuestos a la producción
GASTO Y TRANSFERENCIAS	- Infraestructura - Vivienda - Asistencia social - Subsidios sectoriales	- Construcción - Inversión pública - Asistencia social	- Infraestructura temporal - Subsidios energéticos - Asistencia social	- Infraestructuras	- Congelación de gasto primario del 1,2% del PIB
APOYO FINANCIERO	- Capitalización de empresas (CODELCO) - Recapitalización Banco Estado - Apoyo PYME, exportadores, vivienda	- Apoyo PYME y exportadores	- Vivienda - Banca de desarrollo - Fondos de pensiones (posibilidad de retirada anticipada de fondos)	- Turismo - Transporte público	- Recapitalización de la banca pública (3,5% del PIB) - Banca pública a sectores
PAQUETE FISCAL + APOYO FINANCIERO EN % DEL PIB	3,6%	3,4%	-	-	4,5%

mente, en un impulso del gasto público (inversión en infraestructuras). Ante la falta de acceso a los mercados internacionales, cerca de la mitad de la financiación necesaria provendría de los depósitos a plazo fijo que tenían las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) —y que administra ahora la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS)— y de la renovación de plazos fijos y letras que ya tenía en su poder la ANSeS.

Brasil y Colombia son dos de los países que han presentado paquetes fiscales más limitados. Esto puede estar relacionado con una mayor vulnerabilidad fiscal, dada su mayor deuda pública y sus costes financieros más elevados, y en el caso de Brasil con el hecho de que el principal problema al que se enfrenta es el de la restricción crediticia. De hecho, Brasil es el país de la región que ha presentado un estímulo de menor cuantía en relación con el PIB (excluyendo a Ecuador), equivalente al 0,9% del PIB. Sin embargo, Brasil ha empleado importantes recursos para apoyar al Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) —un 3,5% del PIB— y ha reducido recientemente el objetivo de superávit primario para 2009 hasta un 2,5% del PIB. Para compensar el efecto del paquete fiscal, el Tesoro ha anunciado una congelación del gasto primario por valor del 1,2% del PIB.

Finalmente, Venezuela se habría orientado principalmente a limitar la pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo, para seguir manteniendo la política de estímulo público que ha sostenido la actividad en 2008. En este sentido, se han anunciado una subida de la tarifa del IVA, un recorte de gastos de la administración del 6,7% y un

plan de inversiones públicas de 225 mm de dólares entre 2009 y 2013 (11% del PIB cada año), que se espera se financie con reservas internacionales y un importante aumento de la emisión interna de deuda pública.

En definitiva, la mayoría de los países latinoamericanos ha podido hacer frente a la caída de la actividad con estímulos fiscales significativos, si bien, por término medio, de menor entidad que en otras economías emergentes y desarrolladas, de tal modo que su política fiscal podría ser en 2009 moderadamente anticíclica, un hecho inédito en la región. No obstante, más allá de esta reacción inicial, la posición fiscal está sujeta a notables limitaciones y riesgos. Así, por un lado, existe la posibilidad de que se haya sobreestimado la recaudación fiscal en los presupuestos, dada la desaceleración económica actual. En este sentido, en el gráfico se presenta la diferencia entre las previsiones de crecimiento contenidas en los respectivos presupuestos y las últimas publicadas por el consenso de los analistas, destacando especialmente las diferencias en los casos de México, Venezuela (caso agravado, además, por la previsión del barril de petróleo a 60 dólares, cifra muy por encima de la presente en el mercado) y Brasil (cuya elasticidad de los ingresos al ciclo es muy elevada). Además, por otro lado, desde el punto de vista de la financiación, las dificultades de los mercados financieros globales y la avalancha de emisiones de los países industrializados para financiar sus propios planes fiscales y financieros podrían limitar el acceso de estos países a la financiación. En sentido contrario, las nuevas facilidades financieras del FMI pueden suponer un cierto apoyo en este contexto.

En el segundo semestre de 2008 la actividad se desaceleró fuertemente en México, dado que el PIB registró un crecimiento interanual nulo en media, frente al 2,7% del semestre previo. En el último trimestre del año se produjo un fuerte ajuste de la actividad. El PIB cayó un 2,7% en tasa intertrimestral —7% interanual— por la contracción del consumo privado ( $-1,3\%$  interanual). El comercio internacional también acusó el impacto de la crisis, ya que las exportaciones cayeron un 8,8% interanual y las importaciones un 7,7%. La inflación aumentó en más de dos puntos durante el segundo semestre de 2008, hasta un 6,5% en diciembre, máximo desde junio de 2001, y 2,5 puntos por encima del rango máximo del Banco de México, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos (véase gráfico 11), aunque se observaron también efectos de segunda ronda, puesto que la tasa subyacente subió del 5,1% al 5,7% interanual. Entre enero y marzo la inflación se redujo ligeramente, si bien la tasa (6,1%) es aún muy superior al objetivo. En este contexto, las expectativas de inflación, medidas por la encuesta mensual del Banco de México, tendieron al alza, hasta superar el 4% (límite superior del intervalo objetivo) para 2009 y para 2010. Estos indicadores, unidos a la notable depreciación del tipo de cambio, plantearon un dilema de política monetaria, en un contexto en el que la actividad y el entorno internacional se deterioraban sustancialmente. Así, en las cuatro reuniones de política monetaria celebradas en 2009 se anunciaron recortes en los tipos de interés oficiales: de 50 pb en enero, de 25 pb en febrero y de 75 pb en marzo y abril, hasta el 6%, lo que parece poner de manifiesto el creciente peso que la brecha de producto ha tenido en la función de reacción de las autoridades. Las medidas tomadas, junto con el acuerdo de los fondos de pensiones de invertir solo en valores nacio-

nales en 2009, la posibilidad de acceder a la nueva facilidad flexible del FMI (47 mm de dólares) y el anuncio de disposición del swap de la Reserva Federal, han favorecido una apreciable recuperación del tipo de cambio desde mediados de marzo. Respecto al sector externo, el déficit por cuenta corriente aumentó notablemente en el segundo semestre del año, situándose en el 1,4% del PIB en 2008, debido al deterioro de la balanza comercial, derivado, a su vez, de un hundimiento de las exportaciones (liderado por los combustibles y los automóviles), que se habían mantenido relativamente robustas durante los nueve primeros meses del año. Por su parte, la negativa evolución de las remesas provocó una fuerte caída de las transferencias, mientras que la inversión extranjera directa recibida en el segundo semestre se redujo a la mitad. El saldo público se situó prácticamente en equilibrio ( $-0,1\%$ ) y el Gobierno elaboró dos planes de estímulo fiscal, que en total podrían ascender a un 1,4% del PIB (véase recuadro 2).

En Argentina la economía creció un 7% en 2008, el sexto año consecutivo de crecimiento. Sin embargo, se observó una importante desaceleración a lo largo del año, sobre todo en el último trimestre, con un crecimiento del  $-0,3\%$  en tasa trimestral (y del 4,9% en tasa interanual). Destaca la notable pérdida de dinamismo de la inversión, aunque también se desaceleró el consumo privado. La demanda externa volvió a ampliar su aportación negativa al crecimiento en el cuarto trimestre, aunque sin alcanzar la cuantía de trimestres anteriores. Tanto las exportaciones como las importaciones se redujeron en volumen en ese trimestre. Durante 2008, la balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 2,3% del PIB, apenas unas décimas por debajo de la registrada en 2007. El superávit comercial aumentó en un 21%, pero fue compensado por un mayor déficit en el resto de partidas. La medición oficial del IPC reveló una moderación de la inflación a lo largo del año. Los cálculos efectuados por provincias o por entidades privadas señalan un perfil similar de moderación, pero con unas tasas de inflación más elevadas. Por el lado de las cuentas públicas, la recaudación impositiva moderó su tasa de crecimiento en el último trimestre del año por la desaceleración de la actividad y, especialmente, por la caída del precio de las materias primas agrícolas. Hasta este último trimestre, su favorable evolución (y la liquidación de inventarios acumulados durante el conflicto agropecuario) contribuyó a sostener el superávit primario del Gobierno, pese al aumento considerable del gasto público, que obedeció en gran medida a las transferencias al sector privado para contener los precios en sectores como la energía, el transporte y los alimentos. Para aliviar las amortizaciones e intereses de la deuda pública que vencen en el período 2009-2011, el Gobierno llevó a cabo un canje de deuda que permite trasladar los vencimientos de capital a 2014. Asimismo, el Gobierno reformó el régimen de jubilación, eliminando el sistema de capitalización y traspasando los fondos al sistema de reparto administrado por el sector público; parte de estos fondos están siendo utilizados por el Gobierno para reactivar el crédito al sector privado. Los efectos de la crisis internacional en Argentina se manifestaron fundamentalmente en una reducción de los precios de la exportación, en un marcado descenso de las cotizaciones de acciones y bonos (que ya se habían visto influidos por la incertidumbre de carácter interno) y en la menor oferta de crédito (aun tratándose de una economía con niveles de crédito relativamente bajos). A su vez, la crisis financiera global frenó los planes del Gobierno para recuperar el acceso al crédito externo, mediante la cancelación de deuda del Club de París y la reapertura del canje de títulos públicos concretado en 2005. El Gobierno adoptó diversas medidas para enfrentar la crisis, como son la aprobación de una ley para promover el ingreso en el país de los fondos que mantienen los residentes en el exterior, la reducción de costes laborales y un paquete fiscal centrado principalmente en la inversión en obras públicas y con un tamaño cercano al 2% del PIB (véase recuadro 2). Asimismo, el banco central firmó un acuerdo swap de divisas con el Banco Central de China por un importe de 38 mm de pesos, que estará en vigor durante tres años.

En Chile, la economía entró en una fase recesiva en el segundo semestre de 2008, con crecimientos intertrimestrales negativos del 0,8% y 2,1% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente. Las autoridades reaccionaron a esta situación con una expansión fiscal y monetaria muy intensa. En el último trimestre del año, el crecimiento interanual fue de apenas un 0,2%, como consecuencia del desplome de la demanda interna, que pasó de crecer a tasas de dos dígitos a contraerse a finales de año, por el desplome del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos. Las exportaciones sufrieron fuertes caídas y las importaciones presentaron tasas de crecimiento interanuales negativas, aunque de menor magnitud. El resultado ha sido la aparición de déficits comerciales en el tercer y cuarto trimestres de 2008, en un contexto de reducción de los términos de intercambio y de aparición de un déficit por cuenta corriente (alrededor del 2% del PIB en 2008), a pesar de las menores salidas por rentas de los factores. El superávit público evolucionó en paralelo con la producción y el precio del cobre, de tal forma que se acumuló un superávit del 5,2% del PIB en 2008, pero en el cuarto trimestre del año el superávit público fue nulo. Para 2009 se proyecta un elevado déficit público, pues se espera que se mantengan estas tendencias y —gracias a la capacidad de Chile de hacer política fiscal anticíclica— se implemente un plan fiscal de una cuantía cercana al 3% del PIB (véase recuadro 2). Este plan ha sido complementado en las últimas semanas con medidas de estímulo al crédito. La inflación llegó a bordear el 10% en su tasa interanual, excediendo con creces el objetivo del banco central (3%), pero a partir de noviembre se produjo un cambio de tendencia, con notables descensos de la tasa interanual (que se situó en el 5% en marzo). El banco central reaccionó al descenso de la inflación y a la caída de la actividad con bajadas de los tipos de interés oficiales mayores de lo esperado, por un total de 650 pb en cuatro reuniones, hasta situar el tipo de interés oficial en el 2,25%. Por último, en el difícil contexto global, es muy destacable que Moodys elevara un grado la calificación de la deuda soberana —desde A2 a A1— citando la resistencia de la economía a las perturbaciones externas y la solvencia del sector público.

La economía de Colombia continuó su desaceleración a lo largo del tercer trimestre de 2008, con un crecimiento del 2,9% interanual, que se acentuó en el cuarto trimestre, cuando se produjo una contracción del 0,7%. La crisis financiera tuvo un notable impacto sobre las condiciones financieras del país, generando salidas de flujos financieros y una fuerte depreciación del tipo de cambio. El peso se depreció, si bien el banco central eliminó los gravámenes que había introducido sobre la entrada de capitales de corto plazo, y realizó ventas de reservas para el control de la volatilidad del tipo de cambio de cuantía moderada (500 millones de dólares en total). Pese a la desaceleración de la demanda interna, la inflación se mantuvo elevada y por encima del objetivo del banco central en el segundo semestre de 2008, acabando el año por encima del 7% (el objetivo estaba en el 3,5%-4,5%). En todo caso, la gradual convergencia de las expectativas de inflación y la inflación subyacente hacia los objetivos del banco central (5% +/- 0,5%), en conjunción con las perspectivas de menor crecimiento, permitieron al banco central iniciar un ciclo de recortes de tipos de interés, que, tras dos reducciones de 50 pb y una de 100 pb, situaron el tipo oficial en el 8%. En el ámbito fiscal, la reacción de Colombia ha sido mucho más limitada que la de sus vecinos (véase recuadro 2), probablemente por la peor situación de las finanzas públicas. No obstante, las autoridades se aseguraron la financiación de su deuda externa para el presente ejercicio (parte a través de emisiones en los mercados, parte a través de agencias multilaterales) y realizaron un canje de la deuda alargando el plazo de vencimientos, lo que ha moderado los riesgos en este ámbito.

En Perú, la actividad se desaceleró en el cuarto trimestre de 2008, hasta un 6,8% interanual. A pesar de ello, el crecimiento en el conjunto de 2008 fue del 9,8%, la mayor tasa de crecimiento en la región. La desaceleración del cuarto trimestre se explicó, fundamentalmente,

por la desaceleración de la demanda interna, pues la aportación negativa del sector externo se mantuvo en torno a 3 pp, como en trimestres previos. En el frente de las cuentas exteriores, durante 2008 la balanza por cuenta corriente registró un déficit del 3,3% del PIB, frente al superávit del 1,1% de 2007, consecuencia del progresivo empeoramiento de la balanza comercial, que en el cuarto trimestre registró un déficit por primera vez desde principios de 2002, por la desaceleración de las exportaciones, la fortaleza relativa de las importaciones y el empeoramiento de los términos de intercambio. Y ello pese a ser compensado, en parte, por los menores beneficios de las empresas extranjeras, que repatriaron menos flujos al exterior. En el segundo semestre de 2008 prosiguió el aumento de la inflación, que terminó el año muy por encima del objetivo del banco central, y que solo comenzó a moderarse a comienzos de 2009. Para enfrentar la crisis financiera internacional, el banco central adoptó una serie de medidas para incrementar la liquidez del sistema financiero. A pesar de ello, el tipo de cambio se ha depreciado gradualmente frente al dólar en los últimos meses. Además, en sus últimas reuniones de febrero y marzo el banco central redujo en 25 pb su tipo de interés oficial, pero en abril el recorte fue de 100 pb, hasta el 5%. El superávit público en 2008 fue del 2,1% del PIB, frente al 3,1% de 2007. Para enfrentar la desaceleración de la actividad, se llevó a cabo la aprobación de un plan fiscal de una cuantía alrededor del 2,5% del PIB (véase recuadro 2).

En el segundo semestre, Venezuela registró un crecimiento medio del 3,7% interanual (4,1% y 3,2% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente), lo que supuso una notable desaceleración respecto al crecimiento del primer semestre del año, lastrado por el desplome del precio del petróleo. La cuenta corriente presentó un déficit de 4,5 mm de dólares en el cuarto trimestre de 2008, el mayor déficit de la serie histórica, como consecuencia de la caída de las exportaciones a un tercio de su valor. Respecto a las cuentas públicas, el gasto aceleró sustancialmente su crecimiento a partir del segundo trimestre y de nuevo este crecimiento superó al de los ingresos. A pesar de los anuncios de planes de inversión muy ambiciosos (véase recuadro 2), parece que la política fiscal podría ser restrictiva en 2009, con un recorte de gasto del 6,7% y una subida del IVA de tres puntos. Por el lado de los precios, la tasa de inflación llegó al 36% en octubre de 2008, para luego reducirse progresivamente hasta el 28,5% en marzo. El precio de los alimentos y bebidas explica gran parte de estas elevadas tasas. El deterioro súbito de la posición exterior y el tono de la política fiscal subrayan la dependencia fiscal del petróleo en esta economía y las dificultades que esta afronta en la coyuntura actual.

17.4.2009.

REGULACIÓN FINANCIERA: PRIMER TRIMESTRE DE 2009

## Regulación financiera: primer trimestre de 2009

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

### **Introducción**

Durante el primer trimestre de 2009 se ha promulgado un amplio elenco de nuevas disposiciones de carácter financiero.

En el ámbito del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo (BCE) se han desarrollado varias normas. Por un lado, dentro de la política monetaria, el Banco de España ha adoptado los cambios recientes de los instrumentos y procedimientos utilizados en el Eurosistema, así como los criterios que determinaban la admisibilidad de los activos de garantía que las entidades de contrapartida proporcionan al Eurosistema para obtener liquidez. Por otro lado, el BCE ha ampliado las estadísticas monetarias, de instituciones y de mercados financieros con el fin de incluir los activos y pasivos de las sociedades instrumentales, en especial, las estadísticas dedicadas a operaciones de titulización de estas entidades; ha modificado el balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), y ha modificado el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC.

Dentro del campo europeo, se ha modificado la directiva comunitaria relativa a los sistemas de garantía de depósitos, para elevar la cobertura mínima de los depósitos en la Unión Europea.

En la normativa española, se autoriza a la Administración General del Estado para avalar, durante el ejercicio 2009, las obligaciones derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

En los mercados de valores se han publicado varias normas: en primer lugar, se han anunciado las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2009 y enero de 2010; en segundo lugar, se han desarrollado las normas de solvencia de las empresas de servicios de inversión (ESI), con el fin de adaptarlas al régimen establecido en la Unión Europea; en tercer lugar, se han establecido nuevas categorías de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en función de su vocación inversora, sustituyendo parcialmente las ahora existentes. Finalmente, se han establecido nuevas normas contables de las entidades rectoras de los mercados secundarios de valores (con la exclusión del Banco de España), de las entidades de capital riesgo y de los fondos de titulización para su actualización y adaptación al nuevo Plan General de Contabilidad (PGC).

Además, se han desarrollado determinados aspectos del régimen jurídico de las empresas de asesoramiento financiero, y se ha establecido un nuevo sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones.

Por último, se ha publicado un conjunto de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal.

### **Banco Central Europeo y Banco de España: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema**

La Orientación BCE/2008/13, de 23 de octubre de 2008 (DOUE del 5 de febrero), y la Orientación BCE/2009/1, de 20 de enero de 2009 (DOUE del 5 de febrero), han modificado la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema. Asimismo, la Resolución de 22 de enero de 2009 (BOE del 3 de marzo), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, ha modificado la del 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar la Orientación BCE/2009/1.

La primera orientación tiene por objeto adaptar la definición y la ejecución de la política monetaria a la evolución reciente de los mercados. En particular, incorpora los cambios en el sistema de control de riesgos y en las normas sobre la admisibilidad de los activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema, así como la aceptación de activos de garantía no denominados en euros en determinados supuestos<sup>1</sup>. Además, incluye el tratamiento de las entidades que estén sujetas a la congelación de fondos o a otras medidas impuestas por la Comunidad Europea o por un Estado miembro, y procede a la armonización con las nuevas disposiciones relativas a la aplicación de las reservas mínimas<sup>2</sup>.

La segunda precisa ciertos cambios en la definición y ejecución de la política monetaria, a la vista de la reciente evolución de los mercados de bonos de titulización de activos. En especial, se concretan los requisitos de calidad crediticia de los bonos de titulización<sup>3</sup>, y se excluye la utilización de cierta clase de bonos de titulización como colateral en las operaciones de crédito del Eurosistema, a fin de asegurarse que dichas operaciones están respaldadas por garantías adecuadas.

Asimismo, se limita la utilización de bonos simples de entidades de crédito emitidos por un emisor con el que se tengan vínculos estrechos, de modo que las entidades de contrapartida solo podrán utilizarlos como activos de garantía en la medida en que el valor asignado a dichos bonos por el Eurosistema, tras la aplicación de los correspondientes recortes, no exceda del 10% del valor total de los activos de garantía aportados por dicha entidad. Esta limitación no se aplica a bonos simples de entidades de crédito avalados por entidades del sector público, o si el valor tras los recortes no excede de 50 millones de euros<sup>4</sup>.

La Orientación BCE/2008/13 entró en vigor el pasado 1 de noviembre; la Orientación BCE/2009/1, el 29 de enero, y la Resolución de 22 de enero de 2009, el 1 de marzo.

**Banco de España:  
modificación temporal  
de las normas relativas a  
la admisibilidad de activos  
de garantía en las  
operaciones de política  
monetaria**

La Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, estableció, entre otros aspectos, los criterios que determinaban la admisibilidad de los activos de garantía mantenidos por una entidad de contrapartida con el fin de obtener liquidez del Eurosistema. Ante las tensiones financieras internacionales, y con el fin de reforzar temporalmente la inyección de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, la Orientación BCE/2008/18 del BCE, de 21 de noviembre de 2008<sup>5</sup>, amplió, de manera transitoria, los criterios que determinaban la admisibilidad de los activos de garantía que dichas entidades proporcionan al Eurosistema para obtener liquidez.

A tal efecto, la Comisión Ejecutiva del Banco de España ha publicado la *Resolución de 26 de noviembre de 2008* (BOE del 3 de enero), sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Banco de España, que adopta la Orientación BCE/2008/18.

---

1. Véase la Orientación BCE/2008/18 del BCE, de 21 de noviembre de 2008, en «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009. 2. Véase Reglamento 1745/2003 (BCE/2003/9) del BCE, de 12 de septiembre de 2003, relativo a la aplicación de las reservas mínimas. 3. Para los bonos de titulización emitidos a partir del 1 de marzo de 2009, el requisito del Eurosistema de una elevada calidad crediticia se define en términos de una calificación de «AAA» a la emisión, con un umbral de calidad crediticia durante la vida del valor igual a una calificación de «A». 4. Los bonos simples de entidades de crédito entregados al Eurosistema como garantía hasta el 20 de enero de 2009 no son objeto de esta limitación hasta el 1 de marzo de 2010. 5. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp.138 y 139.

De este modo, durante el período comprendido entre el pasado 1 de diciembre de 2008 y el 31 de diciembre de 2009, se admitirán también como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema los siguientes:

- a) Los instrumentos de renta fija negociables cuando estén denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses, siempre que se emitan y se mantengan o liquiden en la zona del euro, y el emisor esté establecido en el Espacio Económico Europeo.
- b) Los préstamos sindicados, si se ajustan a determinadas condiciones establecidas en la Decisión BCE/2008/15, de 14 de noviembre, de implantación del Reglamento BCE/2008/11, de 23 de octubre, sobre cambios temporales en las reglas relativas a la admisibilidad de los activos de garantía. En la actualidad, estos préstamos ya no son admisibles.
- c) Los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que se negocien en determinados mercados no regulados especificados por el BCE.
- d) Los activos subordinados protegidos por una garantía aceptable siempre que un avalista solvente ofrezca una garantía incondicional e irrevocable respecto de esos activos, pagadera al primer requerimiento.
- e) Los depósitos remunerados a plazo fijo de entidades de contrapartida en el Banco Central Nacional (BCN) del Estado miembro en que la entidad está establecida.

Asimismo, al igual que en la Orientación BCE/2008/18, se establece un nuevo umbral de calificación crediticia, equivalente a *BBB*, realizada por una agencia especializada, que se aplicará tanto a los activos negociables como a los no negociables, con excepción de los bonos de titulización de activos, para los que se seguirá requiriendo una calidad crediticia igual o superior a «A».

La resolución se aplica desde el 1 de diciembre de 2008 hasta el 31 de diciembre de 2009.

**Banco Central Europeo:  
estadísticas sobre activos  
y pasivos de las  
sociedades instrumentales  
dedicadas a operaciones  
de titulización**

Se han publicado el *Reglamento 24/2009 del BCE (BCE/2008/30)*, de 19 de diciembre de 2008 (DOCE del 20 de enero), relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales<sup>6</sup> dedicadas a operaciones de titulización<sup>7</sup>, y la *Orientación BCE/2008/31, de 19 de diciembre de 2008* (DOUE del 26 de febrero), que modifica la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto de 2007, sobre las estadísticas monetarias, de instituciones y de mercados financieros (refundición), con el fin de incluir en el texto normativo las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales.

---

6. A efectos de este Reglamento, una sociedad instrumental es una empresa cuya actividad principal es la realización de operaciones de titulización, estando libre del riesgo de insolvencia u otro incumplimiento del cedente de los activos (normalmente, el emisor). Asimismo, emite valores, participaciones en fondos de titulización, otros instrumentos de deuda o derivados financieros, o tiene activos subyacentes de los anteriores para su venta al público. Se excluyen de su ámbito de actuación las IFM y los fondos de inversión. 7. La titulización es una operación en virtud del cual un activo o conjunto de activos se transfiere a una entidad que está separada de la entidad cedente de los activos, o el riesgo de crédito de un activo o conjunto de activos o parte de los mismos se transfiere a los inversores en los valores, participaciones en fondos de titulización, otros instrumentos de deuda o derivados financieros emitidos por una entidad distinta de la entidad cedente de los activos.

El objetivo de estas normas es proporcionar al BCE estadísticas sobre las actividades financieras de las sociedades instrumentales en los Estados miembros. Dados los estrechos vínculos entre las actividades de titulización de estas sociedades y las IFM, se requiere una presentación de información coherente, complementaria e integrada de las IFM y de las sociedades instrumentales. Su método de información pretende minimizar la carga informadora para los agentes informadores y evitar duplicidades en la presentación de información estadística por parte de las sociedades instrumentales y las IFM.

Las sociedades instrumentales informarán a los BCN de su existencia dentro del plazo de una semana, contada desde la fecha en que hayan accedido a la actividad, y suministrarán a los BCN, con periodicidad trimestral, los datos de fin de trimestre de saldos vivos, operaciones financieras y saneamientos totales o parciales de sus activos y pasivos. Por su parte, los BCN podrán eximir a ciertas sociedades instrumentales de sus obligaciones de informar, siempre y cuando su contribución al agregado trimestral suponga menos del 5% del total de los activos de las mismas en cada Estado miembro participante, o bien los datos correspondientes se puedan obtener por otras fuentes de información estadística. También podrán eximirlas cuando supongan unos costes elevados en comparación con los beneficios estadísticos.

Los BCN elaborarán información estadística agregada, separada sobre los activos y pasivos de las sociedades instrumentales, diferenciando las categorías siguientes: las sociedades instrumentales dedicadas a titulizaciones tradicionales<sup>8</sup>, las sociedades instrumentales dedicadas a titulizaciones sintéticas<sup>9</sup>, y las otras sociedades instrumentales.

Por otro lado, los BCN recopilarán datos sobre los préstamos adquiridos por sociedades instrumentales originados y administrados por IFM de la zona del euro, detallados por vencimiento, sector y residencia de los deudores, diferenciando si los originadores de los préstamos titulizados son IFM residentes en el mismo país que la sociedad instrumental, o bien residentes en otro Estado miembro de la zona del euro.

Posteriormente, los BCN presentarán al BCE, con carácter trimestral, los datos de saldos vivos, las operaciones financieras y los saneamientos totales o parciales de las sociedades instrumentales.

Asimismo, los BCN deberán aplicar determinadas normas de calidad a la información recibida sobre los activos y pasivos de las sociedades instrumentales. La información la podrán obtener de una base de datos centralizada o de otras fuentes de estadísticas. Cuando los datos se obtengan a partir de fuentes supervisoras, los BCN deberán asegurarse de que dichas fuentes están debidamente armonizadas con los conceptos y definiciones de las sociedades instrumentales. Si se obtienen directamente de las sociedades instrumentales, los BCN comprobarán su calidad sobre la base de la información disponible en los estados financieros anuales, y, si aquella no fuera elevada, tomarán las medidas necesarias, incluyendo la posible recopilación directa de los datos.

Finalmente, los BCN elaborarán una lista de sociedades instrumentales a efectos estadísticos, y comunicarán al BCE las actualizaciones de dicha lista, bien cuando se produzcan

---

**8.** La titulización tradicional es aquella en que la transferencia del riesgo se logra mediante la transferencia económica de los activos titulizados a la sociedad instrumental. Esto se consigue mediante la transferencia de la propiedad de los activos titulizados del originador o mediante subparticipación. **9.** La titulización sintética es aquella en que la transferencia del riesgo se logra mediante el uso de derivados de crédito, garantías u otro mecanismo análogo.

cambios en el sector de las sociedades instrumentales, por ejemplo, si una entidad entra o abandona el sector, bien cuando se produzcan cambios en los atributos de una sociedad instrumental.

El reglamento entró en vigor el pasado 9 de febrero, y la primera presentación de información se referirá a los datos trimestrales de diciembre de 2009; por su parte, la Orientación entró en vigor el pasado 18 de marzo.

**Banco Central Europeo:  
balance del sector de las  
instituciones financieras  
monetarias**

El *Reglamento 25/2009 del BCE (BCE/2008/32)*, de 19 de diciembre de 2008 (DOCE de 20 de enero), relativo al balance del sector de las IFM<sup>10</sup>, ha derogado al Reglamento 2423/2001, de 22 de noviembre, refundiendo en un solo texto las modificaciones anteriores, así como los nuevos cambios introducidos, en aras de una mayor claridad y transparencia.

Como novedades, se incluyen las obligaciones de información estadística para las titulizaciones de préstamos y otras transferencias de préstamos de las IFM, tanto en términos de flujos como en términos de saldos. Por tanto, se complementa el Reglamento 24/2009 del BCE, de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre los activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (BCE/2008/30), comentado en el apartado anterior.

Se mantienen las exenciones de información estadística para las IFM de tamaño reducido, siempre que su contribución combinada al balance de las IFM nacionales, en términos de saldos, no supere el 5%, y se actualizan las exenciones a los fondos del mercado monetario (FMM)<sup>11</sup> y a las entidades de dinero electrónico, para lo que deben cumplir determinadas condiciones. Asimismo, se establecen ciertas exenciones relativas a la información estadística de préstamos transferidos por medio de una titulización.

Finalmente, se conservan los procedimientos especiales aplicables en los casos de fusión, escisión o reorganización de IFM, a fin de preservar el cumplimiento de las exigencias de información estadística establecidas en la norma.

El reglamento entró en vigor el pasado 9 de febrero, y será aplicable a partir del 1 de julio de 2010. La primera información conforme a los criterios establecidos en la norma corresponderá a los datos de junio de 2010, salvo puntuales excepciones.

**Banco Central Europeo:  
contabilidad e información  
financiera en el SEBC**

La Orientación *BCE/2008/21, de 11 de diciembre de 2008* (DOUE de 5 de febrero), ha modificado a la Orientación *BCE/2006/16*, de 10 de noviembre de 2006<sup>12</sup>, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC, con el fin de reclasificar determinadas operaciones de valores, conforme a la reciente normativa comunitaria y a la evolución de los mercados.

En este sentido, se reclasifican algunos valores en otras partidas del balance dependiendo del origen del emisor, de la moneda de denominación y de si se mantienen hasta su ven-

---

**10.** El SEBC requiere, para el cumplimiento de sus funciones, la elaboración del balance consolidado del sector de las IFM. El objetivo principal de este balance es proporcionar al BCE una visión estadística completa de la evolución monetaria en los Estados miembros participantes, que se consideran un único territorio económico. **11.** Los FMM se definen como instituciones de inversión colectiva (IIC) cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos, y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario o en participaciones en FMM o en otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, o en depósitos bancarios, o en activos cuya rentabilidad es similar a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario. **12.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006», *Boletín Económico*, enero de 2007, Banco de España, p. 96.

cimiento<sup>13</sup>. Asimismo, todos los instrumentos financieros que forman parte de una cartera identificada<sup>14</sup> deben incluirse en la partida *otros activos financieros*.

Por otro lado, se incluyen normas específicas sobre la contabilidad de los swaps de tipos de interés a plazo, los futuros de divisas y los futuros de acciones. Así, los swaps de tipos de interés a plazo deben contabilizarse del mismo modo que los swaps de tipos de interés normales, y los futuros de divisas y de acciones, del mismo modo que los futuros de tipos de interés.

Finalmente, se actualizan las normas sobre los instrumentos de renta variable para que se pueda operar con instrumentos de renta variable negociables en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

La orientación entró en vigor el pasado 31 de diciembre.

**Modificación  
de la directiva comunitaria  
relativa a los sistemas  
de garantía de depósitos**

La Directiva 2009/14/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009 (DOUE del 13), ha modificado a la Directiva 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo<sup>15</sup>, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

La cobertura mínima de los depósitos de cada depositante se eleva de 20.000 a 50.000 euros<sup>16</sup>, con el fin de mantener la confianza de los depositantes y conseguir una mayor estabilidad en los mercados financieros, previendo en la directiva que, a más tardar el 31 de diciembre de 2010, la cobertura armonizada alcance los 100.000 euros, salvo que la Comisión, en un informe que deberá emitir antes del 31 de diciembre de 2009, concluya que tal incremento y armonización no resultan convenientes ni viables financieramente para todos los Estados miembros.

Por otro lado, se rebajan los plazos del proceso de pago. Así, cuando dicho proceso se activa por determinación de las autoridades competentes no judiciales, el plazo para efectuar tal determinación se reduce de los 21 días actuales a 5 días hábiles, tras comprobar que la entidad no ha restituido los depósitos vencidos y exigibles. Igualmente, se acorta de los tres meses actuales (que, en algunos casos, se podían ampliar a nueve) a 20 días hábiles el plazo para que los sistemas de garantía de depósitos pongan a disposición de los depositantes las cantidades garantizadas, una vez adoptada la correspondiente resolución judicial o la determinación antes citada. No obstante, a lo sumo el 16 de marzo de 2011, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe acerca de la efectividad y los plazos de los procedimientos de pago, en el que se evalúe la aplicabilidad de una nueva reducción adicional de 20 a 10 días hábiles.

Los Estados miembros pondrán en vigor la directiva, a lo sumo, el 30 de junio de 2009, salvo las disposiciones relativas a las comentadas reducciones de plazos, cuyo límite temporal para la transposición finaliza el 31 de diciembre de 2010.

---

**13.** Los valores mantenidos hasta su vencimiento son valores remunerados con pagos fijos o determinables y con un vencimiento fijo que el BCN tiene la intención de mantener hasta dicho vencimiento. **14.** La cartera identificada es una inversión especial mantenida en el activo del balance, consistente en valores, instrumentos de renta variable, depósitos a plazo y cuentas corrientes, participaciones o inversiones en filiales, que se corresponde con una partida identificable del pasivo del balance, con independencia de restricciones legales o de otra índole. **15.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 97 y 98. **16.** En nuestro ordenamiento jurídico, el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, incrementó los importes garantizados de los depositantes, anteriormente fijados en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, pasando de 20.000 euros a 100.000 euros por depositante, sea persona natural o jurídica y cualesquiera que sean el número y la clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad.

**Ministerio de Economía  
y Hacienda: concesión  
de garantías**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 4/2009, de 29 de marzo* (BOE del 29), que autoriza a la Administración General del Estado para avalar, durante el año 2009, por un importe máximo de 9.000 millones de euros en garantía de las obligaciones derivadas de las financiaciones que pueda otorgar el Banco de España a Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

En caso de ejecución de las garantías, el Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro reembolsará al Tesoro Público la cuantía que resulte de aplicar el porcentaje que representen los depósitos garantizados por el Fondo sobre las obligaciones exigibles de la entidad a la cantidad satisfecha por el Tesoro Público al Banco de España.

Por otro lado, la *Resolución de 28 de marzo de 2009, del Banco de España* (BOE del 29), ha hecho público el Acuerdo de la Comisión Ejecutiva, en relación con la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha, por el que se sustituye provisionalmente el órgano de administración de la entidad hasta que el Banco de España estime superada la situación que lo ha motivado.

**Deuda del Estado:  
condiciones de emisión  
durante 2009 y enero  
de 2010**

La Ley 2/2008, de 23 de diciembre<sup>17</sup>, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009, autorizó al Gobierno para que incremente la deuda del Estado en 2009, con la limitación de que el saldo vivo de la misma a final de año no supere el correspondiente saldo a 1 de enero de 2009 en más de 50.247 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden EHA/3877/2008, de 29 de diciembre* (BOE del 7 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2009 y enero de 2010, y dos *Resoluciones de 21 de enero de 2009*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, (BOE del 29 y 31), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, y de bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2009 y el mes de enero de 2010.

En sentido amplio, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes en años anteriores. Asimismo, al igual que en años anteriores, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

Entre las novedades hay que destacar, por un lado, la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado. Por otro, el valor nominal máximo de las peticiones no competitivas que podrán presentar los distintos inversores cualificados<sup>18</sup> o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro se eleva desde 100 millones a 300 millones de euros. Por el contrario, no se modifican las cifras mínimas de puja competitiva y no competitiva, que siguen situadas en 1.000 euros, ni el límite máximo de un millón de euros que, con carácter general, existe para la suma de las pujas no competitivas de un mismo postor. Tampoco varía el requerimiento de que las pujas sean en todo caso múltiplos de 1.000 euros.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores, es decir, mediante subastas (ofertas competitivas<sup>19</sup> y no

---

**17.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp. 158 y 159. **18.** El Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios, el Fondo de Garantía de Depósitos en cajas de ahorro, el Fondo de Garantía de Depósitos en cooperativas de crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, y el Fondo de Garantía de Inversiones no se hallan, por tanto, sujetos al límite general. **19.** Son aquellas en que se indica el precio, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal, que se está dispuesto a pagar por la deuda, o el tipo de interés en tanto por ciento que se solicita.

competitivas<sup>20</sup>), y mediante cualquier técnica que se considere adecuada en función del tipo de operación de que se trate. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, y bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

#### LETRES DEL TESORO

Como novedades respecto al año anterior cabe reseñar, en primer lugar, el incremento en la oferta de letras del Tesoro tanto en plazos de emisión como en número de emisiones, para atender a la demanda de los inversores hacia instrumentos financieros a plazos más cortos. Así, a partir del mes de febrero de 2009, se subastarán letras a tres, seis y doce meses de forma regular y con periodicidad mensual. En segundo lugar, se adelanta del miércoles al martes la fecha de resolución de las subastas, incrementando con ello en un día los períodos de pago y de desarrollo de las segundas vueltas subsiguientes a las subastas.

Las subastas tendrán lugar, salvo excepciones, el segundo martes de cada mes para las letras a tres y seis meses, y el martes siguiente para las letras a doce meses. En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2008, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones.

En las ofertas competitivas, se indicará el tipo de interés que se solicita, y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

Por último, como es habitual, a las subastas les seguirá una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de las letras del Tesoro, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

#### BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

La principal novedad es la posibilidad de realizar emisiones en las que tanto el capital como los intereses (o ambos) pueden estar referenciados a un índice, ampliando de esta manera las modalidades de deuda. En cuanto a los criterios y procedimientos de emisión establecidos, son, básicamente, los vigentes en 2008, y, al igual que en el caso de las letras, se incluye en la resolución un calendario anual de subastas, en el que se señalan las fechas de las mismas, determinándose el plazo de los bonos y obligaciones que se ponen en oferta en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán de tres y cinco años en bonos, y de diez, quince y treinta años en obligaciones, reanudándose este año las emisiones a quince años. Asimismo, se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez en los mercados secundarios y de atender la demanda de los inversores.

Las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones, manteniendo en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2008.

20. Son aquellas en que no se indica precio o tipo de interés.

**Solvencia de las empresas  
de servicios de inversión  
y de sus grupos  
consolidables:  
modificación  
de la normativa**

Se ha publicado la CCNMV 12/2008, de 30 de diciembre (BOE de 4 de febrero) (en adelante, la Circular), sobre solvencia de las ESI<sup>21</sup> y sus grupos consolidables, que adecua el régimen de solvencia de estas entidades al establecido en la Unión Europea<sup>22</sup>. Asimismo, se deroga el marco normativo anterior, recogido en la CCNMV 6/1992, de 30 de diciembre<sup>23</sup>, sobre exigencias de recursos propios de las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales elementos contemplados en la Circular con el tratamiento otorgado a los mismos en la CCNMV 6/1992.

La Circular establece un paralelismo entre las normas que regulan la solvencia de las entidades de crédito<sup>24</sup> y las ESI, salvo determinadas excepciones propias de las especificidades de estas entidades, con los objetivos de evitar el arbitraje regulatorio y facilitar la integración de los diferentes tipos de entidades en los grupos consolidables objeto de supervisión.

**ÁMBITO DE APLICACIÓN  
Y REQUERIMIENTOS GENERALES  
DE RECURSOS PROPIOS**

La norma se aplica a las ESI y a sus correspondientes grupos consolidables, aunque deja fuera de su ámbito a las empresas de asesoramiento financiero, ya que, en lo relativo a sus fondos propios, se ajustarán a lo previsto en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero<sup>25</sup>, sobre el régimen jurídico de las ESI y demás entidades que prestan servicios de inversión.

En la Circular se definen el concepto de recursos propios, junto con sus exigencias tanto a nivel individual como de forma consolidada, los límites en su cómputo, las deducciones de los mismos y las diferentes categorías de recursos propios. En concreto, los recursos propios básicos están formados principalmente por el capital, las reservas y los resultados del ejercicio corriente; los de segunda categoría están integrados fundamentalmente por las reservas de regularización, los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, las financiaciones subordinadas (cuyo plazo original no sea inferior a cinco años) y las financiaciones subordinadas de duración indeterminada, y los de tercera categoría, básicamente, por las financiaciones subordinadas a corto plazo (cuyo plazo original no sea inferior a dos años).

En cuanto a las exigencias generales de recursos propios, las ESI mantendrán en todo momento recursos propios iguales o superiores al mayor de los cuatro siguientes apartados: 1) la suma de las exigencias de recursos propios para cubrir los riesgos ligados a la cartera de negociación, el riesgo de crédito, el riesgo de tipo de cambio y de materias primas, el riesgo operacional, y el 8% de todas las posiciones ponderadas por riesgo de crédito, con excepción de las actividades de la cartera de negociación y de los activos ilíquidos cuando se deduzcan de los recursos propios, para el riesgo de crédito y dilución; 2) la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio; 3) las dos terceras partes del capital mínimo requerido para la constitución de la ESI que corresponda, y 4) el 5% del volumen de las carteras gestionadas.

---

**21.** Son empresas de servicios de inversión las sociedades y las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero. Su regulación se recoge en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y en el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. **22.** Con esta Circular se finaliza el trabajo de transposición de las directivas comunitarias 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las ESI y las entidades de crédito (refundición), y 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), estableciendo un marco común, con limitadas excepciones, para las ESI y las entidades de crédito. **23.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1992», *Boletín Económico*, enero de 1993, Banco de España, pp. 65-71. **24.** Véase CBE 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. **25.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 162-164.

