

# BOLETÍN ECONÓMICO

01/2010

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





**BOLETÍN ECONÓMICO ENERO 2010**

**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, 2010  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCE	Banco Central Europeo	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva
BCN	Bancos centrales nacionales		y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de precios de consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de producción industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de precios industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CCAA	Comunidades Autónomas	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CCLL	Corporaciones Locales	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	NEED	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OBS	Obra benéfico-social
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de España	OM	Orden Ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAA	Organismos Autónomos
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros sectores residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto interior bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PNB	Producto nacional bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del mundo
EPA	Encuesta de población activa	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FAAP	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FFPP	Fondos de pensiones	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	SME	Sistema Monetario Europeo
FMI	Fondo Monetario Internacional	TAE	Tasa anual equivalente
FMM	Fondos del mercado monetario	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE	Unión Europea
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UEM	Unión Económica y Monetaria
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IFM	Instituciones financieras monetarias	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IIC	Instituciones de inversión colectiva	VNA	Variación neta de activos
		VNP	Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	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	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

## ÍNDICE

<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	22
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	29
4 La economía española	44
5 Evolución financiera	65
<b>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010</b>	81
<b>Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional</b>	95
<b>Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido</b>	107
<b>Un análisis de la cuota de mercado de la UEM en el período 1994-2007</b>	121
<b>Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro</b>	137
<b>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009</b>	147
<b>Indicadores económicos</b>	1*
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

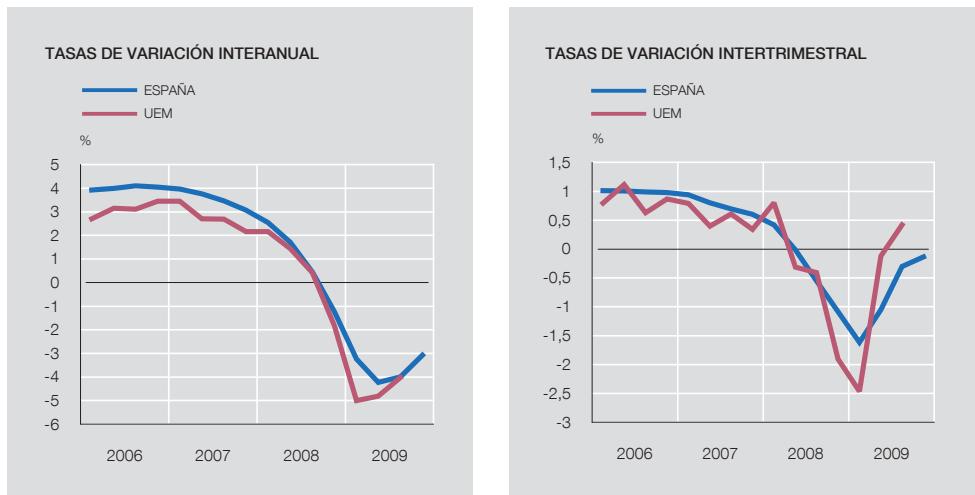
## 1 Rasgos básicos

Durante los tres primeros trimestres de 2009, la economía española prolongó la trayectoria contractiva que había iniciado en la segunda mitad del año anterior, aunque el ritmo de disminución de la actividad fue moderándose a partir del primer trimestre —cuando se alcanzó la fase más aguda de la contracción—. Los indicadores disponibles apuntan a que esta pauta se habría atenuado aún más en el período de octubre-diciembre, estimándose un descenso en la tasa intertrimestral del PIB del 0,1% (-0,3% en el trimestre precedente), lo que supone una caída en su tasa interanual del 3,1%, nueve décimas menos que en el trimestre previo. Por el lado del gasto, la demanda nacional moderó su ritmo de retroceso, hasta una tasa interanual del -4,8%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al PIB, positiva por séptimo trimestre consecutivo, se redujo en cinco décimas, hasta situarse en 2 puntos porcentuales (pp).

Con este cierre del año, el PIB habría descendido a una tasa del 3,6% en el conjunto de 2009, la mayor caída de la actividad de las últimas décadas, en consonancia con la severidad de las tendencias contractivas a las que se ha enfrentado la economía mundial durante los dos últimos ejercicios, si bien, en España, los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva previa también habrían contribuido a la disminución de la actividad. El retroceso de la producción fue consecuencia del pronunciado descenso de la demanda nacional —de un 6% en el promedio de 2009—, que afectó a todos sus componentes, excepto a los vinculados a la actuación de las AAPP. En la segunda mitad del año se produjo una cierta suavización del perfil de disminución intertrimestral del gasto, con incrementos incluso en el caso del consumo y de la inversión en equipo, sobre los que incidieron las ayudas directas a la adquisición de vehículos de automoción, al tiempo que la inversión pública reflejaba la ejecución de los proyectos del Fondo de Inversión Local. Por su parte, la demanda exterior neta amortiguó el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una contribución positiva al crecimiento del PIB de 2,7 pp, también la mayor de las últimas décadas, apoyada en la caída de las importaciones, que fue muy superior a la de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, el descenso del gasto repercutió en todas las ramas productivas, pero tuvo particular impacto en la industria y en la construcción. Y todo ello determinó una intensificación del proceso de destrucción de puestos de trabajo —de singular intensidad en los meses iniciales del ejercicio— de modo que, en el promedio de 2009, la ocupación habría caído un 6,7%, cifra más pronunciada que la registrada en ciclos recessivos previos. El deterioro de las expectativas de empleo terminó por incidir sobre la oferta laboral, que experimentó crecimientos cada vez más moderados, hasta registrar un retroceso en el cuarto trimestre, en contraste con el dinamismo de años anteriores, pese a lo cual la tasa de paro se elevó hasta el 18% de la población activa (18,8% en el último trimestre), según la EPA. Las tendencias contractivas del gasto influyeron sobre la trayectoria de la inflación, que aminoró su ritmo de avance, influida también por los descensos en los precios de los productos energéticos, que habían registrado notables incrementos en 2008. En el promedio de 2009, el IPC descendió un 0,3%, frente a un aumento del 4,1% en 2008. La inflación media anual no había sido negativa desde 1952.

En el panorama económico internacional continuó la mejoría en los mercados financieros —a pesar de algunos episodios de tensión localizados— y se prolongó el proceso de reactivación económica, iniciado en el tercer trimestre, una vez que Estados Unidos, Japón y la zona del euro retomaron tasas de crecimiento positivas y las economías emergentes recuperaron ma-



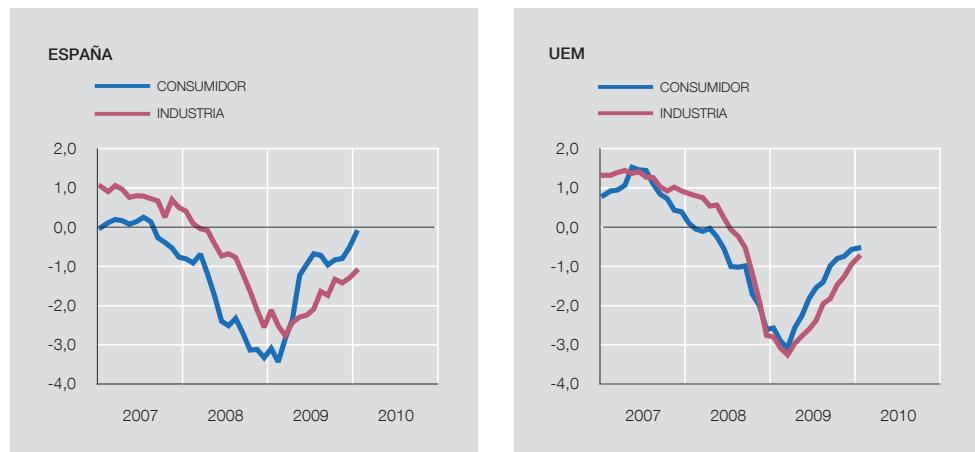
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

iores ritmos de expansión, lideradas por los desarrollos en los países asiáticos, particularmente por China. Con carácter relativamente generalizado, esta mejora de la actividad económica descansó en factores de naturaleza transitoria, como la reposición de existencias, y en los extraordinarios impulsos que han proporcionado las políticas económicas durante la fase recesiva. Por su parte, la inflación mundial empezó a repuntar en los meses finales del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base provocados por los aumentos de precio del petróleo de 2008, si bien las expectativas sobre la evolución futura de los precios continúan siendo moderadas. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció con respecto a las principales divisas, y, en los de materias primas, los precios del petróleo reiniciaron una senda alcista, aunque dentro de una notable volatilidad.

La mejoría de la situación económica y financiera en los últimos trimestres ha determinado una nueva revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, aunque se observa una creciente divergencia en la fortaleza de la recuperación entre áreas y países. El FMI, en la última actualización de sus previsiones, anticipa tasas de crecimiento del 4% y del 4,3%, para este año y para 2011, respectivamente, aunque persisten algunas dudas sobre la magnitud de la recuperación, una vez que se replieguen los estímulos monetarios y fiscales que han estado en vigor. Los principales factores de incertidumbre continúan siendo la tendencia al desapalancamiento tanto de los sectores bancarios como de los sectores privados no financieros, el ajuste del mercado de trabajo y el deterioro de las finanzas públicas, aspecto este último que ha cobrado una especial relevancia en algunas economías desarrolladas en los últimos meses, ante los aumentos generalizados de los déficits públicos y del endeudamiento. En este contexto, cobran especial relevancia las cuestiones relativas a las posibles estrategias de salida: el momento más adecuado para retirar las medidas extraordinarias —monetarias y fiscales— y la manera de hacerlo para garantizar un crecimiento sostenido sin comprometer la recuperación económica y la estabilidad financiera.

La orientación de la política monetaria continuó siendo expansiva en los meses finales de 2009, al tiempo que los bancos centrales de los principales países desarrollados anunciaron —y comenzaron a instrumentar, en algunos casos— los planes para la retirada de las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez. En Estados Unidos, el tipo de interés oficial permaneció en el rango del 0% al 0,25%, mientras que la FED suprimió o redujo el tamaño de



FUENTE: Comisión Europea.

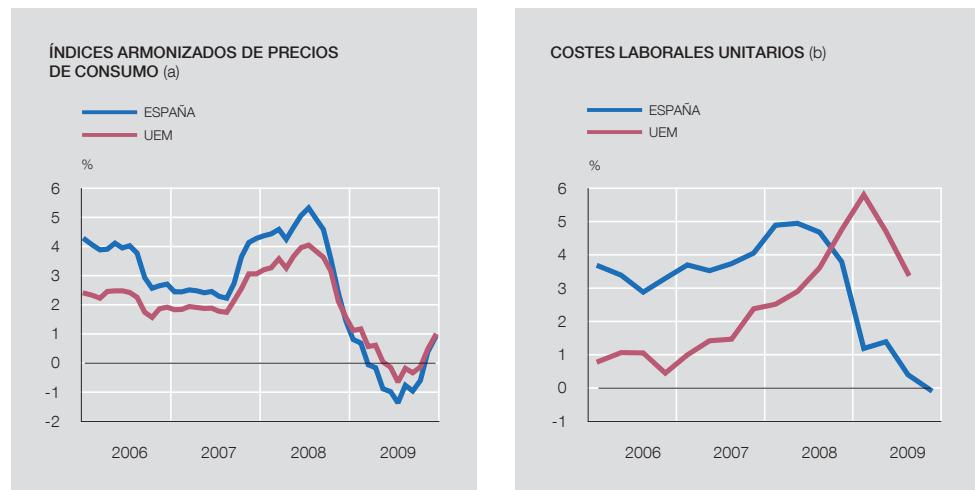
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