CCNMV 6/1992, de 30 de diciembre	CCNMV 12/2008, de 30 de diciembre
<b>Ámbito de aplicación</b>	
Las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables.	Las ESI y sus grupos y subgrupos consolidables, considerando solo incluidas en las ESI las sociedades y las agencias de valores, y las sociedades gestoras de carteras. Quedan fuera del ámbito de aplicación las empresas de asesoramiento financiero.
<b>Elementos que componen los recursos propios</b>	
Recursos propios básicos	Recursos propios básicos
El capital, las reservas y los resultados del ejercicio corriente, fundamentalmente.	Sin cambios significativos.
Recursos propios de segunda categoría	Recursos propios de segunda categoría
Las reservas de regularización, los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, las financiaciones subordinadas (cuyo plazo original no sea inferior a cinco años) y las financiaciones subordinadas de duración indeterminada, fundamentalmente.	Sin cambios significativos.
Recursos propios de tercera categoría	Recursos propios de tercera categoría
Las financiaciones subordinadas a corto plazo (cuyo plazo original no sea inferior a dos años).	Sin cambios significativos.
<b>Requerimientos generales de recursos propios mínimos</b>	
Los recursos propios no podrán ser, en ningún momento, inferiores a la más alta de las magnitudes siguientes: a) las dos terceras partes del capital social mínimo; b) la suma de los importes resultantes en aplicación de las normas de cobertura de los riesgos de la cartera de negociación, de crédito, de tipo de cambio y de posiciones en oro y, en su caso, de los recargos por concentración de riesgos; c) el importe resultante en aplicación de las normas de cobertura de las exigencias por el nivel de actividad.	Mantendrán recursos propios iguales o superiores al mayor de los cuatro siguientes apartados: 1) la suma de las exigencias de recursos propios para cubrir: riesgos de cartera de negociación, de crédito, de tipo de cambio, de materias primas y de riesgo operacional, y el 8% de todas las posiciones ponderadas por riesgo de crédito, con excepción de ciertas actividades; 2) la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio; 3) las dos terceras partes del capital mínimo requerido para la constitución del ESI que corresponda; 4) el 5% del volumen de las carteras gestionadas. Se establecen excepciones para determinadas ESI por tamaño y actividad.
<b>Requisitos de solvencia</b>	
Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: para las exigencias de recursos propios por renta fija, se calcularán los recursos propios necesarios para la cobertura de los riesgos general y específico para cada divisa por separado. Para las exigencias de recursos propios por renta variable, se calculará la posición neta en cada clase de valor, y se sumarán, por una parte, todas las posiciones netas largas y, por otra, todas las posiciones netas cortas en acciones y participaciones e instrumentos derivados de ellas, para cada divisa por separado. Se establecen exigencias de recursos propios por otros riesgos ligados a la cartera de valores de negociación.	Riesgos ligados a la cartera de negociación: los requerimientos de recursos propios serán la suma de los necesarios para la cobertura del riesgo de posición por el mantenimiento de instrumentos de deuda, incluidos los instrumentos convertibles, de renta variable y de posiciones de IIC, y los necesarios para la cobertura de los riesgos de crédito y contraparte ligados a la cartera de negociación. No obstante, se exime de estas exigencias cuando la cartera de negociación sea inferior a determinados importes.
Riesgo de crédito: deberán mantener en todo momento unos recursos propios del 8% de los elementos del activo, una vez deducidas las posibles provisiones constituidas, ponderados por determinados coeficientes según la naturaleza y las características del riesgo.	Riesgo de crédito: para el cálculo de las exigencias de recursos propios se podrá aplicar el método estándar (los requerimientos de recursos propios para cubrir el riesgo de crédito se determinan aplicando las ponderaciones correspondientes a las diferentes exposiciones de riesgo) o, previa autorización de la CNMV, el método basado en calificaciones internas (IRB).
No se contempla.	Establecimiento de técnicas de reducción del riesgo del crédito mediante garantías personales, garantías reales o instrumentos similares, así como las coberturas mediante diferentes tipos de instrumentos, como los derivados de crédito.
Riesgo de crédito de contraparte.	Sin cambios significativos.
No se contempla.	Riesgo de crédito de titulización.
Las exigencias de recursos propios por riesgo de tipo de cambio serán del 8% de las siguientes posiciones: la posición global neta en divisas, la posición global neta en oro, y las posiciones globales netas en cada una de las divisas instrumentales.	Sin cambios significativos.
No se contempla.	Riesgo de posición en materias primas: para el cálculo de la posición en una materia prima se tendrá en cuenta tanto las posiciones clasificadas en la cartera de negociación como las ajenas a ella.

FUENTES: BOE y Banco de España.

CCNMV 6/1992, de 30 de diciembre	CCNMV 12/2008, de 30 de diciembre
Requisitos de solvencia (continuación)	
No se contempla.	Riesgo operacional: para cubrir una serie de contingencias que pueden originar pérdidas para la entidad, para lo cual se establece una clasificación de las mismas, y los métodos de cálculo de recursos propios para cubrir este tipo de riesgo.
Límites a los grandes riesgos: las entidades y sus grupos no podrán incurrir en posiciones cuyo valor total supere el 25% de sus fondos propios, respecto de una misma persona o grupo. En ciertos casos, se reduce al 20%. Asimismo, no podrán incurrir en grandes posiciones cuyo valor acumulado supere el 800% de los fondos propios.	Sin cambios significativos.
Organización interna, gestión de riesgos y control interno	
No se contempla.	Se exigen unos requisitos de organización y control interno, adecuados y proporcionales conforme al carácter, escala y complejidad de los servicios de inversión, y la existencia de procedimientos que permitan conocer los riesgos a los que están o pueden estar sometidas las entidades en función de la actividad desarrollada. Asimismo, deberá llevarse a cabo un proceso de autoevaluación de su capital.
Obligaciones de información	
A la CNMV: determinados estados sobre el nivel exigido de recursos propios y grandes riesgos, con periodicidad mensual.	A la CNMV: un informe anual de autoevaluación del capital con periodicidad anual, haciéndola coincidir con la remisión de los estados de solvencia correspondientes al cierre del ejercicio. Además, deberán remitir con la periodicidad prevista en la norma una serie de estados contables sobre la solvencia, los recursos propios y las exigencias de los diferentes riesgos.
No se contempla.	Al mercado: hacer público un documento denominado «informe sobre solvencia» con carácter anual. En este informe se incluirá una amplia batería de conceptos sobre solvencia que las entidades deberán divulgar, que van desde la política de gestión de riesgos y el detalle de los recursos propios, resenando incluso si existe déficit en relación con el mínimo exigido, hasta los recursos exigibles para las coberturas de los diferentes riesgos de mercado.

FUENTES: BOE y Banco de España.

No obstante, se establecen determinadas excepciones para las ESI de menor tamaño y las centradas en ciertas áreas de actividad. En concreto, la CNMV podría autorizar a las sociedades gestoras de carteras, a las agencias de valores y a determinadas ESI<sup>26</sup> unas exigencias de recursos propios más reducidas, tal como se refleja en la disposición.

**REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGOS DE LA CARTERA DE NEGOCIACIÓN**

La Circular detalla los criterios generales relativos a la cartera de negociación, que son similares al régimen anterior. La cartera de negociación constará de todas las posiciones en instrumentos financieros y materias primas que la entidad mantenga con la *intención de negociación*<sup>27</sup> o para utilizarlos como cobertura de otros elementos de la cartera de negociación.

Como novedad, las entidades podrán utilizar sus propios modelos (modelos internos) a la hora de calcular sus exigencias de recursos propios frente a los riesgos de posición, de tipo de cambio o sobre materias primas, en lugar de los métodos descritos en la Circular, previa autorización de la CNMV. Asimismo, se concretan una serie de requisitos exigibles a los mo-

**26.** Las que actúen por cuenta propia o no mantengan efectivo o valores de clientes, entre otras. **27.** Existe «intención de negociación» cuando las posiciones se mantienen con la finalidad de realizarlas a corto plazo o de beneficiarse de las diferencias reales o esperadas a corto plazo entre el precio de compra y el de venta, o de otras variaciones en los precios o los tipos de interés.

**REQUERIMIENTOS DE RECURSOS  
PROPIOS POR RIESGO  
DE CRÉDITO**

de los internos, entre ellos, contar con un sistema de gestión de riesgos adecuado para el volumen y complejidad de los riesgos asumidos, válido y representativo de los mismos.

Para el cálculo de las exigencias de recursos propios por el riesgo de crédito, las ESI y sus grupos podrán optar por aplicar el *método estándar*, o, previa autorización de la CNMV, el *método basado en calificaciones internas* (IRB), en los términos establecidos por la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos<sup>28</sup>, que constituye la principal novedad en esta materia respecto al régimen anterior.

Con el método estándar<sup>29</sup>, la Circular determina las ponderaciones aplicables a las distintas exposiciones de riesgo, salvo las que se deduzcan de los recursos propios. La aplicación de las ponderaciones de riesgo se basará en la categoría de posición<sup>30</sup> y en su calidad crediticia. De forma similar a las entidades de crédito, la calidad crediticia podrá determinarse por referencia a las evaluaciones de crédito de las Agencias de Calificación Externas (ECA)<sup>31</sup>, o a las evaluaciones de crédito de las Agencias de Crédito a la Exportación (ECA)<sup>32</sup>. En función del nivel de calidad crediticia, las ponderaciones de riesgo de las diferentes posiciones pueden oscilar entre el 0% y el 150%.

Asimismo, se contemplan las técnicas de reducción del riesgo del crédito mediante garantías personales, garantías reales o instrumentos similares, así como las coberturas mediante diferentes tipos de instrumentos, como los derivados de crédito, estableciendo los requisitos mínimos para su cómputo y los métodos de cálculo de la reducción del riesgo.

Por otro lado, se abordan las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito de contraparte<sup>33</sup> en instrumentos derivados, operaciones de recompra, préstamos de valores y determinadas operaciones de financiación. Para el cálculo de este tipo de riesgos se establecen varios métodos: el de valoración a precios de mercado, el de riesgo original, el estándar (solo se podrá utilizar para instrumentos derivados no negociados en mercados regulados y en operaciones con liquidación diferida) y los modelos internos previa aprobación de la CNMV.

Respecto al riesgo de crédito de titulización, se distingue entre los riesgos de los originadores (o promotores) y los que asumen los inversores en este tipo de instrumentos, así como los tramos más usuales de las titulizaciones, en la medida en que implican mayores o menores riesgos, enfatizando los apoyos implícitos a estos productos<sup>34</sup>. También se diferencia entre las titulizaciones tradicionales o las denominadas «titulizaciones sintéticas», que se obtienen me-

---

**28.** A efectos de la aplicación del IRB tal como se establece en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, las referencias realizadas a entidades de crédito o sus grupos se entenderán realizadas a las empresas de servicios de inversión o sus grupos; las referencias realizadas al Banco de España se entenderán realizadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, excepto aquellas referencias que se realicen sobre hipótesis aportadas como pérdidas en caso de impago (LGD) o el importe en riesgo en el momento de impago (EAD), que serán las expresamente recogidas en la mencionada circular del Banco de España. **29.** Por el método estándar los requerimientos de recursos propios para cubrir el riesgo de crédito se determinan aplicando las ponderaciones correspondientes a las diferentes exposiciones de riesgo. **30.** Se establece una escala de ponderación de riesgo entre el 0% y el 150%. Este último se llega a utilizar para las posiciones en situación de mora durante más de 90 días o posiciones pertenecientes a categorías de alto riesgo (como, por ejemplo, inversiones en empresas de capital de riesgo y en acciones no cotizadas). **31.** Del inglés External Credit Assessment Institution. Solo podrán utilizarse calificaciones externas de crédito para determinar la ponderación de riesgo de una posición cuando la ECAL que las realice esté reconocida como «elegible» para esos fines por la CNMV. Para ello, deben acreditar una serie de garantías de que su metodología de calificación cumple los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua y transparencia, y de que las calificaciones crediticias resultantes cumplen los requisitos de credibilidad y transparencia. **32.** Del inglés Export Credit Agencies. Las calificaciones crediticias efectuadas por una agencia de crédito a la exportación podrán utilizarse para determinar la ponderación de riesgo de una posición frente a administraciones centrales o bancos centrales, cuando procedan de la Compañía Española de Crédito a la Exportación o cuando sean reconocidas por la CNMV por cumplir determinadas condiciones. **33.** Es aquel que contrae una entidad si la contraparte de una operación incumple sus obligaciones en el momento de la liquidación. **34.** El apoyo implícito a la titulización: cualquier apoyo que la entidad originadora o patrocinadora de una titulización preste al margen de sus obligaciones contractuales con el fin de reducir las pérdidas potenciales o reales de los inversores.

diente los nuevos instrumentos derivados de crédito. Tanto en unas como en otras, se reseñan los casos en los que existe una transferencia efectiva del riesgo. Asimismo, para el cálculo de las posiciones ponderadas de riesgo que se mantengan en la titulización serán aplicables tanto el método estándar como el método IRB, siendo además de aplicación las técnicas de reducción del riesgo de crédito para todos los tramos resultantes de la titulización. Dentro del método IRB, se prevé, entre otros, el uso de métodos que estarán sujetos a autorización administrativa previa de la CNMV.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

El riesgo de tipo de cambio no presenta novedades importantes en relación con la anterior normativa. Las entidades calcularán sus exigencias de recursos propios mediante el método descrito en la Circular, aunque lo podrán sustituir por modelos internos para la totalidad o para un conjunto de posiciones en divisas.

Las entidades deberán disponer de políticas y procedimientos adecuados, estableciendo los órganos de administración límites claramente definidos a los riesgos asumidos por tipo de cambio. En particular, deberán contar con sistemas de medición e información, apropiados a su nivel de actividad, para la gestión, control y seguimiento de los mismos.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE POSICIÓN EN MATERIAS PRIMAS

Para el cálculo de la posición en una materia prima se tendrán en cuenta tanto las posiciones clasificadas en la cartera de negociación como las ajenas a ella. Asimismo, las posiciones en materias primas o derivados sobre materias primas, incluidos los metales preciosos, pero excluido el oro<sup>35</sup>, se expresarán con arreglo a su unidad de medida estándar.

Asimismo, se desarrollan las exigencias de recursos propios por este tipo de riesgos, estableciendo un método de cálculo general, un sistema de vencimientos (utilizando para cada materia prima una escala de vencimientos independiente), un método simplificado<sup>36</sup> y un método de escala de vencimientos ampliado, este último con la previa autorización de la CNMV.

Finalmente, la norma contempla las exigencias de recursos propios para determinados instrumentos concretos, como los contratos de futuro sobre materias primas y los compromisos de compra y venta de materias primas individuales a plazo; las permutas financieras y las opciones sobre materias primas y los certificados de opción de compra.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO OPERACIONAL

Una de las novedades más importantes de la Circular es la nueva exigencia de recursos propios por riesgo operacional, destinada a cubrir una serie de contingencias a las que están sujetas todas las entidades por el ejercicio de su actividad, para lo cual se establece una clasificación detallada de los diferentes tipos de eventos de pérdidas por este tipo de riesgo. La Circular introduce tres métodos para el cálculo de las exigencias de recursos propios por riesgo operacional: el método del indicador básico, el método estándar basado en líneas de negocio, y los métodos avanzados. También se permite la utilización de métodos de forma combinada en circunstancias excepcionales, y dentro de un calendario acordado con la CNMV.

Asimismo, las ESI podrán contratar seguros que cubran eventos de riesgo operacional, ajustándose a las condiciones establecidas en la Circular, así como otros mecanismos de transferencia de riesgo operacional si puede demostrar a la CNMV que con ellos se logran reducir las repercusiones de dichos riesgos de forma evidente.

---

**35.** Las posiciones en oro o en derivados sobre oro se considerarán sujetas a riesgo de tipo de cambio. **36.** Según este método, las exigencias de recursos propios se calcularán sumando el 15% de la posición neta, larga o corta, en cada materia prima, multiplicado por el precio de contado de la misma, y el 3% de la posición bruta, larga más corta, en cada materia prima, multiplicado por el precio de contado de la misma.

LÍMITES A LOS GRANDES RIESGOS	<p>Se establecen los límites a la concentración de posiciones de forma similar a la del régimen anterior, si bien se flexibilizan las exigencias para las ESI al exceptuarse la consideración de determinadas posiciones mantenidas frente a sistemas de compensación y liquidación. Las ESI deberán disponer de procedimientos administrativos y contables, y de mecanismos internos de control adecuados que permitan identificar y registrar todas las operaciones de gran riesgo, que deberán comunicarse a la CNMV trimestralmente, junto con los estados de solvencia.</p> <p>Los grandes riesgos están sometidos a los siguientes límites: a) las ESI y sus grupos no podrán incurrir en posiciones cuyo valor total supere el 25% de sus fondos propios, respecto de una misma persona o grupo, aunque, si se mantienen con personas con las que exista una relación de control, se reduce al 20%, y b) las ESI y sus grupos no podrán incurrir en grandes posiciones cuyo valor acumulado supere el 800% de los fondos propios. Asimismo, se establecen determinadas excepciones a los límites para aquellas posiciones con ponderación nula.</p> <p>No obstante, si en algún caso excepcional las posiciones superasen dichos límites, la ESI deberá informar de ello a la CNMV, y presentará un programa de medidas para retornar a su cumplimiento.</p>
INCUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA	<p>Cuando una ESI o su grupo consolidable no alcancen los niveles mínimos de recursos propios, se informará, con carácter inmediato, a la CNMV, y presentará un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia. Si presenta un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos, deberán destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos. Si el déficit es igual o inferior al 20%, someterá su distribución de resultados a la autorización previa de la CNMV, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas, atendiendo al programa presentado para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia. Ese porcentaje mínimo no podrá ser inferior al 50% de los beneficios o excedentes netos.</p>
ORGANIZACIÓN INTERNA, GESTIÓN DE RIESGOS Y CONTROL INTERNO	<p>Otra de las novedades importantes de la Circular es el establecimiento de los criterios generales para la organización interna, procedimientos de control y procedimientos de evaluación interna de las ESI y del resto de las entidades que presten dichos servicios. Así, se exigen unos requisitos de organización y de control interno, que sean adecuados y proporcionales al carácter, escala y complejidad de los servicios de inversión que se presten. Además, se requiere la existencia de unos procedimientos mínimos que les permitan conocer los riesgos a los que están o pueden estar sometidas las entidades en función de la actividad desarrollada.</p>
OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN	<p>Por otro lado, deberán llevar a cabo un proceso de autoevaluación de su capital. Este proceso estará integrado por un conjunto de estrategias y procedimientos sólidos y exhaustivos que permitan evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución tanto de su capital interno como de sus recursos propios, que consideren que están bien fundamentados y son adecuados para su perfil de riesgo y entorno operativo.</p> <p>También resultan novedosas las nuevas obligaciones de información de las ESI a la CNMV y al mercado. A la primera deberán remitir un <i>informe anual de autoevaluación del capital</i><sup>37</sup>, haciéndolo coincidir con la remisión de los estados de solvencia correspondientes al cierre</p>

---

<sup>37</sup>. El informe incluirá un resumen de la información relativa a estrategias y procedimientos de organización interna y de autoevaluación de capital interno.

del ejercicio. Además, deberán remitir con la periodicidad prevista en la norma una serie de estados contables sobre la solvencia, los recursos propios y las exigencias de los diferentes riesgos. Respecto al mercado, las ESI deberán hacer público un documento denominado *informe sobre solvencia* con carácter anual. En este informe se incluirá una amplia batería de conceptos sobre solvencia que las entidades deberán divulgar, que incluyen, entre otros, la política de gestión de riesgos, el detalle de los recursos propios, reseñando incluso si existe déficit en relación con el mínimo exigido, y los recursos exigibles para las coberturas de los diferentes riesgos de mercado, con el fin de mejorar la transparencia en el sector.

La Circular entrará en vigor el próximo 30 de junio.

**Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora**

Siguiendo el mandato de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>38</sup>, de IIC, se ha publicado la CCNMV 1/2009, de 4 de febrero (BOE del 18), que establece las diferentes categorías de IIC en función de su vocación inversora, reduciendo el número de vocaciones inversoras existentes, e incorporando algunas matizaciones en las definiciones de las que permanecen para adaptarlas a la situación actual del sector. Adicionalmente, la Circular contiene diversas disposiciones encaminadas a proporcionar al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de la IIC.

La norma incluye una serie de criterios para definir la vocación inversora a la que pertenece cada IIC, y prevé que, cuando una IIC pueda incluirse en dos vocaciones inversoras, quede encuadrada en la de mayor riesgo. Dentro de la información que se suministre sobre la vocación inversora, se añadirá la correspondiente al perfil de riesgo y, si procede, al carácter de IIC que invierte mayoritariamente en otras IIC. En caso de que la categoría actual de la IIC no tenga una correspondencia en la nueva clasificación, la CNMV les asignará de oficio la nueva vocación inversora.

La adaptación de los folletos informativos de las IIC como consecuencia de las nuevas vocaciones de inversión se producirá a medida que las SGIIIC o sociedades de inversión soliciten la actualización del folleto por algún otro motivo. Se exceptúan los fondos con vocación monetaria, que tendrán un plazo de tres meses desde la entrada en vigor de la Circular para adaptar sus folletos a la nueva definición o, en su caso, para cambiar su vocación inversora. Otra excepción son las IIC incluidas en la vocación de renta variable internacional que invierten mayoritariamente en un área geográfica concreta o en un sector económico concreto, que tendrán un plazo de nueve meses para adaptar la denominación de las IIC.

Las nuevas vocaciones inversoras se enumeran a continuación:

*Monetaria:* Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada. Duración media de la cartera inferior a seis meses.

*Renta fija euro:* Ausencia de exposición a renta variable, no habiendo sido clasificada la IIC dentro de la vocación anterior. Máximo del 10% de exposición a riesgo divisa.

*Renta fija internacional:* Ausencia de exposición a renta variable y posibilidad de tener más del 10% de exposición a riesgo divisa.

---

<sup>38</sup> Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85.

*Renta fija mixta euro:* Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área del euro, más la exposición al riesgo divisa, no superará el 30%.

*Renta fija mixta internacional:* Menos del 30% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área del euro, más la exposición al riesgo divisa, podrá superar el 30%.

*Renta variable mixta euro:* Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área del euro, más la exposición al riesgo divisa, no superará el 30%.

*Renta variable mixta internacional:* Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área del euro, más la exposición al riesgo divisa, podrán superar el 30%.

*Renta variable euro:* Más del 75% de exposición a renta variable. Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área del euro. Máximo del 30% de exposición a riesgo divisa.

*Renta variable internacional:* Más del 75% de exposición a renta variable, no habiendo sido clasificado como renta variable euro.

*IIC de Gestión Pasiva:* IIC que replican o reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados, así como IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

*Garantizado de Rendimiento Fijo:* IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.

*Garantizado de Rendimiento Variable:* IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo.

*De Garantía Parcial:* IIC con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial.

*Retorno Absoluto:* IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, la consecución de una determinada rentabilidad/riesgo periódica.

*Global:* IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

La Circular entró en vigor el pasado 1 de abril.

**Sociedades rectoras de los mercados secundarios de valores: normas contables**

Se ha publicado la CCNMV 9/2008, de 10 de diciembre (BOE de 5 de enero), sobre normas contables, estados de información reservada y pública y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales (con la exclusión del Banco de España), de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación (SMN), de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las socie-

dades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de mercados secundarios oficiales y de SMN, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>39</sup>, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre<sup>40</sup>.

La Circular regula las normas específicas de contabilidad, los modelos reservados y públicos de los estados financieros y las cuentas anuales de carácter público de las sociedades o entidades que controlan o rigen infraestructuras de mercado de valores, bien de negociación, bien de poscontratación, con la excepción del mercado de deuda pública en anotaciones, para su actualización y adaptación al nuevo marco contable representado por el nuevo PGC, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre<sup>41</sup>. Asimismo, deroga la normativa de su mismo rango actualmente en vigor<sup>42</sup>.

En primer lugar, se establecen como criterios generales de contabilización los contenidos en el PGC, y se recogen determinados criterios específicos para estas entidades, como: a) el tratamiento contable que se debe aplicar para el reconocimiento y valoración de los depósitos de efectivo, avales, prendas, garantías o contratos de seguros recibidos en concepto de fianza y garantía de posiciones; b) el procedimiento contable para el reconocimiento y valoración de los saldos diarios pendientes de liquidar por operaciones con opciones y variaciones de márgenes futuros; c) la contabilización de las operaciones sobre instrumentos derivados en las que una entidad actúe como contrapartida central; d) el reconocimiento contable de ingresos en concepto de determinadas comisiones por servicios prestados.

Por otro lado, se incluyen los modelos de estados reservados, individuales y consolidados, que se deben remitir a la CNMV, así como la periodicidad y plazo de remisión. También se detallan las normas relativas a la elaboración y cumplimentación de los estados reservados, incorporando aclaraciones respecto a la presentación de la información que se desprende de la aplicación de las normas contables específicas.

Dentro de los estados reservados, se incorporan ciertas peculiaridades de la operativa de las sociedades y determinadas necesidades de información de la CNMV en el ejercicio de su labor de supervisión, como un estado de información financiera adicional y un estado de información de actividad del mercado o del sistema gestionado por la sociedad. Adicionalmente, se incluyen los modelos públicos de estados financieros intermedios que deben remitir a la CNMV, su periodicidad y plazo de remisión y ciertas instrucciones relativas a su elaboración y cumplimentación.

En lo que se refiere a las cuentas anuales de carácter público, se incluyen los modelos para el balance y para la cuenta de pérdidas y ganancias, con el objetivo de recoger las rúbricas que reflejen la información financiera derivada de la operativa específica de las sociedades o entidades.

La presentación de los estados financieros públicos y reservados se realizará mediante el sistema de CIFRADOC/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 15 de septiembre de 2006, u otro similar que pueda establecerse en el futuro, de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la CNMV en cada momento.

---

**39.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. **40.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 139-147. **41.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 155-158. **42.** La Circular 1/1990, de 31 de enero; la 3/1990, de 23 de mayo; la 2/1992, de 15 de julio, y la 4/1992, de 21 de octubre, todas ellas de la CNMV.

## **Entidades de capital-riesgo: normas y estados contables**

Tanto la normativa como los nuevos estados financieros deberán aplicarse, de forma retroactiva, a los ejercicios contables iniciados desde el 1 de enero de 2008.

Se ha publicado la CCNMV 11/2008, de 30 de diciembre (BOE de 14 de enero), sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo (ECR)<sup>43</sup>, con el objetivo de adecuar su régimen contable al nuevo marco contable establecido en el PGC, procediendo, en consecuencia, a derogar el marco normativo anterior<sup>44</sup>.

En primer lugar, se abordan las definiciones y principios contables, los criterios generales de contabilización y de registro, y la clasificación y valoración de los activos financieros. Dentro de estos últimos, cabe resaltar tres categorías de activos: *activos financieros disponibles para la venta, préstamos y partidas para cobrar, y activos financieros sobre los que se tenga el propósito de negociar en el corto plazo*, por considerarse la primera de ellas la más adecuada para las inversiones financieras que realizan las ECR.

Los activos disponibles para la venta se valorarán inicialmente por su valor razonable<sup>45</sup>; los cambios que se produzcan con posterioridad se registrarán directamente en el patrimonio neto hasta que el activo financiero cause baja del balance o se deteriore, momento en que el importe así reconocido se imputará a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los préstamos y partidas para cobrar se valorarán inicialmente por su valor razonable, y posteriormente se hará por su coste amortizado, mientras que los activos financieros sobre los que se tenga el propósito de negociar en el corto plazo (básicamente los que se computen en el coeficiente de libre disposición de estas entidades) se valorarán a valor razonable con cambios en las cuentas de pérdidas y ganancias. Esta misma forma de valoración se aplicará a los instrumentos financieros derivados que puedan contratar las ECR, con determinadas excepciones.

Las inversiones que se realicen en empresas del grupo, multigrupo y asociadas se valorarán inicialmente al coste, que equivaldrá al valor razonable de la contraprestación entregada más los costes de transacción que les sean directamente atribuibles. Posteriormente, se valorarán por su coste, menos, en su caso, el importe acumulado de las correcciones valorativas por deterioro.

Asimismo, dada la necesidad de valorar el patrimonio de las ECR y de calcular su valor liquiativo, se deberá informar en cuentas de orden acerca de las plusvalías latentes netas de impuestos, que se determinarán por comparación entre el coste de la inversión y su valor razonable.

Otro aspecto que merece ser destacado de la Circular es la concreción de los métodos de determinación del valor razonable, en especial para los instrumentos de patrimonio no cotizados, que van a constituir las inversiones más características de las ECR. A efectos de calcular

---

43. Las ECR fueron reguladas por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Dicha ley facultaba al ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar las normas contables y modelos a los que las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras deberán ajustar sus cuentas anuales. 44. La Circular 5/2000, de 19 de septiembre, de la CNMV. 45. El valor razonable es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse. No tendrá, en ningún caso, el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria.

su valor razonable, se deberán tener en cuenta las transacciones entre partes interesadas e independientes que se hayan realizado. En defecto de las mismas, se considerará como representativo del valor razonable de estas inversiones el valor teórico contable ajustado y corregido por las plusvalías y minusvalías tácitas existentes.

Además de los activos financieros, se establecen los criterios generales de registro y de valoración del inmovilizado material, de los pasivos financieros, de los instrumentos de patrimonio y para la determinación de los resultados.

Por otro lado, se incluyen los modelos de estados públicos y reservados que las ECR deben remitir a la CNMV con periodicidad anual. También merece destacarse la obligación de remitir, junto con el informe de auditoría, un informe especial de seguimiento de los auditores sobre las salvedades por las limitaciones al alcance derivadas de no disponerse de suficientes evidencias sobre el valor razonable de las inversiones.

La presentación de los estados financieros públicos y reservados se realizará mediante el sistema de CIFRADOC/CNMV.

La Circular entró en vigor el pasado 15 de enero, aunque deberá aplicarse, de forma retroactiva, desde el 1 de enero de 2008. Los ajustes que deban realizarse serán imputados a una partida de reservas, salvo que, de acuerdo con los criterios de la norma, deban utilizarse otras partidas. De este modo, los primeros modelos de estados públicos y estados de información reservada confeccionados con los formatos y criterios de elaboración de esta disposición serán los correspondientes a diciembre de 2008.

**Fondos de titulización:  
normas y estados  
contables**

Se ha publicado la CCNMV 2/2009, de 25 de marzo (BOE del 31), sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización (FT), que persigue una mayor transparencia de estas entidades para el mercado, y un mejor seguimiento a nivel europeo de las estructuras de titulización de activos. En su ámbito de aplicación, quedan incluidos los fondos de titulización hipotecaria y los fondos de titulización de activos.

La Circular regula la información contenida en las cuentas anuales, en los estados financieros públicos y en los estados reservados de información estadística de los FT. Se recogen los criterios generales de contabilización, en línea con los contenidos en el PGC, y ciertas normas específicas que toman en consideración la particular estructura legal y operativa de los FT.

Los estados reservados se exigen con carácter trimestral, estableciendo los modelos de información estadística que sus sociedades gestoras deberán remitir a la CNMV, en línea con las iniciativas marcadas por el BCE, para un mejor control y supervisión de los FT.

El aspecto más destacable de las cuentas anuales es la agregación al balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo y la memoria del nuevo estado de ingresos y gastos reconocidos, que, en atención a la naturaleza jurídica de los FT, sustituye al habitual estado de cambios en el patrimonio neto y constituye, junto con los anteriores documentos, una unidad. Además, se establecen los modelos de estados financieros públicos, la periodicidad y plazo de remisión a la CNMV, que se realizará por vía telemática, y las normas relativas a la elaboración y cumplimentación de dichos estados, que incluyen ciertos cuadros que suministran desgloses pormenorizados de los activos titulizados y de los pasivos emitidos por el Fondo, así como información sobre mejoras crediticias.

Además, los FT deberán elaborar un informe de gestión que incluirá una exposición fiel sobre la evolución del negocio y la situación del mismo, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta, así como una previsión de las entradas y salidas de flujos de efectivo del FT hasta el vencimiento de sus activos y pasivos, en función de la actualización, a la fecha de las cuentas anuales, de las hipótesis asumidas en relación con las tasas de morosidad, fallidos y amortización anticipada de los activos titulizados.

Otro de los aspectos reseñables es el desarrollo contable auxiliar y el control de gestión interna del fondo, en el que se establecerán, entre otros, los registros de entrada y salida para el control de gestión, una evaluación adecuada de los riesgos (crédito, tipo de interés, mercado, tipo de cambio, liquidez y concentración de riesgos) y los criterios que se utilicen para determinar el valor razonable de los instrumentos financieros.

La Circular entró en vigor el pasado 31 de marzo, aunque deberá aplicarse, de forma retroactiva, desde el 1 de enero de 2008, excepto el informe de gestión y determinados aspectos de las cuentas anuales, que se aplicarán en 2009.

**Empresas  
de asesoramiento  
financiero: desarrollo de  
determinados aspectos  
de su régimen jurídico**

Se ha publicado la CCNMV 10/2008, de 30 de diciembre (BOE de 14 de enero), sobre empresas de asesoramiento financiero (EAFI)<sup>46</sup>. Las EAFI son entidades que, de forma habitual y profesional, prestan el servicio de asesoramiento<sup>47</sup> en materia de inversión exclusivamente con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros, así como determinados servicios auxiliares<sup>48</sup>. No podrán ser agentes de otra empresa de servicios de inversión o entidad de crédito, ni contratar agentes para el desempeño de sus funciones.

Los requerimientos y plazos para la autorización, el registro y el ejercicio de la actividad de las EAFI<sup>49</sup>, las exigencias financieras mínimas<sup>50</sup>, el régimen de las operaciones societarias, la denegación y revocación de la autorización, y la actuación transfronteriza fueron reguladas por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. La Circular se limita a desarrollar, entre otros aspectos, los requisitos organizativos exigibles y la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la obtención de la autorización e inscripción como EAFI, y a aclarar ciertas disposiciones aplicables para algunas de las modificaciones posteriores a la inscripción en la CNMV.

En este sentido, las EAFI deberán contar, en primer lugar, con medios técnicos y humanos con conocimientos y experiencia adecuados para la prestación del servicio y la protección de sus clientes; en segundo lugar, con una función de control de riesgos y de auditoría, cuando resulte adecuado en función de la naturaleza, escala y complejidad de la actividad; en tercer lugar, con unos procedimientos y órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, y, finalmente, con un reglamento interno de conducta y otro para la defensa del cliente.

---

**46.** Para un mayor detalle de sus antecedentes, véase la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. **47.** No se considerará que constituya asesoramiento las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se realicen en el ámbito de la comercialización de valores o instrumentos financieros. **48.** Los servicios auxiliares son los siguientes: el asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas, y la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros. **49.** Tanto la autorización como el registro corresponden a la CNMV. **50.** Las EAFI que sean personas jurídicas deberán tener a) un capital inicial de 50.000 euros, o b) un seguro de responsabilidad civil profesional con una cobertura mínima de un millón de euros por reclamación de daños, y un total de 1,5 millones de euros anuales para todas las reclamaciones, o c) una combinación de ambas. Las EAFI que sean personas físicas deberán contar con el seguro especificado en el anterior apartado b).

La Circular entró en vigor el pasado 15 de enero.

**Entidades gestoras  
de fondos de pensiones:  
documentación  
estadístico-contable**

Se ha publicado la Orden *EHA/251/2009, de 6 de febrero* (BOE del 16), por la que se aprueba el nuevo sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones, derogándose la normativa anterior<sup>51</sup>, con el fin de adaptarla al nuevo PGC, así como para incluir las novedades normativas, la evolución de los mercados y las exigencias de información estadístico-contable a nivel europeo de estos últimos años.

En primer lugar, se adaptan los modelos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias, y se crea un nuevo estado de cambios en el patrimonio neto del fondo de pensiones, conforme establece el PGC.

Por otra parte, se amplía la información contenida en los modelos de documentación estadístico-contable para proceder a su remisión a la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (Eurostat), según preceptúa el Reglamento 295/2008, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, relativo a las estadísticas estructurales de las empresas. Con ello, se establece un marco común para la recogida, elaboración, transmisión y evaluación de las estadísticas comunitarias sobre la estructura, actividad, competitividad y rendimiento del sector de los fondos de pensiones a nivel nacional, comunitario e internacional.

Asimismo, conforme establece el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones<sup>52</sup>, se adaptan los modelos de información estadístico-contable para recoger, entre otras, información relativa a subplanes en los planes de pensiones de empleo, los subplanes de un mismo plan adscritos a distintos fondos, y otros instrumentos de previsión social complementaria, como son los planes de previsión social empresarial y los planes de previsión asegurados.

Finalmente, se incluye la información estadístico-contable de los fondos de pensiones de otros Estados miembros del Espacio Económico Europeo que actúen en España. En este sentido, se establece con carácter anual la información relativa a planes de pensiones de empleo sujetos a la legislación social y laboral española que se adscriban a fondos de pensiones de otros Estados miembros<sup>53</sup>.

La Orden entró en vigor el 17 de febrero, y será de aplicación para la información estadístico-contable anual correspondiente al cierre de 2008, salvo la documentación de carácter trimestral, que será exigible por primera vez en el tercer trimestre de 2009. La cumplimentación de los modelos de información anual correspondiente a planes de pensiones de empleo españoles integrados en fondos de otros Estados miembros será aplicable a la información correspondiente al ejercicio 2009.

**Medidas urgentes  
en materia tributaria,  
financiera y concursal  
ante la evolución  
de la situación económica**

Se ha publicado el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo (BOE del 31), de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, que entró en vigor el pasado 1 de abril. Se destacan los siguientes apartados de carácter financiero, fiscal y concursal.

---

**51.** Se deroga la Orden de 12 de marzo de 1996, por la que se aprueba el sistema de información estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones. **52.** Aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, modificado por los reales decretos 439/2007, de 30 de marzo, y 1684/2007, de 14 de diciembre. **53.** Conforme establece la regulación de las actividades transfronterizas de los fondos de pensiones de empleo, contenida en el Texto Refundido de la Ley de Planes y Fondos de Pensiones aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, que fue introducido por la Ley 11/2006, de 16 de mayo, de adaptación de la legislación española al Régimen de Actividades Transfronterizas regulado en la Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo.

Se reducen tanto el interés legal del dinero como el interés de demora, que pasan del 5,5% y el 7%, al 4% y al 5%, respectivamente, para el resto del año 2009.

Por otro lado, se habilita al Consorcio de Compensación de Seguros para que pueda desarrollar actividades de reaseguro del crédito y la caución, ante las dificultades existentes en el mercado internacional de reaseguros. De este modo, podrá aceptar en reaseguro los riesgos asumidos por las entidades aseguradoras privadas autorizadas para operar en los ramos de seguro de crédito y de caución que así lo soliciten y que suscriban o se adhieran al convenio correspondiente con el Consorcio.

En caso de ejecución de los avales otorgados al amparo del Real Decreto Ley 7/2008, de 13 de octubre, de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro, se establece que el Estado deberá satisfacer una compensación a los titulares de los valores garantizados. El importe de esta compensación será el resultante de aplicar al pago en el que consista la ejecución del aval el tipo de interés Euro OverNight Index Average (EONIA) publicado por el Banco de España o el que, en su caso, determine el ministro de Economía y Hacienda.

En el impuesto sobre sociedades, se suprime el límite temporal de la deducibilidad de determinadas inversiones en I+D+i, que estaba establecido hasta el año 2012, ampliando el horizonte de los incentivos fiscales para estas actividades.

Por último, en materia concursal, se facilita la refinanciación de las empresas que puedan atravesar dificultades financieras que no hagan ineludible una situación de insolvencia. Además, se agilizan los trámites procesales, se reducen los costes de la tramitación y se mejora la posición jurídica de los trabajadores de empresas concursadas que se vean afectados por procedimientos colectivos. Será de aplicación para los procedimientos concursales en los que, a la fecha de la entrada en vigor de este real decreto ley, no se hayan presentado.

3.4.2009.

## 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 el área de Estadísticas (<http://www.bde.es/estadis/estadis.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).