algunas facilidades de liquidez y financiación, acomodándose a la menor demanda por parte de las entidades. El Banco de Japón tampoco modificó los tipos de interés oficiales, y desveló, asimismo, la paulatina y ordenada retirada de las medidas especiales de adquisición de bonos y pagarés privados. El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y amplió su programa de compra de activos.

El área del euro ha participado de las tendencias generales de reactivación. Tras haber registrado una tasa de variación positiva del PIB en el tercer trimestre (después de cinco trimestres de pronunciados descensos), los indicadores disponibles más recientes apuntan hacia un crecimiento también de signo expansivo en el cuarto trimestre, aunque todavía muy dependiente de las medidas de estímulo de la demanda agregada y de factores de naturaleza transitoria. No obstante, y a pesar de la recuperación del producto en la segunda mitad del ejercicio, el PIB de la zona del euro podría descender en torno a un 4% en 2009, según las previsiones de los principales organismos internacionales, que adicionalmente anticipan una recuperación muy gradual de la actividad para los próximos trimestres. La inflación retomó registros positivos en los meses finales del año por el agotamiento de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas; a medio plazo se estima que la holgura de la capacidad productiva contribuirá a mantener la inflación en niveles moderados.

En el ámbito de las políticas económicas, el deterioro de las finanzas públicas que se ha generado como consecuencia de la contracción de la actividad y de la ejecución de los planes de impulso fiscal ha situado a 13 países de la zona del euro en posición de déficit excesivo, por lo que deberán adoptar medidas para cumplir con las recomendaciones que el Consejo ECOFIN elaboró en noviembre. En relación con la política monetaria, la ausencia de riesgos a la estabilidad de precios a medio plazo ha llevado al Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta febrero, a mantener inalterados los tipos oficiales, que se han situado en el 1% en el caso de las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecen desde mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito permanecen en el 1,75% y 0,25%, respectivamente.

El BCE mantuvo una política de provisión de liquidez abundante y, ante la paulatina normalización de las condiciones en los mercados financieros, en diciembre anunció el inicio de una



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

a. Tasas de variación interanual.

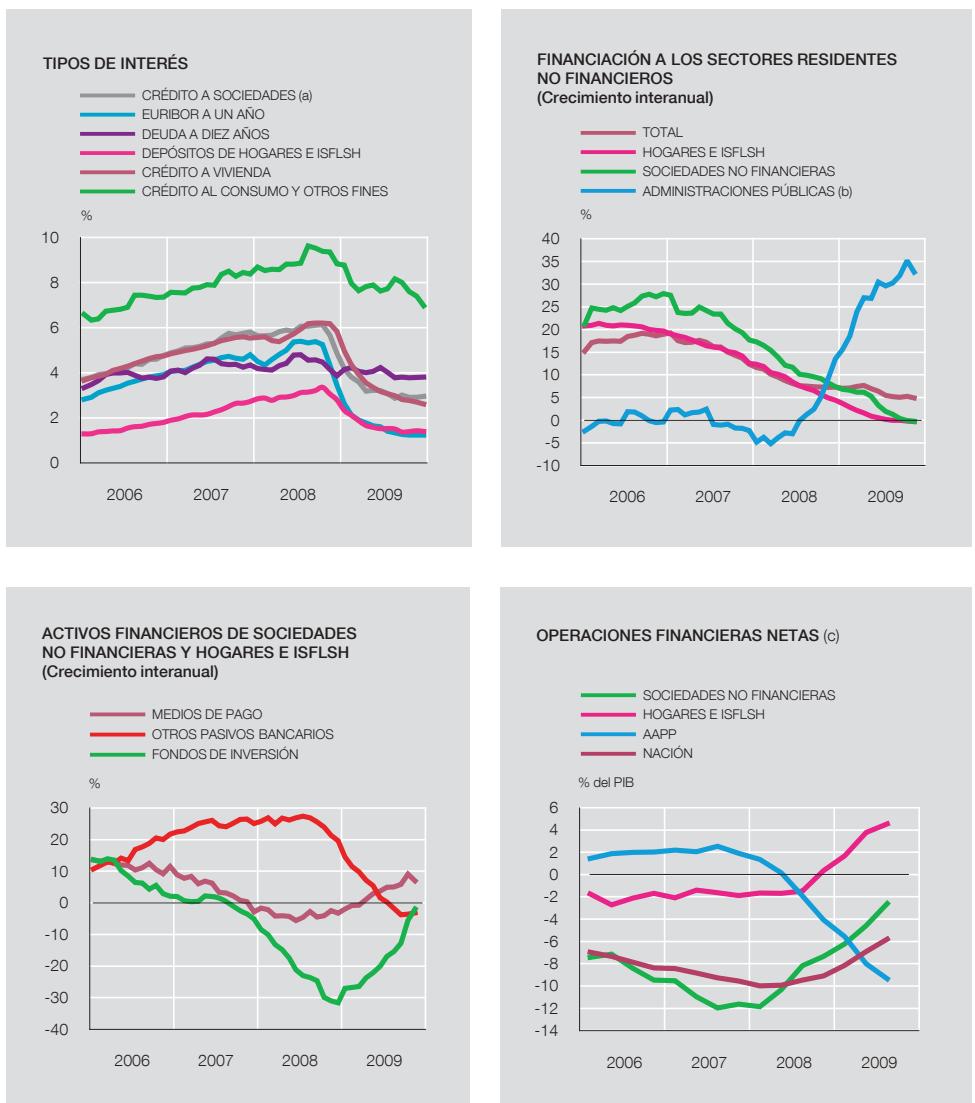
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera. Así, la última operación de financiación a un año se celebró el pasado mes de diciembre y las subastas a seis meses expirarán en marzo.

Durante el cuarto trimestre de 2009, los indicadores de tensión financiera, tanto en el ámbito global como en el área del euro, consolidaron el proceso de normalización que se había iniciado en meses anteriores. Los tipos de interés en los mercados interbancarios apenas variaron. La volatilidad y las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios siguieron contrayéndose y los principales índices bursátiles experimentaron ascensos moderados, al tiempo que los mercados de deuda incrementaron su actividad. Por último, los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria ligeramente ascendente. En la parte transcurrida de 2010, se ha observado, en cambio, un ligero repunte de la inestabilidad financiera, con retrocesos en los índices bursátiles, aumentos moderados de las primas de riesgo crediticio y, en el contexto de mayor preocupación por el riesgo soberano, una ampliación en la UEM de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas a largo plazo frente a la referencia alemana. A principios de febrero, el IBEX 35 se situaba un 7,9% por debajo del nivel de cierre de 2009 (tras haber acumulado ganancias del 29,3% en 2009), y el diferencial de rentabilidad a diez años de la deuda pública española con la deuda soberana alemana, en 85 puntos básicos (pb).

En España, los costes de financiación de los hogares y de las sociedades experimentaron nuevos descensos, lo que fue compatible, no obstante, con el mantenimiento de elevadas primas exigidas en las categorías de mayor riesgo, y los criterios de concesión de créditos comportaron un grado de restricción similar al de trimestres previos, más estricto, en todo caso, que el que se aplicaba al inicio de la crisis financiera. En el mercado inmobiliario, según los datos que proporciona el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el cuarto trimestre de 2009, pero lo hizo a menor ritmo que los meses precedentes, con tasas de disminución interanual del 6,3% (0,6% en tasa intertrimestral).

A pesar de esta relativa mejoría en las condiciones financieras y en el entorno internacional, el gasto de los hogares continuó mostrando un tono de debilidad, si bien el componente



de consumo mostró un leve repunte, que cabría asociar principalmente a los efectos del plan de ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E). Así, se estima que esta variable habría detenido su trayectoria descendente en el período de octubre-diciembre, tras casi dos años de tasas intertrimestrales negativas, finalizando el ejercicio con una caída interanual del 3,6%. Como resultado de este proceso, en la media de 2009, el consumo de las familias fue de nuevo el componente de la demanda interna que más contribuyó a la caída del PIB.

Como ya se ha señalado en otras ocasiones, resulta difícil explicar el drástico recorte del consumo a partir de la evolución de sus determinantes más fácilmente cuantificables (véase, por ejemplo, el recuadro 4 en el «Informe trimestral de la economía española», del *Boletín Económico* de octubre de 2009). Por un lado, la renta disponible mantuvo en 2009 crecimientos positivos, aunque moderados, sustentada en las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución de los intereses pagados y la caída en los precios de consumo, que

compensaron el retroceso de las rentas salariales. Por otro lado, la riqueza de los hogares ralentizó su trayectoria de caída en 2009 como consecuencia del mejor comportamiento de los mercados bursátiles y del menor retroceso de los precios inmobiliarios. La intensa respuesta del consumo debe, por tanto, atribuirse a factores vinculados a la incertidumbre de la actual coyuntura, en particular, en relación con el mercado laboral, que habría impulsado el ahorro por motivo precaución, así como la percepción de los hogares sobre la necesidad de sanear su posición patrimonial. Solo atendiendo a estas consideraciones cabe explicar el rápido incremento de la tasa de ahorro, que en el tercer trimestre de 2009 se situó en el 18,7% de la renta disponible, en datos acumulados de cuatro trimestres, cifra que representa un incremento de 8,3 pp, desde el mínimo alcanzado en el tercer trimestre de 2007, y que marca un nuevo máximo histórico.

La inversión residencial cayó nuevamente en el último trimestre, con una tasa de descenso interanual de casi el 25%, aunque también en este caso se empiezan a percibir signos de ralentización de las tendencias contractivas. Si bien muchos de los factores que deprimen la demanda de vivienda siguen presentes —en particular, el deterioro de las rentas y la incertidumbre en torno a la situación del mercado laboral—, continúan las mejoras en los niveles de accesibilidad, lo que podría impulsar la demanda de vivienda y contribuir a acelerar la absorción del exceso de capacidad que necesita el sector para recuperar la actividad.