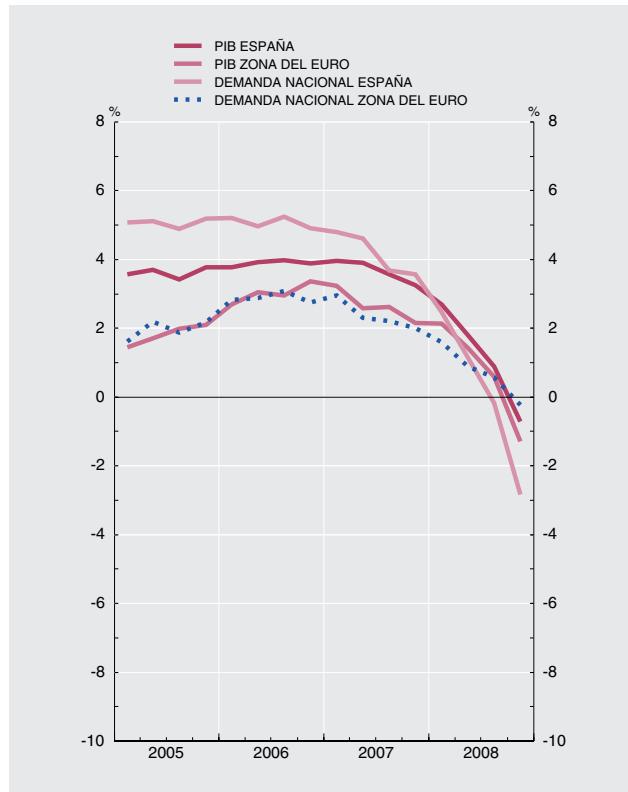
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

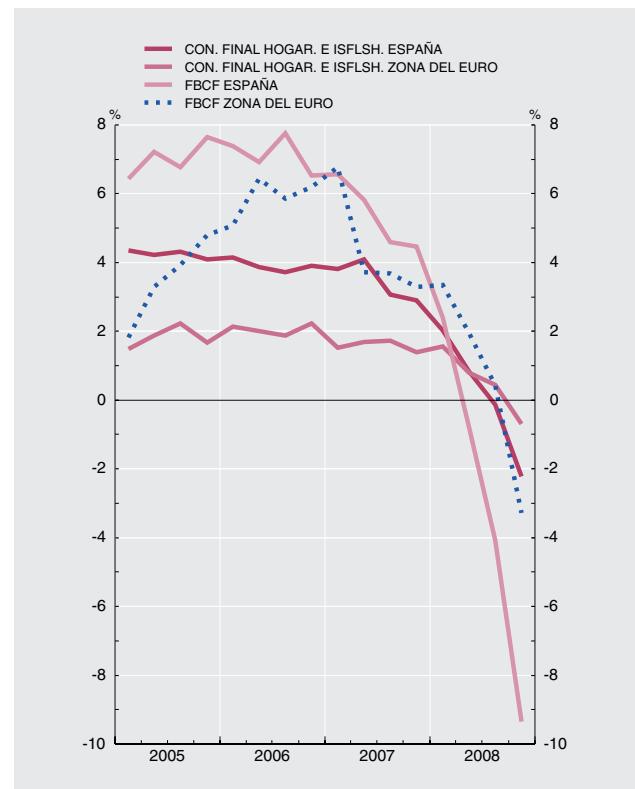
Tasas de variación interanual

	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 (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06	P	3,9	3,0	3,9	2,1	4,6	1,8	7,1	5,9	5,1	2,9	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 514
07	P	3,7	2,6	3,5	1,6	4,9	2,2	5,3	4,4	4,2	2,4	4,9	5,9	6,2	5,3	1 051	8 941
08	P	1,2	0,7	0,1	0,5	5,3	2,0	-3,0	0,6	0,2	0,7	0,7	1,7	-2,5	1,7	1 095	9 206
06 /	P	3,8	2,7	4,1	2,1	4,9	2,3	7,4	5,1	5,2	2,7	6,7	9,1	11,2	9,8	239	2 085
//	P	3,9	3,1	3,9	2,0	4,3	1,5	6,9	6,4	5,0	3,1	7,4	8,6	10,4	8,4	243	2 120
///	P	4,0	3,0	3,7	1,9	4,6	1,8	7,8	5,9	5,2	3,0	5,6	7,0	9,6	7,5	248	2 141
/V	P	3,9	3,4	3,9	2,2	4,5	1,9	6,5	6,2	4,9	3,4	7,2	9,2	10,0	7,8	252	2 168
07 /	P	4,0	3,2	3,8	1,5	5,3	2,2	6,6	6,8	4,8	3,2	3,3	6,6	6,1	6,0	257	2 201
//	P	3,9	2,6	4,1	1,7	5,0	2,2	5,8	3,7	4,6	2,6	3,9	5,8	6,2	5,2	261	2 225
///	P	3,6	2,6	3,1	1,7	4,8	2,3	4,6	3,7	3,7	2,6	8,2	7,1	7,6	6,2	264	2 249
/V	P	3,2	2,1	2,9	1,4	4,4	2,1	4,5	3,3	3,6	2,1	4,0	4,1	4,9	3,8	268	2 265
08 /	P	2,7	2,1	2,0	1,6	3,7	1,6	2,4	3,3	2,5	2,1	4,8	5,5	3,6	4,3	272	2 295
//	P	1,8	1,4	0,8	0,8	5,0	2,2	-0,8	2,0	1,2	1,4	4,4	4,4	1,8	3,2	274	2 308
///	P	0,9	0,6	-0,1	0,4	6,1	2,5	-4,1	0,4	-0,2	0,6	1,5	2,5	-2,0	2,5	276	2 313
/V	P	-0,7	-1,3	-2,2	-0,7	6,3	1,7	-9,3	-3,3	-2,8	-1,3	-7,9	-5,6	-13,2	-3,2	273	2 290

**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.

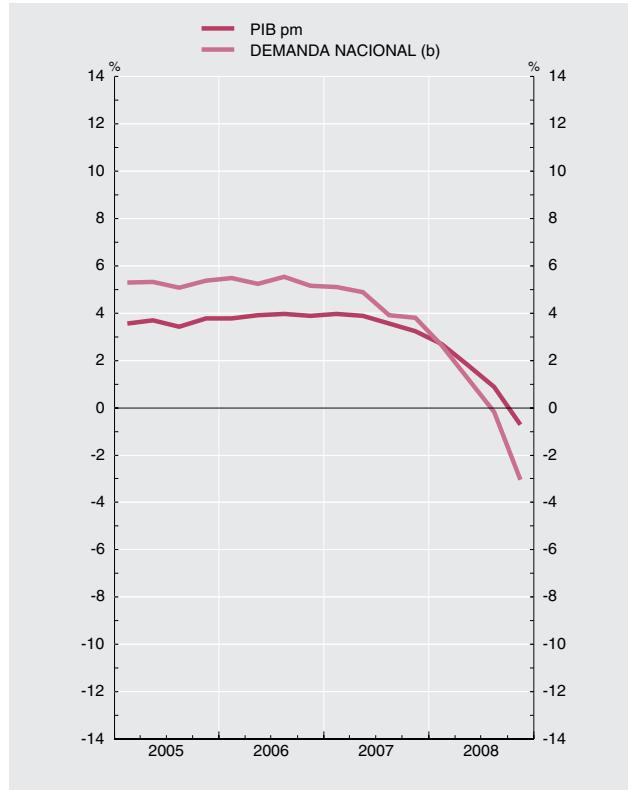
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

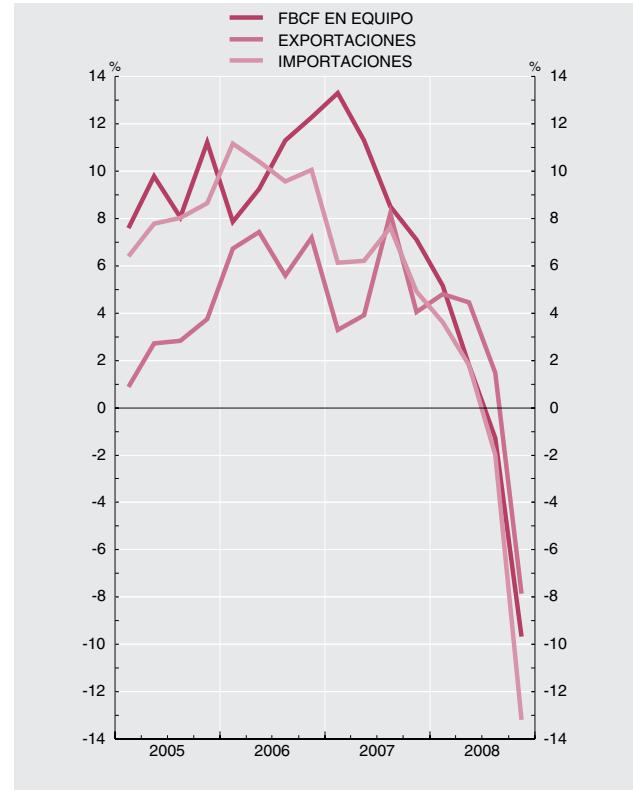
Tasas de variación interanual

	P	Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	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
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
08	P	-3,0	-1,1	-5,3	1,9	0,0	0,7	0,9	-4,9	4,6	-2,5	-2,7	-4,5	-1,2	0,2	1,2
<b>06 /</b>	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
<b>//</b>	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
<b>/I</b>	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
<b>/IV</b>	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
<b>07 /</b>	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
<b>//</b>	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
<b>/I</b>	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
<b>/IV</b>	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
<b>08 /</b>	P	2,4	5,2	0,2	5,9	0,1	4,8	4,9	-1,1	9,7	3,6	4,1	2,8	1,5	2,6	2,7
<b>//</b>	P	-0,8	1,8	-3,1	3,2	0,1	4,4	5,3	-2,1	6,8	1,8	2,0	-4,7	2,0	1,2	1,8
<b>/I</b>	P	-4,1	-1,3	-7,3	2,5	0,0	1,5	3,4	-4,6	-0,7	-2,0	-2,4	-3,9	0,2	-0,2	0,9
<b>/IV</b>	P	-9,3	-9,7	-10,9	-3,7	-0,0	-7,9	-10,0	-11,8	3,6	-13,2	-14,4	-12,1	-8,1	-3,0	-0,7

**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.

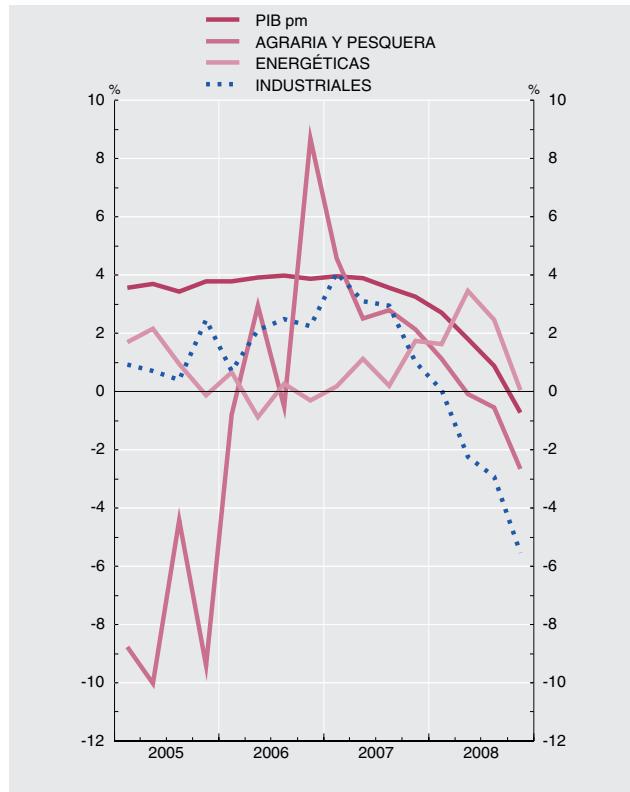
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

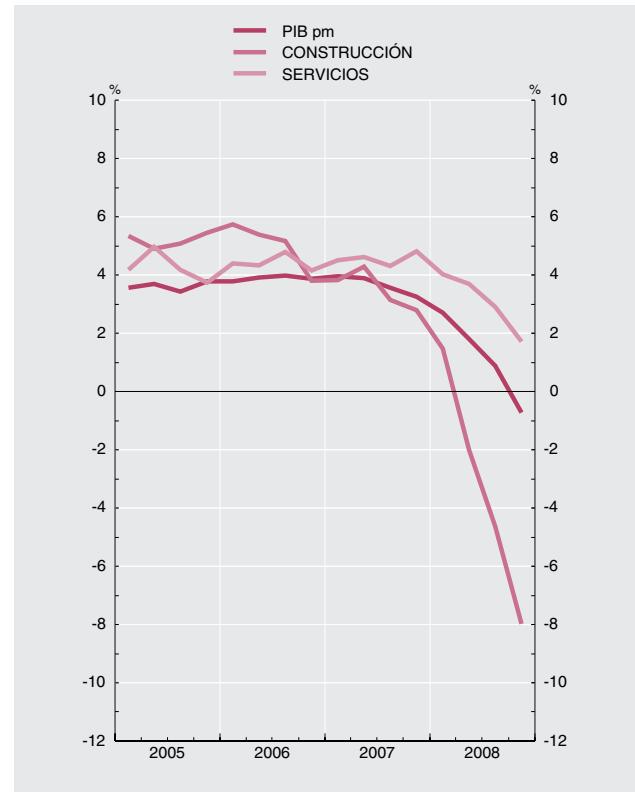
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			Tasas de variación interanual		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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
08	P	1,2	-0,6	1,9	-2,7	-3,3	3,1	2,6	4,8	0,6	-10,4	-0,5
06 /	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2
//	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
/I	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
/V	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
07 /	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
//	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
/I	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
/V	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
08 /	P	2,7	1,1	1,6	0,0	1,5	4,0	4,0	4,0	1,6	-1,3	-1,0
//	P	1,8	-0,1	3,5	-2,2	-2,0	3,7	3,4	4,7	1,2	-5,1	-0,9
/I	P	0,9	-0,5	2,5	-2,9	-4,6	2,9	2,3	5,1	0,2	-14,3	0,2
/V	P	-0,7	-2,7	0,0	-5,5	-8,0	1,7	0,7	5,5	-0,8	-20,9	-0,3

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).

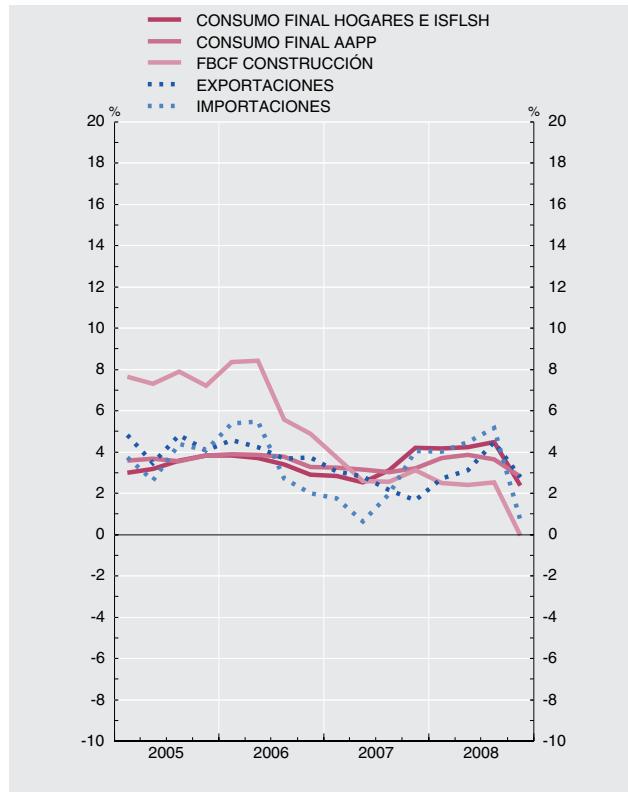
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

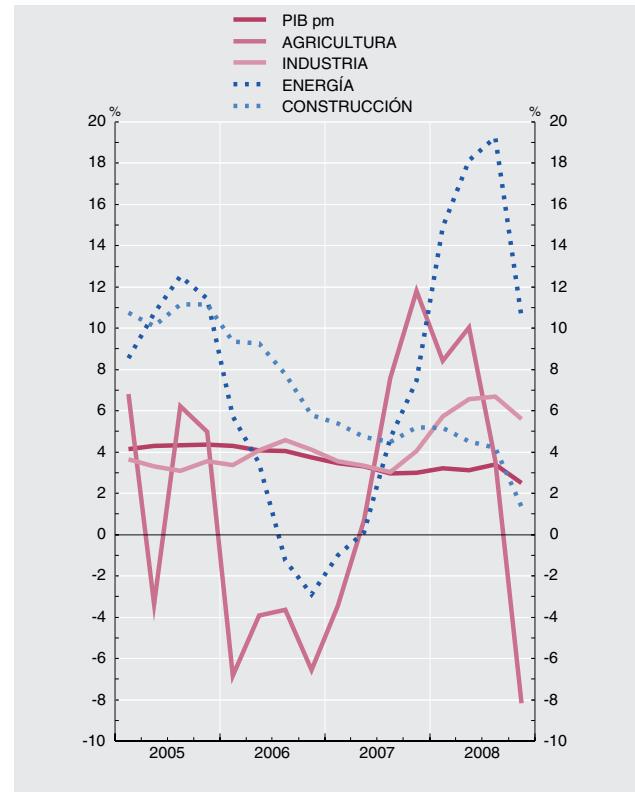
Tasas de variación interanual

	06	P	Componentes de la demanda								Ramas de actividad					
			Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios					Importación de bienes y servicios			Producto interior bruto a precios de mercado		
			Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	Ramas de los servicios	Servicios de mercado
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
06	P	3,4	3,7	2,0	6,7	4,9	4,0	3,8	4,0	-5,3	1,2	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	
08	P	3,8	3,5	1,7	1,8	1,4	3,3	3,6	3,0	3,1	15,7	6,1	3,8	4,8	5,1	
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	
//	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	
///	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	
/V	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	
//	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	
///	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	
/V	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	4,2	3,7	2,4	2,5	2,5	2,7	4,0	3,2	8,4	14,9	5,7	5,2	4,5	4,8	
//	P	4,2	3,9	1,8	2,4	1,5	3,1	4,5	3,1	10,0	18,1	6,6	4,5	4,9	5,2	
///	P	4,5	3,6	2,2	2,5	1,1	4,5	5,2	3,4	3,6	19,2	6,7	4,2	4,9	5,4	
/V	P	2,4	2,8	0,7	-0,0	0,5	2,8	0,7	2,5	-8,2	10,5	5,6	1,4	4,7	5,2	

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).

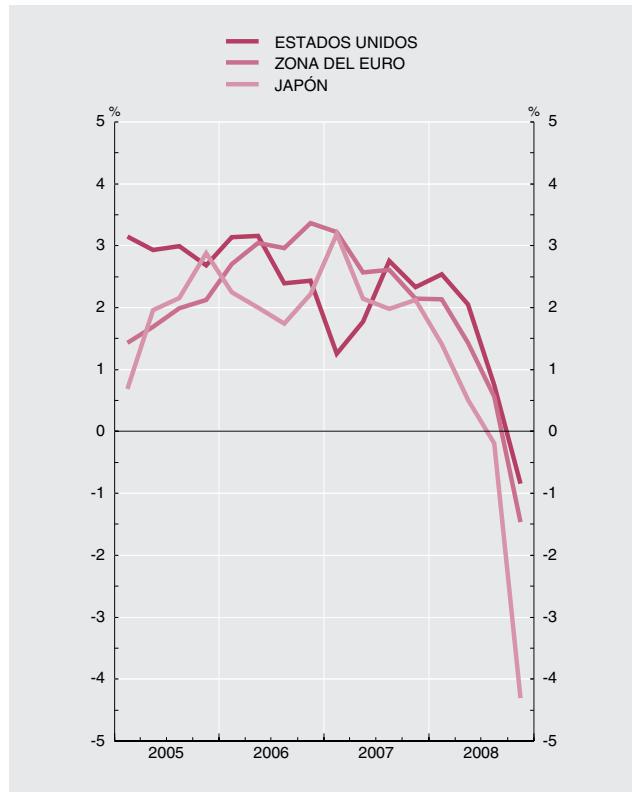
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

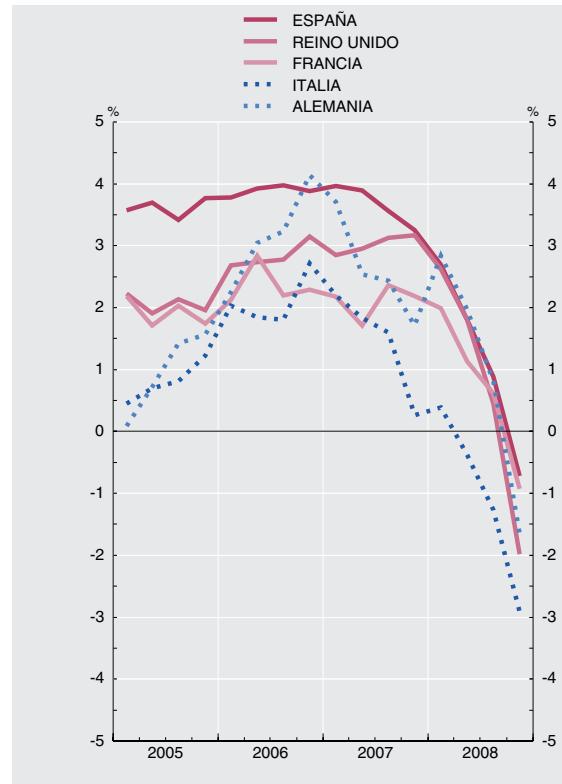
■ Serie representada gráficamente.

	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	
06	3,1	3,2	3,0	3,2	3,9	2,8	2,4	2,1	2,1	2,8	
07	2,7	2,9	2,6	2,6	3,7	2,0	2,1	1,5	2,4	3,0	
08	...	0,8	0,7	1,0	1,2	1,1	0,7	-1,0	-0,7	0,7	
05 /V	2,9	2,3	2,1	1,6	3,8	2,7	1,7	1,2	2,9	2,0	
06 /I	3,2	2,9	2,7	2,2	3,8	3,1	2,1	2,0	2,2	2,7	
II	3,3	3,2	3,0	3,0	3,9	3,2	2,8	1,8	2,0	2,7	
III	2,9	3,2	3,0	3,2	4,0	2,4	2,2	1,8	1,7	2,8	
IV	3,0	3,5	3,4	4,1	3,9	2,4	2,3	2,7	2,2	3,2	
07 /I	2,6	3,3	3,2	3,7	4,0	1,3	2,2	2,2	3,2	2,8	
II	2,5	2,8	2,6	2,5	3,9	1,8	1,7	1,8	2,1	3,0	
III	2,9	2,9	2,6	2,4	3,6	2,8	2,4	1,6	2,0	3,1	
IV	2,7	2,6	2,1	1,7	3,2	2,3	2,2	0,3	2,1	3,2	
08 /I	2,6	2,4	2,1	2,8	2,7	2,5	2,0	0,4	1,4	2,6	
II	1,8	1,7	1,4	2,0	1,8	2,1	1,1	-0,4	0,5	1,8	
III	0,8	0,7	0,6	0,8	0,9	0,7	0,6	-1,3	-0,2	0,4	
IV	...	-1,4	-1,5	-1,6	-0,7	-0,8	-0,9	-2,9	-4,3	-2,0	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

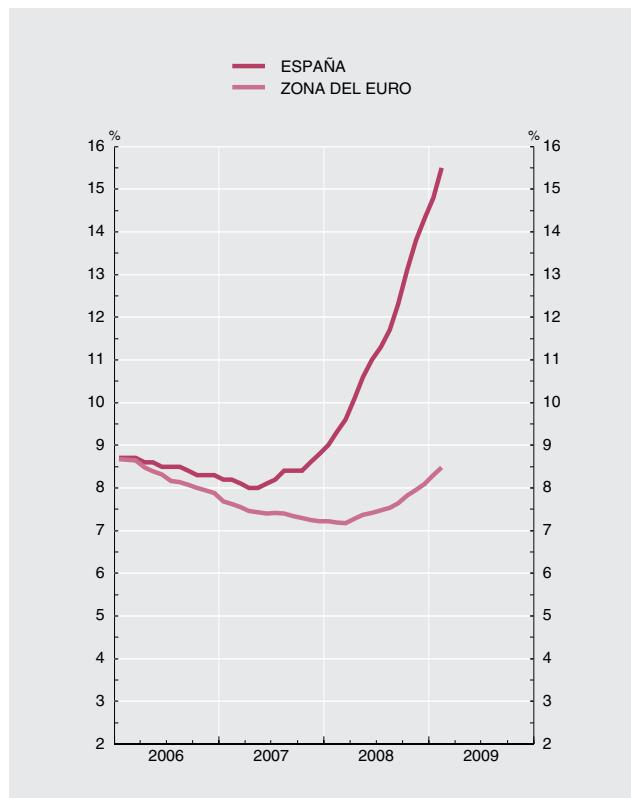
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

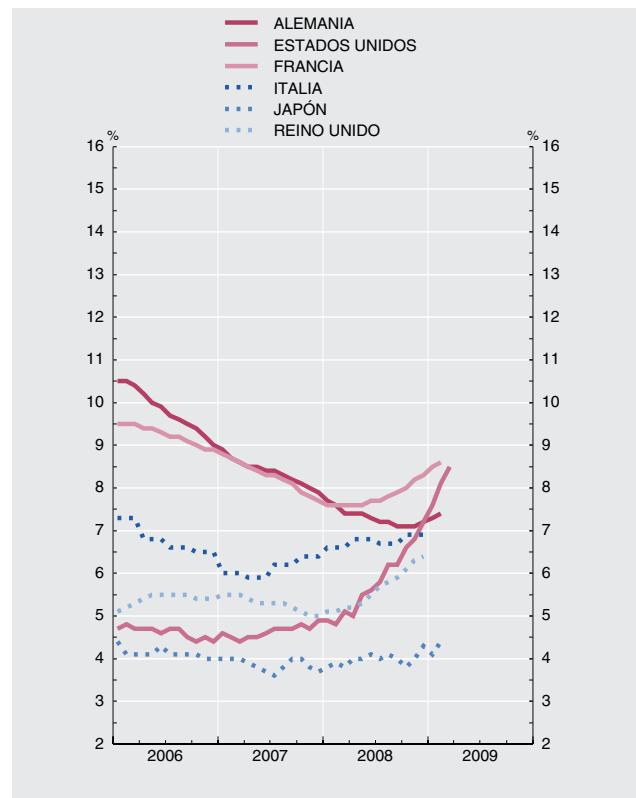
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
06	6,2	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4	
07	5,7	7,1	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,9	5,3	
08	6,1	7,0	7,5	7,3	11,3	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6	
07 Sep	5,7	7,0	7,3	8,2	8,4	4,7	8,1	6,2	4,0	5,2	
Oct	5,7	6,9	7,3	8,1	8,4	4,8	7,9	6,4	4,0	5,1	
Nov	5,6	6,9	7,3	8,0	8,6	4,7	7,8	6,4	3,8	5,0	
Dic	5,6	6,8	7,2	7,9	8,8	4,9	7,7	6,4	3,7	5,0	
08 Ene	5,6	6,8	7,2	7,7	9,0	4,9	7,6	6,6	3,8	5,1	
Feb	5,6	6,8	7,2	7,6	9,3	4,8	7,6	6,6	3,9	5,1	
Mar	5,7	6,7	7,2	7,4	9,6	5,1	7,6	6,6	3,8	5,2	
Abr	5,7	6,8	7,3	7,4	10,1	5,0	7,6	6,8	4,0	5,2	
May	5,9	6,9	7,4	7,4	10,6	5,5	7,6	6,8	4,0	5,3	
Jun	5,9	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,5	
Jul	6,0	7,0	7,5	7,2	11,3	5,8	7,7	6,7	4,0	5,7	
Ago	6,2	7,0	7,5	7,2	11,7	6,2	7,8	6,7	4,1	5,8	
Sep	6,2	7,1	7,6	7,1	12,3	6,2	7,9	6,7	4,0	5,9	
Oct	6,4	7,3	7,8	7,1	13,1	6,6	8,0	6,9	3,8	6,1	
Nov	6,6	7,4	8,0	7,1	13,8	6,8	8,2	6,9	4,0	6,3	
Dic	6,8	7,6	8,1	7,2	14,3	7,2	8,3	6,9	4,3	6,4	
09 Ene	7,0	7,7	8,3	7,3	14,8	7,6	8,5	...	4,1	...	
Feb	7,3	7,9	8,5	7,4	15,5	8,1	8,6	...	4,4	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



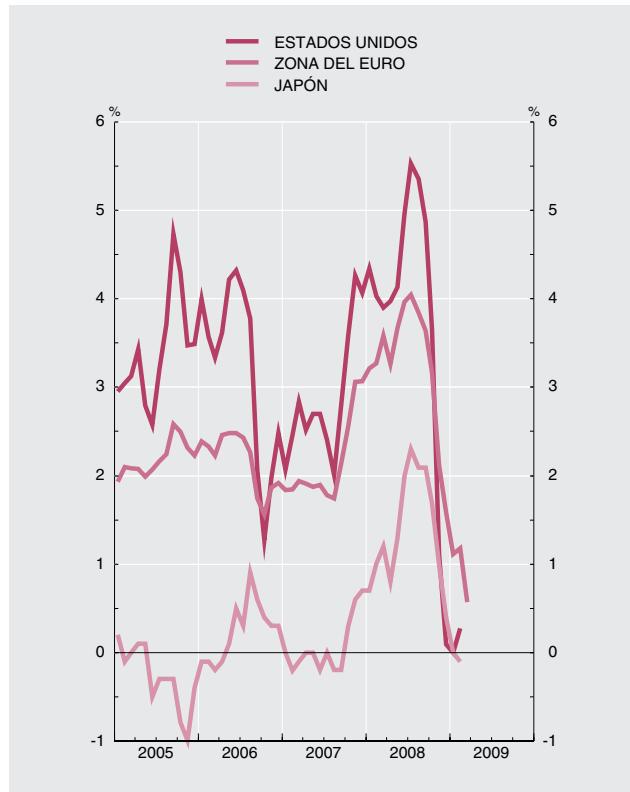
FUENTES: BCE y OCDE.

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

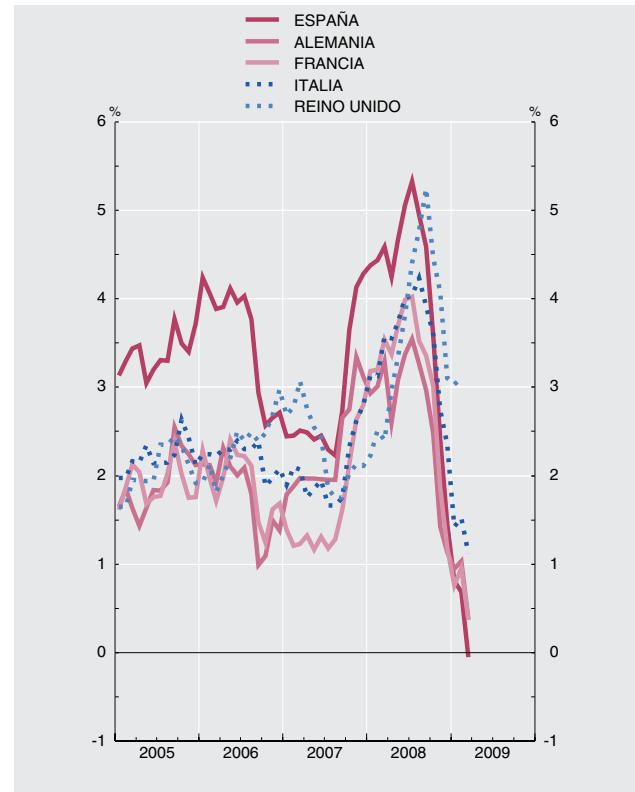
■ Serie representada gráficamente.

	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	
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	
08	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6	
07 Oct		2,9	2,7	2,6	2,7	3,6	3,6	2,1	2,3	0,3	2,0
Nov		3,5	3,1	3,1	3,3	4,1	4,3	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		3,6	3,4	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
Feb		3,5	3,5	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
Mar		3,6	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		3,9	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
Jun		4,5	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		4,6	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8
Sep		4,4	4,2	3,6	3,0	4,6	4,9	3,4	3,9	2,1	5,2
Oct		3,8	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5
Nov		2,2	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
Dic		1,6	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
09 Ene		1,3	1,7	1,1	0,9	0,8	-	0,8	1,4	-	3,0
Feb		1,3	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3	1,0	1,5	-0,1	3,1
Mar		...	1,3	0,6	0,4	-0,1	...	0,4	1,1	...	...

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

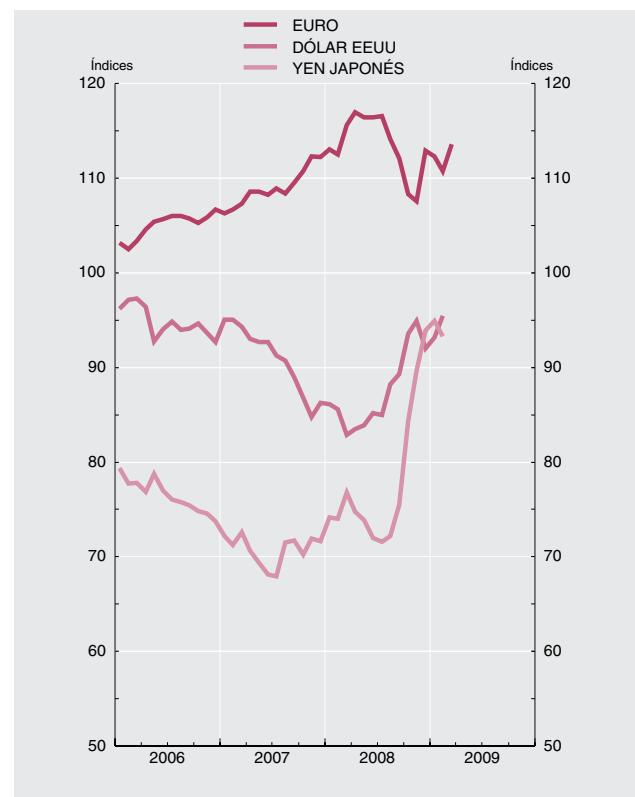
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/pecu	Yen japonés por pecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,7	93,6	105,0	94,8	76,5	103,2	96,4	77,3
07	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,1	92,7	72,0
08	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,0	90,6	79,3
08 E-M	1,5003	157,74	105,23	113,0	75,8	95,5	113,8	84,9	75,0	111,4	87,5	76,1
09 E-M	1,3032	122,02	93,63	111,9	85,8	118,0	112,3	94,3	94,1	105,8	95,5	97,4
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,2	77,0	94,0	113,0	86,2	74,2	110,6	88,3	75,3
Feb	1,4748	157,97	107,12	112,0	76,6	94,4	112,5	85,6	74,0	110,6	88,0	75,4
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,8	74,0	98,1	115,6	82,9	76,8	113,0	86,0	77,6
Abr	1,5751	161,56	102,66	116,3	74,3	96,2	117,0	83,5	74,8	114,0	86,4	75,7
May	1,5557	162,31	104,34	115,8	74,6	94,9	116,5	83,9	73,9	113,0	87,8	74,3
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,8	75,4	92,7	116,4	85,2	72,0	112,4	89,0	72,5
Jul	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,6	85,0	71,6	112,3	89,2	72,5
Ago	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,2	91,6	73,7
Sep	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,3	75,5	108,1	93,8	76,9
Oct	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,3	93,5	84,4	104,2	96,4	86,4
Nov	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,6	94,9	89,6	103,2	97,1	92,6
Dic	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,9	92,0	93,9	107,9	93,4	97,8
09 Ene	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	93,1	94,9	106,5	94,6	97,9
Feb	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,8	95,5	93,3	104,4	96,6	96,9
Mar	1,3050	127,65	97,84	113,3	87,1	112,9	113,6	... ...	...	106,4 ...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

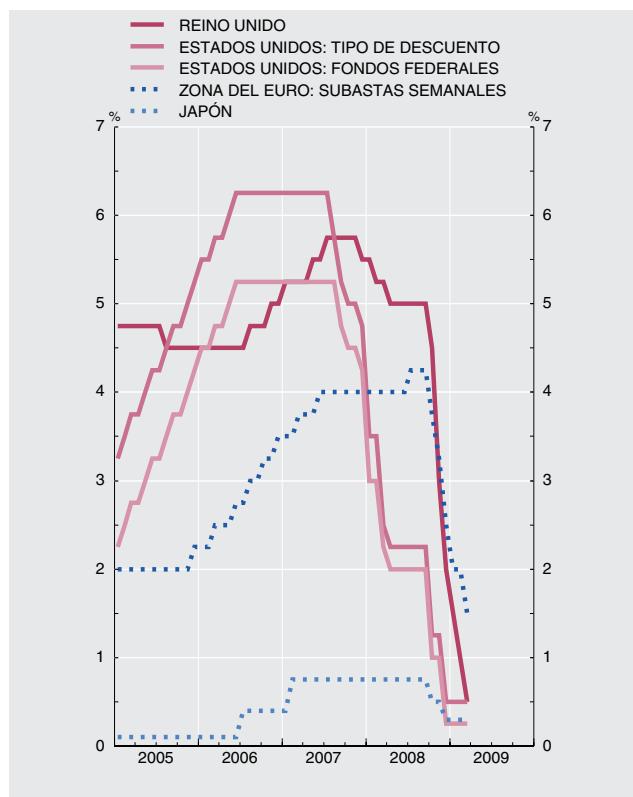
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

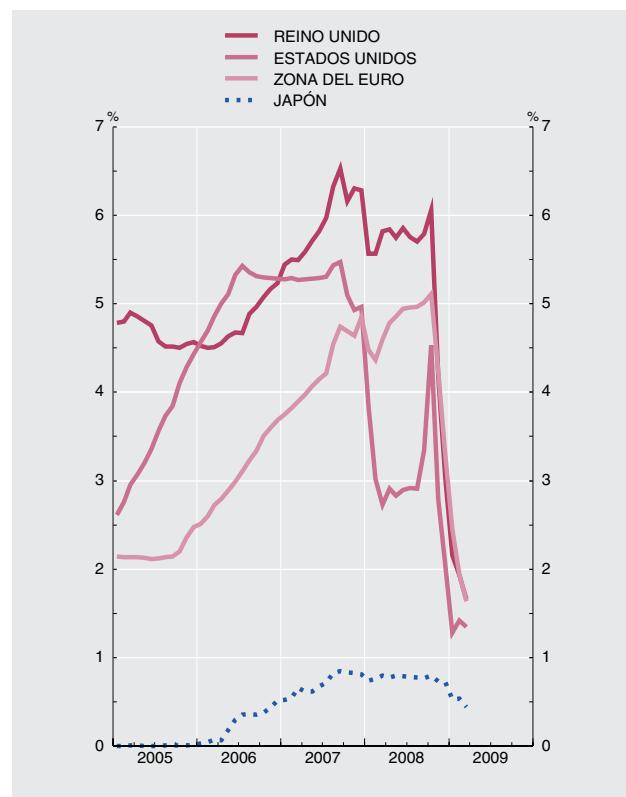
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
08	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
07 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
Oct	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
Nov	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
Dic	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04
09 Ene	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
Feb	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
Mar	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

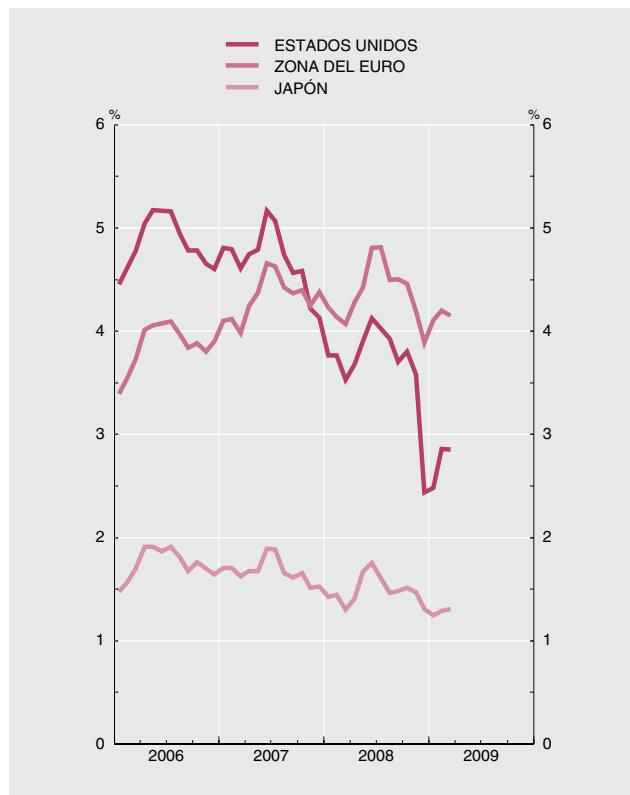
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
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	
08	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55	
07 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	
Oct	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52	
Nov	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14	
Dic	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36	
09 Ene	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39	
Feb	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59	
Mar	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

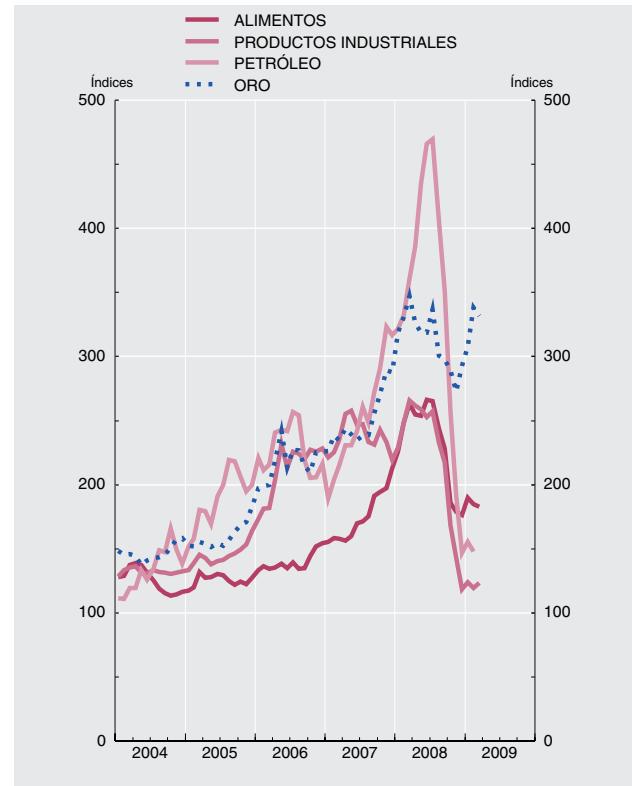
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro				
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Petróleo		Euros por gramo		
		General	General	Alimentos	Productos industriales				Índice (c)	Dólares estadouni- denses por onza troy			
					Total	Agrícolas no alimen- ticios	Metales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
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		
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07		
08 E-M	152,1	246,6	245,8	247,6	188,6	279,9	338,3	97,5	332,3	926,9	19,86		
09 E-M	112,3	158,1	185,9	122,2	111,4	127,7	...	44,4	325,4	907,7	22,41		
08 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	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00		
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56		
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48		
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	191,4	52,7	272,7	760,9	19,20		
Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	147,1	40,5	292,5	816,1	19,54		
09 Ene	113,0	161,1	190,0	123,8	114,9	128,0	155,5	42,9	307,8	858,7	20,85		
Feb	112,6	156,2	184,8	119,2	111,2	123,2	147,9	43,3	338,1	943,2	23,72		
Mar	111,3	156,8	182,7	123,3	108,2	131,5	...	46,8	331,5	924,6	22,78		

**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.

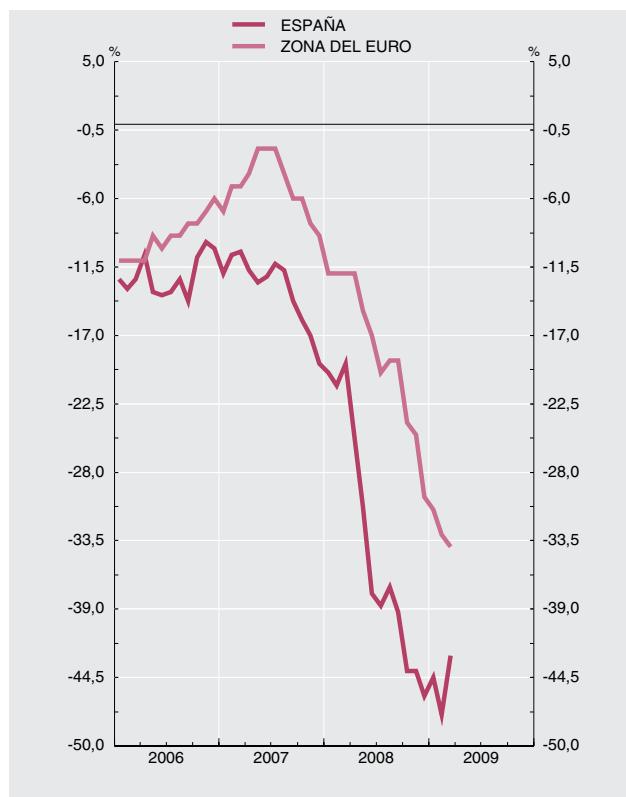
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

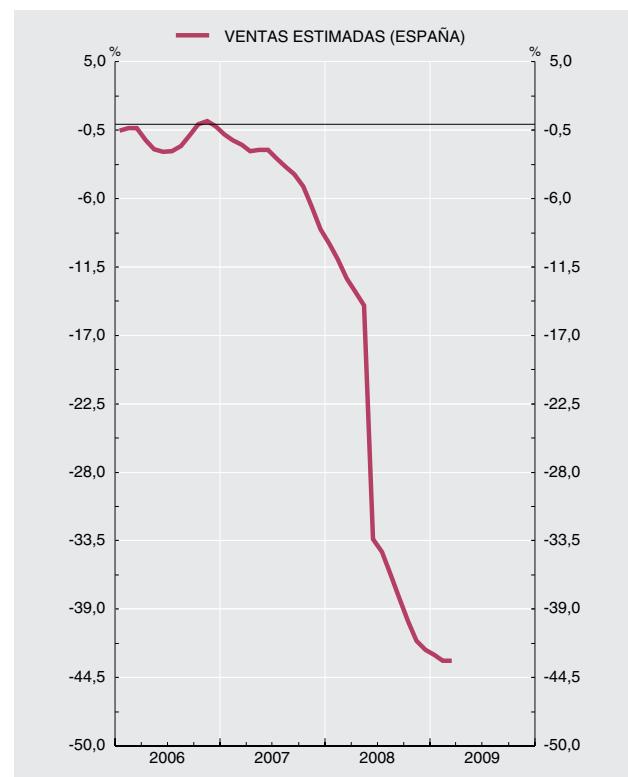
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio								
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unicalificadas	Pro memoria: zona del euro (a)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
06	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,6	13,8	...	...	...	...	...	2,0	
07	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	3,2	2,5	1,3	1,9	6,4	3,4	0,7	
08	A -34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,5	-30,0	-28,1	-8,1	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,7
08 E-M	P -20	-19	-10	-21	-12	-0	-16,1	-20,7	-15,3	-0,7	-2,6	-3,7	-0,6	-2,7	3,2	-4,9	-6,9	0,5
09 E-M	A -45	-46	-26	-28	-33	-19	-43,6	-37,0	-43,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08 Abr	P -25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	1,7	0,4	-1,0	1,3	-2,4	5,9	-2,1	-3,4	-1,0
May	P -31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-6,6	-4,5	-5,9	-	-2,5	3,4	-10,0	-9,9	0,8
Jun	P -38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-8,8	-9,2	-10,6	-6,6	-11,6	-6,2	-13,1	-11,3	-1,9
Jul	P -39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	8,5	-4,2	-5,4	-1,0	-4,7	1,1	-6,6	-8,3	-0,7
Ago	P -37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-5,8	-7,6	-8,5	-4,0	-7,5	-2,8	-12,4	-10,1	-1,0
Sep	P -39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-11,4	-5,6	-6,3	-3,1	-5,7	1,1	-10,7	-8,8	-0,3
Oct	A -44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,4	-6,9	-7,4	-2,9	-6,9	-0,2	-11,7	-9,7	-1,7
Nov	A -44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,2	-10,0	-10,2	-5,4	-8,1	-3,0	-16,0	-12,1	-2,4
Dic	A -46	-44	-26	-34	-30	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-23,2	-7,5	-6,4	-3,8	-9,3	-0,1	-10,4	-6,6	-2,0
09 Ene	A -45	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,5	-6,3	-5,0	-2,2	0,5	2,7	-10,3	-9,0	-1,4
Feb	A -48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-12,7	-11,7	-10,8	-8,8	-11,7	-7,2	-12,8	-10,7	-3,6
Mar	A -43	-47	-22	-27	-34	-18	-39,0	-30,3	-38,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...