Con este trasfondo de debilidad del gasto y sin apenas modificaciones en las condiciones de acceso a la financiación, que en conjunto continúan siendo restrictivas, la deuda de los hogares siguió contrayéndose, en un 0,3% en noviembre en términos interanuales, si bien habría registrado avances ligeramente positivos en comparación con el trimestre precedente. Esta evolución, junto con el estancamiento de las rentas, hace prever una cierta estabilización de la ratio de endeudamiento en el cuarto trimestre, en niveles, en todo caso, por debajo del máximo que se alcanzó a finales de 2008. Otros indicadores de la posición patrimonial de las familias dieron muestras de mejoría, en particular, la carga financiera, que continuó reduciéndose, y la mayor capacidad de ahorro de las familias, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, que se situó en los niveles más elevados desde mediados de los noventa. Con todo, el empeoramiento de la situación macroeconómica se dejó sentir en nuevos aumentos de la ratio de morosidad.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas experimentó, por su parte, una cierta recuperación, aunque muy localizada en aquellos componentes de la inversión que se han podido acoger a los planes de estímulo del Gobierno (adquisición de material de transporte y colaboración en proyectos de obra civil), dado que las condiciones globales para acometer este tipo de gasto no mejoraron de forma perceptible, en un entorno en el que las perspectivas de recuperación de la demanda siguieron siendo débiles y en que los beneficios habrían continuado contrayéndose. En el período de octubre-diciembre se estima un nuevo repunte de la inversión en equipo, con lo que la caída interanual de este tipo de inversión se habría recortado hasta el entorno del -18% (6 pp más alta que la del tercer trimestre).

En el contexto descrito, la deuda de las empresas continuó desacelerándose hasta noviembre, hasta registrar una tasa de variación prácticamente nula en términos de su comportamiento interanual, y negativa (en el entorno del -6%) cuando se evalúa la trayectoria más reciente. Como en el caso de las familias, las señales que proporcionan los indicadores de posición patrimonial de las sociedades no financieras son dispares. Debido a la debilidad de las rentas empresariales, no cabe prever nuevos recortes en la ratio de endeudamiento en el último trimestre de 2009, pero prosigue la reducción de los gastos financieros, lo que, a

diferencia de lo ocurrido en otros ciclos recessivos, está contribuyendo a amortiguar el descenso de los resultados empresariales, y se están reduciendo de forma drástica las necesidades de financiación. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales para el tercer trimestre, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras se habrían situado en el -3,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (-7,6% del PIB en 2008).

La actuación de las AAPP en los meses finales del ejercicio siguió teniendo un carácter marcadamente expansivo, que fue el resultado de la actuación de los diferentes planes de apoyo a la actividad, ya mencionados, del efecto de las reducciones impositivas y de otras medidas que se introdujeron en 2008 y que siguieron desplegando sus efectos en 2009. A todos estos factores se sumaron los efectos de la debilidad cíclica que activó los estabilizadores automáticos y la pérdida de ingresos extraordinarios tras el desplome en el sector residencial, dando lugar a un deterioro extraordinario de las cuentas públicas, que pasaron de un déficit del 4,1% del PIB en 2008 a un saldo negativo que podría ascender al 11,4% en 2009, según la actualización del último Programa de Estabilidad (2009-2013), que se presentó el pasado 29 de enero. El anuncio del Programa de Estabilidad ha sido acompañado por la ratificación del compromiso de alcanzar los objetivos de estabilidad presupuestaria, de acuerdo con los horizontes temporales fijados por las autoridades comunitarias para ajustarse al cumplimiento del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento en las actuales circunstancias excepcionales, que, en esencia, exige reducir el déficit público al 3% del PIB en 2013. Para ello, el Gobierno ha anunciado recortes del gasto público para el conjunto de las AAPP de 50.000 millones de euros a lo largo del período. Para 2010, en concreto, ha asumido un recorte del gasto adicional equivalente al 0,5% del PIB, a lo que se uniría el aumento en los ingresos por la reversión de los efectos temporales de algunas de las medidas expansivas tomadas en estos últimos ejercicios, así como por las subidas programadas para el IRPF, el IVA y la imposición del ahorro. Adicionalmente, para el resto del horizonte del Programa de Estabilidad, el Consejo de Ministros acordó un Plan de Austeridad 2011-2013, que plantea un recorte generalizado del gasto equivalente al 2,6% del PIB en el conjunto del período.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales del ejercicio la demanda exterior neta volvió a mitigar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva, de 2 pp del PIB, inferior en todo caso a la de los trimestres previos, en un contexto de recuperación del comercio de bienes y servicios turísticos. Tras este resultado, y en un año en el que los flujos de comercio estuvieron sujetos a grandes convulsiones, sobre todo en los primeros meses del ejercicio, el sector exterior jugó el papel amortiguador que había desempeñado en recesiones pasadas. Como entonces, el desencadenante de esta mejoría ha sido el recorte de las importaciones, fruto del retroceso de la demanda interna; sin embargo, en la situación actual, la posibilidad de que la demanda externa pueda actuar, en un futuro inmediato, como soporte de la recuperación requeriría un fortalecimiento de las exportaciones que, en ausencia de posibles ajustes cambiarios, solo puede descansar en la mejora de la competitividad de las empresas españolas.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación habrían seguido disminuyendo en los meses finales del ejercicio, tras haberse situado en el tercer trimestre en el 5,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, de modo que, en el promedio del año, habrían alcanzado el 4,7% del PIB, ratio un 50% inferior a la de 2008. Por sectores institucionales, la corrección del desequilibrio exterior estuvo motivada por el aumento de la capacidad de financiación de las familias y de las empresas (de en torno a 12 pp en el promedio anual), ya que el sector de las AAPP amplió en algo más de 7 pp su posición deficitaria.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron descensos en el valor añadido en todas las ramas productivas de la economía de mercado —inferiores, no obstante, a los del trimestre previo—, excepto en los servicios de mercado, donde por segundo trimestre consecutivo se habría registrado un moderado repunte. Por otra parte, la finalización de algunos de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local ralentizó el repunte en el segmento de construcción no residencial, mientras que la edificación residencial habría mantenido su trayectoria descendente, en un contexto en el que el exceso de capacidad permanece en niveles elevados. Tras este cierre de año, los mayores retrocesos del valor añadido en 2009 se produjeron en la industria (con una caída estimada del 14%) y en la construcción (–6%).