#### 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.

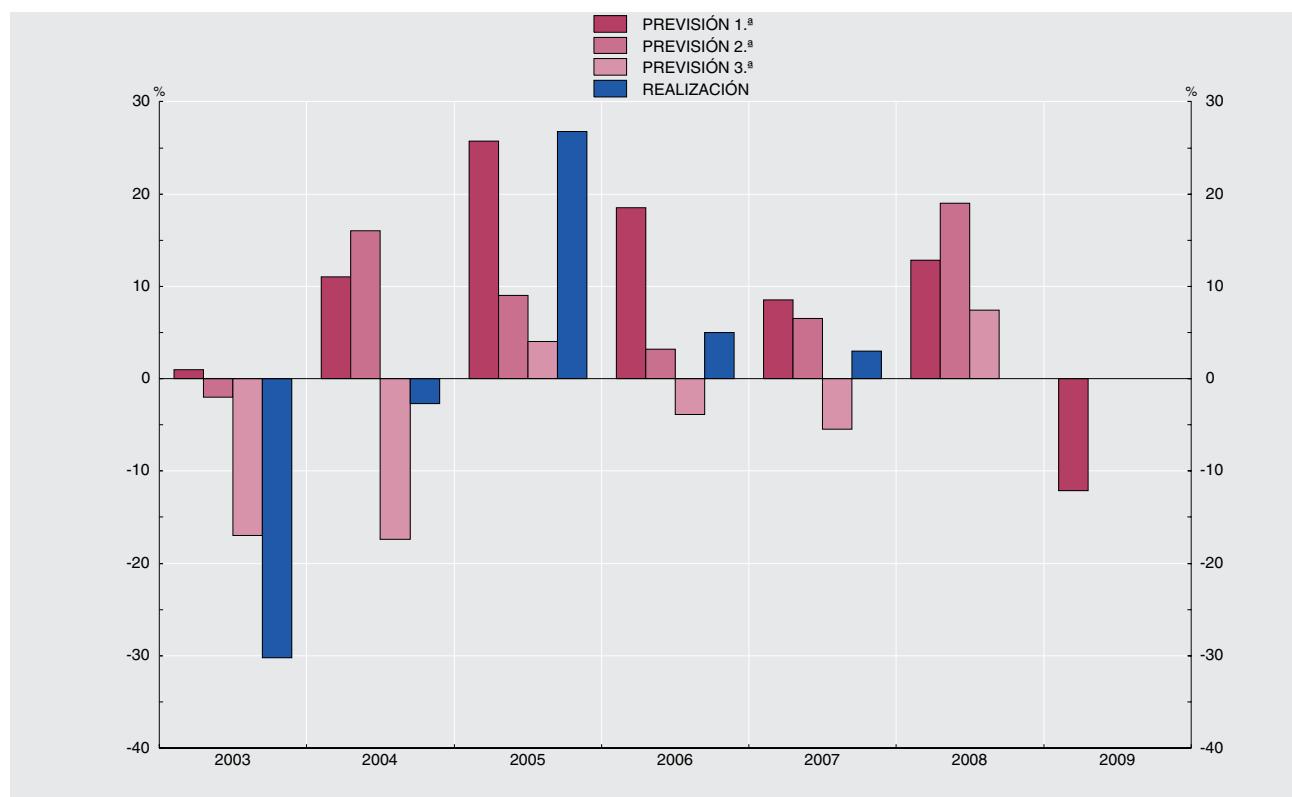
a. Índice corregido de efecto calendario.

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

■ Serie representada gráficamente.

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	Tasas de variación interanual a precios corrientes
	1	2	3	4	
03	-	-30	1	-2	-17
04	-3	11	16	-17	-17
05	27	26	9	4	4
06	5	19	3	-4	-4
07	3	9	7	-6	-6
08	...	13	19	7	7
09	...	-12	...	...	...

### 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.

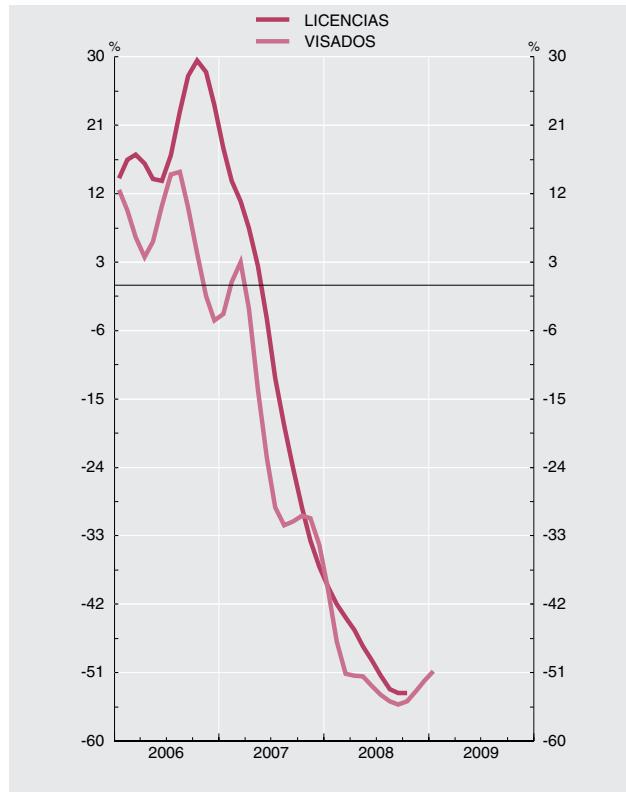
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

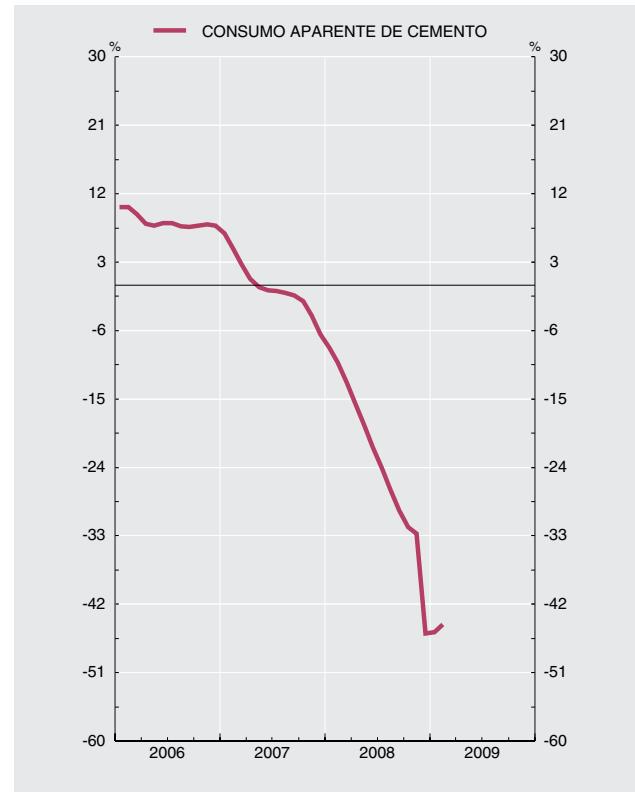
Tasas de variación interanual

	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	
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	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2	-23,6
08	P	...	...	...	...	-52,1	-56,6	3,3	3,3	8,9	13,4	-11,3	7,6	-23,6	
08 E-F	P	-40,9	-47,6	-48,1	-2,4	-41,5	-47,2	4,7	4,7	-1,6	-0,9	10,4	-1,7	8,0	-6,4
09 E-F	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-48,9
07 Nov	P	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,4	-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	-15,0	-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	-2,3	-2,3	46,9	35,4	71,2	49,6	-19,1	-7,8
Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,1	4,7	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,4	-5,1
Mar	P	-50,6	-51,3	-53,9	-48,3	-67,3	-70,5	70,5	27,7	-33,9	-52,0	-64,0	-27,2	135,8	-25,2
Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P	-54,8	-59,6	-60,2	-35,3	-55,5	-58,7	-66,8	12,3	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
Jun	P	-45,5	-51,8	-51,0	-12,5	-52,3	-59,2	-66,7	-2,2	-58,2	43,8	-47,3	-69,1	-70,3	-33,1
Jul	P	-49,4	-55,6	-56,2	-20,5	-52,0	-54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
Ago	P	-62,3	-69,6	-69,7	-27,0	-60,3	-64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
Sep	P	-49,4	-50,3	-50,0	-47,4	-50,7	-57,5	41,7	0,0	18,7	30,7	230,2	15,4	50,9	-24,6
Oct	P	-53,5	-59,2	-59,9	-28,2	-56,8	-62,1	-12,4	-1,1	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,9
Nov	P	...	...	...	...	-57,9	-63,6	29,6	1,0	46,0	229,6	377,2	4,7	22,8	-41,0
Dic	P	...	...	...	...	-44,5	-46,3	24,9	3,3	-13,9	-14,8	-44,3	-13,6	37,2	-36,2
09 Ene	P	...	...	...	...	-55,9	-63,5	-20,6	-20,6	-28,9	30,5	-49,8	-41,3	-15,5	-51,9
Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-46,0

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.

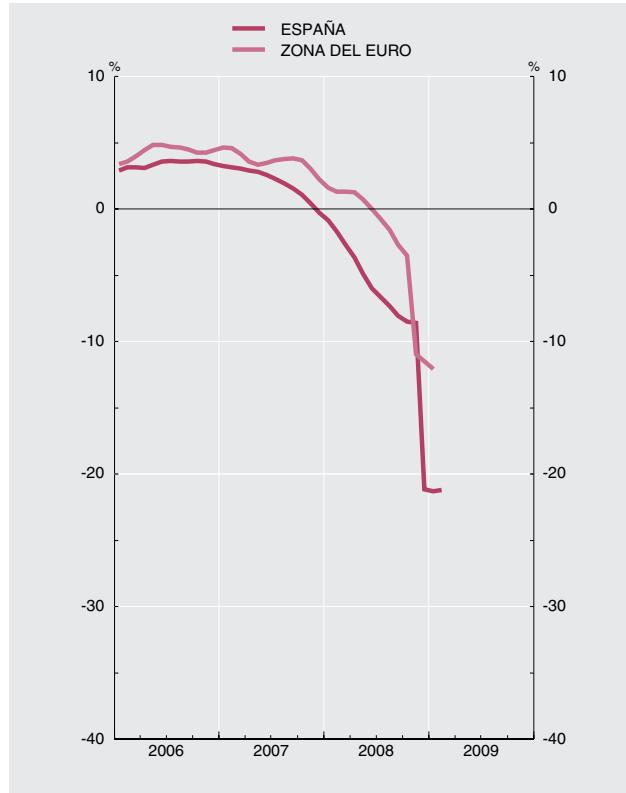
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

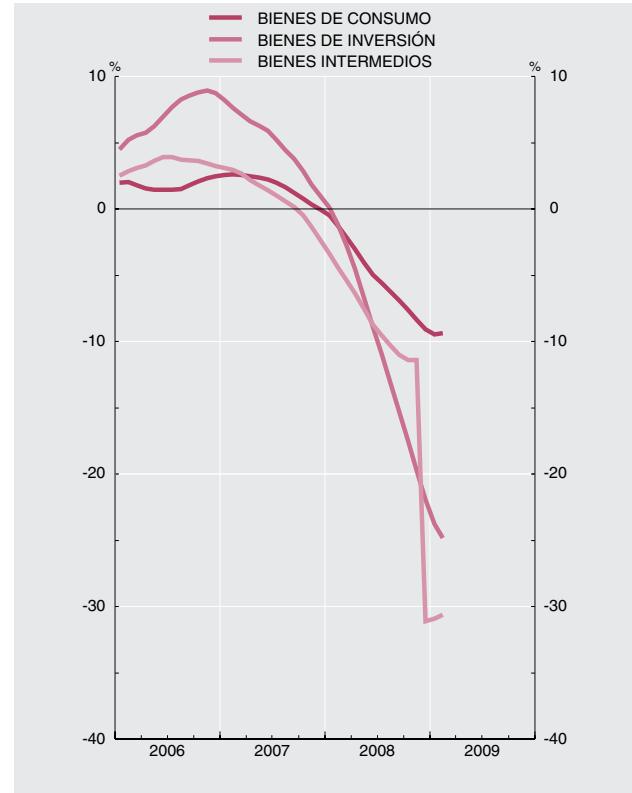
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro					
	Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	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		
06	MP	103,7	3,7	2,1	7,7	3,6	0,9	2,9	4,0	0,6	4,3	4,4	3,0	5,9	4,8	
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,8	4,1	2,6	6,7	3,7	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-2,0	-1,5	-0,4	-3,3	
08	E-F	MP	107,9	1,5	3,4	2,8	-2,2	5,5	1,7	1,1	4,6	3,5	3,1	1,9	6,4	2,4
09	E-F	MP	81,9	-24,1	-15,4	-33,0	-32,2	-6,4	-33,4	-25,8	-6,9	...	...	...	...	...
07	Nov	P	111,3	-0,8	-1,7	-2,1	-2,0	8,3	-0,9	-2,0	13,2	3,2	2,3	1,1	5,3	2,0
	Dic	P	95,6	0,2	0,5	0,1	-1,6	4,3	-9,6	-0,2	6,2	1,5	1,5	-0,2	3,6	-0,4
08	Ene	P	106,9	-0,8	2,5	-0,3	-4,5	1,4	-2,8	-1,0	1,1	3,7	3,2	2,6	7,0	2,4
	Feb	P	108,8	3,8	4,4	5,8	0,1	10,2	6,3	3,3	8,5	3,2	2,9	1,2	5,8	2,5
	Mar	P	98,7	-15,3	-16,9	-18,4	-17,7	3,2	-15,2	-16,7	1,9	1,5	-0,2	-0,8	2,9	0,5
	Abr	P	111,4	12,0	15,0	16,6	9,2	5,1	11,8	12,4	6,0	4,8	4,8	1,5	8,3	2,7
	May	P	105,4	-8,4	-8,7	-9,6	-9,9	-0,9	-20,1	-9,0	0,2	-0,7	-0,3	-3,7	1,8	-0,9
	Jun	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,5	-0,3	-0,5	0,7	-1,0
	Jul	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-1,0	-1,2	-0,7	-0,7	-1,4
	Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,8	-0,8	-3,3	0,4	-0,0
	Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,3	-2,5	-2,3	-1,5	-3,7
	Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,9	-5,7	-3,6	-5,6	-8,1
	Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,1	-8,9	-4,7	-8,9	-12,7
	Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,3	-13,6	-3,7	-11,5	-21,4
09	Ene	P	80,9	-24,3	-17,2	-33,9	-32,7	-3,5	-32,6	-26,5	-3,4	-16,0	...	-6,3	-22,1	-22,1
	Feb	P	82,8	-23,9	-13,5	-32,2	-31,7	-9,6	-34,2	-25,0	-10,7	...	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

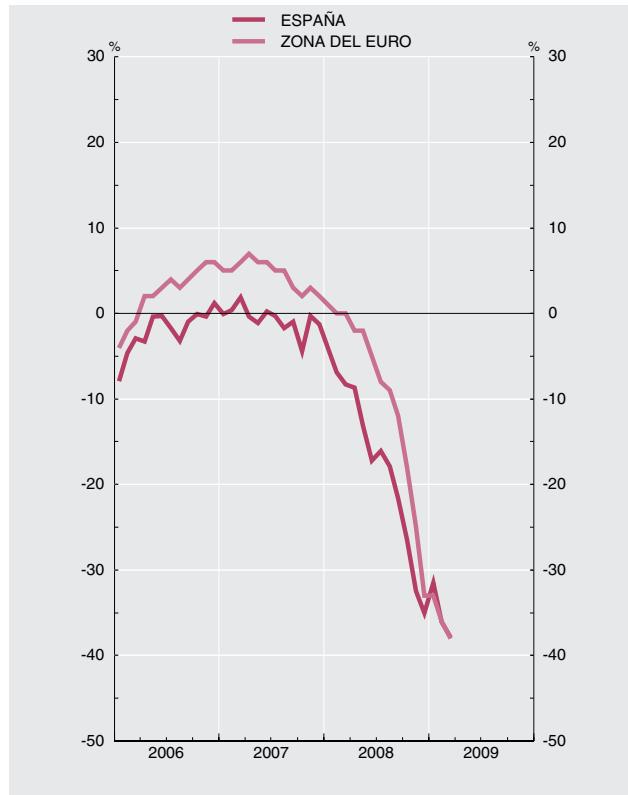
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

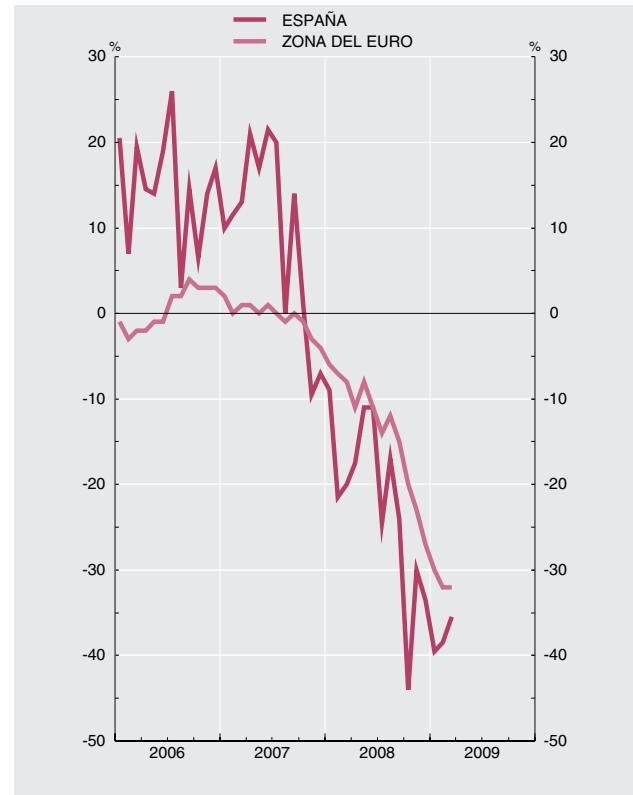
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro					
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción	Indicador del clima en la construcción	
								Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores				Producción	Contratación			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
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	-0
08	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
08	E-M	-6	-6	1	-6	-8	15	-5	5	-15	-7	-17	-2	-14	-5	-4	0	-1	-7
09	E-M	-35	-50	-24	-54	-53	28	-20	-33	-51	-13	-38	-19	-29	-21	-21	-36	-56	-31
07	Dic	-1	-1	7	-2	-5	10	-3	11	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-4
08	Ene	-4	-2	5	-4	-8	13	-3	7	-12	-4	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
	Feb	-7	-10	1	-6	-7	15	-5	3	-15	-6	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
	Mar	-8	-6	-2	-7	-10	16	-5	4	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-8
	Abr	-9	-4	-0	-11	-10	15	-6	2	-17	-4	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-11
	May	-13	-6	-7	-16	-13	17	-7	-3	-24	-5	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-8
	Jun	-17	-10	-9	-20	-19	23	-12	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11
	Jul	-16	-16	-5	-29	-19	14	-10	-7	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
	Ago	-18	-10	-8	-25	-20	21	-13	-8	-25	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12
	Sep	-22	-20	-11	-33	-27	21	-16	-7	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
	Oct	-27	-20	-16	-37	-32	27	-16	-25	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
	Nov	-33	-40	-20	-47	-38	31	-19	-23	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
	Dic	-35	-47	-23	-53	-48	29	-22	-33	-50	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09	Ene	-32	-41	-22	-47	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
	Feb	-36	-54	-24	-56	-57	29	-22	-33	-53	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-57	-32	-32
	Mar	-38	-55	-28	-58	-60	28	-21	-39	-52	-31	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

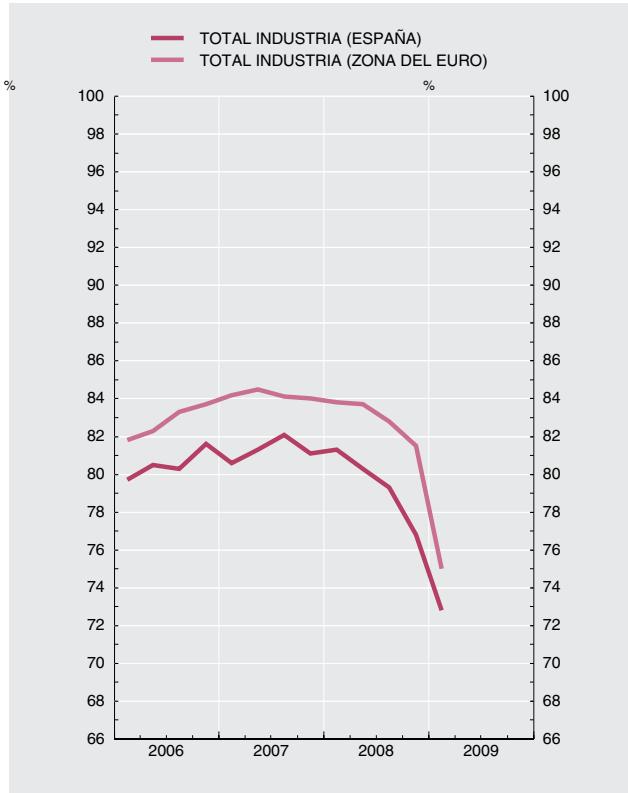
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

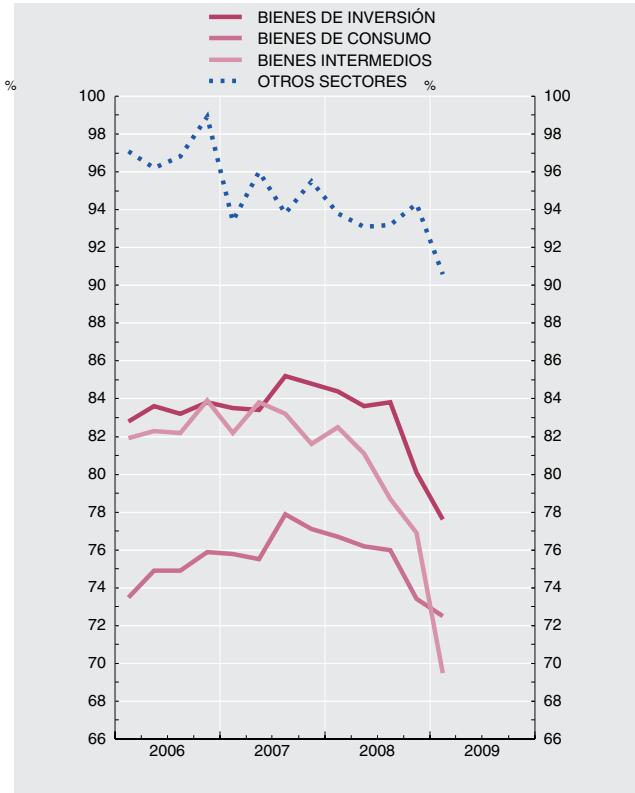
Porcentajes y saldos

	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
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	-	82,8
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
08	79,4	79,8	8	75,6	76,7	9	83,0	82,8	4	79,8	79,8	9	93,6	94,1	-0	83,0
08 I-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	-	83,8
09 I-I	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	90,6	92,4	-	75,0
06 III IV	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,3
07 I II	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
07 III IV	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,5
08 I II	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
08 III 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 II	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
08 III IV	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,7
09 I II	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,8
09 III IV	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,5
09 I	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	90,6	92,4	-	75,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

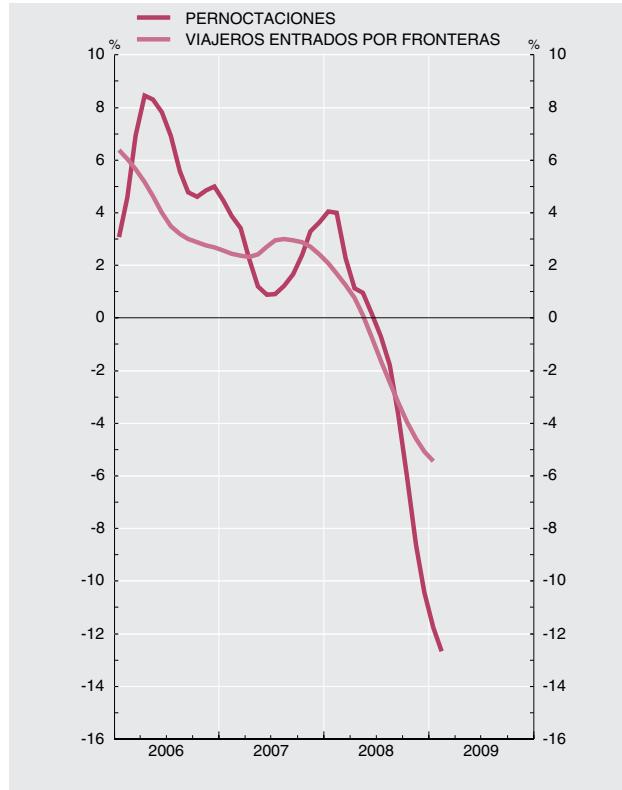
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

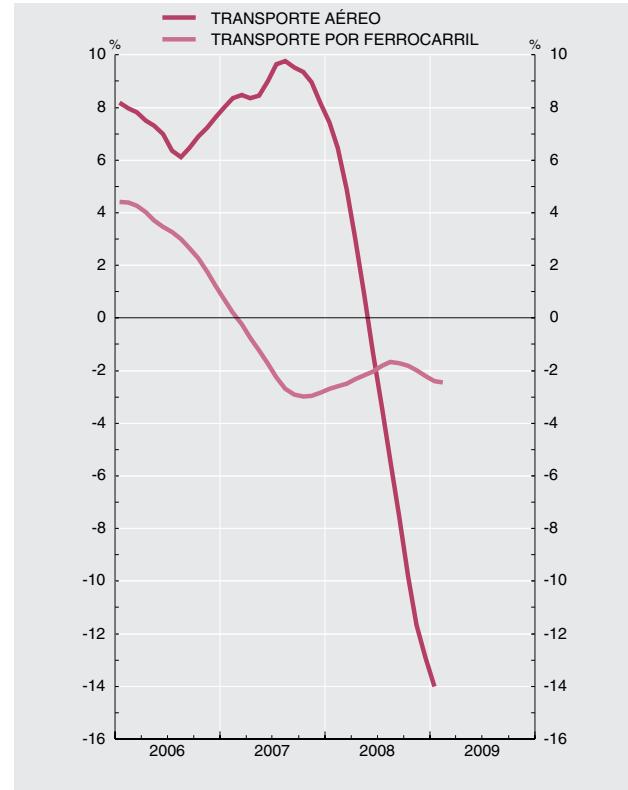
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril			
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros		Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías		
								Total	En vuelos nacionales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	P	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	P	3,1	4,0	1,7	2,1	2,6	1,3	4,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5
08	P	-1,7	0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,6	0,7	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-1,1	-10,3
08 E-F	P	6,2	7,6	6,3	6,9	2,8	3,9	1,6	8,6	8,4	8,8	1,1	3,9	7,0	-0,3	-0,4
09 E-F	P	-14,1	-16,6	-13,9	-14,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-8,7	...
07 Nov	P	8,2	9,3	7,1	6,1	4,8	4,8	4,8	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,0	-6,2
Dic	P	2,1	10,3	1,6	7,1	-0,5	0,7	-1,7	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,6	-5,9
08 Ene	P	4,1	6,5	2,9	4,1	-0,0	0,9	-1,0	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-2,2	-4,1
Feb	P	8,0	8,6	9,4	9,6	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
Abr	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	-5,0	0,0	1,3	-2,9
Ago	P	-0,7	0,1	-0,6	1,1	-0,2	-1,8	1,8	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-16,9
Sep	P	-3,3	-2,3	-2,8	-2,3	-5,5	-6,0	-4,5	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	-2,6	-2,5
Oct	P	-6,6	-3,3	-5,1	-2,8	-5,6	-5,4	-6,0	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	-1,1	-5,7	0,5	-14,2
Nov	P	-11,8	-11,3	-10,6	-8,7	-8,0	-11,6	-3,3	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	0,3	-26,8
Dic	P	-9,6	-12,6	-10,6	-10,9	-10,7	-13,8	-7,4	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	-2,9	-27,8
09 Ene	P	-13,3	-14,8	-12,0	-11,6	-5,2	-10,1	0,3	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	...	...	-6,5	-38,7
Feb	P	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-10,8	...

#### 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 4	Tasa de actividad (%) (a)		Variación interanual (b)			Por tasa de actividad (Miles de personas)	1 4	
						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-IV	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	2 421	1 544	877	2,8	
08 I-IV	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	2 633	1 303	1 330	3,0	
06 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	
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9	
IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	

#### 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).

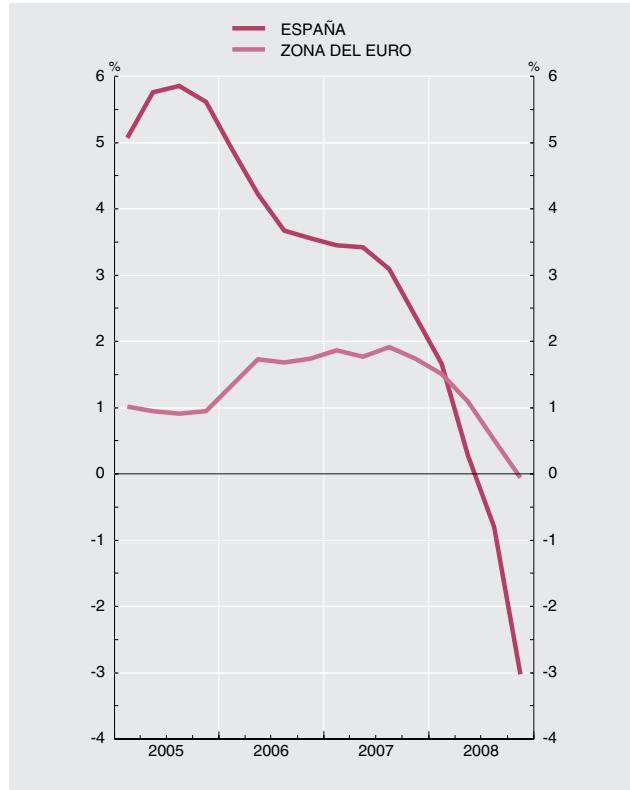
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

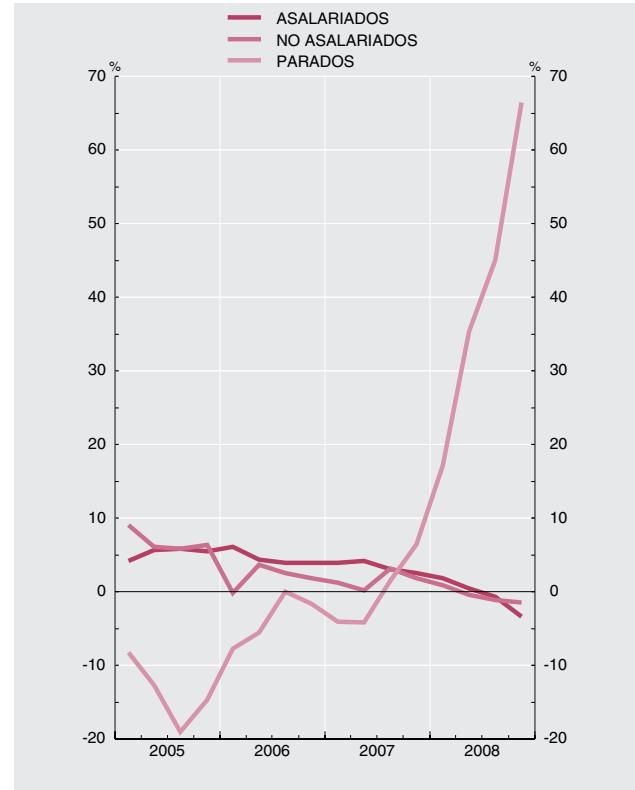
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,29
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-IV	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
08 I-IV	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,50
06 //		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,7	8,40
//		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,14
/V		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	7,95
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,9	7,63
//		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,8	7,44
/II		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,39
/V		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,25
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	7,21
//		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,38
/II		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,5	7,53
/V		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	7,89

**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).

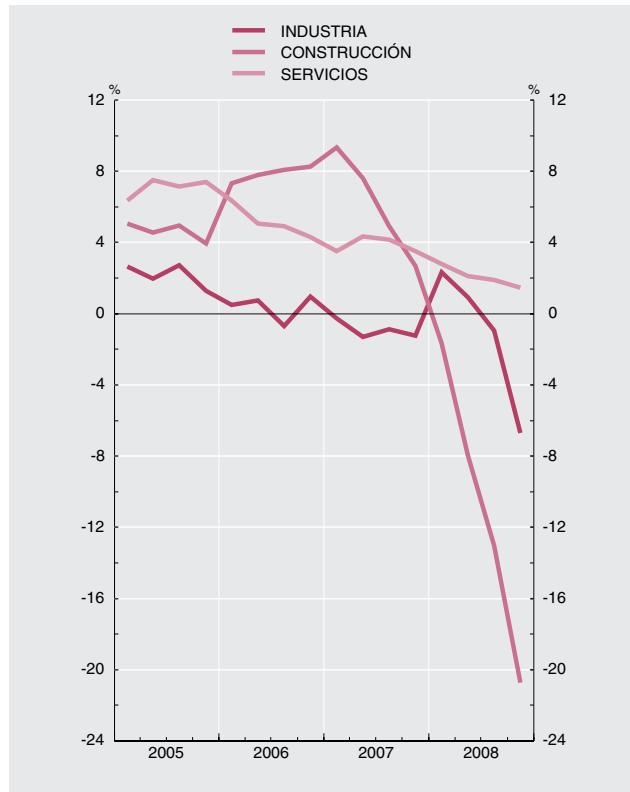
#### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ 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-IV	M	3,1	3,4	-7,0	-2,0	2,3	-0,8	-0,9	-0,7	-6,6	6,1	6,8	-3,4	3,9	3,9	-9,4	2,6
08 I-IV	M	-0,5	-0,5	-7,6	-5,0	-4,3	-5,3	-1,1	-1,2	-8,6	-10,9	-12,6	-9,6	2,1	2,2	-5,0	-3,0
06 II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
06 III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
07 III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
07 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
08 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
08 III		-0,8	-0,7	29,5	-4,1	-4,5	52,9	-1,0	-1,1	20,7	-13,0	-14,7	49,4	1,9	2,2	27,6	-0,7
08 IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,7	0,8	56,8	-6,7	-7,7	18,8	-20,7	-24,4	46,3	1,5	1,6	26,2	-3,0

**OCCUPADOS**  
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).

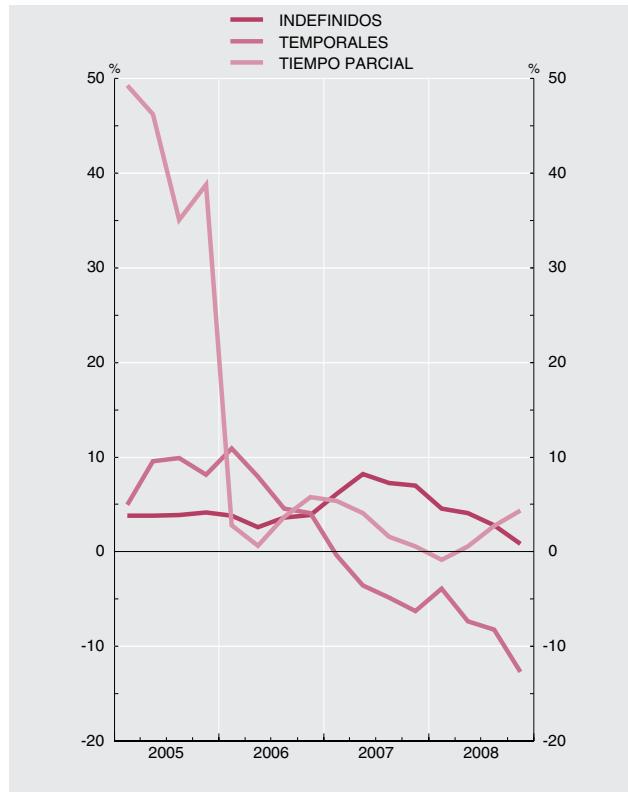
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

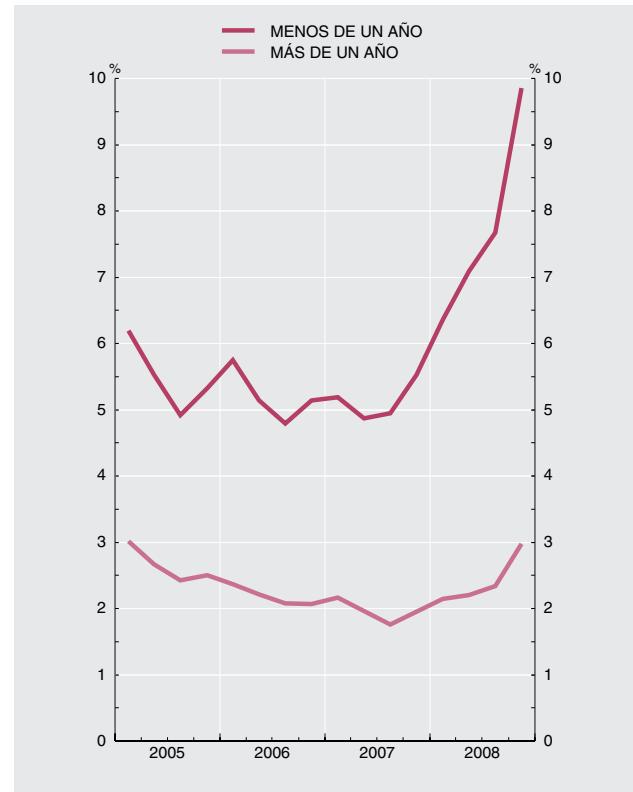
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	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		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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-IV	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	399	2,8	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	
08 I-IV	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-656	-4,4	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0	
06 //		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	
///		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	
/V		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 /		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	
//		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	
///		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	
/V		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 /		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1	
//		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7	
///		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3	
/V		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8	

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



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

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

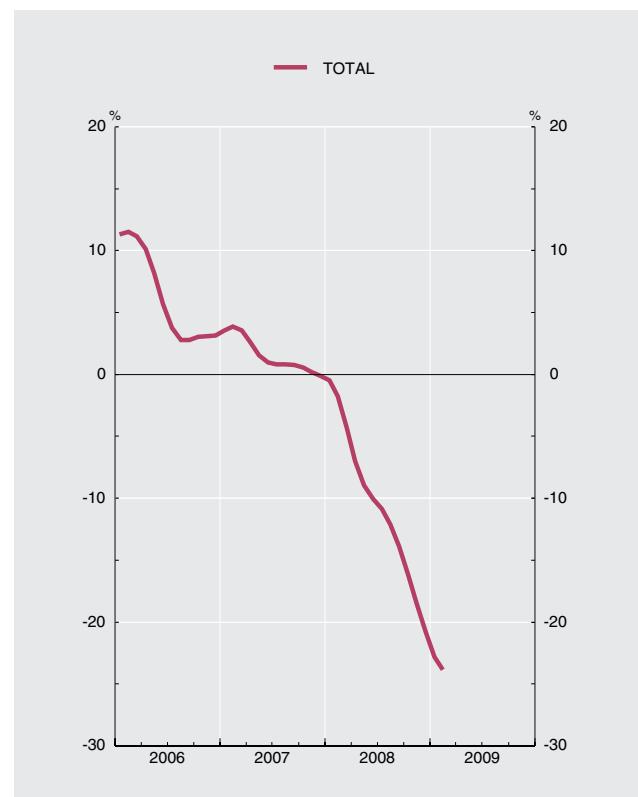
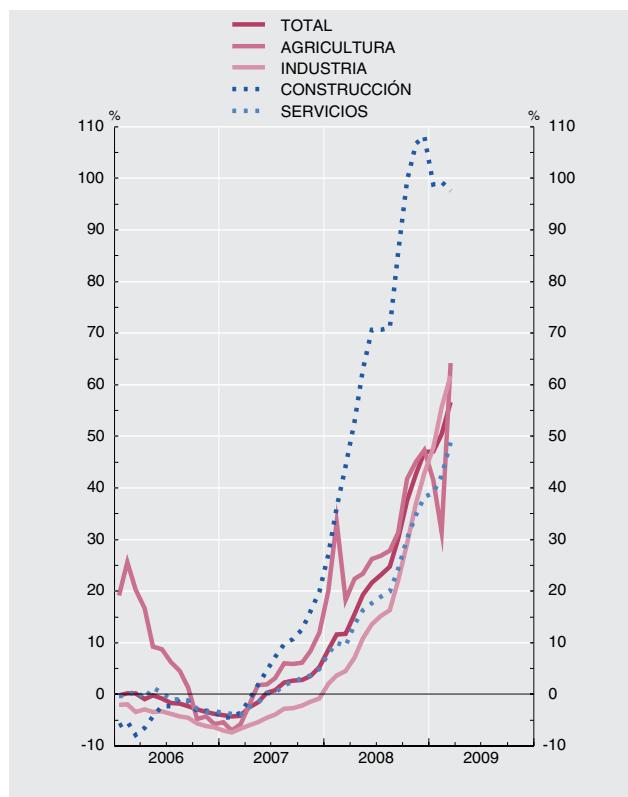
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos				Colocaciones	
	Total			Sin empleo anterior(a)		Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total		Total		
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
					Total	Agricul-tura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios								
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
08	E-M	2 293	220	10,6	-0,1	12,0	23,9	11,5	3,4	35,7	9,1	1 431	-7,2	12,85	22,68	87,15	1 409	-4,4
09	E-M	3 472	1 179	51,4	16,4	54,3	45,7	54,6	55,1	98,6	43,4	1 068	-25,4	11,13	25,13	88,87	...	...
08	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	31,4	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
	Oct	2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
	Nov	2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
	Dic	3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09	Ene	3 328	1 066	47,1	10,6	50,1	41,5	50,4	47,8	98,9	39,0	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
	Feb	3 482	1 167	50,4	14,5	53,4	31,4	54,1	55,7	99,3	42,4	1 017	-28,8	11,38	25,22	88,62	999	-30,3
	Mar	3 605	1 304	56,7	23,9	59,5	64,2	59,4	61,7	97,6	48,8	1 061	-17,5	11,42	26,47	88,58	...	...

#### PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

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.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

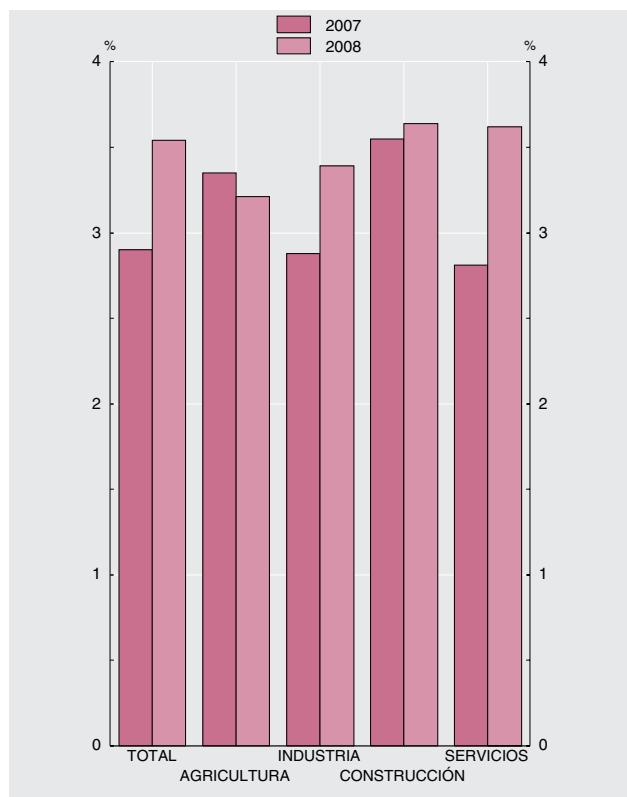
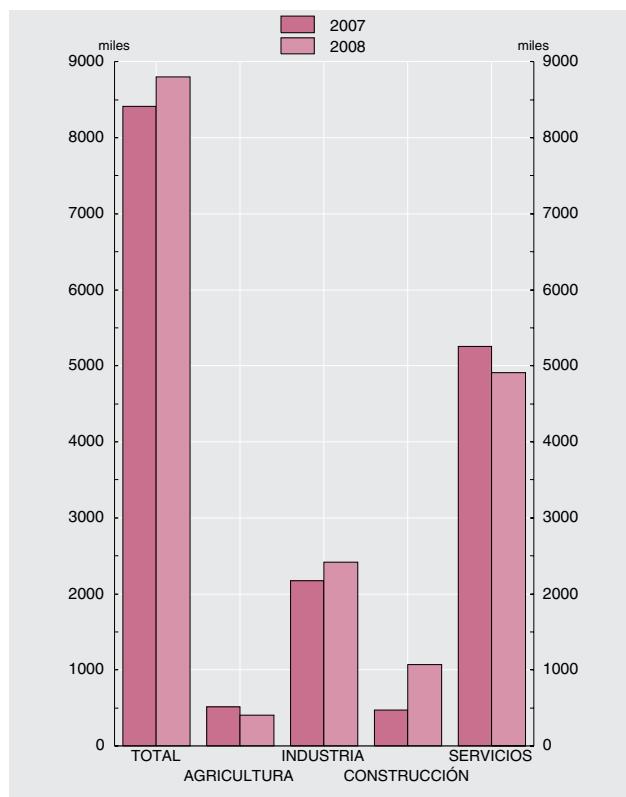
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados (a)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)	Según mes de registro															
		Miles de trabajadores afectados (a)										Incremento salarial medio pactado					
		Miles de trabajadores afectados	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	
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	11 377	4,22	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	10 088	3,56	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
07 Oct	11 359	4,20	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	11 374	4,22	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	11 377	4,22	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	9 535	3,48	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	9 544	3,48	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	9 584	3,48	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	9 870	3,53	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	9 876	3,53	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	9 924	3,53	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	9 930	3,53	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	9 930	3,53	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	10 050	3,55	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
Oct	10 087	3,56	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
Nov	10 087	3,56	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
Dic	10 088	3,56	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09 Ene	6 103	2,72	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,93	2,70	3,54	2,77
Feb	6 106	2,72	5 977	6	5 983	689	189	1 827	841	3 125	2,68	1,86	2,68	2,81	2,52	3,59	2,53
Mar	6 107	2,72	6 215	19	6 234	610	193	1 862	939	3 240	2,70	2,73	2,70	2,85	2,52	3,58	2,55

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Diciembre

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Diciembre



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

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2008, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2009 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

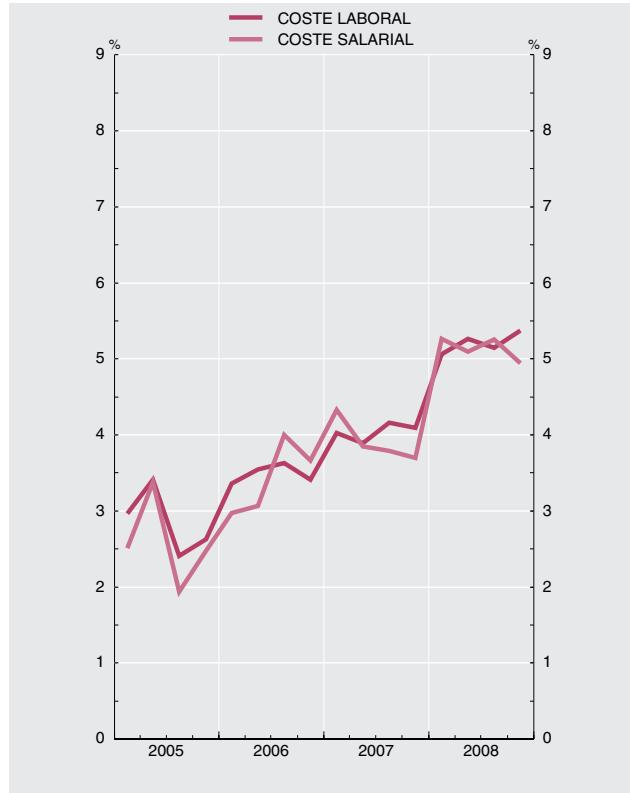
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

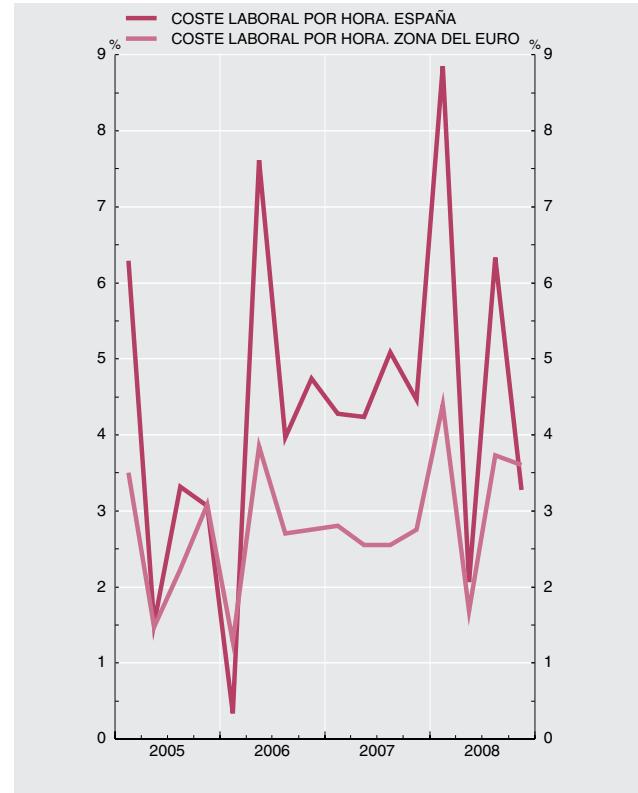
Tasas de variación interanual

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

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.

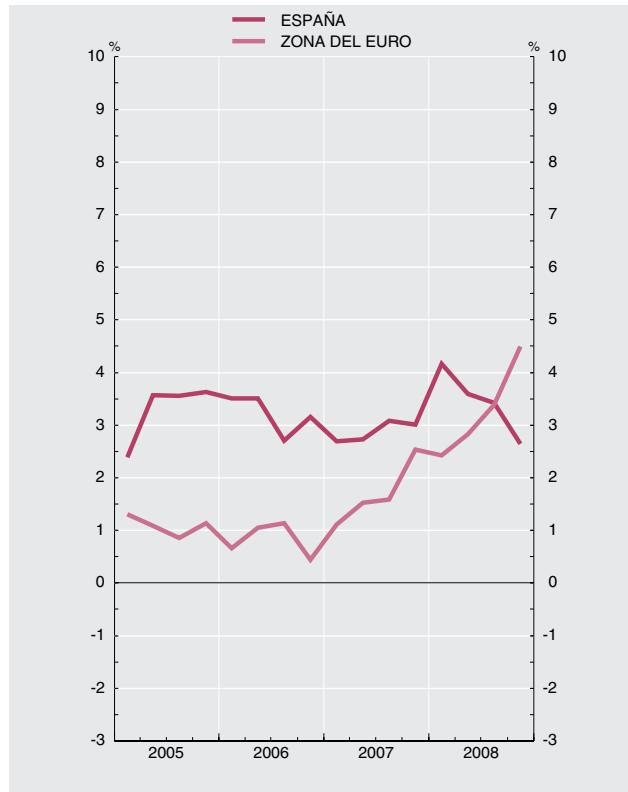
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

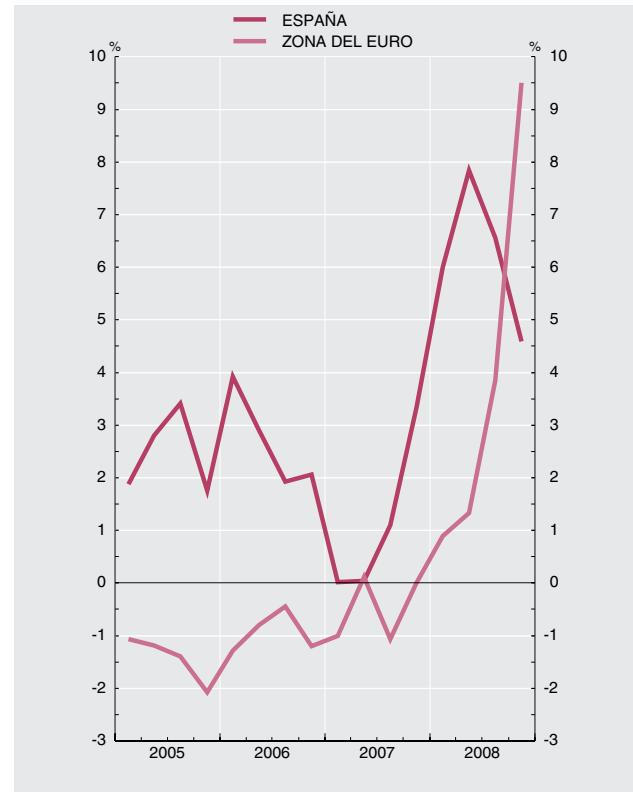
Tasas de variación interanual

	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
06	P	3,2	0,8	3,9	2,2	0,7	1,4	3,9	3,0	3,2	1,6	2,7	-0,9
07	P	2,9	1,7	3,7	2,5	0,8	0,8	3,7	2,6	2,9	1,8	1,1	-0,5
08	P	3,4	3,3	5,2	3,2	1,8	-0,1	1,2	0,7	-0,6	0,8	6,2	3,9
06 /	P	3,5	0,7	3,9	2,0	0,3	1,4	3,8	2,7	3,4	1,3	3,9	-1,3
//	P	3,5	1,0	3,8	2,4	0,3	1,3	3,9	3,0	3,6	1,7	2,9	-0,8
///	P	2,7	1,1	3,9	2,4	1,2	1,3	4,0	3,0	2,8	1,7	1,9	-0,4
/V	P	3,2	0,4	4,1	2,0	0,9	1,6	3,9	3,4	2,9	1,8	2,1	-1,2
07 /	P	2,7	1,1	3,4	2,4	0,7	1,3	4,0	3,2	3,2	1,9	0,0	-1,0
//	P	2,7	1,5	3,5	2,3	0,7	0,8	3,9	2,6	3,2	1,8	0,0	0,1
///	P	3,1	1,6	3,8	2,3	0,7	0,7	3,6	2,6	2,9	1,9	1,1	-1,1
/V	P	3,0	2,5	4,1	2,9	1,0	0,4	3,2	2,1	2,2	1,7	3,3	0,0
08 /	P	4,2	2,4	5,2	3,1	1,0	0,6	2,7	2,1	1,7	1,5	6,0	0,9
//	P	3,6	2,8	5,4	3,2	1,7	0,3	1,8	1,4	0,1	1,1	7,8	1,3
///	P	3,4	3,4	5,3	3,4	1,8	0,0	0,9	0,6	-0,9	0,5	6,6	3,8
/V	P	2,6	4,5	5,2	3,0	2,5	-1,4	-0,7	-1,5	-3,1	-0,1	4,6	9,5

#### 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

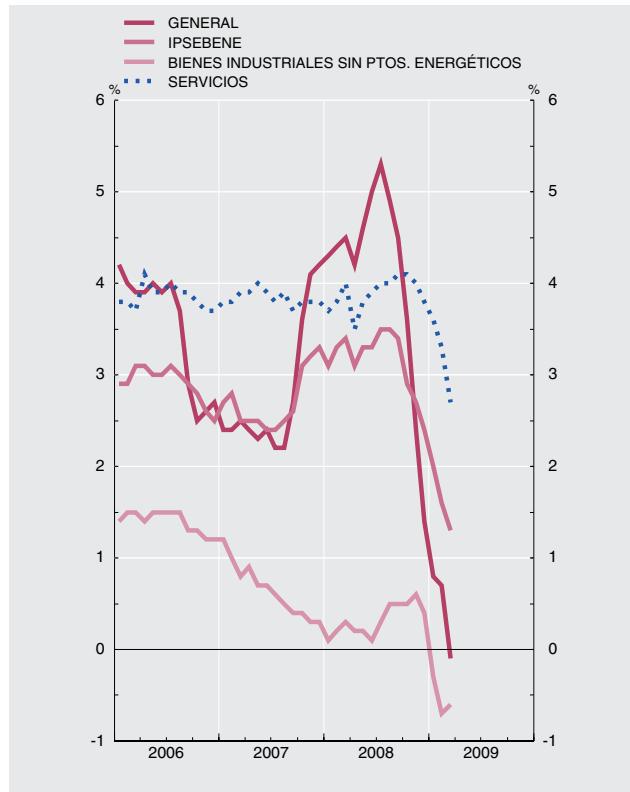
■ Serie representada gráficamente.

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>	T <sub>12</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/ dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T <sub>12</sub>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	
08 M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	118,8	2,9	
08 E-M	M	105,2	0,2	4,4	-0,2	5,1	7,3	0,2	13,6	3,8	3,3	124,6	9,7
09 E-M	M	105,7	-0,3	0,5	-1,2	1,4	1,8	-0,5	-9,7	3,2	1,6	...	...
07 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	126,3	8,6
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	115,4	6,9
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	110,1	-2,3
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	106,4	-8,2
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	110,4	-11,4
Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	113,7	-9,7
09 Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	...	...
Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	1,6	...	...
Mar		105,8	0,2	-0,1	-1,1	0,8	1,2	-0,6	-11,6	2,7	1,3	...	...

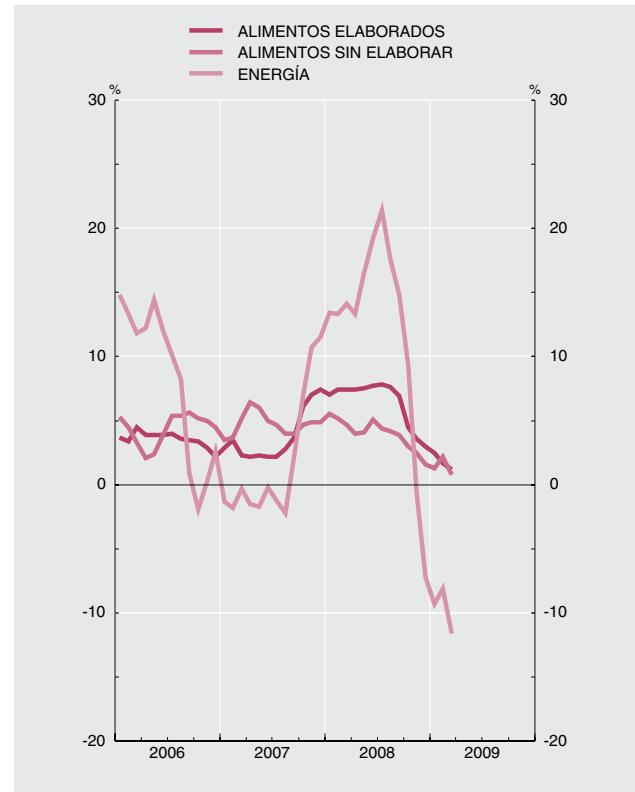
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, 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)

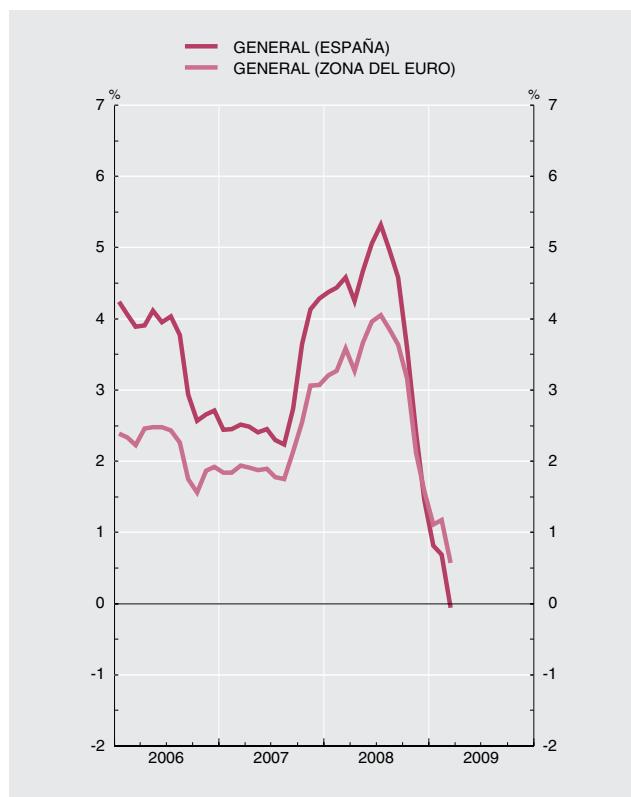
■ Serie representada gráficamente.

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				
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		
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6		
08	E-M	4,5	3,4	4,7	3,9	6,6	5,2	8,5	6,4	4,6	3,5	3,7	3,2	0,3	0,8	13,6	10,7	3,9	2,6		
09	E-M	0,5	1,0	-1,2	0,1	1,7	2,4	1,7	2,1	1,7	2,8	-2,7	-1,1	-0,4	0,7	-9,6	-6,1	3,1	2,2		
07	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		
08	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		
08	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		
08	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		
08	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		
08	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		
08	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		
08	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		
08	Sep	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		
08	Oct	3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6		
08	Nov	2,4	2,1	1,5	1,8	3,2	3,7	3,5	4,2	2,9	2,8	0,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,7	4,0	2,6		
08	Dic	1,5	1,6	-	0,9	2,6	3,3	3,0	3,5	2,1	2,8	-1,5	-0,3	0,4	0,8	-7,1	-3,7	3,8	2,6		
09	Ene	0,8	1,1	-0,9	0,2	2,1	2,7	2,4	2,7	1,8	2,6	-2,5	-1,0	-0,2	0,5	-9,2	-5,3	3,5	2,4		
09	Feb	0,7	1,2	-0,9	0,3	1,9	2,5	1,6	2,0	2,2	3,3	-2,4	-0,7	-0,5	0,7	-8,0	-4,9	3,2	2,4		
09	Mar	P	-0,1	0,6	-1,7	-0,4	1,0	1,9	1,0	1,6	1,1	2,4	-3,3	-1,5	-0,4	0,8	-11,5	-8,1	2,6	1,9	

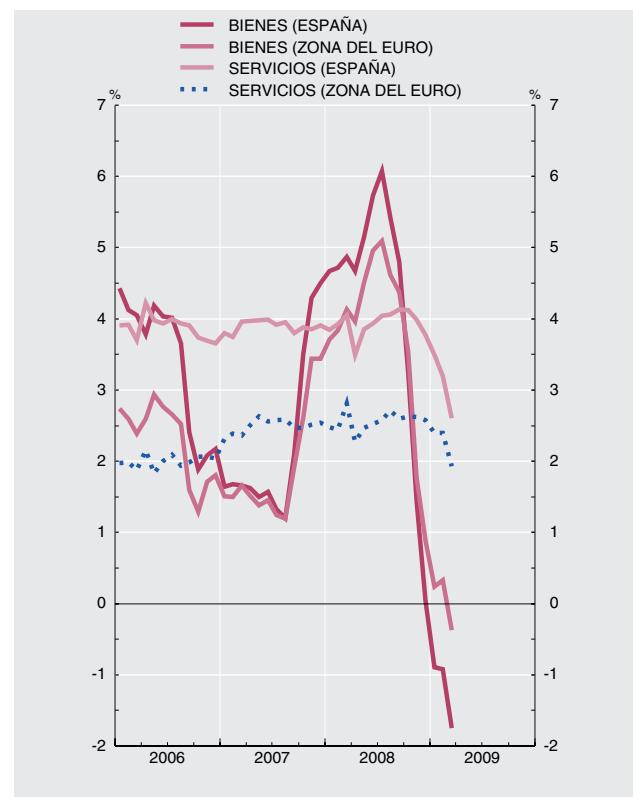
### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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. BASE 2005 = 100

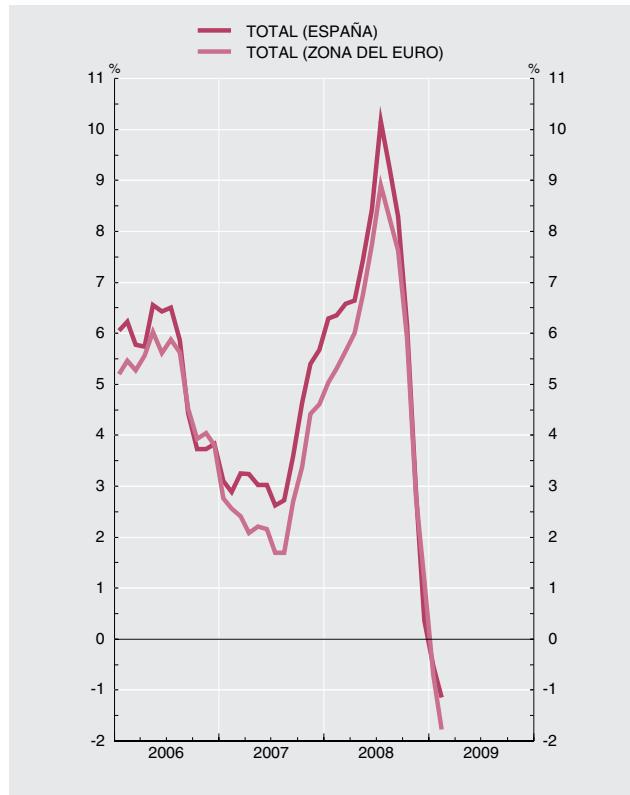
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
	Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía									
												1	2	3	4	5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06	MP	105,4	—	5,4	—	3,2	—	3,1	—	6,2	—	9,1	5,1	1,6	1,6	4,6	13,1
07	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,2	2,2	4,6	1,3
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	5,9	4,0	2,1	4,1	13,5
08 E-F	MP	113,6	—	6,3	—	5,5	—	2,8	—	5,7	—	11,1	5,2	4,6	1,7	4,0	10,5
09 E-F	MP	112,6	—	-0,8	—	0,6	—	1,7	—	-2,5	—	-2,0	-1,2	-0,2	1,8	-2,2	-3,7
07 Nov	P	111,3	0,6	5,4	0,2	4,4	0,1	3,4	0,1	5,1	2,5	9,0	4,4	3,9	1,7	3,7	8,0
Dic	P	111,7	0,4	5,7	0,5	4,8	-	3,2	-	5,0	1,0	10,2	4,6	4,2	2,3	3,6	8,3
08 Ene	P	113,2	1,3	6,3	0,9	5,4	0,9	2,9	1,4	5,5	1,9	11,1	5,0	4,5	1,7	3,8	10,2
Feb	P	113,9	0,6	6,3	0,6	5,6	0,3	2,6	1,5	5,9	-0,3	11,0	5,3	4,7	1,6	4,2	10,9
Mar	P	114,9	0,9	6,6	0,3	5,4	0,2	2,5	0,7	5,9	2,3	12,4	5,6	5,0	1,6	4,1	12,0
Abr	P	115,6	0,6	6,6	0,3	5,1	0,2	2,5	0,6	5,8	1,6	13,3	6,0	4,9	1,7	3,9	13,5
May	P	117,0	1,2	7,4	0,1	5,1	0,1	2,3	0,6	5,9	4,5	17,4	6,8	4,9	1,9	4,0	16,7
Jun	P	118,3	1,1	8,4	0,2	5,2	0,1	2,3	0,5	6,2	3,6	21,1	7,7	4,9	2,1	4,5	19,6
Jul	P	120,4	1,8	10,2	0,1	5,1	0,3	2,5	1,1	7,3	5,9	27,4	8,9	4,7	2,2	5,6	23,0
Ago	P	119,6	-0,7	9,2	0,1	4,8	0,1	2,5	0,4	7,6	-3,5	23,2	8,2	4,3	2,4	5,6	20,6
Sep	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,6	3,7	2,3	5,7	18,4
Oct	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	5,9	2,8	2,7	4,3	13,5
Nov	P	114,5	-2,5	2,9	-0,5	2,1	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	2,8	1,9	2,6	2,6	4,0
Dic	P	112,1	-2,1	0,4	-0,1	1,6	-	2,3	-2,0	0,9	-6,7	-3,7	1,1	1,3	2,1	1,2	-0,1
09 Ene	P	112,6	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,1	-1,6	3,5	-2,2	-0,7	0,1	1,9	-1,3	-3,0
Feb	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,2	1,5	-0,2	-3,2	0,1	-1,9	-1,8	-0,5	1,7	-3,1	-4,4

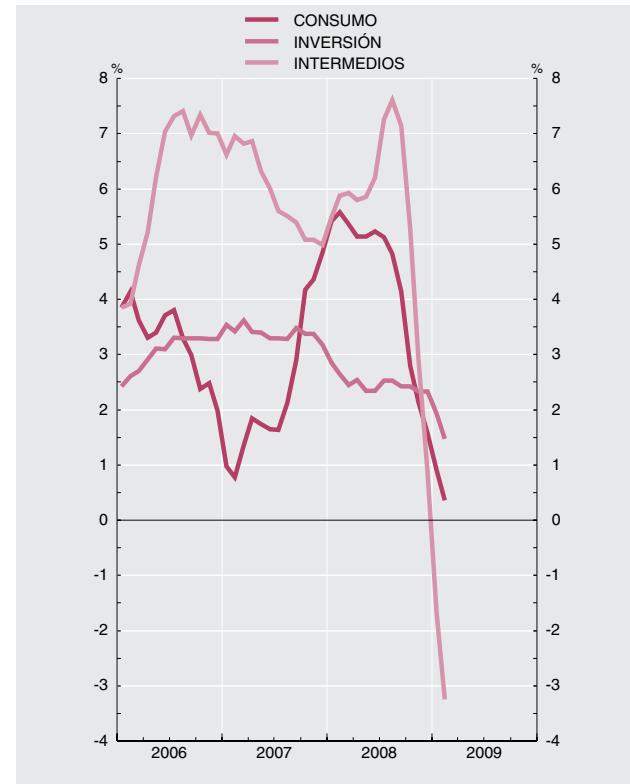
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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. Tasa de variación intermensual no anualizada.

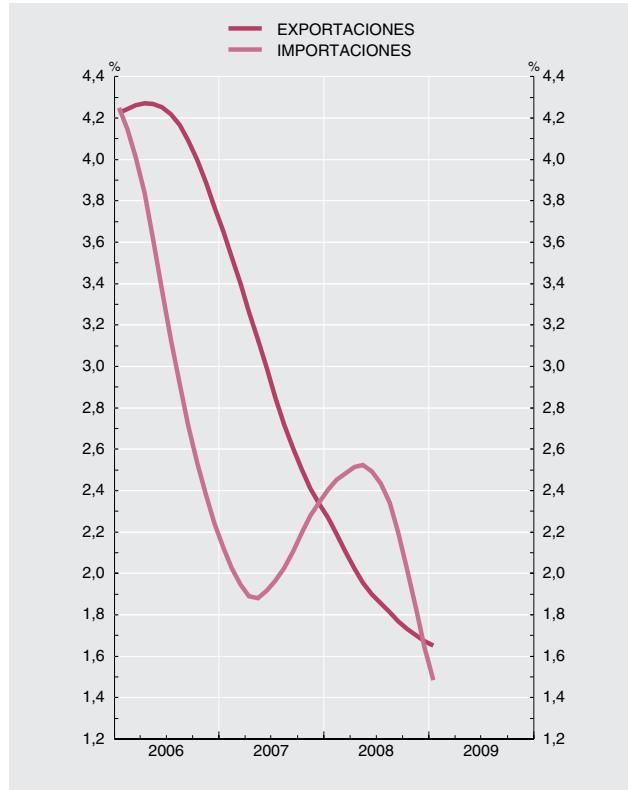
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

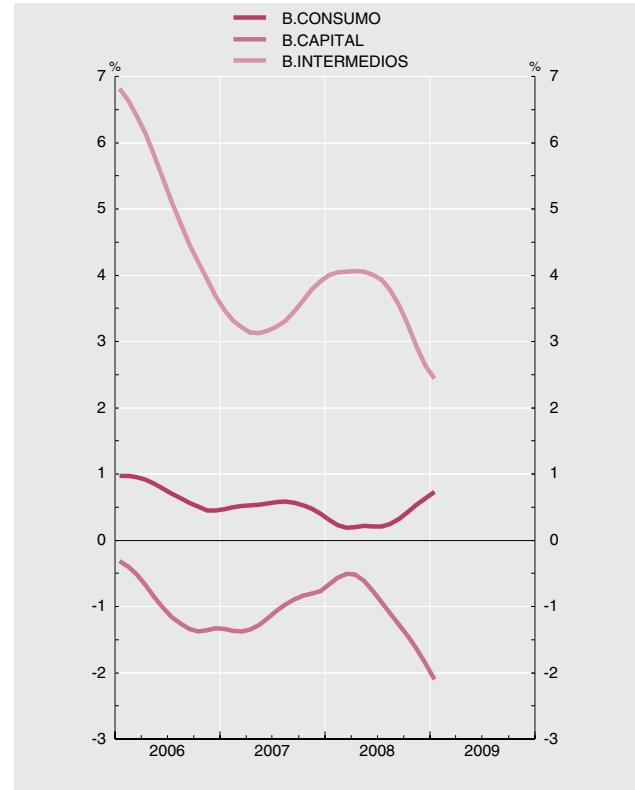
Tasas de variación interanual

	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
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
08	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
08 E-E	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
09 E-E	-2,8	-0,5	-6,9	-4,0	-7,0	-4,1	-7,4	2,9	-7,7	-11,9	-27,4	-4,9
07 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
Ago	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
Sep	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
Oct	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
Nov	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5
Dic	1,2	-3,1	7,2	2,9	11,6	1,7	1,9	12,8	4,0	-2,9	-15,6	0,9
09 Ene	-2,8	-0,5	-6,9	-4,0	-7,0	-4,1	-7,4	2,9	-7,7	-11,9	-27,4	-4,9

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).

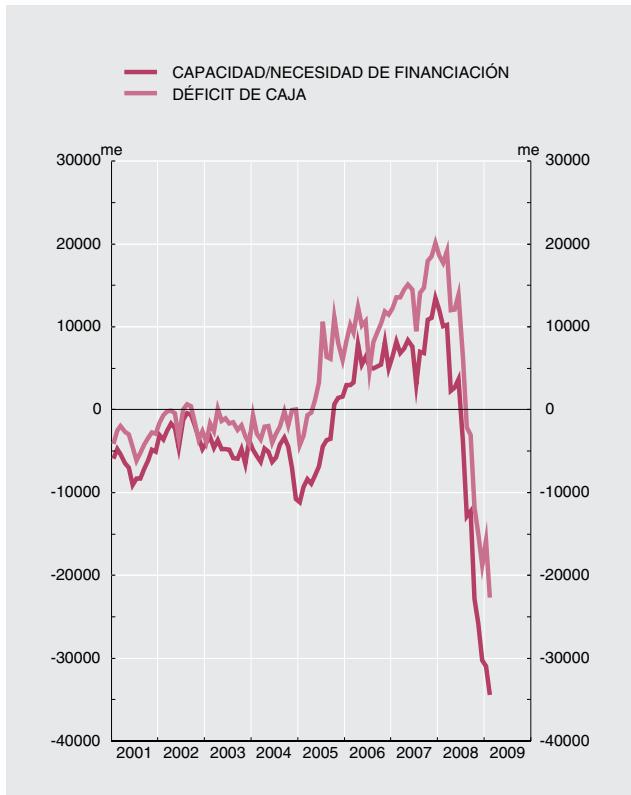
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

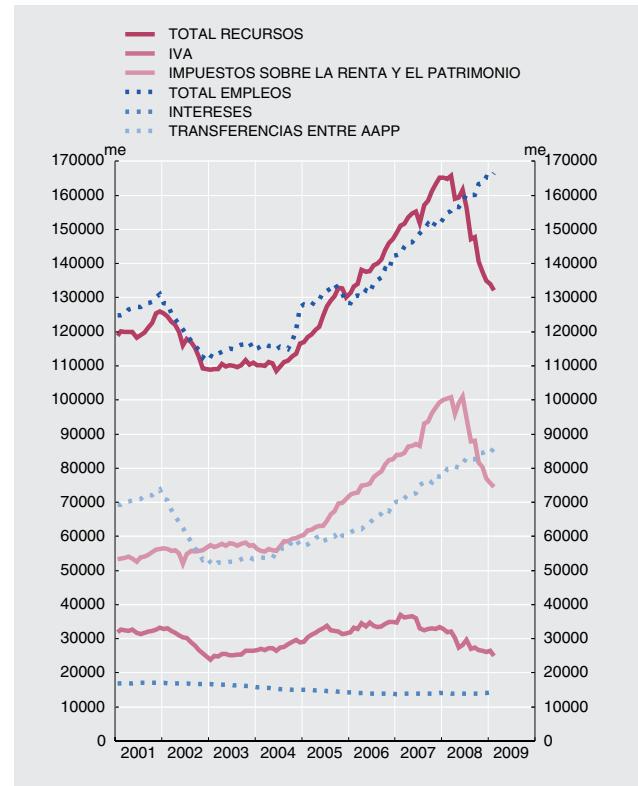
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos	
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
99	-7 303	109 643	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
08	A -30 248	135 060	26 065	12 715	6 824	76 955	12 501	165 308	19 356	14 134	85 076	5 868	40 874	-18 747	129 336	148 082
08 E-F	A 9 474	31 338	13 706	2 138	544	14 413	537	21 864	2 634	2 260	12 165	99	4 706	3 831	31 635	27 803
09 E-F	A 5 313	28 349	12 663	2 012	643	12 064	967	23 036	2 749	2 535	13 073	186	4 493	-70	28 656	28 726
08 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
Sep	A 1 068	12 892	3 662	1 168	604	6 240	1 218	11 824	1 426	1 176	6 228	158	2 836	2 027	11 978	9 950
Oct	A 4 995	20 009	5 997	1 045	251	12 024	692	15 014	1 447	1 263	8 270	757	3 277	6 191	19 074	12 883
Nov	A -5 483	8 163	1 052	1 088	290	4 885	848	13 646	1 425	1 200	7 477	212	3 332	-4 220	7 510	11 730
Dic	A -16 234	10 158	290	915	2 045	4 034	2 874	26 392	2 732	1 303	9 588	2 302	10 467	-7 708	9 186	16 894
09 Ene	A 722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735
Feb	A 4 591	18 340	13 248	848	260	2 761	1 223	13 749	1 372	1 200	8 208	111	2 858	2 288	18 279	15 991

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).

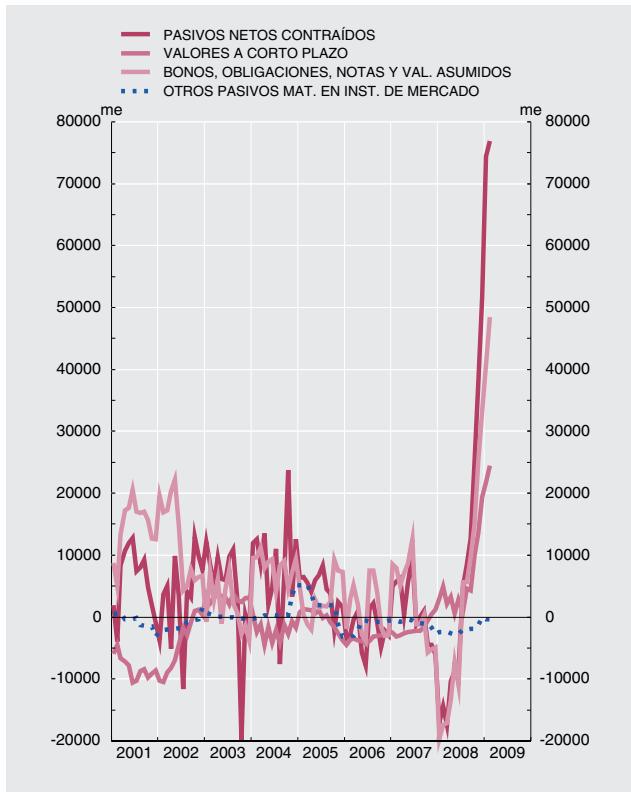
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

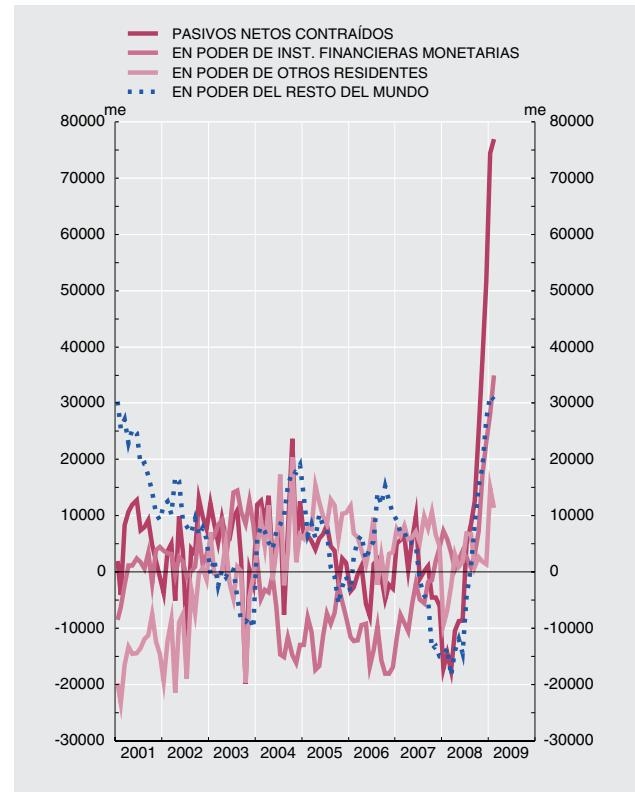
Millones de euros

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	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
			Total	En monedas distintas de la peseta/euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo			
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
99	-7 303	4 217	4 574	11 520	209	-6 629	19 592	-499	-446	-498	-10 505	-7 605	-2 900	22 026	12 018
00	-6 330	4 542	5 690	10 872	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 644	-22 051	-10 117	-11 934	32 924	8 228
01	-5 076	-5 942	-20 141	-866	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 171	-10 072	4 424	-14 496	9 206	305
02	-4 780	2 826	-95	7 606	-888	346	6 655	-486	1 488	-396	1 816	3 148	-1 331	5 790	8 002
03	-3 692	-5 832	0	-2 140	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-758	7 835	8 524	-689	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 804	-0	12 566	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	120	-6 409	-12 978	6 569	18 975	12 446
05	1 590	3 241	0	1 651	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	1 812	2 409	-8 026	10 435	-758	-161
06	P 5 005	2 076	-200	-2 929	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 266	-13 286	-16 867	3 582	10 357	-6 195
07	P 13 525	7 525	65	-6 000	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	929	9 026	4 393	4 633	-15 026	-6 930
08	A -30 248	21 433	4 337	51 681	2 243	19 355	33 275	-520	-48	-381	24 480	23 105	1 375	27 201	52 062
08 E-F	A 9 474	1 726	34	-7 748	15	2 273	-9 209	-	297	-1 109	-9 877	1 162	-11 040	2 129	-6 640
09 E-F	A 5 313	22 757	5 498	17 444	3	7 398	5 957	-	-37	4 125	11 940	12 957	-1 018	5 504	13 318
08 Jun	A -7 316	-2 489	98	4 827	7	-426	2 792	-	38	2 423	5 705	3 472	2 233	-878	2 404
Jul	A -5 358	-926	-0	4 432	275	126	1 562	-	21	2 722	1 692	-4 451	6 142	2 740	1 710
Ago	A -4 667	-5 404	-100	-737	3	2 061	1 022	-	19	-3 840	-3 077	-1 939	-1 138	2 340	3 102
Sep	A 1 068	11 063	82	9 995	-2	2 330	8 060	-	-18	-378	593	5 459	-4 866	9 402	10 373
Oct	A 4 995	4 108	14 815	-887	-260	4 371	-7 440	-	-1	2 183	283	856	-573	-1 170	-3 069
Nov	A -5 483	12 225	2 008	17 708	-156	6 513	13 052	-	-1	-1 856	13 073	14 087	-1 013	4 635	19 564
Dic	A -16 234	-609	-12 503	15 625	2	4 714	10 602	-	257	52	9 730	7 833	1 897	5 895	15 573
09 Ene	A 722	14 431	3 998	13 709	3	5 821	-7 170	-	-24	15 082	9 494	5 253	4 241	4 215	-1 373
Feb	A 4 591	8 325	1 500	3 734	-0	1 577	13 127	-	-13	-10 956	2 445	7 704	-5 259	1 289	14 691

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



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



FUENTE: BE.