El ritmo de destrucción de empleo en los meses finales de 2009 también se aminoró, como resultado, principalmente, de un comportamiento algo menos negativo de los servicios de mercado y, en menor medida, de la industria, mientras que en la construcción se ralentizó la mejora observada los dos trimestres anteriores, por los motivos ya señalados. En el conjunto del año, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo alcanzó cotas inéditas, con un descenso medio estimado del 6,7%, al que contribuyeron todas las ramas de actividad. En este contexto, la tasa de paro, según la EPA, experimentó un notable aumento —hasta alcanzar el 18% de la población activa (13,9% en el trimestre final de 2008)—, a pesar del drástico cambio en la dinámica de la oferta laboral, sobre la que repercutió la significativa reducción de los flujos de entradas netas de inmigrantes, así como la moderación de la tasa de participación por las peores condiciones del mercado laboral. La contracción del empleo fue muy superior al retroceso de la producción, con lo que se produjo un notable incremento de la productividad aparente del trabajo, recuperación que, no obstante, tiene un componente cíclico importante, por lo que no se puede extrapolar al futuro. Por otra parte, el grueso del ajuste del empleo incidió sobre la contratación temporal, con lo que la ratio de temporalidad se fue reduciendo a lo largo del año, hasta alcanzar en el último trimestre una tasa del 25,1%.

Los costes laborales, por su parte, mostraron una cierta moderación, aunque insuficiente desde el punto de vista de la magnitud del ajuste del empleo y de la evolución de los precios finales. Los convenios colectivos en 2009, que se firmaron en ausencia de un Acuerdo Interconfederal de Negociación colectiva por primera vez en muchos años, incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 2,6%, un punto inferior al del ejercicio de 2008, reflejando la contención de la inflación en los meses finales de 2008. En este mismo sentido incidió la no aplicación de la cláusula de salvaguarda a lo largo de 2009. Con todo, la remuneración por asalariado se incrementó en el conjunto del ejercicio a una tasa del 4,1% para el total de la economía, lo que representa un avance de los costes laborales reales muy sustancial y en fuerte contradicción con la situación de grave recesión económica y fuerte aumento del paro que atraviesa la economía. No obstante el excepcional crecimiento de la productividad ayudó a moderar el comportamiento de los costes laborales por unidad de producto, que apenas crecieron en 2009 (0,7%, frente a un 4,6% en 2008).

Por último, la inflación respondió con intensidad a la debilidad de la demanda, a lo que se sumó el impacto desinflacionista que ejerció el descenso de los precios de los productos energéticos en relación con los niveles del año anterior, factor, este último, que contribuyó a que el IPC registrara crecimientos negativos en los meses centrales del año. Del comportamiento de los precios en 2009 hay que destacar, en particular, la corrección de la inflación subyacente, que aumentó tan solo un 0,8% en el promedio del año, y, dentro de esta, el recorrido bajista de los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica. Hay que señalar, asimismo, que la moderación de los precios fue superior a la de la zona del euro, lo que permitió que los diferenciales de precios fueran negativos durante la mayor parte del año (en diciembre fue igual a cero), por primera vez

desde el inicio de la UEM. De cara a los próximos trimestres, para los que se espera un repunte en los precios de consumo, sería muy importante preservar diferenciales de inflación favorables a la economía española. Ello contribuiría a obtener las mejoras de competitividad necesarias para poder apoyarse en la demanda externa y favorecer la reasignación de los recursos excedentes del sector inmobiliario. Y, para ello, es preciso acometer las reformas en los mercados de factores, bienes y servicios que permitan consolidar esta pauta de moderación, en la línea marcada por el Anteproyecto de la Ley de Economía Sostenible, que subraya la importancia de la instrumentación de políticas de oferta y de reforma estructural que permitan recuperar una senda de crecimiento sostenido a largo plazo.

Las reformas estructurales constituyen, junto con la consolidación presupuestaria, el principal instrumento con el que cuenta la economía para superar la crisis y restablecer el crecimiento y la generación de empleo. A esta necesidad responde el hecho de que el Gobierno haya acompañado sus compromisos de austeridad para asegurar la recuperación de una senda hacia la estabilidad de las finanzas públicas con algunas propuestas de reformas, pendientes de concretar en un futuro muy inmediato. Entre ellas, tendrán especial transcendencia las referidas a la sostenibilidad del sistema de pensiones, donde se ha anunciado un aumento gradual de la edad de jubilación, que puede contribuir de manera significativa al equilibrio financiero del sistema público de pensiones, y las referidas al funcionamiento del mercado de trabajo.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante el cuarto trimestre de 2009 y el inicio de este año prosiguió la recuperación de los mercados financieros y de la actividad, al tiempo que las perspectivas económicas siguieron mejorando. No obstante, se perciben de modo creciente ritmos diferenciados en el proceso, tanto entre países y regiones (donde las áreas con mayor dinamismo son Asia emergente, a nivel global, y Estados Unidos, entre las principales economías industrializadas) como entre segmentos de financiación al sector privado, en tanto que la fuerte desaceleración del crédito bancario supone un contrapunto al dinamismo de las emisiones de deuda corporativa. Todo ello en un entorno en el que las tasas de inflación han repuntado de modo acusado, debido a los efectos base que comprimían, hasta el verano, las tasas interanuales. A pesar de la mejora de la situación económica y financiera, la salida de la crisis sigue rodeada de incertidumbre, ya que la recuperación de la actividad se ha visto impulsada por factores de naturaleza temporal, como el cambio en el ciclo de acumulación de existencias y los programas de estímulo fiscal. Además, el necesario empuje de la demanda del sector privado continúa aún lastrado por la debilidad del mercado laboral y la atonía del crédito bancario. En este contexto, en los últimos meses se ha incrementado la percepción de riesgo que el deterioro de las finanzas públicas en las economías avanzadas supone para la recuperación y la estabilidad financiera.

El contexto de mejoría de las perspectivas económicas contribuyó a una evolución favorable de los mercados financieros en el último trimestre, pese a algunos episodios que generaron cierta inestabilidad y pérdidas temporales en las bolsas, como la reestructuración de la deuda de algunas empresas de propiedad pública en Dubai. Más recientemente, las acciones adoptadas por las autoridades chinas para frenar el crecimiento del crédito y moderar la fuerte reactivación de esa economía, los anuncios sobre modificaciones en el marco de política financiera y regulatoria en Estados Unidos, que, de llevarse a cabo, podrían tener profundas consecuencias sobre la configuración de su sistema financiero, y la percepción de intenso deterioro en la situación fiscal de Grecia, que ha irradiado hacia otros países europeos, se han reflejado en una mayor aversión al riesgo. Otro elemento que ha condicionado la evolución financiera ha sido el incipiente proceso de retirada de las medidas de apoyo de los Gobiernos al sector financiero —que está procediendo hasta ahora de manera ordenada, como se detalla, para el caso de Estados Unidos, en el recuadro adjunto—. De forma más general, a pesar de los riesgos mencionados anteriormente en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas, el repunte moderado de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, Reino Unido y Japón que se observó a partir de diciembre estaría más bien relacionado con la mejora de las perspectivas de actividad. En los mercados cambiarios, destacó la evolución del dólar, que a mediados del trimestre inició su apreciación frente a las principales monedas de las economías desarrolladas, en particular frente al euro.

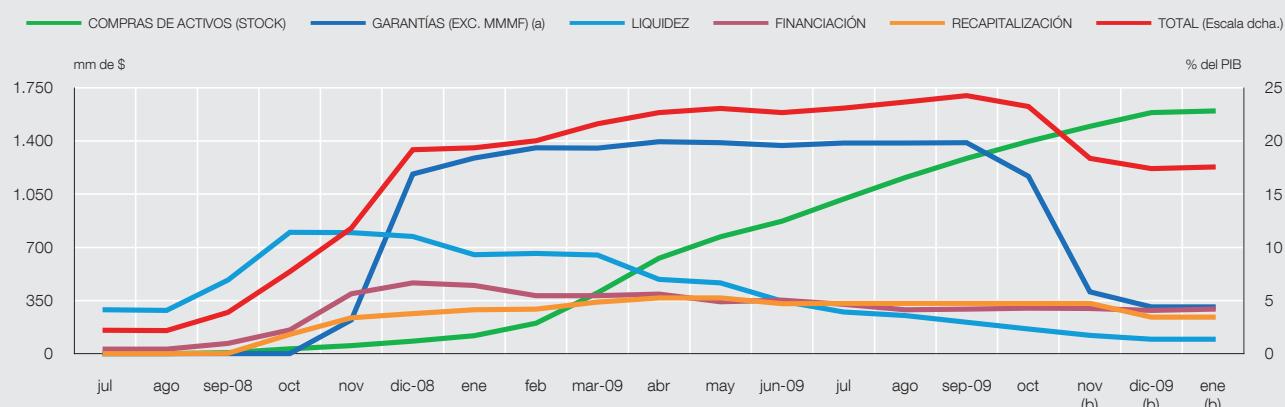
Los mercados de las economías emergentes también mantuvieron una tendencia alcista durante la mayor parte del trimestre, derivada de la mejoría de sus perspectivas económicas y de los bajos tipos de interés en las economías desarrolladas. En líneas generales, estos dos factores, unidos al incremento del apetito por el riesgo y, en algunos casos, a las expectativas de apreciación del tipo de cambio, han impulsado un intenso flujo de entrada de capitales —que ha llevado a algunos países a adoptar o reinstaurar medidas para contrarrestarlas—, al tiempo que se siguieron registrando descensos de sus diferenciales soberanos, hasta mediados de enero. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo tipo Brent osciló ligeramente alrededor de los 75 dólares por barril a lo largo del trimestre, mientras que el precio del oro alcanzó máximos históricos si bien su precio se moderó ligeramente a finales del trimestre.

Los mercados financieros internacionales se han ido recuperando progresivamente del desplome que sufrieron tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El punto de inflexión se observó hacia marzo del año pasado y su comportamiento favorable se ha ido afianzando —con algún altibajo— al hilo de la progresiva mejoría de las perspectivas económicas mundiales y de la consecu-