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

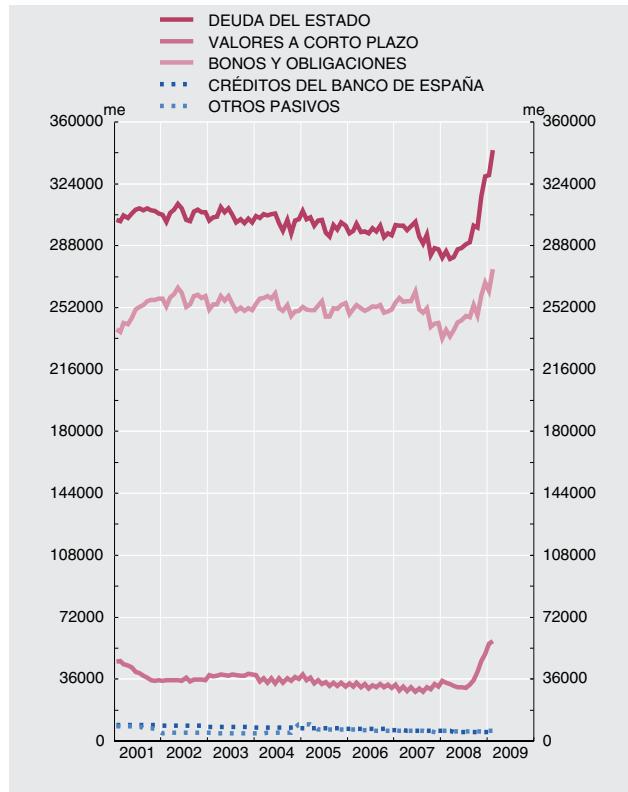
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ 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					
			Total	Administraciones Públicas	Otros 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	P 285 688	355	31 644	243 246	5 832	4 965	170 996	25 551	145 445	140 243	165	6 162
08 Jun	A 286 435	76	31 123	244 522	5 249	5 541	172 265	29 243	143 022	143 413	200	5 918
Jul	A 288 953	76	30 928	247 215	5 249	5 562	175 609	32 395	143 214	145 739	200	6 332
Ago	A 290 047	75	32 910	246 308	5 249	5 581	175 411	33 457	141 954	148 093	99	6 613
Sep	A 299 654	76	35 516	253 327	5 249	5 563	175 541	33 342	142 199	157 455	182	7 614
Oct	A 298 500	76	40 024	247 665	5 249	5 562	174 335	31 915	142 420	156 080	14 997	7 790
Nov	A 316 677	72	46 663	259 204	5 249	5 561	187 931	31 971	155 959	160 718	17 005	8 416
Dic	A 328 242	63	50 790	266 385	5 249	5 818	200 921	34 458	166 463	161 779	4 502	8 152
09 Ene	A 329 187	67	56 556	261 588	5 249	5 794	198 748	35 558	163 190	165 997	8 500	8 051
Feb	A 343 647	67	58 211	274 413	5 249	5 774	211 585	35 226	176 359	167 288	10 000	15 106

#### 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.

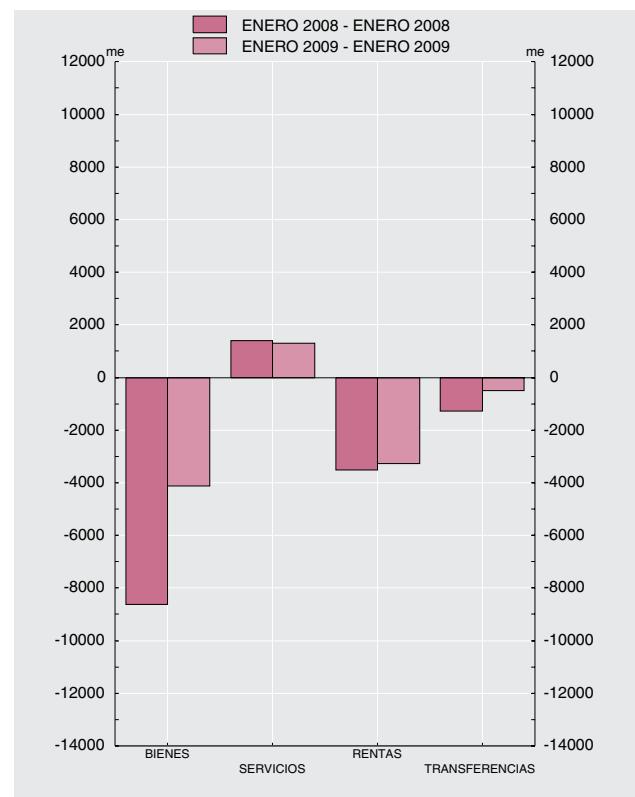
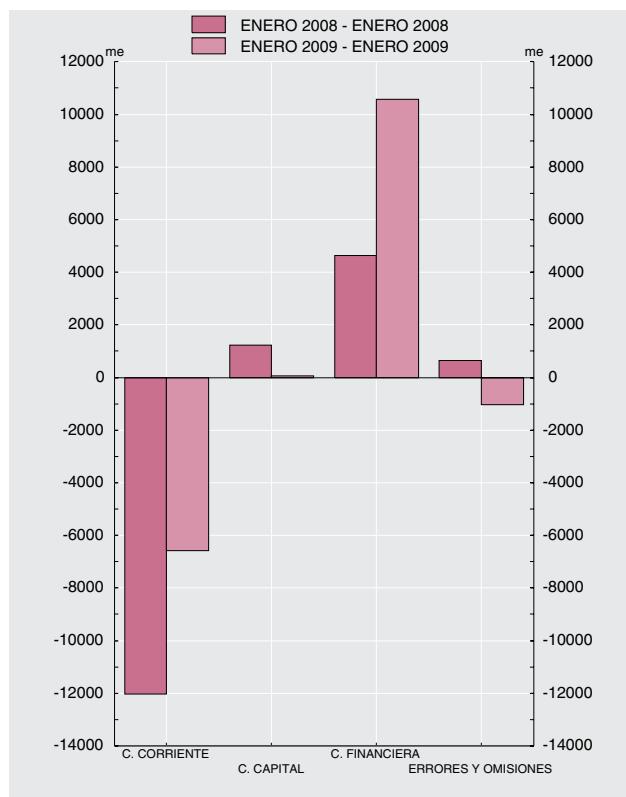
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENT A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

	Cuenta corriente (a)														Millones de euros								
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Trans- feren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (b)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes								
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Del cual	Total	Turismo y viajes	Del cual	Total	Turismo y viajes	10=11-	11	12	13	14	15=1+14	16
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-	12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-- (15+16)					
06	-88 313	-83 246	175 808	259 054	22 235	84 761	40 715	62 525	13 266	-20 799	47 701	68 500	-6 503	6 194	-82 118	85 624	-3 506						
07	-105 378	-91 246	192 613	283 859	23 076	93 234	42 061	70 158	14 360	-30 142	56 827	86 969	-7 067	4 578	-100 800	101 066	-265						
08	P-104 454	-87 654	193 899	281 553	26 504	97 547	41 901	71 043	13 834	-34 054	60 928	94 982	-9 249	5 556	-98 899	94 910	3 989						
08 E-E	P -12 031	-8 616	15 374	23 991	1 395	7 309	2 756	5 914	1 112	-3 524	4 964	8 487	-1 286	1 238	-10 793	10 139	654						
09 E-E	P -6 584	-4 116	11 444	15 560	1 299	6 241	2 389	4 942	939	-3 259	4 249	7 508	-508	53	-6 532	7 557	-1 025						
07 Oct	-9 077	-8 612	17 867	26 478	2 438	8 825	4 010	6 387	1 350	-1 736	5 320	7 056	-1 167	849	-8 228	8 881	-653						
Nov	-10 447	-7 698	17 488	25 186	1 139	7 117	2 794	5 978	1 230	-2 984	4 007	6 991	-904	293	-10 154	10 179	-25						
Dic	-8 758	-9 108	13 800	22 908	809	7 143	2 402	6 334	1 076	-2 923	6 523	9 446	2 465	1 160	-7 598	3 892	3 706						
08 Ene	P -12 031	-8 616	15 374	23 991	1 395	7 309	2 756	5 914	1 112	-3 524	4 964	8 487	-1 286	1 238	-10 793	10 139	654						
Feb	P -8 964	-7 557	17 148	24 705	1 102	6 811	2 441	5 710	1 200	-818	5 371	6 189	-1 690	626	-8 338	9 865	-1 527						
Mar	P -11 314	-8 974	16 374	25 347	1 307	6 774	2 975	5 467	1 031	-2 241	4 878	7 118	-1 407	370	-10 944	8 684	2 260						
Abr	P -9 143	-7 433	18 528	25 961	1 315	7 181	2 613	5 866	1 025	-2 069	4 768	6 837	-955	264	-8 879	8 355	524						
May	P -9 201	-7 428	17 130	24 558	2 577	7 745	3 533	5 169	820	-3 617	5 669	9 286	-733	976	-8 225	9 148	-922						
Jun	P -7 918	-8 101	15 929	24 030	3 024	9 115	4 115	6 090	1 299	-2 604	5 466	8 070	-237	250	-7 669	9 130	-1 462						
Jul	P -7 752	-7 419	17 689	25 108	3 942	10 562	5 143	6 619	1 320	-3 784	6 549	10 333	-492	318	-7 434	7 523	-89						
Ago	P -7 118	-7 214	12 464	19 679	3 986	9 691	5 398	5 706	1 454	-3 107	3 245	6 352	-782	414	-6 703	7 267	-564						
Sep	P -8 083	-6 719	17 825	24 543	2 585	9 027	4 461	6 443	1 313	-3 061	4 241	7 302	-888	379	-7 704	7 353	351						
Oct	P -7 718	-6 091	17 194	23 285	2 496	8 942	3 852	6 446	1 298	-3 052	5 327	8 379	-1 072	212	-7 506	7 166	341						
Nov	P -8 620	-5 522	14 738	20 260	1 779	7 083	2 512	5 305	1 038	-3 703	4 169	7 872	-1 174	251	-8 369	7 947	422						
Dic	P -6 593	-6 580	13 506	20 086	996	7 306	2 102	6 310	924	-2 475	6 281	8 756	1 466	259	-6 334	2 333	4 000						
09 Ene	P -6 584	-4 116	11 444	15 560	1 299	6 241	2 389	4 942	939	-3 259	4 249	7 508	-508	53	-6 532	7 557	-1 025						

### 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).

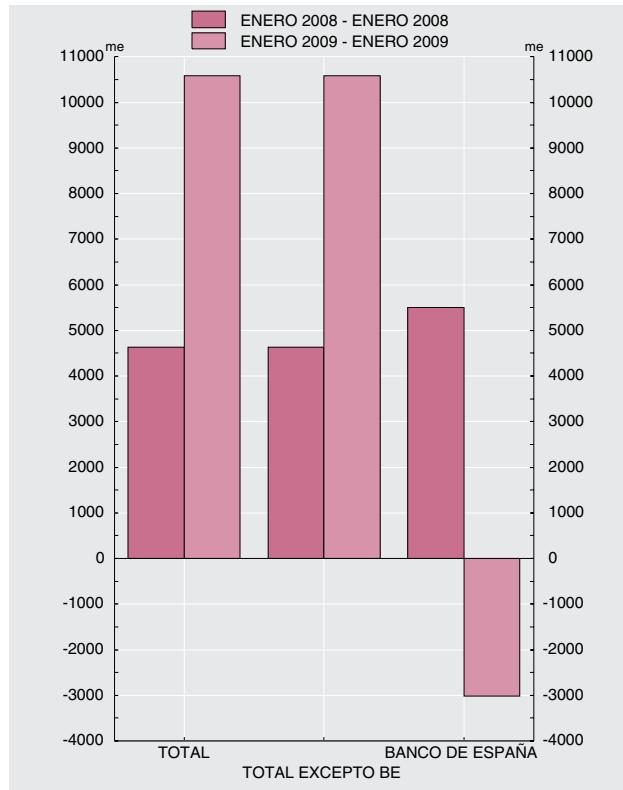
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

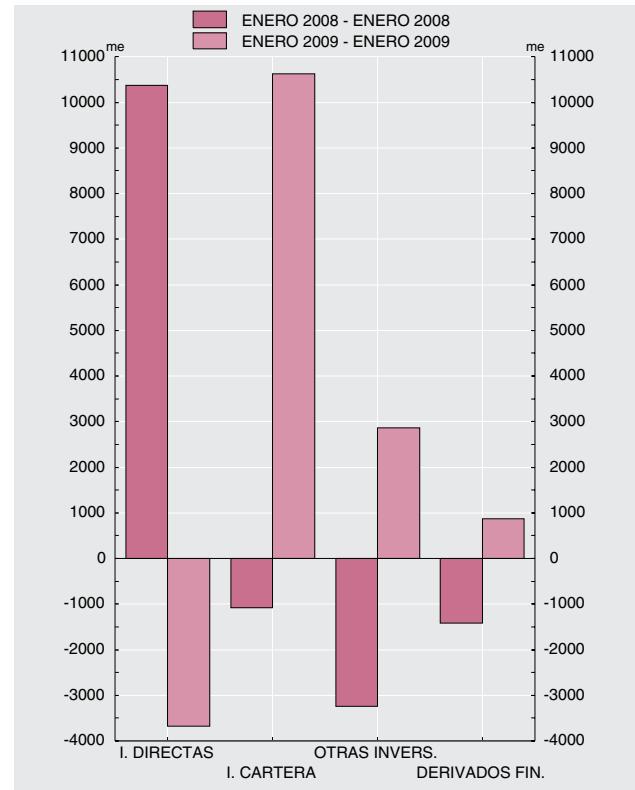
Millones de euros

Cuenta finan- ciera (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	
2+13	9+12											15+16				
06	85 624	111 425	-58 547	83 100	24 554	199 615	-3 928	195 687	-31 647	66 093	34 446	2 003	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	101 066	86 743	-50 902	101 191	50 289	104 779	-8 601	96 178	37 025	57 196	94 221	-4 159	14 322	-164	28 329	-13 843
08	P 94 910	64 773	-8 040	52 783	44 742	4 268	-21 841	-17 573	76 229	15 007	91 236	-7 683	30 137	-645	31 713	-931
08 E-E	P 10 139	4 637	10 369	4 909	15 279	-1 075	-12 995	-14 070	-3 241	34 207	30 966	-1 416	5 502	123	5 483	-104
09 E-E	P 7 557	10 578	-3 673	4 012	340	10 629	-7 187	3 442	2 858	7 593	10 450	764	-3 021	-16	-2 439	-566
07 Oct	8 881	7 432	-3 470	27 347	23 878	-15 221	-4 804	-20 025	29 165	-2 492	26 672	-3 042	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	10 179	2 983	-1 510	4 221	2 711	5 339	-4 846	493	-3 105	20 675	17 569	2 259	7 195	35	7 757	596
Dic	3 892	1 429	-4 908	14 536	9 628	-2 875	-1 675	-4 549	11 650	-23 898	-12 248	-2 439	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P 10 139	4 637	10 369	4 909	15 279	-1 075	-12 995	-14 070	-3 241	34 207	30 966	-1 416	5 502	123	5 483	-104
Feb	P 9 865	9 664	-1 024	3 583	2 559	-11 800	9 899	-1 902	24 100	12 326	36 426	-1 611	201	-36	61	177
Mar	P 8 684	15 700	-4 322	3 507	-815	-16 628	3 346	-13 283	36 736	-40 348	-3 612	-86	-7 016	22	-7 297	259
Abr	P 8 355	-7 698	-95	3 140	3 044	1 329	-2 789	-1 460	-7 175	16 631	9 456	-1 757	16 053	47	15 869	137
May	P 9 148	11 635	-2 900	4 320	1 420	17 178	-2 114	15 064	1 258	9 897	11 155	-3 901	-2 487	61	-3 443	894
Jun	P 9 130	10 419	5 772	6 140	11 913	9 456	-2 081	7 375	-3 912	14 538	10 626	-898	-1 289	87	-2 056	681
Jul	P 7 523	-327	-648	4 146	3 498	8 547	-745	7 802	-6 245	1 828	-4 417	-1 980	7 850	-184	8 024	10
Ago	P 7 267	1 785	-3 966	3 406	-561	8 855	-107	8 748	-3 724	9 980	6 256	620	5 482	-146	5 621	7
Sep	P 7 353	9 465	-1 494	5 004	3 511	4 132	-4 325	-193	6 660	-11 901	-5 240	167	-2 112	-100	-1 569	-444
Oct	P 7 166	15 223	-4 454	6 714	2 260	-10 876	-10 177	-21 053	30 570	-12 187	18 383	-17	-8 057	-28	-5 640	-2 389
Nov	P 7 947	303	-1 927	3 490	1 562	-2 817	-430	-3 247	1 656	-6 242	-4 586	3 392	7 643	-318	8 131	-171
Dic	P 2 333	-6 033	-3 352	4 424	1 072	-2 031	678	-1 354	-455	-13 723	-14 178	-195	8 366	-172	8 528	10
09 Ene	P 7 557	10 578	-3 673	4 012	340	10 629	-7 187	3 442	2 858	7 593	10 450	764	-3 021	-16	-2 439	-566

**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**

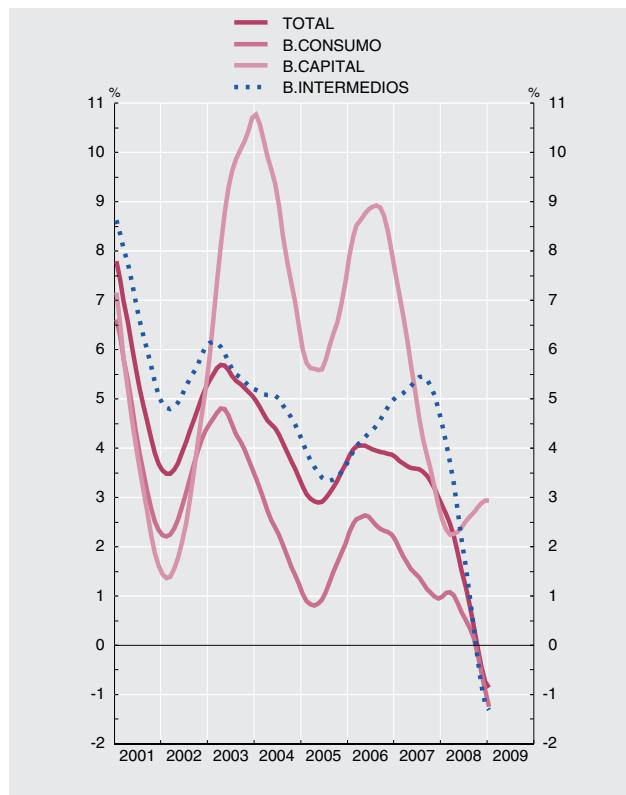
■ Serie representada gráficamente.

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	-4,9	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	5,0	5,9	2,0	11,0	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	2,3	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	7,8	8,4	17,7	4,2	34,5	12,8	16,5	
07	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,4	-12,5	23,5	-0,8	
08	P 188 184	3,9	1,8	4,0	-2,7	1,1	22,3	0,5	1,9	1,4	1,8	3,0	31,3	-2,1	8,0	2,7	
<b>07 Dic</b>	P	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-7,3	-49,7	-10,0	7,1
<b>08 Ene</b>	P	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,2	5,7	-7,4	8,5	-13,5	58,3	-17,5
Feb	P	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,3	12,5	-5,7	26,2	-31,9	20,8	11,6
Mar	P	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-4,0	-4,6	-15,5	8,7	-3,7	1,7	-18,5
Abr	P	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,8	23,8	33,7	30,8	-16,6	45,2	8,8
May	P	16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	2,3	1,0	12,0	50,5	-15,4	-1,5	4,2
Jun	P	15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	11,9	-32,5	20,8	0,6
Jul	P	17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,1	5,1	16,6	74,3	37,3	16,2	23,9
Ago	P	12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,7	-2,3	-1,8	24,8	7,1	-0,4	18,8
Sep	P	17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	42,9	39,8	-10,5	18,8
Oct	P	16 672	-0,2	-0,3	-1,3	10,5	-1,5	9,7	-2,0	-2,8	-3,0	-2,4	-4,3	53,0	-8,7	-24,8	6,2
Nov	P	14 289	-13,8	-16,5	-5,3	-30,9	-21,1	-7,0	-21,8	-15,5	-14,2	-14,2	13,9	-15,0	-10,6	-28,5	-14,1
Dic	P	13 142	-7,4	-8,6	3,9	-0,3	-17,8	-10,1	-18,2	-13,1	-10,7	-11,6	19,1	56,4	20,8	-0,2	-9,8
<b>09 Ene</b>	P	11 092	-25,7	-23,6	-16,4	-31,5	-27,3	-16,5	-27,8	-25,5	-22,6	-25,7	-21,1	-2,3	-30,2	-46,1	-19,9

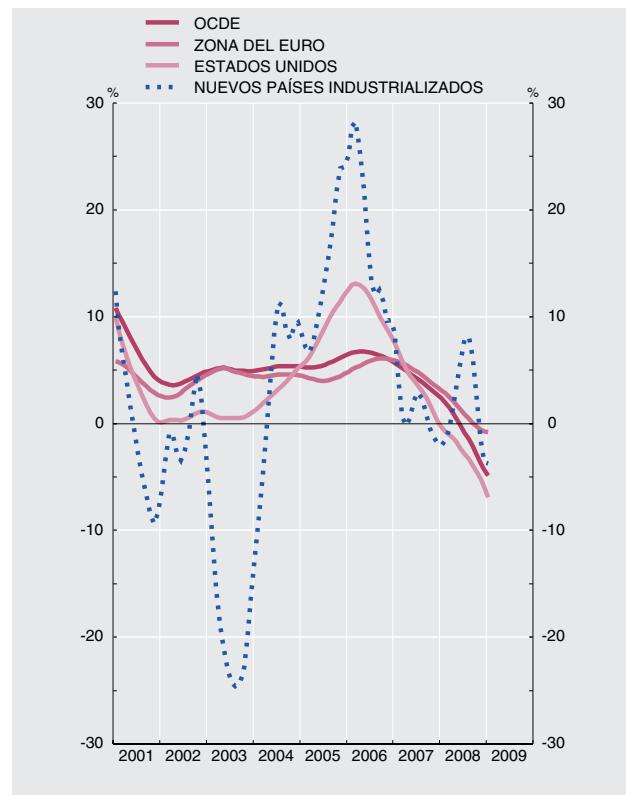
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

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**

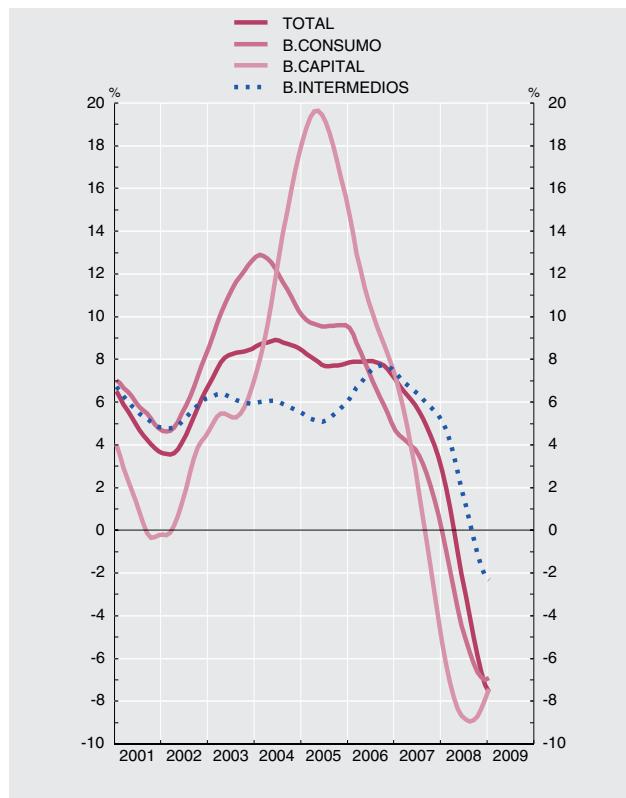
■ Serie representada gráficamente.

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	-0,5	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	13,4	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	39,2	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	8,0	8,5	14,7	24,9	24,1	22,7	28,6	
07	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-4,8	-6,8	28,7	-3,7	
<b>07 Dic</b>	<b>P</b>	<b>24 030</b>	<b>14,8</b>	<b>17,3</b>	<b>16,3</b>	<b>24,9</b>	<b>16,5</b>	<b>32,0</b>	<b>13,0</b>	<b>18,5</b>	<b>19,7</b>	<b>15,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>13,2</b>	<b>-4,3</b>	<b>4,8</b>	<b>-1,6</b>
<b>08 Ene</b>	<b>P</b>	<b>24 080</b>	<b>11,5</b>	<b>5,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-18,3</b>	<b>14,1</b>	<b>33,7</b>	<b>9,6</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>6,4</b>	<b>32,5</b>	<b>50,5</b>	<b>7,7</b>	<b>24,3</b>	<b>-8,8</b>
<i>Feb</i>	<i>P</i>	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,9	12,9	36,2	14,9	-14,5	23,7	-9,9
<i>Mar</i>	<i>P</i>	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,5	-5,5	29,7	42,1	0,7	-2,8	-26,1
<i>Abr</i>	<i>P</i>	26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	11,0	10,0	13,5	40,9	42,0	34,7	6,9
<i>May</i>	<i>P</i>	24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,6	-3,5	12,3	52,9	29,5	6,7	-24,6
<i>Jun</i>	<i>P</i>	24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,3	-11,1	24,2	56,9	24,6	13,5	-24,3
<i>Jul</i>	<i>P</i>	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
<i>Ago</i>	<i>P</i>	19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	3,4	5,0	-5,8	-10,4	-10,9	-10,2	-1,4	47,2	3,2	-0,7	-7,9
<i>Sep</i>	<i>P</i>	24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	0,0	0,4	-1,4	-1,7	2,5	40,9	5,8	17,8	-11,1
<i>Oct</i>	<i>P</i>	23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-15,6	-15,1	-18,3	30,1	-20,3	-7,6	-10,6
<i>Nov</i>	<i>P</i>	20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,7	-22,3	-12,0	13,3	-9,4	-26,3	-21,3
<i>Dic</i>	<i>P</i>	20 072	-16,5	-18,0	-14,0	-25,7	-18,4	-4,3	-22,1	-24,1	-27,4	-19,2	24,4	-4,3	-4,0	9,3	-29,4
<b>09 Ene</b>	<b>P</b>	<b>15 591</b>	<b>-35,3</b>	<b>-30,1</b>	<b>-16,4</b>	<b>-32,3</b>	<b>-34,8</b>	<b>-32,9</b>	<b>-35,3</b>	<b>-32,5</b>	<b>-31,1</b>	<b>-33,8</b>	<b>-28,9</b>	<b>-50,0</b>	<b>-31,6</b>	<b>-28,0</b>	<b>-34,8</b>

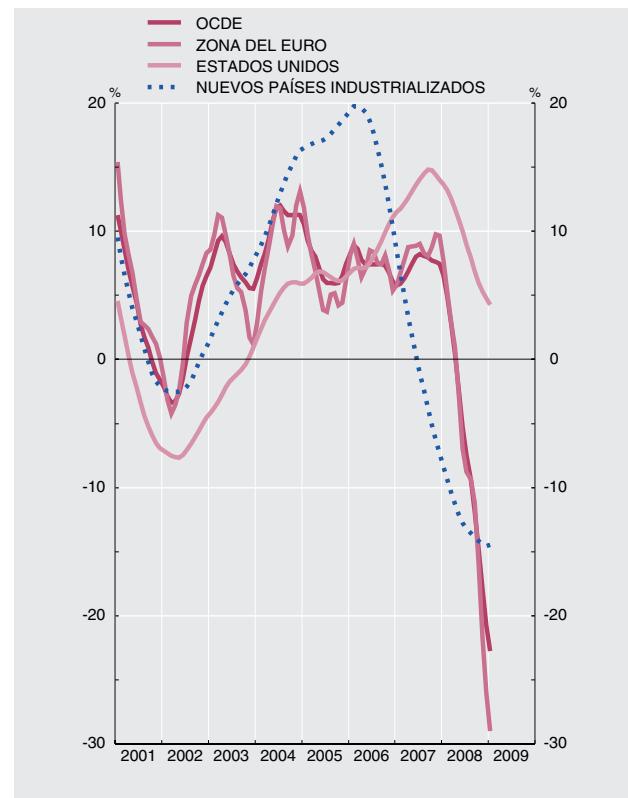
**POR TIPOS DE PRODUCTOS**

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.

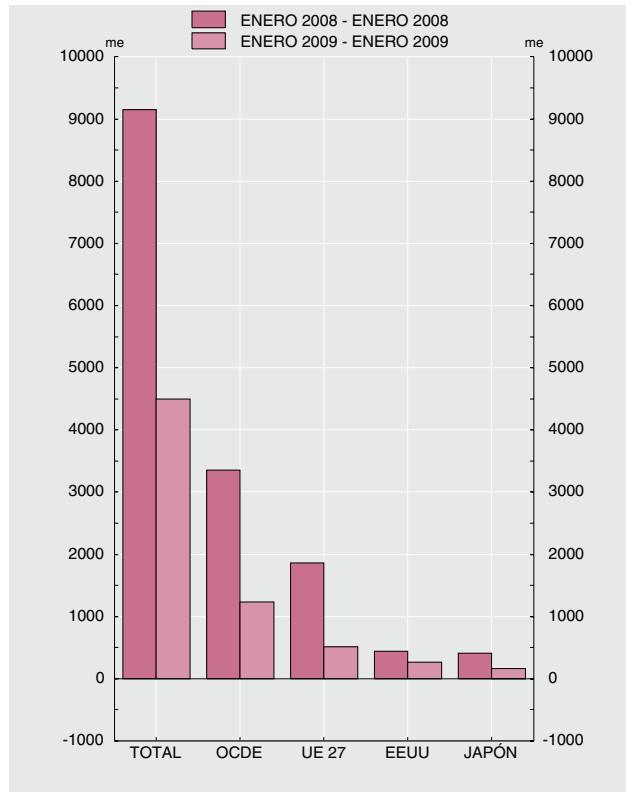
Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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

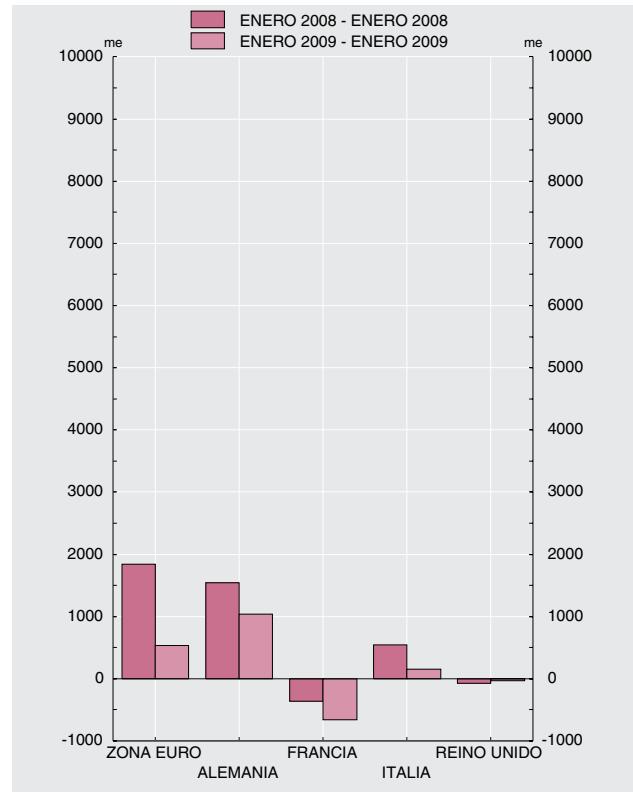
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

	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	Del cual:										
			Total	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido		EEUU	Japón									
03	-46 995	-19 057	-19 120	-13 731	-3 239	-3 517	63	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 146	-1 467	-5 629	-2 600				
04	-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 321	-1 784	-7 369	-3 104				
05	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-14 136	-3 089	-10 182	-3 411				
06	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 576	-3 316	-12 647	-4 564				
07	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 423	-3 477	-16 366	-4 347				
08 P	-94 067	-25 314	-25 188	-20 054	3 865	-6 350	-125	418	-38 121	-3 479	-3 626	-22 158	-5 061	-17 903	-3 321				
07 Dic P	-9 835	-4 800	-4 557	-2 212	-720	-878	-244	-66	-5 665	-190	-317	-1 701	-335	-1 163	-386				
08 Ene P	-9 152	-1 863	-1 845	-1 546	367	-542	-18	73	-3 358	-438	-406	-2 216	-509	-1 711	-339				
Feb P	-8 074	-2 587	-2 894	-2 110	46	-608	306	335	-3 824	-376	-361	-1 393	-273	-1 513	-279				
Mar P	-9 602	-2 251	-2 345	-1 716	174	-574	93	220	-3 579	-468	-437	-1 905	-447	-1 156	-251				
Apr P	-8 048	-2 673	-2 657	-2 022	335	-650	-16	130	-3 427	-279	-378	-1 656	-387	-1 396	-302				
May P	-7 963	-2 153	-2 315	-2 116	553	-490	163	160	-3 458	-304	-365	-1 973	-516	-1 405	-257				
Jun P	-8 662	-2 064	-2 052	-1 726	366	-417	-12	-40	-3 386	-310	-378	-2 558	-523	-1 467	-373				
Jul P	-8 012	-2 061	-2 044	-1 736	477	-769	-17	-5	-2 895	-266	-179	-1 769	-488	-1 783	-234				
Ago P	-7 597	-2 121	-2 093	-1 091	-199	-472	-28	-6	-2 933	-195	-150	-2 174	-379	-1 578	-196				
Sep P	-7 433	-1 262	-1 349	-1 489	604	-446	86	93	-2 222	-262	-250	-1 972	-590	-1 861	-279				
Oct P	-6 645	-1 780	-1 800	-1 622	492	-408	20	9	-2 633	-185	-242	-1 910	-336	-1 454	-278				
Nov P	-5 948	-1 939	-1 780	-1 372	441	-541	-159	-145	-2 682	-126	-200	-1 285	-406	-1 291	-293				
Dic P	-6 930	-2 559	-2 015	-1 508	210	-434	-544	-404	-3 724	-269	-282	-1 347	-208	-1 288	-241				
09 Ene P	-4 498	-511	-531	-1 034	662	-154	20	33	-1 235	-265	-166	-917	-343	-1 265	-199				

**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

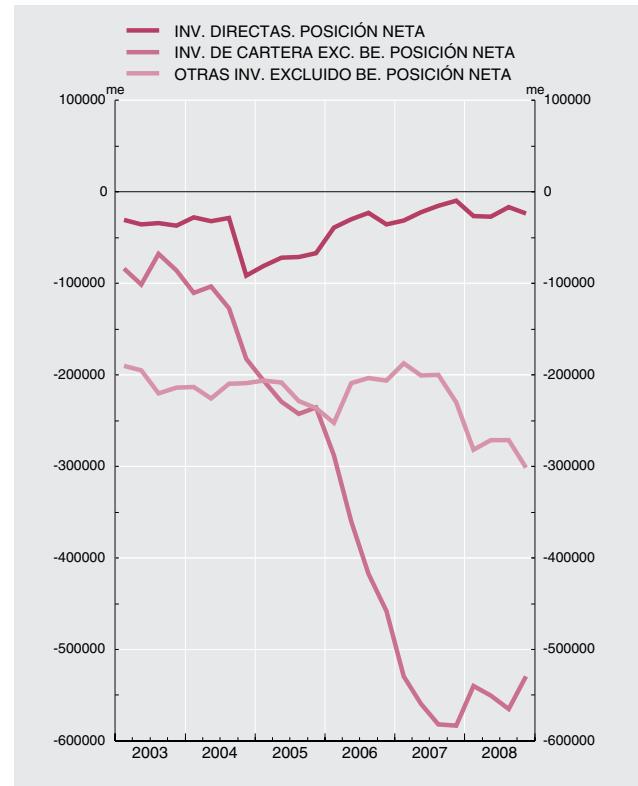
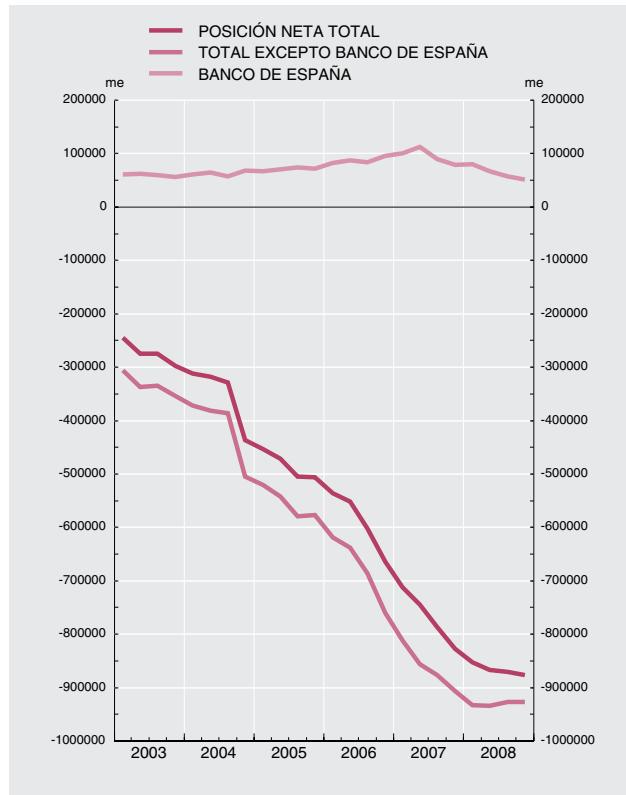
■ Serie representada gráficamente.

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 /V	-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 /	-535,9	-618,3	-38,9	287,0	325,9	-327,1	476,7	803,8	-252,4	284,8	537,2	-	82,4	15,4	26,8	40,3
//	-551,2	-638,5	-30,3	302,2	332,5	-399,2	444,3	843,5	-209,0	299,4	508,5	-	87,3	14,6	32,2	40,5
/I	-602,4	-685,8	-23,4	319,6	343,0	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	-	83,4	15,0	25,4	43,0
/V	-664,6	-760,3	-35,7	314,1	349,7	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,8	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 /	-712,0	-812,4	-31,2	319,6	350,8	-582,4	461,0	1 043,3	-187,5	358,4	545,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
//	-744,1	-856,3	-22,5	350,7	373,2	-617,2	471,0	1 088,2	-200,6	361,8	562,4	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
/I	-787,0	-876,6	-15,2	360,2	375,4	-643,4	455,2	1 098,6	-200,1	383,5	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
/V	-827,7	-906,6	-9,9	401,2	411,1	-647,6	443,3	1 090,8	-230,3	378,6	608,9	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /	-852,5	-933,1	-26,3	401,6	427,9	-604,1	418,9	1 023,0	-281,9	379,7	661,6	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
//	-867,4	-934,6	-27,0	417,1	444,2	-612,5	403,0	1 015,5	-271,6	416,3	687,9	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
/I	-870,3	-927,3	-16,8	435,2	452,0	-627,6	387,7	1 015,4	-271,2	421,5	692,7	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
/V	-876,1	-927,0	-23,7	432,5	456,1	-595,3	364,3	959,6	-301,6	384,5	686,1	-6,4	50,9	14,5	-30,6	66,9

### 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.º 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.

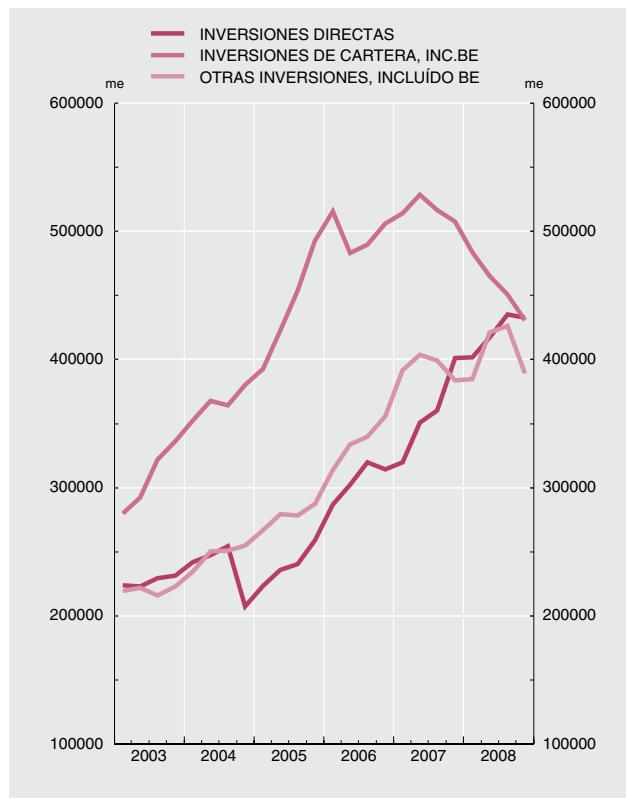
**7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
DETALLE DE INVERSIONES**

■ Serie representada gráficamente.

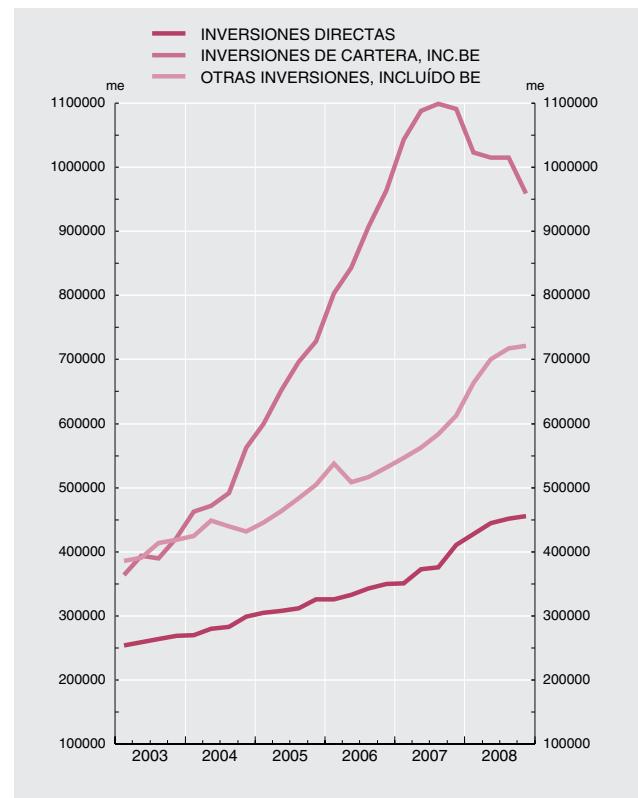
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	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 /IV	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 /I	267 995	18 982	252 144	73 727	119 452	395 944	214 645	589 149	313 779	537 733	-	-
II	279 692	22 503	259 325	73 149	122 047	361 127	206 547	636 951	333 633	508 820	-	-
III	298 024	21 606	263 985	79 015	126 170	363 383	232 494	674 271	339 954	516 710	-	-
IV	290 841	23 210	270 481	79 240	133 193	373 001	245 683	718 897	355 591	531 203	32 973	42 569
07 /I	298 434	21 166	272 215	78 614	140 704	373 512	256 533	786 784	391 805	546 227	33 197	44 487
II	335 026	15 681	287 726	85 488	153 730	374 852	269 506	818 657	403 851	562 822	39 921	55 856
III	338 735	21 453	292 596	82 779	142 095	374 617	273 560	825 065	399 382	583 861	44 181	62 069
IV	374 492	26 694	319 672	91 400	134 762	372 789	286 207	804 620	383 853	612 479	44 642	63 487
08 /I	374 349	27 243	340 553	87 379	104 137	379 311	240 114	782 899	384 627	663 476	53 297	74 001
II	388 794	28 349	354 110	90 077	99 162	365 889	221 001	794 520	421 052	700 183	58 579	82 016
III	404 427	30 743	355 071	96 941	84 106	366 347	204 374	810 980	426 240	716 930	70 066	81 757
IV	400 903	31 553	356 214	99 910	64 833	365 631	174 265	785 306	389 295	721 366	108 226	114 023

**INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR**



**INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA**



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

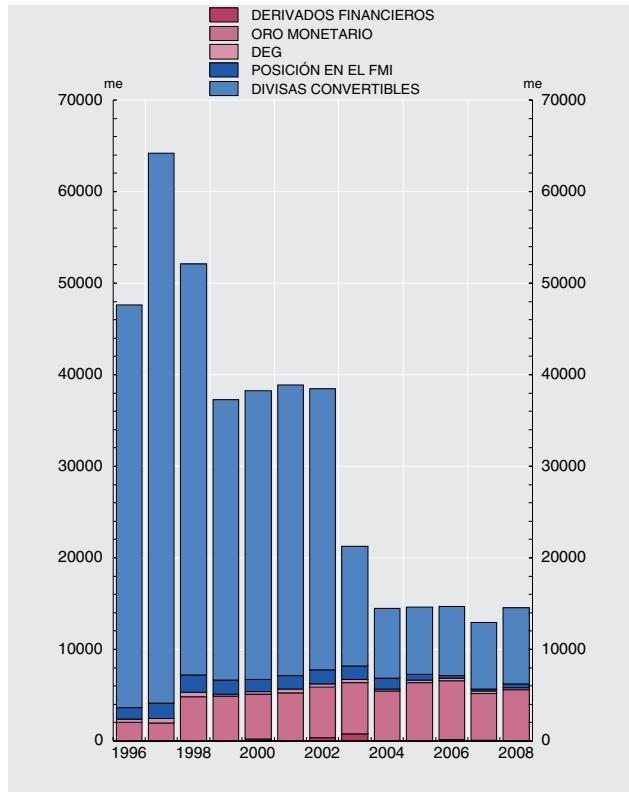
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

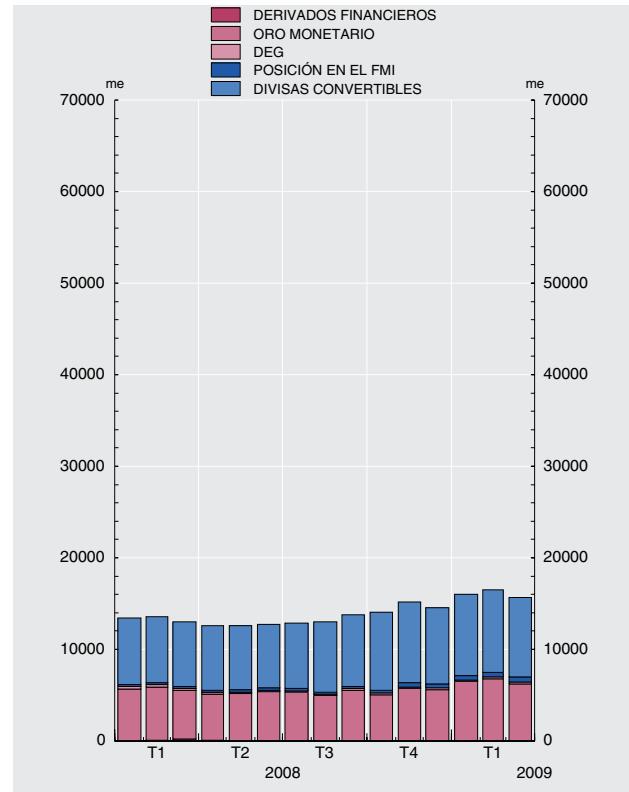
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
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	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
07 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
Oct	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
Nov	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
Dic	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09 Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
Feb	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
Mar	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1

### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



### ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo					Total	Corto plazo		Largo plazo		Instrumen-	Depósitos
		Instrumen-	Préstamos	Bonos y	Préstamos	Créditos	Total	Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obliga-	Depósitos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04 /V	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071			
05 /I	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301			
II	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810			
III	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 /I	1 238 524	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115			
II	1 258 482	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453			
III	1 308 122	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232			
IV	1 370 268	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352			
07 /I	1 461 175	219 414	4 901	40	195 781	18 692	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027			
II	1 522 320	215 159	5 446	444	190 503	18 767	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341			
III	1 541 887	207 167	4 820	1 326	182 455	18 566	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140			
IV	1 561 412	197 858	4 505	875	173 414	19 064	-	723 951	20 039	327 391	262 222	114 300			
08 /I	1 590 024	194 361	6 329	553	167 692	19 786	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281			
II	1 643 660	196 520	5 594	157	170 922	19 848	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051			
III	1 681 871	212 775	9 722	489	182 155	20 410	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778			
IV	1 662 458	227 246	12 330	2 086	191 643	21 188	-	766 196	11 966	400 648	249 410	104 172			

## 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												Millions de euros				
Autoridad monetaria			Otros sectores residentes									Inversión directa				
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo						Total	Frente a:		Inversores directos	Afiliadas
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Total		Inversores directos	Afiliadas		
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
04 /V	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307			
05 /I	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712			
II	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573			
III	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 /I	535	535	322 722	2 905	19 500	408	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216			
II	328	328	351 165	4 283	18 432	330	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010			
III	316	316	374 105	4 641	22 224	830	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999			
IV	281	281	411 399	4 786	22 967	694	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581			
07 /I	322	322	455 179	5 303	21 638	541	317 258	109 172	334	932	128 164	49 961	78 203			
II	423	423	481 155	5 418	27 016	1 058	336 291	110 018	331	1 022	140 841	50 395	90 446			
III	277	277	494 467	2 153	21 840	846	346 652	121 643	339	994	132 960	52 076	80 884			
IV	3 550	3 550	491 740	201	20 006	285	344 239	125 986	331	692	144 312	54 961	89 351			
08 /I	1 855	1 855	481 630	927	19 514	409	331 224	127 939	320	1 296	143 650	56 095	87 555			
II	12 326	12 326	491 771	6 397	20 823	1 263	330 504	131 347	317	1 120	148 957	61 182	87 775			
III	24 276	24 276	498 367	18 093	22 926	1 067	321 348	133 786	323	824	153 961	62 257	91 705			
IV	35 233	35 233	477 997	12 711	19 638	2 303	307 246	134 954	322	824	155 786	64 482	91 304			

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)	Facili-dad mar-ginal de crédito	Facili-dad mar-ginal de depósito	Total	Billetes	Depósi-tos 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 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
Abr	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
Oct	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
Nov	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
Dic	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
09 Ene	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402
Feb	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259
Mar	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027

### 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)	Facili-dad mar-ginal de crédito	Facili-dad mar-ginal de depó-sito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósi-tos 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 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	
Abr	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
Oct	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
Nov	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490
Dic	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955
09 Ene	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144	24 942
Feb	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964	26 622
Mar	72 831	19 357	55 412	-629	-	22	1 331	38 675	-5 404	14 016	78 828	24 848	17 420	72 240	25 543

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

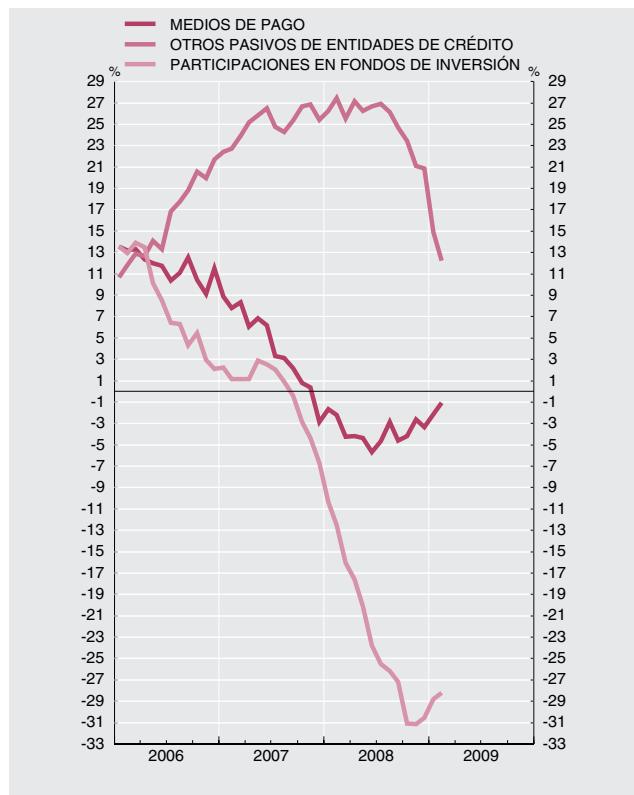
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

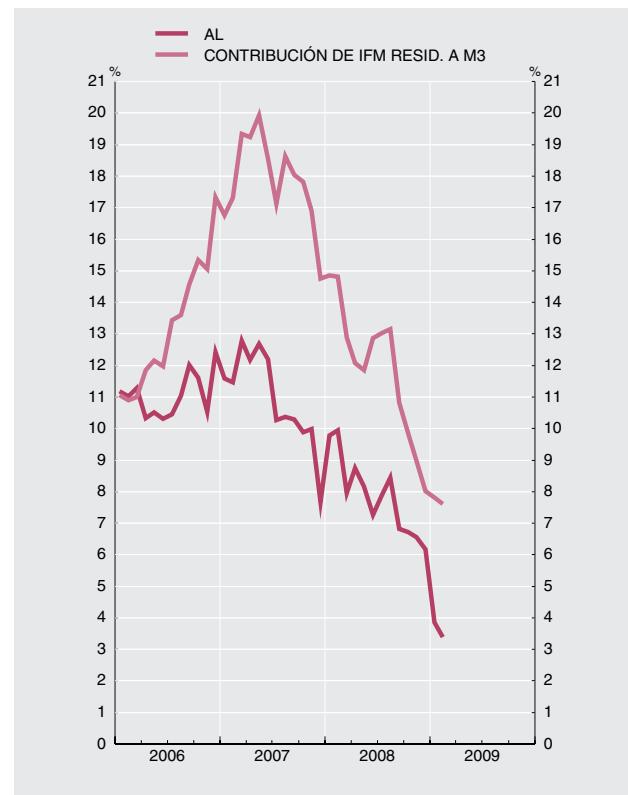
Millones de euros y porcentajes

	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 (b)	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de enti- dades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exte- rior (d)			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	
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 983	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3	
07	497 887	-2,9	2,3	-4,1	458 998	25,4	29,8	7,5	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7	
08	P 481 161	-3,4	-0,0	-4,2	554 623	20,8	25,6	-8,2	-8,9	145 733	-30,5	-15,5	-42,2	6,2	8,0	
07	Nov	487 996	0,4	3,8	-0,4	449 423	26,8	30,0	13,5	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
07	Dic	497 887	-2,9	2,3	-4,1	458 998	25,4	29,8	7,5	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08	Ene	482 361	-1,7	1,8	-2,5	471 975	26,3	30,0	10,5	-6,7	202 202	-10,3	4,1	-20,6	9,8	14,9
08	Feb	480 296	-2,2	1,4	-3,1	484 715	27,4	31,2	11,1	-7,4	197 714	-12,5	2,6	-23,1	9,9	14,8
08	Mar	480 567	-4,2	-0,4	-5,2	492 264	25,5	29,7	9,3	-15,4	192 015	-16,1	-0,1	-27,6	7,9	12,9
08	Apr	470 910	-4,2	-0,7	-5,0	504 042	27,1	31,6	7,1	-10,7	188 789	-17,6	-1,2	-29,3	8,7	12,1
08	May	476 959	-4,3	-1,5	-5,0	510 473	26,3	31,5	4,4	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	8,2	11,9
08	Jun	487 531	-5,7	-2,8	-6,3	524 078	26,7	30,7	7,2	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	7,3	12,9
08	Jul	479 386	-4,7	-3,2	-5,0	528 236	26,9	31,7	5,2	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,9	13,0
08	Ago	477 621	-2,9	-3,7	-2,7	534 595	26,2	31,8	-1,5	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,4	13,1
08	Sep	478 142	-4,6	-4,2	-4,7	536 362	24,7	29,6	0,6	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,8	10,8
08	Oct	P 465 039	-4,2	0,7	-5,4	543 262	23,4	27,5	4,7	-18,8	151 861	-31,1	-15,3	-42,8	6,7	9,8
08	Nov	P 475 252	-2,6	0,4	-3,4	544 353	21,1	25,8	-2,4	-24,5	147 835	-31,1	-15,8	-42,7	6,6	9,0
08	Dic	P 481 161	-3,4	-0,0	-4,2	554 623	20,8	25,6	-8,2	-8,9	145 733	-30,5	-15,5	-42,2	6,2	8,0
09	Ene	P 472 158	-2,1	0,4	-2,8	542 505	14,9	19,9	-14,8	-23,7	143 966	-28,8	-20,3	-36,7	3,9	7,8
09	Feb	P 475 265	-1,0	0,5	-1,4	543 941	12,2	16,9	-17,0	-22,3	141 938	-28,2	-19,0	-36,9	3,4	7,6

**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.

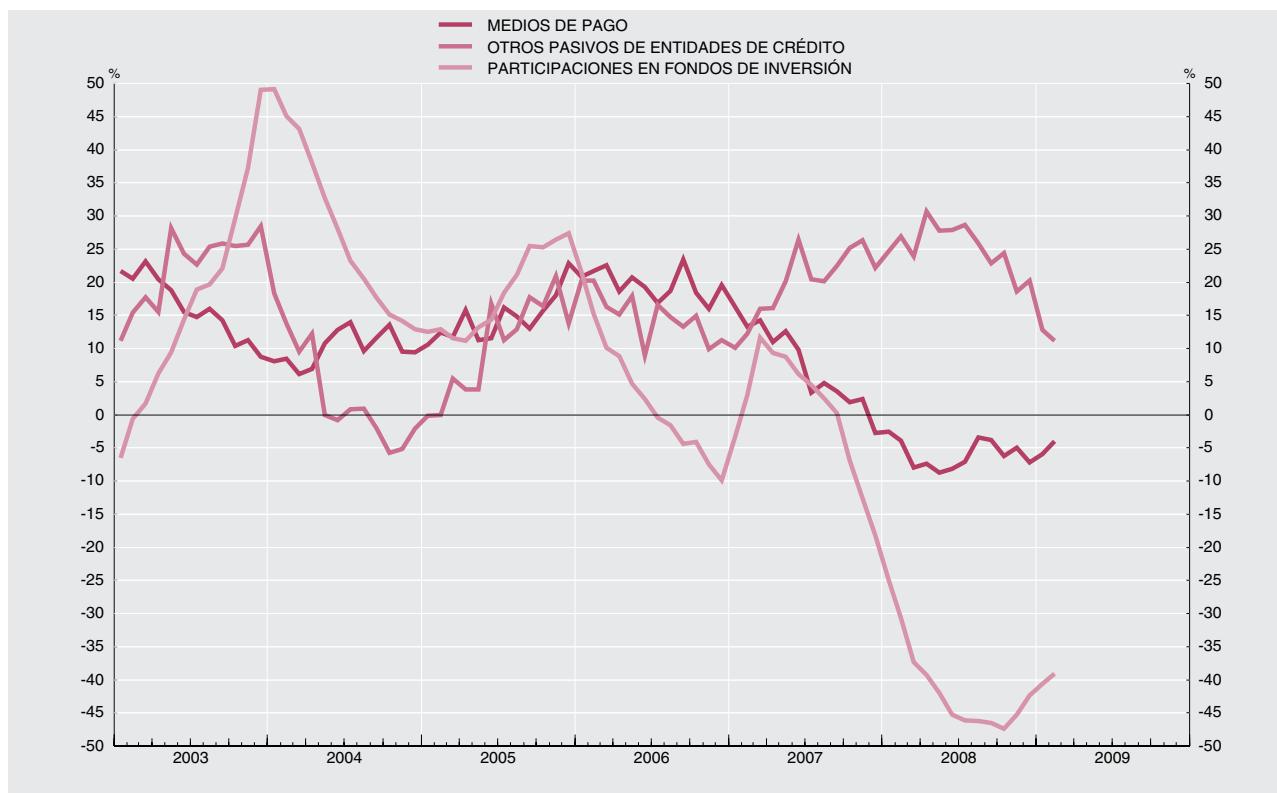
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ 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	
06	137 357	19,6	79 008	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0	
07	133 623	-2,7	96 500	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0	
08	P 124 007	-7,2	116 022	20,2	26,4	6,5	12 503	-42,4	-26,7	-54,5	
07 Nov	129 238	2,4	95 114	26,3	37,4	7,1	23 169	-12,6	-11,8	-13,1	
Dic	133 623	-2,7	96 500	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0	
08 Ene	125 515	-2,6	96 889	24,7	36,2	4,3	20 835	-25,0	-11,4	-34,6	
Feb	124 705	-3,9	99 740	26,9	38,6	5,2	20 024	-30,7	-17,2	-40,2	
Mar	123 864	-8,0	102 160	23,9	35,6	2,5	19 083	-37,3	-23,9	-47,1	
Abr	119 348	-7,4	105 753	30,7	44,4	4,5	18 113	-39,3	-24,4	-49,9	
May	121 938	-8,7	107 927	27,8	43,1	-0,2	16 996	-41,9	-25,7	-53,3	
Jun	126 150	-8,1	114 983	27,9	35,7	12,8	15 587	-45,3	-28,0	-57,4	
Jul	119 261	-7,1	111 546	28,6	38,1	10,6	14 913	-46,2	-29,7	-57,9	
Ago	121 928	-3,4	113 257	25,9	38,2	3,6	14 573	-46,2	-31,9	-56,9	
Sep	127 508	-3,8	113 097	22,9	30,6	8,1	13 946	-46,6	-33,4	-56,6	
Oct	P 117 833	-6,2	115 914	24,4	28,9	14,9	13 022	-47,4	-32,3	-58,6	
Nov	P 122 873	-4,9	112 779	18,6	23,1	8,5	12 678	-45,3	-30,0	-56,8	
Dic	P 124 007	-7,2	116 022	20,2	26,4	6,5	12 503	-42,4	-26,7	-54,5	
09 Ene	P 118 063	-5,9	109 276	12,8	20,1	-4,1	12 362	-40,7	-31,8	-49,2	
Feb	P 119 755	-4,0	110 872	11,2	17,5	-4,2	12 198	-39,1	-29,6	-48,4	

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

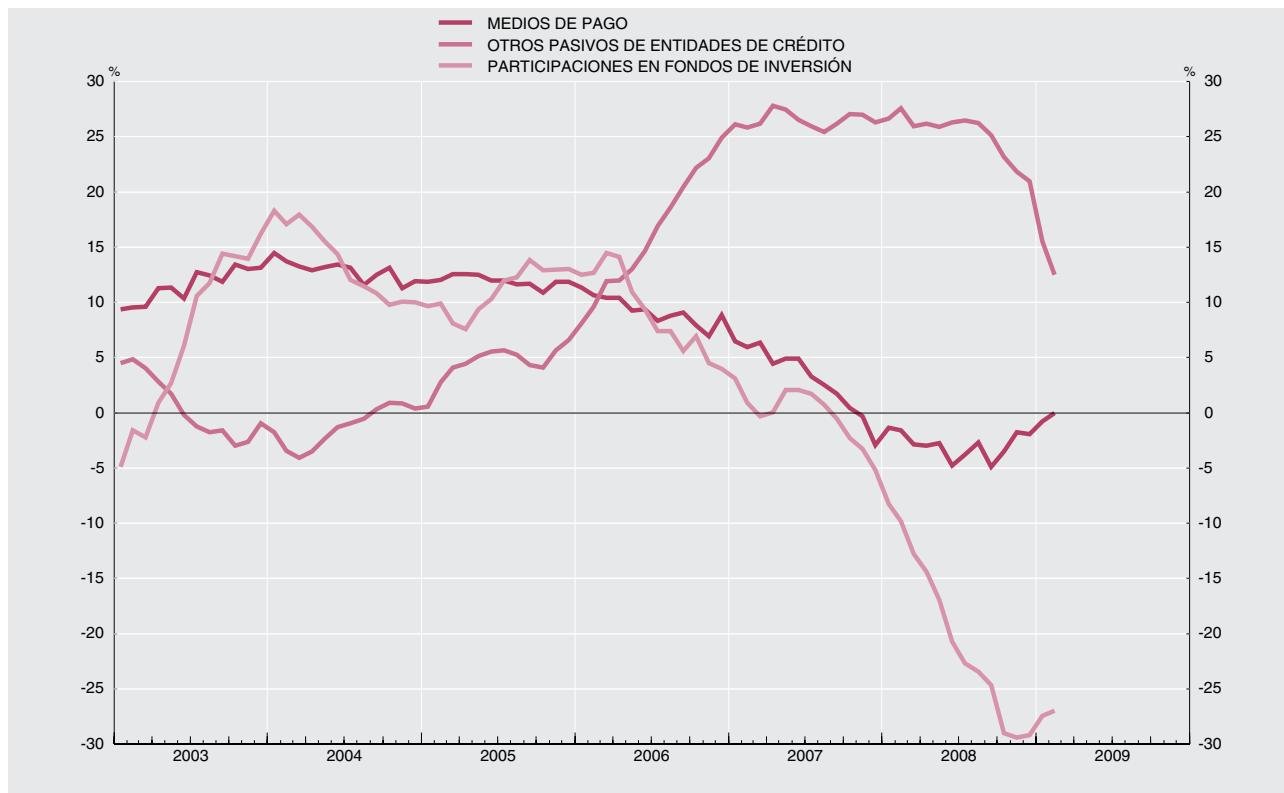
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

*Milenes de euros y porcentajes*

	Medios de pago					Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	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	
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 975	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5	
07	364 264	-2,9	2,8	-4,6	362 497	26,3	28,4	9,6	188 075	-5,2	-2,3	-7,3	
08	P 357 154	-2,0	0,4	-2,7	438 601	21,0	25,4	-21,1	133 230	-29,2	-14,3	-40,7	
07 Nov	358 757	-0,3	4,2	-1,7	354 309	27,0	28,6	14,3	191 494	-3,3	-2,5	-3,9	
Dic	364 264	-2,9	2,8	-4,6	362 497	26,3	28,4	9,6	188 075	-5,2	-2,3	-7,3	
08 Ene	356 846	-1,4	2,3	-2,5	375 086	26,7	28,8	9,4	181 366	-8,3	6,3	-18,6	
Feb	355 591	-1,6	2,0	-2,6	384 975	27,6	29,8	9,5	177 690	-9,8	5,5	-20,6	
Mar	356 702	-2,9	0,1	-3,8	390 104	26,0	28,5	6,0	172 932	-12,8	3,5	-24,6	
Abr	351 563	-3,0	-0,2	-3,9	398 289	26,2	29,2	3,0	170 675	-14,4	2,2	-26,3	
May	355 020	-2,7	-1,0	-3,3	402 546	25,9	29,3	-0,3	167 116	-17,0	-0,1	-28,8	
Jun	361 381	-4,8	-2,2	-5,6	409 095	26,3	29,6	1,1	159 574	-20,7	-4,0	-32,5	
Jul	360 125	-3,8	-2,6	-4,2	416 690	26,5	30,4	-4,2	154 873	-22,7	-6,1	-34,5	
Ago	355 693	-2,7	-3,1	-2,5	421 338	26,2	30,5	-8,0	153 402	-23,5	-8,8	-34,4	
Sep	350 634	-4,9	-3,6	-5,3	423 265	25,2	29,4	-10,5	148 769	-24,7	-10,7	-35,3	
Oct	P 347 206	-3,5	1,1	-5,0	427 348	23,2	27,2	-12,6	138 840	-29,0	-13,1	-40,8	
Nov	P 352 379	-1,8	0,8	-2,6	431 574	21,8	26,3	-19,4	135 156	-29,4	-14,1	-41,0	
Dic	P 357 154	-2,0	0,4	-2,7	438 601	21,0	25,4	-21,1	133 230	-29,2	-14,3	-40,7	
09 Ene	P 354 096	-0,8	0,8	-1,3	433 229	15,5	19,9	-26,4	131 604	-27,4	-19,0	-35,3	
Feb	P 355 510	-0,0	0,9	-0,3	433 069	12,5	16,8	-28,9	129 740	-27,0	-17,8	-35,6	

**HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

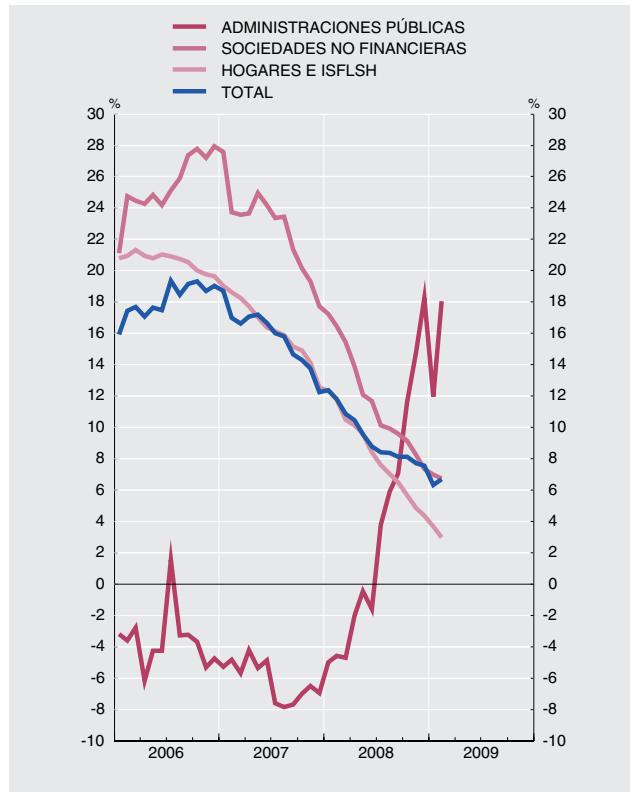
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

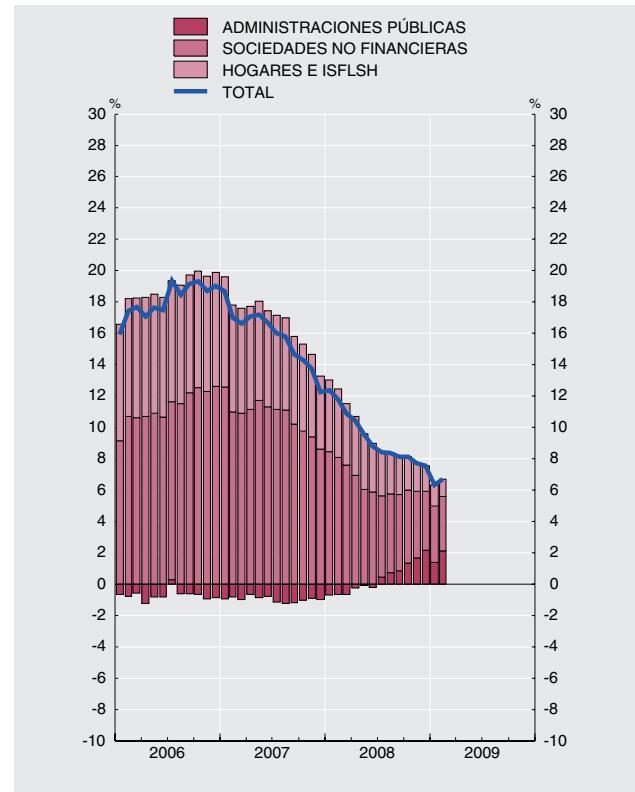
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	
					6	7	8	9	10		11	12	13	14	15	16	17				
	1	2	3	4	5																
06	2 103 406	335 822	19,0	-4,7	24,2	27,9	19,6	24,4	134,2	15,9	-0,8	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9				
07	2 368 926	258 245	12,3	-6,9	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4				
08	P 2 542 553	178 657	7,5	18,2	6,1	7,3	4,4	5,6	12,1	8,6	2,2	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,0				
07 Nov	2 340 554	24 820	13,8	-6,5	17,1	19,3	14,1	17,6	21,7	12,9	-0,9	14,7	9,4	5,3	12,8	0,3	1,5				
Dic	2 368 926	24 688	12,3	-6,9	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4				
08 Ene	2 376 331	9 265	12,4	-5,0	15,1	17,2	12,4	15,4	18,6	13,1	-0,7	13,0	8,5	4,6	11,2	0,3	1,5				
Feb	2 392 183	14 512	11,8	-4,6	14,5	16,5	11,8	14,9	14,2	11,8	-0,6	12,5	8,1	4,4	10,9	0,2	1,4				
Mar	2 406 022	13 431	10,9	-4,7	13,3	15,5	10,5	13,6	11,0	12,0	-0,6	11,5	7,6	3,9	9,9	0,2	1,4				
Abr	2 409 001	3 480	10,5	-2,0	12,3	13,9	10,1	12,6	15,4	9,8	-0,3	10,7	6,9	3,8	9,3	0,2	1,2				
May	2 433 077	22 095	9,6	-0,4	11,0	12,1	9,6	11,6	17,4	6,6	-0,1	9,6	6,1	3,6	8,6	0,3	0,8				
Jun	2 459 887	27 525	8,8	-1,6	10,3	11,7	8,4	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,9	3,1	7,5	0,3	1,2				
Jul	2 469 538	14 585	8,4	3,8	9,1	10,1	7,6	8,9	10,1	9,8	0,5	8,0	5,2	2,8	6,7	0,2	1,2				
Ago	2 482 387	11 741	8,4	5,9	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,7	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2				
Sep	2 498 566	13 997	8,1	7,1	8,3	9,6	6,5	7,8	6,9	11,9	0,9	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4				
Oct	P 2 508 335	8 353	8,1	11,6	7,7	9,1	5,7	7,4	6,7	9,6	1,3	6,8	4,7	2,1	5,6	0,1	1,1				
Nov	P 2 525 652	17 518	7,7	14,8	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,7	6,0	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0				
Dic	P 2 542 553	22 155	7,5	18,2	6,1	7,3	4,4	5,6	12,1	8,6	2,2	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,0				
09 Ene	P 2 523 907	-18 503	6,3	12,0	5,6	7,0	3,7	4,9	17,8	8,4	1,4	5,0	3,6	1,4	3,7	0,3	1,0				
Feb	P 2 547 292	23 682	6,7	18,1	5,2	6,7	3,0	4,2	21,9	9,2	2,1	4,6	3,5	1,1	3,1	0,3	1,1				

### 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.

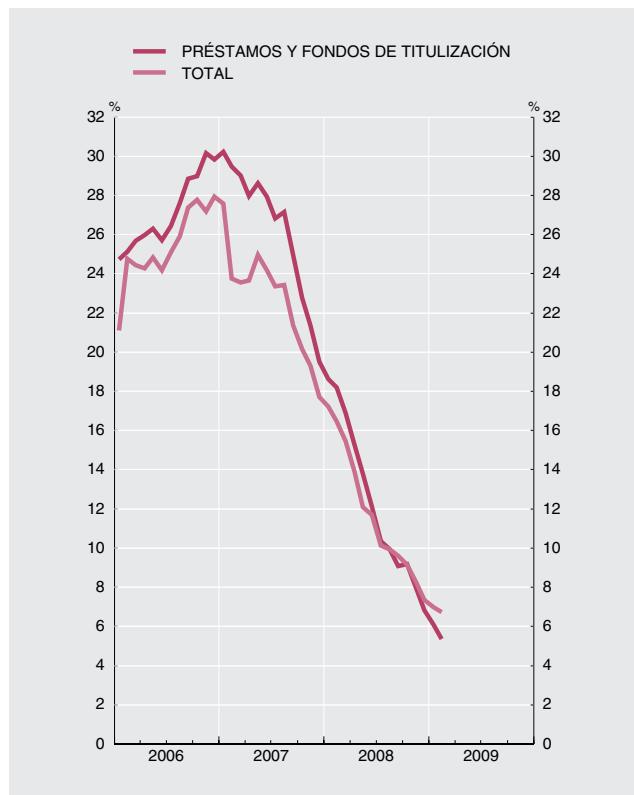
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

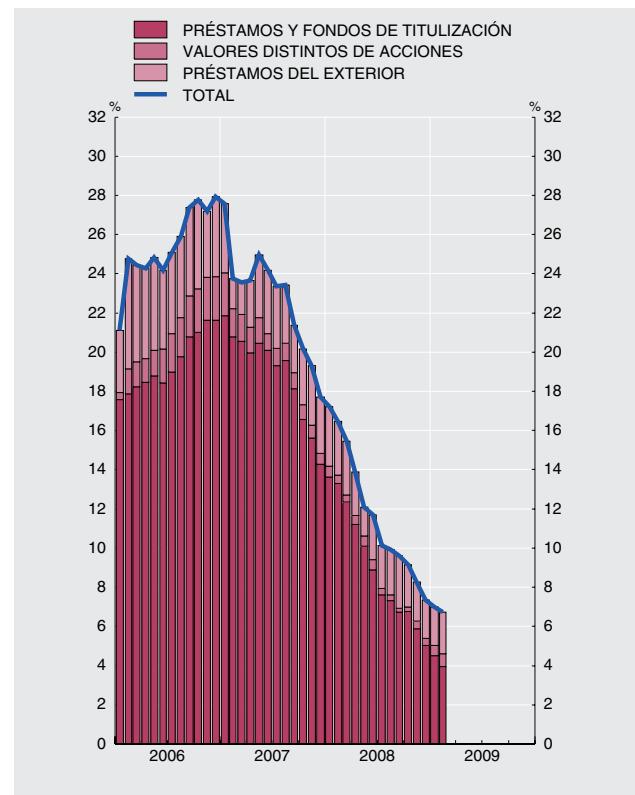
Millones de euros y porcentajes

	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
06	1 024 589	222 911	27,9	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 518	15,9	4,1	3 230
07	1 214 901	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 597	12,1	2,9	2 678
08	P 1 301 358	89 235	7,3	954 130	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	8,4	2,0	2 060
07 Nov	1 197 089	12 572	19,3	884 462	21,4	15,6	36 654	23 234	21,7	0,7	275 973	12,7	3,0	2 816
Dic	1 214 901	13 590	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 597	12,1	2,9	2 678
08 Ene	1 221 416	8 406	17,2	902 146	18,6	13,6	36 709	22 872	18,6	0,6	282 561	12,8	3,0	2 632
Feb	1 226 751	3 924	16,5	906 447	18,2	13,3	36 632	22 667	14,2	0,4	283 672	11,4	2,7	2 552
Mar	1 235 032	7 450	15,5	914 494	16,9	12,4	35 920	22 587	11,0	0,3	284 619	11,6	2,8	2 489
Apr	1 242 719	8 143	13,9	919 170	15,3	11,2	36 787	22 573	15,4	0,5	286 762	9,5	2,2	2 461
May	1 251 797	6 934	12,1	924 039	13,8	10,1	38 228	24 195	17,4	0,5	289 530	6,2	1,5	2 500
Jun	1 266 559	15 127	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	295 166	9,6	2,3	2 422
Jul	1 277 173	15 505	10,1	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	296 542	9,5	2,2	2 351
Ago	1 276 981	-1 381	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	298 108	10,0	2,3	2 205
Sep	1 289 717	10 230	9,6	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	304 129	11,6	2,7	2 187
Oct	P 1 299 115	7 820	9,1	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	307 037	9,3	2,2	2 103
Nov	P 1 302 125	3 066	8,3	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	308 344	8,6	2,0	2 075
Dic	P 1 301 358	4 011	7,3	954 130	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	8,4	2,0	2 060
09 Ene	P 1 305 884	4 544	7,0	954 548	6,1	4,5	43 259	27 875	17,8	0,5	308 078	8,4	1,9	1 944
Feb	P 1 307 063	1 280	6,7	952 387	5,4	4,0	44 672	29 995	21,9	0,7	310 004	9,2	2,1	1 900

### 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.

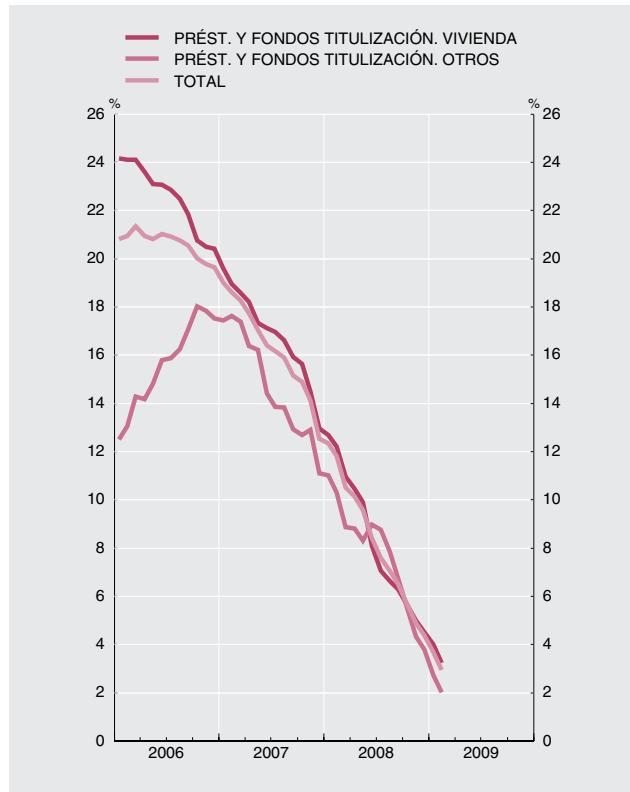
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

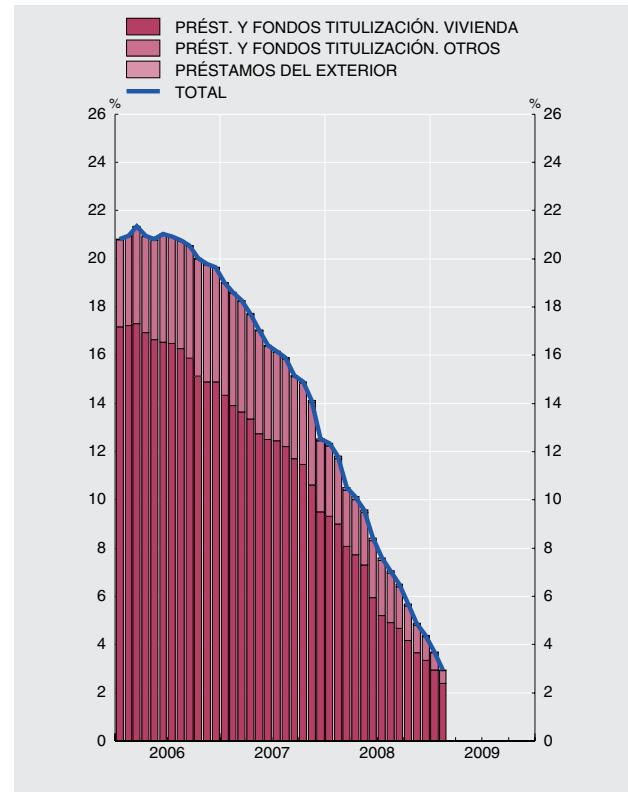
Millones de euros y porcentajes

	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
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	874 405	97 497	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08	P 910 550	38 397	4,4	673 153	4,5	3,3	235 016	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
07 Nov	874 957	12 387	14,1	642 745	14,5	10,6	230 547	12,9	3,4	1 665	47,0	0,1	26 738	5 939
Dic	874 405	-14	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08 Ene	877 796	3 360	12,4	647 765	12,7	9,3	227 848	11,0	2,9	2 183	86,0	0,1	26 185	5 547
Feb	882 251	4 525	11,8	651 849	12,2	9,0	228 214	10,3	2,7	2 188	85,4	0,1	25 885	5 492
Mar	886 183	4 355	10,5	655 757	11,0	8,1	228 195	8,9	2,3	2 232	80,6	0,1	25 595	5 496
Abr	892 677	6 538	10,1	660 265	10,5	7,7	230 165	8,8	2,3	2 248	80,0	0,1	25 308	5 495
May	897 841	5 327	9,6	663 535	9,9	7,3	232 025	8,3	2,2	2 281	77,4	0,1	25 026	5 325
Jun	906 874	9 382	8,4	665 070	8,1	5,9	239 510	9,0	2,4	2 294	76,3	0,1	24 823	5 298
Jul	907 208	378	7,6	667 768	7,1	5,2	237 132	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
Ago	906 862	-264	7,0	669 041	6,6	4,9	235 513	7,9	2,0	2 308	57,1	0,1	23 942	5 444
Sep	907 457	920	6,5	670 802	6,3	4,7	234 337	6,7	1,7	2 318	52,5	0,1	24 041	4 830
Oct	P 909 436	2 142	5,7	672 182	5,6	4,2	234 899	5,5	1,4	2 355	47,3	0,1	23 427	4 617
Nov	P 915 357	6 065	4,9	673 685	5,0	3,7	239 306	4,3	1,1	2 366	42,1	0,1	23 515	4 540
Dic	P 910 550	-4 331	4,4	673 153	4,5	3,3	235 016	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
09 Ene	P 907 736	-2 688	3,7	673 014	4,0	2,9	232 291	2,7	0,7	2 431	11,4	0,0	23 179	4 319
Feb	P 905 760	-1 781	3,0	672 288	3,2	2,4	230 991	2,0	0,5	2 481	13,4	0,0	22 933	4 196

### 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.

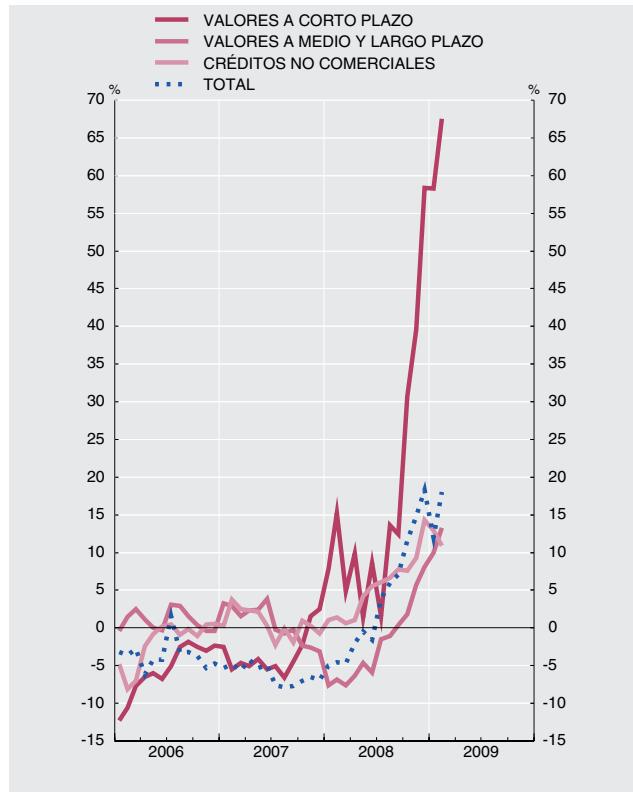
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

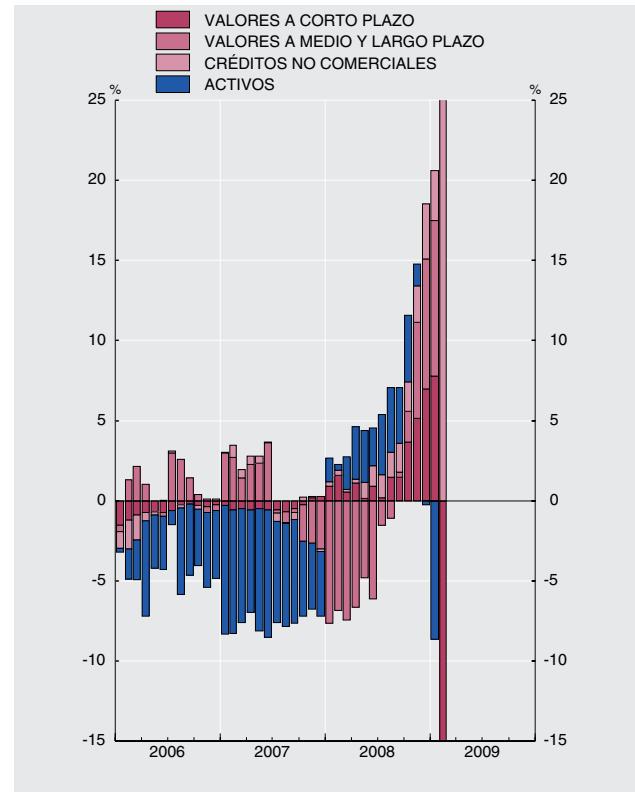
Millones de euros y porcentajes

	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	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
				1	A corto plazo	Medio y largo plazo				10	A corto plazo	Medio y largo plazo			15	Medio y largo plazo		
05	315 420	-8 728	-2,7	2 652	-4 042	7 366	-673	-695	12 075	0,7	-10,8	2,6	-1,0	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5
06	P 300 445	-14 975	-4,7	-1 635	-770	-1 217	352	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,5	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07	P 279 620	-20 825	-6,9	-8 657	823	-9 001	-479	2 973	9 195	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0
08	A 330 646	51 026	18,2	51 788	19 481	22 677	9 629	740	22	13,6	58,3	8,1	14,3	0,8	7,0	8,1	3,4	-0,3
07 Sep	P 281 518	-269	-7,7	5 705	2 589	2 791	325	-72	6 046	-0,9	-4,5	-0,2	-1,9	22,7	-0,5	-0,2	-0,4	-6,5
Oct	P 268 647	-12 871	-7,0	-10 578	-1 178	-10 087	688	1 512	781	-1,7	-2,3	-2,3	1,0	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6
Nov	P 268 508	-139	-6,5	3 494	2 868	841	-215	-2 152	5 785	-1,8	1,6	-2,6	0,3	11,7	0,2	-2,6	0,1	-4,1
Dic	P 279 620	11 112	-6,9	-705	-1 497	-778	1 570	-468	-11 349	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0
08 Ene	A 277 119	-2 501	-5,0	-5 735	3 506	-9 094	-147	7	-3 240	-4,8	7,9	-7,6	1,1	-4,3	0,9	-7,6	0,2	1,5
Feb	A 283 181	6 062	-4,6	4 894	-956	4 588	1 263	1 046	-2 213	-3,7	15,2	-6,9	1,4	-1,0	1,6	-6,8	0,3	0,3
Mar	A 284 806	1 625	-4,7	-4 007	-708	-3 606	308	-328	-5 304	-5,1	4,9	-7,6	0,6	-6,3	0,6	-7,4	0,1	2,1
Apr	A 273 605	-11 201	-2,0	2 244	-1 286	3 632	-102	4 682	8 764	-3,8	9,9	-6,3	1,1	-8,1	1,1	-6,6	0,3	3,3
May	A 283 439	9 834	-0,4	5 468	-321	4 808	982	-411	-3 955	-2,7	1,4	-4,7	4,2	-8,4	0,2	-4,8	1,0	3,2
Jun	A 286 455	3 016	-1,6	2 179	-476	1 571	1 084	120	-956	-2,9	8,6	-6,0	5,6	-6,5	0,9	-6,1	1,3	2,4
Jul	A 285 158	-1 297	3,8	1 775	-241	3 126	-1 110	-6 793	9 865	0,1	1,5	-1,5	6,1	-9,1	0,2	-1,5	1,5	3,7
Ago	A 298 543	13 386	5,9	683	1 873	-899	-291	-230	-12 473	1,4	13,6	-1,1	6,7	-11,2	1,5	-1,1	1,5	4,0
Sep	A 301 391	2 848	7,1	10 411	2 531	6 856	1 024	-45	7 608	2,6	12,4	0,3	7,7	-9,1	1,5	0,3	1,8	3,5
Oct	A 299 783	-1 608	11,6	-731	4 530	-5 917	656	12 964	-12 086	5,3	30,7	1,8	7,6	-10,2	3,7	1,9	1,9	4,2
Nov	A 308 170	8 387	14,8	19 536	6 851	11 820	865	2 126	9 024	9,4	39,6	5,7	9,3	-3,2	5,1	6,0	2,3	1,4
Dic	A 330 646	22 476	18,2	15 069	4 179	5 792	5 098	-12 397	4 990	13,6	58,3	8,1	14,3	0,8	7,0	8,1	3,4	-0,3
09 Ene	A 310 287	-20 359	12,0	-386	5 540	-4 872	-1 054	6 810	13 163	15,2	58,3	9,9	13,0	24,5	7,8	9,7	3,1	-8,6
Feb	A 334 316	24 030	18,1	15 958	1 822	14 147	-11	3 922	-11 994	18,0	67,6	13,2	10,9	17,6	-31,6	-47,5	75,0	22,2

### 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.

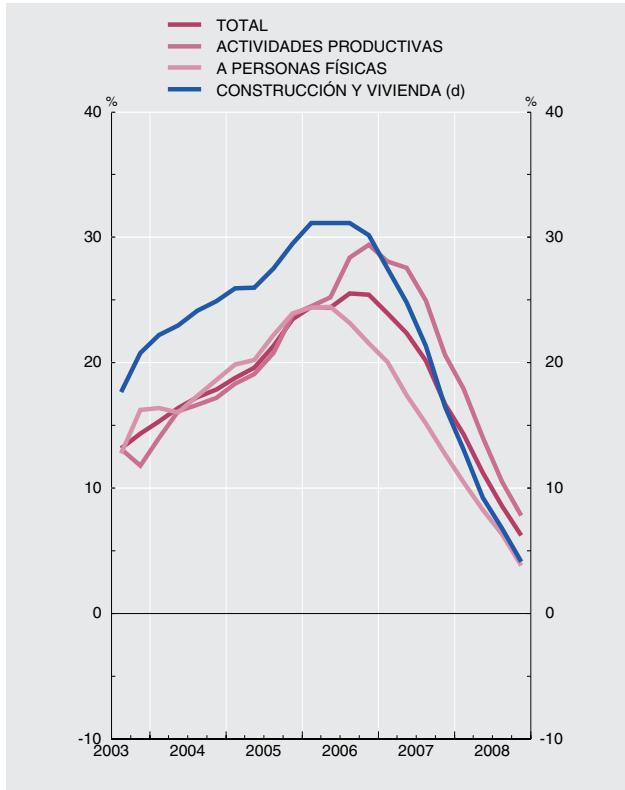
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

Serie representada gráficamente.

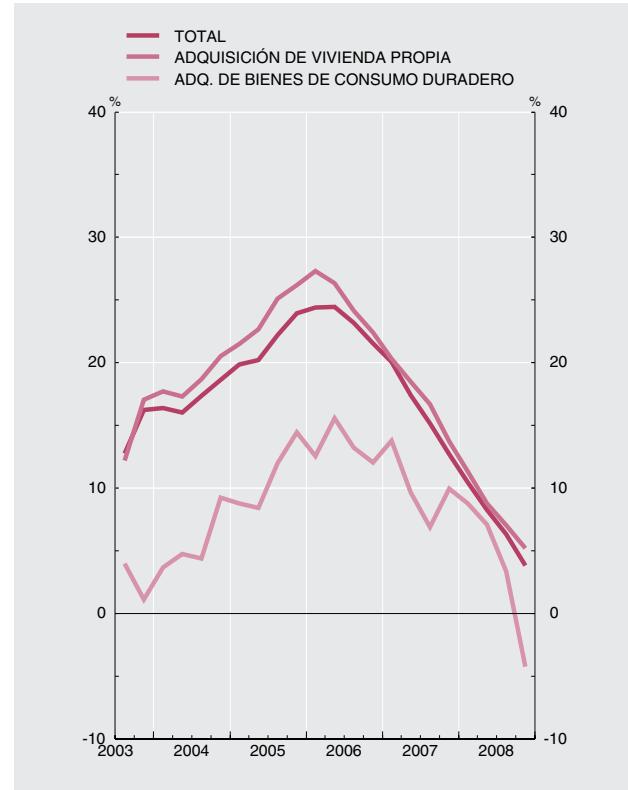
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios Del cual	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		
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 / / /	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 / / /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
II	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
III	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 / / /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
II	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
III	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
IV	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 / / /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
II	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326
III	1 706 126	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 / / /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	630 161	601 958	57 357	114 740	5 804	22 962	1 095 670
II	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
III	1 852 560	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 752	646 761	617 904	55 859	114 132	6 063	24 075	1 118 568
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 911	682 652	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 793

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.

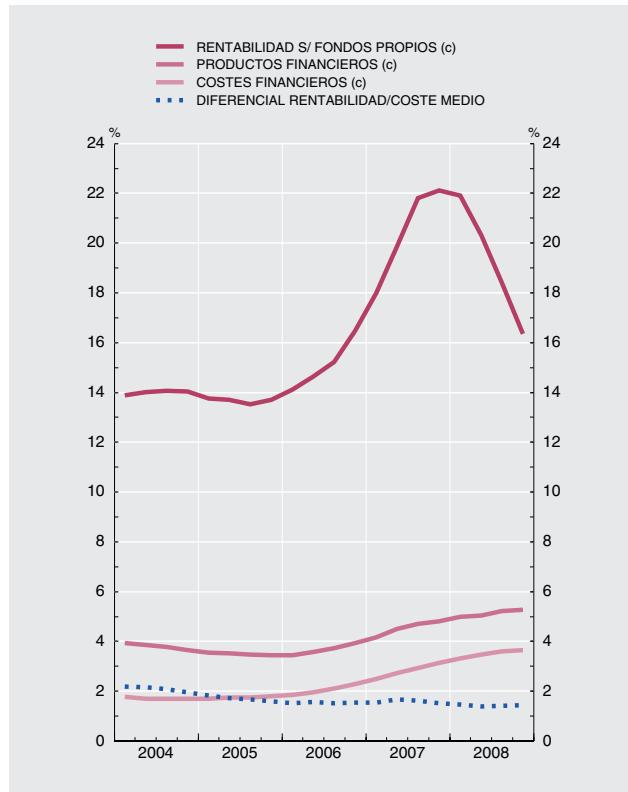
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

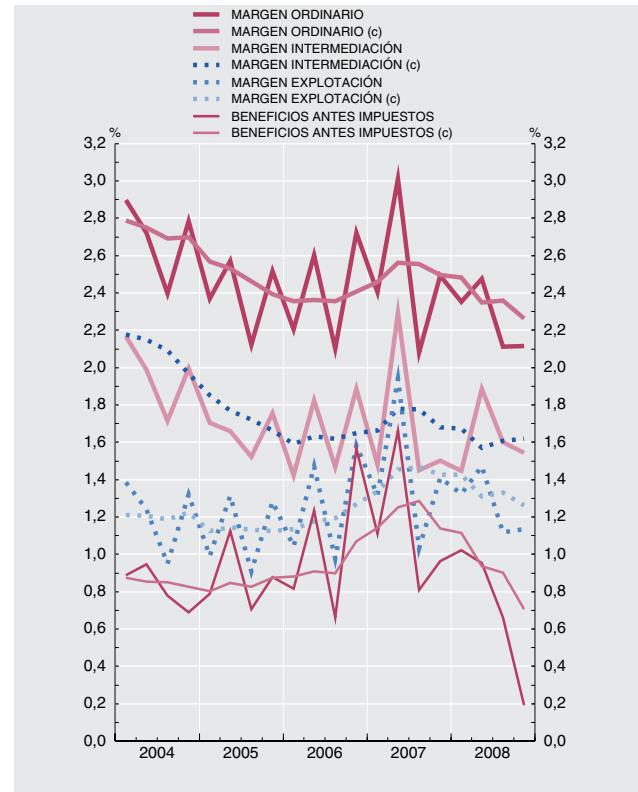
■ Serie representada gráficamente.

	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	Beneficios antes de impuestos	Rentabilidad media de Fondos 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	14,4	3,7	2,1	1,6		
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6		
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5		
05	/V	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	14,4	3,7	2,1	1,6		
06	/I	3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	14,8	3,6	2,1	1,5		
	/II	4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	15,9	3,8	2,2	1,6		
	/III	3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	15,8	3,9	2,4	1,5		
	/IV	4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6		
07	/I	4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	20,9	4,4	2,8	1,5		
	/II	5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	23,3	4,8	3,1	1,7		
	/III	4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	23,6	5,0	3,3	1,6		
	/IV	5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5		
08	/I	5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	20,1	5,3	3,8	1,5		
	/II	5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	16,9	5,3	3,9	1,4		
	/III	5,4	3,8	1,6	0,5	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,7	16,0	5,5	4,1	1,4		
	/IV	5,2	3,6	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,8	0,2	12,5	5,6	4,2	1,4		

**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 Fondos propios.

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.

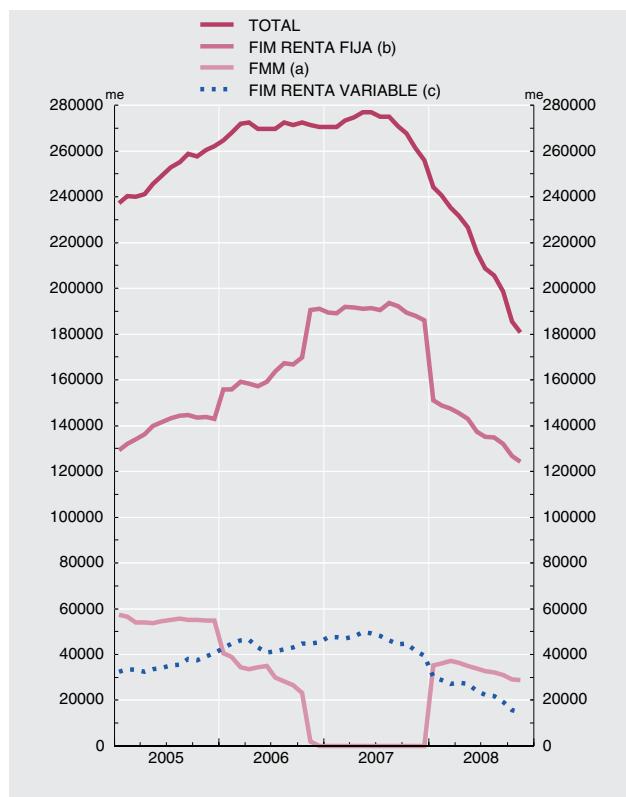
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

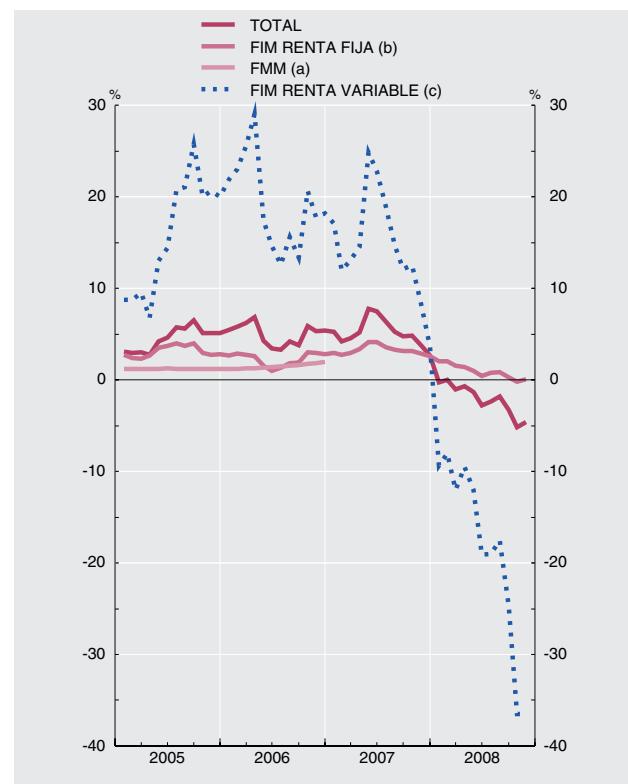
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patri-mono	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-mono	Patri-mono	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-mono	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-mono	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-mono	Patri-mono	Patri-mono	
	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 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	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
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

### 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

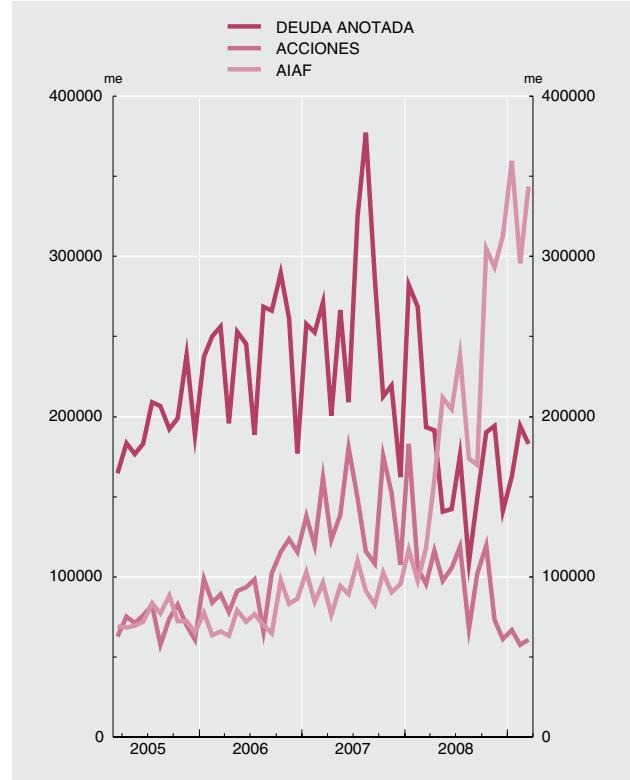
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
09	A 842,11	7 973,47	194,66	2 098,73	184 964	19 161	540 084	998 677	-	8 178	-	1 402
<b>07 Dic</b>	<b>1 642,01</b>	<b>15 182,30</b>	<b>414,90</b>	<b>4 399,72</b>	<b>107 346</b>	<b>6 163</b>	<b>162 213</b>	<b>95 535</b>	...	<b>1 719</b>	...	<b>549</b>
<b>08 Ene</b>	<b>1 435,24</b>	<b>13 229,00</b>	<b>360,56</b>	<b>3 792,80</b>	<b>183 005</b>	<b>6 080</b>	<b>282 093</b>	<b>117 244</b>	...	<b>1 274</b>	...	<b>844</b>
<i>Feb</i>	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
<i>Mar</i>	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
<i>Abr</i>	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
<i>May</i>	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
<i>Jun</i>	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
<i>Jul</i>	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
<i>Ago</i>	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
<i>Sep</i>	1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
<i>Oct</i>	978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
<i>Nov</i>	950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 525	194 344	293 279	...	1 979	...	512
<i>Dic</i>	975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 536	141 215	312 823	...	2 854	...	455
<b>09 Ene</b>	<b>898,03</b>	<b>8 450,40</b>	<b>207,09</b>	<b>2 236,98</b>	<b>66 689</b>	<b>6 020</b>	<b>162 791</b>	<b>359 649</b>	...	<b>2 541</b>	...	<b>437</b>
<i>Feb</i>	803,92	7 620,90	184,27	1 976,23	57 487	7 863	194 144	295 515	...	1 817	...	443
<i>Mar</i>	P 820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 277	183 150	343 513	...	3 820	...	522

### 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

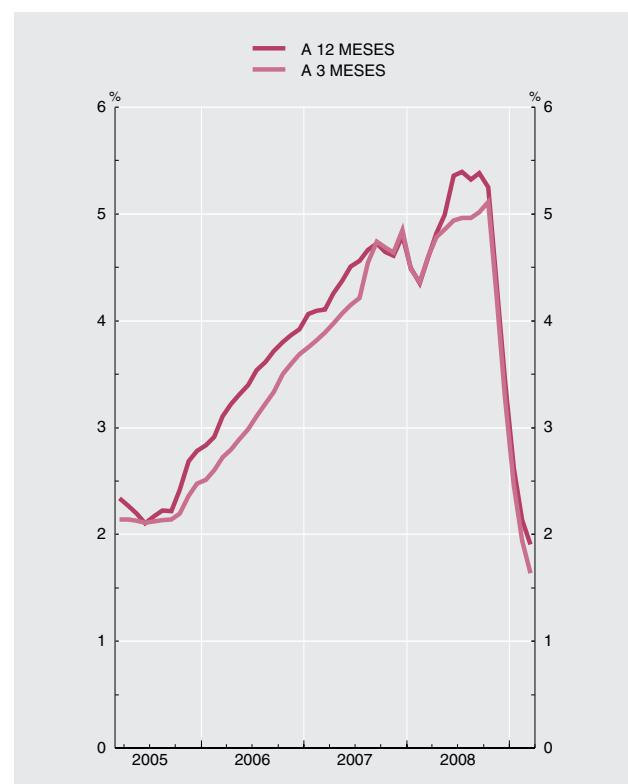
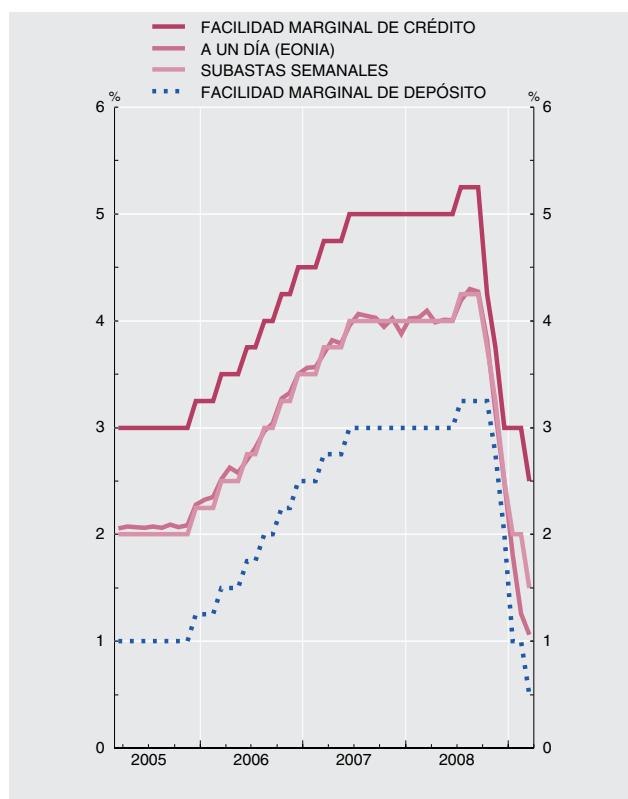
■ Serie representada gráficamente.

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		
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		2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	A	1,50	1,50	2,50	0,50	1,381	1,68	2,01	2,12	2,22	1,35	1,78	1,99	2,03	2,15	1,23	1,16	1,11	1,15
07 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	-
Oct		3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
Nov		3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21
Dic		2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-
09 Ene		2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,75	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	-
Feb		2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,27	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18
Mar		1,50	1,50	2,50	0,50	1,062	1,27	1,64	1,78	1,91	1,03	1,33	1,62	1,77	1,89	0,93	0,86	0,91	1,13

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.

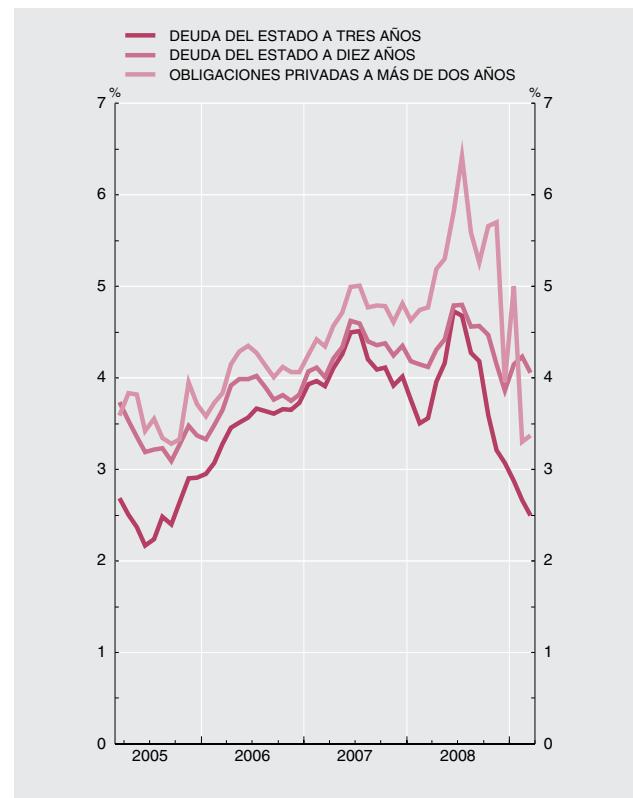
Porcentajes

	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		
07	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67		
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25		
09	A	1,35	1,32	2,28	2,34	2,65	3,24	4,04	4,50	4,92	2,68	4,14	3,91	
<b>07 Dic</b>	<b>4,11</b>	<b>4,03</b>	<b>4,80</b>	<b>4,88</b>	<b>4,05</b>	-	-	-	-	<b>4,01</b>	<b>4,35</b>	<b>4,81</b>		
<b>08 Ene</b>	<b>3,87</b>	<b>3,76</b>	<b>4,46</b>	<b>4,58</b>	<b>3,97</b>	<b>4,00</b>	-	-	-	<b>3,76</b>	<b>4,18</b>	<b>4,63</b>		
<i>Feb</i>	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74		
<i>Mar</i>	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77		
<i>Abr</i>	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19		
<i>May</i>	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30		
<i>Jun</i>	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81		
<i>Jul</i>	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42		
<i>Ago</i>	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59		
<i>Sep</i>	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26		
<i>Oct</i>	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66		
<i>Nov</i>	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70		
<i>Dic</i>	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96		
<b>09 Ene</b>	<b>1,45</b>	<b>1,46</b>	<b>2,67</b>	<b>2,78</b>	<b>3,10</b>	<b>3,44</b>	-	<b>4,50</b>	<b>4,85</b>	<b>2,87</b>	<b>4,15</b>	<b>5,00</b>		
<i>Feb</i>	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30		
<i>Mar</i>	1,30	1,23	2,01	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37		

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

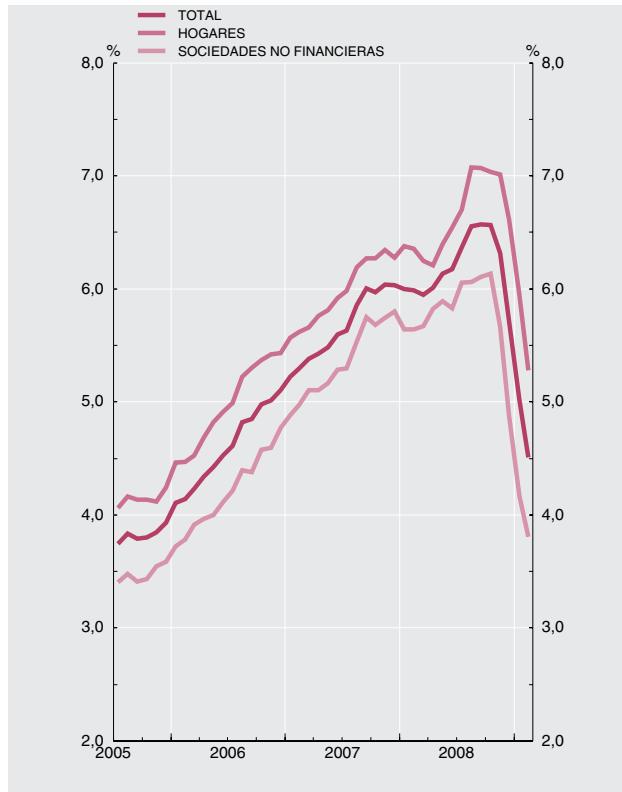
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

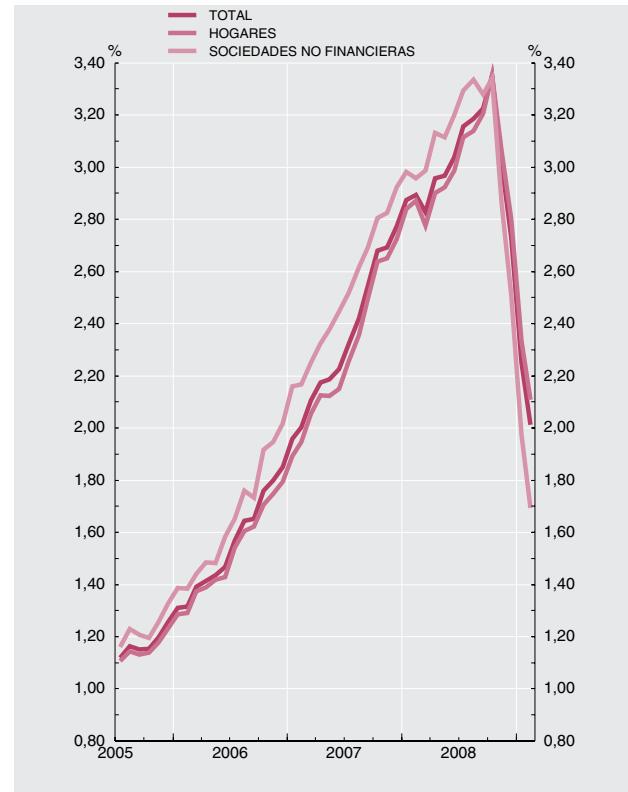
Porcentajes

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		
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	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,73	2,80	0,69	4,18	2,20	2,51	1,77	3,47	2,29	
09	A	4,51	5,28	4,35	7,90	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18
07 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	6,55	7,07	6,18	9,58	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34	
Sep	6,57	7,07	6,21	9,48	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21	
Oct	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,34	2,25	4,67	3,42	
Nov	6,31	7,01	6,18	9,31	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98	2,88	
Dic	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,73	2,80	0,69	4,18	2,20	2,51	1,77	3,47	2,29	
09 Ene	P	5,02	5,95	4,97	8,71	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59
Feb	P	4,51	5,28	4,35	7,90	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18

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.

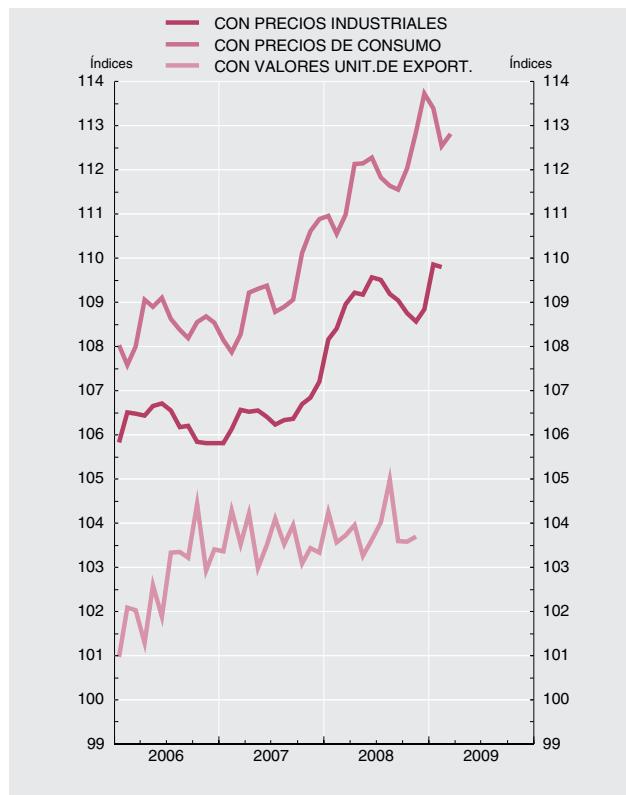
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

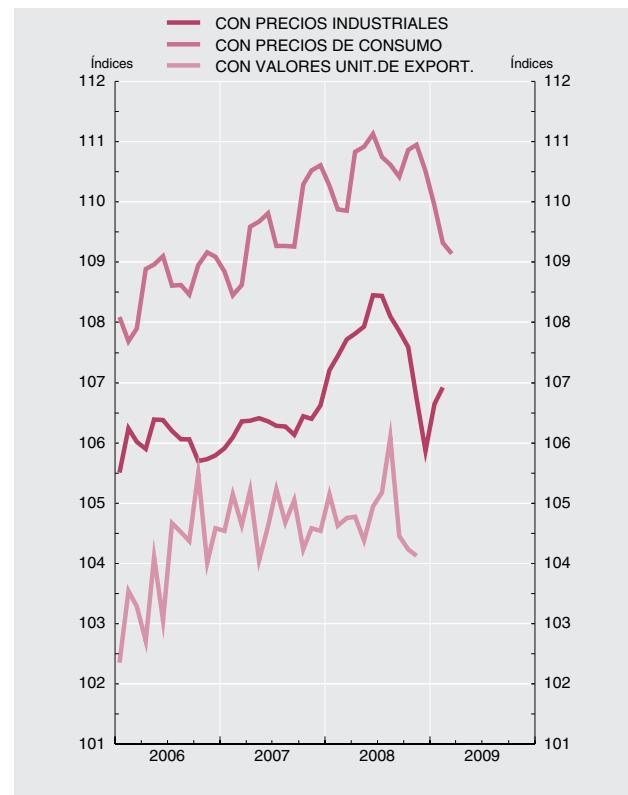
Base 1999 I = 100

	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						
	1	2	3	4		6	7	8	9		10	11	12	13	14
06	106,2	108,5	108,9	102,6	100,0	106,3	108,5	108,9	102,7	106,0	108,6	110,2	117,1	103,9	
07	106,5	109,2	110,0	103,6	99,9	106,6	109,3	110,1	103,7	106,3	109,5	111,5	119,0	104,7	
08	109,0	111,9	112,1	...	101,5	107,3	110,2	110,5	...	107,6	110,6	112,0	123,6	...	
07 /	106,2	108,1	109,2	103,7	99,7	106,5	108,4	109,5	104,0	106,1	108,6	110,8	118,3	104,8	
//	106,5	109,3	109,8	103,6	99,8	106,7	109,5	109,9	103,7	106,4	109,7	111,3	117,4	104,6	
/I	106,3	108,9	110,1	103,9	99,8	106,5	109,1	110,3	104,0	106,2	109,3	111,7	119,2	105,0	
/II	106,9	110,5	110,8	103,3	100,3	106,6	110,3	110,5	103,0	106,5	110,5	111,9	120,9	104,4	
08 /	108,5	110,8	112,5	103,8	101,0	107,5	109,8	111,4	102,8	107,5	110,0	112,9	123,4	104,8	
//	109,3	112,2	112,7	103,6	101,4	107,9	110,7	112,2	102,2	108,1	111,0	112,7	124,9	104,7	
/III	109,3	111,7	112,0	104,2	101,3	107,8	110,2	110,5	102,8	108,1	110,6	112,1	122,9	105,3	
/IV	108,7	112,9	111,4	...	102,3	106,3	110,3	108,9	...	106,7	110,8	110,1	123,3	...	
08 Jun	109,6	112,3	...	103,6	101,3	108,2	110,8	...	102,3	108,4	111,1	...	...	104,9	
Jul	109,5	111,8	...	104,0	101,3	108,2	110,4	...	102,7	108,4	110,7	...	...	105,2	
Ago	109,2	111,6	...	105,0	101,3	107,8	110,2	...	103,7	108,1	110,6	...	...	106,1	
Sep	109,0	111,5	...	103,6	101,5	107,5	109,9	...	102,1	107,9	110,4	...	...	104,5	
Oct	108,8	112,0	...	103,6	101,5	107,2	110,4	...	102,1	107,6	110,9	...	...	104,2	
Nov	108,6	112,9	...	103,7	102,2	106,2	110,4	...	101,5	106,7	110,9	...	...	104,1	
Dic	108,8	113,7	...	...	103,3	105,3	110,0	...	105,9	110,5	...	...	...	...	
09 Ene	109,9	113,4	...	...	103,7	106,0	109,4	...	...	106,6	109,9	...	...	...	
Feb	109,8	112,5	...	...	103,5	106,1	108,8	...	...	106,9	109,3	...	...	...	
Mar	...	112,8	...	...	103,9	...	108,6	...	...	109,1	...	...	...	...	

#### 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)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
06	108,4	110,8	119,3	104,0	101,2	107,1	109,5	117,9	102,8	108,5	111,4	101,6	106,8	109,7		
07	109,9	113,0	122,3	105,9	102,3	107,4	110,5	119,5	103,5	110,3	113,9	103,0	107,0	110,6		
08	112,5	116,1	129,6	...	104,1	108,1	111,5	124,5	...	112,9	117,2	105,2	107,3	111,4		
07 /	109,1	111,4	120,4	105,6	101,7	107,3	109,5	118,5	103,8	109,4	112,1	102,2	107,0	109,7		
//	109,8	113,0	120,7	105,8	102,2	107,4	110,6	118,1	103,6	110,1	113,9	102,8	107,1	110,8		
/I	109,8	112,7	122,6	106,2	102,3	107,3	110,2	119,8	103,8	110,1	113,6	103,0	107,0	110,3		
/II	111,0	115,0	125,5	106,0	103,1	107,6	111,5	121,7	102,8	111,5	116,1	104,1	107,1	111,5		
08 /	112,6	115,4	129,0	106,5	103,9	108,3	111,0	124,2	102,5	113,2	116,5	105,0	107,8	111,0		
//	113,8	117,3	131,9	106,7	104,8	108,6	111,9	125,8	101,8	114,5	118,8	106,2	107,9	111,9		
/III	113,3	116,4	129,4	106,9	104,5	108,3	111,4	123,8	102,2	113,7	117,6	105,7	107,5	111,2		
/IV	110,4	115,3	128,1	...	103,2	107,0	111,7	124,1	...	110,4	115,9	104,0	106,1	111,4		
08 Jun	114,1	117,5	...	106,7	104,8	108,8	112,1	...	101,8	114,7	118,9	106,2	108,0	111,9		
Jul	114,1	117,2	...	107,0	105,1	108,6	111,6	...	101,9	114,8	118,7	106,5	107,8	111,4		
Ago	113,3	116,4	...	107,7	104,5	108,4	111,4	...	103,0	113,6	117,5	105,7	107,5	111,2		
Sep	112,4	115,6	...	105,8	104,0	108,0	111,1	...	101,7	112,6	116,6	105,1	107,2	111,0		
Oct	110,8	114,8	...	104,6	102,8	107,8	111,7	...	101,8	110,8	115,5	103,6	107,0	111,5		
Nov	109,9	114,9	...	104,0	102,7	107,0	111,9	...	101,2	109,7	115,4	103,4	106,1	111,6		
Dic	110,6	116,2	...	...	104,2	106,1	111,6	...	...	110,6	116,9	105,1	105,2	111,3		
09 Ene	111,1	115,3	...	...	104,0	106,7	110,9	...	...	110,9	115,8	104,8	105,8	110,5		
Feb	110,6	114,0	...	...	103,4	106,9	110,3	...	...	110,3	114,4	104,1	105,9	109,9		
Mar	...	114,8	...	...	104,3	...	110,0	...	...	...	115,3	105,1	...	109,7		

### 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 Y PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

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 indicados 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
NOV 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008	33
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa	53
	Las consecuencias de la indicación salarial sobre la inflación	63
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008	71
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008	85
	Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones	97
DIC 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas	31
	Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española	45
	Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual	59
	El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM	69
	Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes	85
ENE 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España	79
	Reformas en los mercados de trabajo europeos en el periodo 2000-2006	89
	La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM	103
	Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales	117
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008	131
FEB 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas, organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros	23
	Evolución reciente de la economía española	35
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa	55
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009	65
	Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior	77
	La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM	91
	La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana	105
	Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional	119
MAR 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	31
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio	47
	La encuesta sobre formación de salarios de las empresas españolas: nueva evidencia sobre la relación entre precios y salarios, y la respuesta de las empresas a perturbaciones económicas	63
	Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro	73
	Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro	83
	Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este	91
	Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina	105
ABR 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	La creación de empleo de las empresas pequeñas en España	81
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009	91
	Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM	103
	Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009	117
	Regulación financiera: primer trimestre de 2009	145

## 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

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).  
75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).  
76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).  
48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).  
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).  
51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.  
0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.  
0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.  
0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)  
0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.  
0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

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

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

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

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.  
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 (Eds.): 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 €.  
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 €.  
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) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

## 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>
---------------------------------------	---