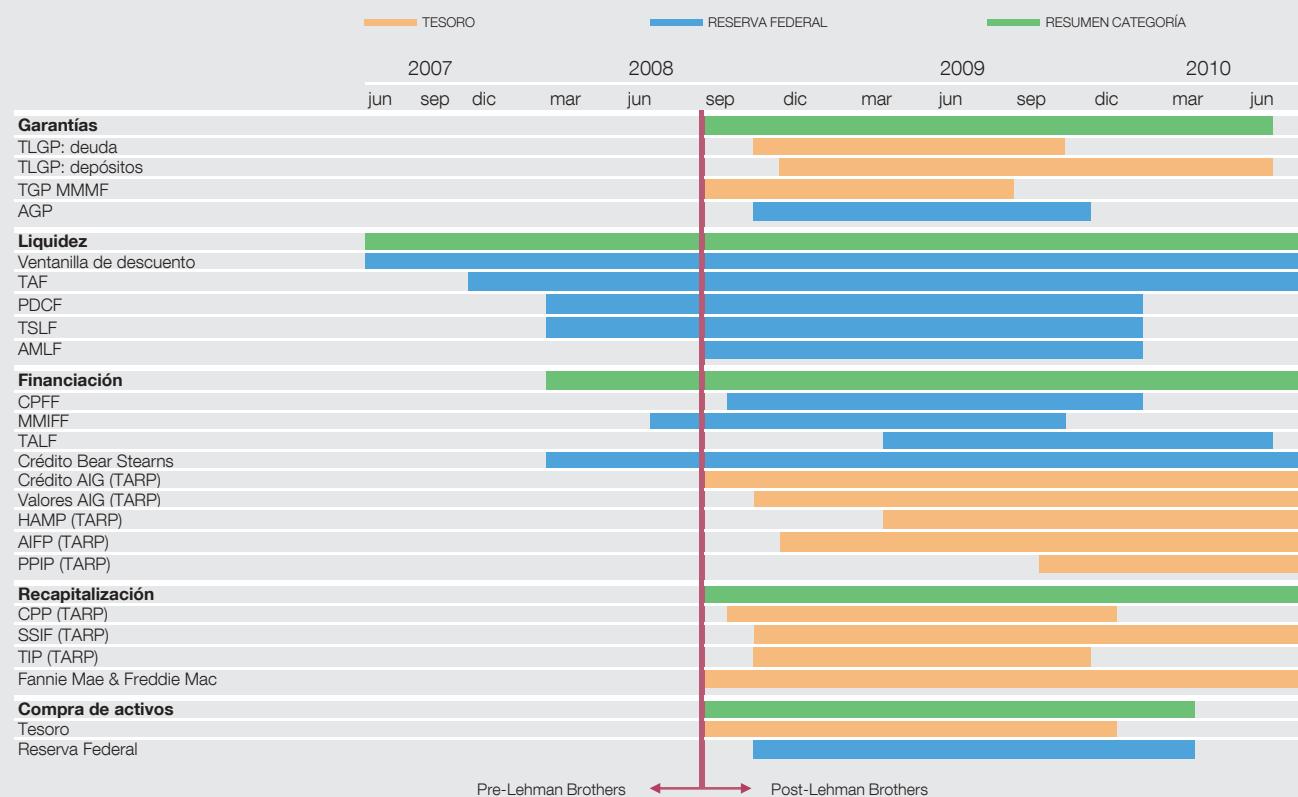
ción de resultados mejores que los esperados por parte de las instituciones financieras y no financieras a partir del segundo trimestre de 2009.

En el proceso de estabilización de los mercados y de la mejora de la confianza, ha jugado un papel fundamental el masivo apoyo otorgado

#### 1 RECURSOS COMPROMETIDOS POR LAS AUTORIDADES DE ESTADOS UNIDOS ENTRE JULIO DE 2008 Y ENERO DE 2010



#### 2 VIGENCIA DE LAS MEDIDAS DE SOPORTE PÚBLICO EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Reserva Federal, Tesoro de los Estados Unidos y Banco de España

a. En el caso de las garantías, se excluyen las concedidas a Money Market Mutual Funds.

b. Debido al retardo en la publicación de algunos informes, los datos de noviembre a enero se apoyan en determinados supuestos.

por las autoridades en las primeras fases de las crisis. Este apoyo se materializó en un abanico muy amplio de medidas, cuyos rasgos básicos fueron: i) provisión de liquidez, prácticamente ilimitada, a las entidades financieras por parte de los bancos centrales; ii) abundante financiación a los segmentos financieros y no financieros más afectados por la crisis; iii) recapitalización de las instituciones en dificultades; iv) extensión de garantía pública a la emisión de deuda bancaria y, posteriormente, a una parte de la cartera de activos de algunas instituciones, y v) compra de activos dañados o de bonos públicos con el fin de reducir los costes de financiación a largo plazo. En el gráfico y cuadro que acompañan este recuadro se agrupan estas medidas en las cinco categorías identificadas, y en ellas se puede observar la vigencia, el uso y la magnitud de tales apoyos en Estados Unidos.

Aunque ya antes de septiembre de 2008 se habían ampliado las facilidades de liquidez de la Reserva Federal y se habían dado casos puntuales de apoyo financieros (Bearn Stearns en marzo de 2008), es a partir de la quiebra de Lehman Brothers cuando se instrumenta el grueso de las medidas mencionadas. Como se muestra en el cuadro<sup>1</sup>, que recoge el período de vigencia de las medidas adoptadas por el Tesoro y la Reserva Federal, entre septiembre y octubre de 2008 la mayoría de medidas estaban ya en vigor, si bien se fueron desplegando progresivamente y se sumaron algunas otras, a un ritmo mucho más pausado. Las facilidades de liquidez constituyeron al principio el apoyo más cuantioso y propiciaron una fuerte expansión del balance de la Reserva Federal; las garantías fueron activadas rápidamente tras la crisis y la recapitalización de entidades alcanzó una gran relevancia —aunque el monto implicado fue relativamente reducido— con la puesta en marcha del programa TARP (Capital Purchase Program, según su denominación anglosajona) del Tesoro y otros apoyos específicos en el primer trimestre de 2009, mientras que los programas de financiación, tanto de la Reserva Federal como del Tesoro, se fueron utilizando paulatinamente a lo largo de ese mismo año. Por último, las compras de activos, en las que también participaron ambas instituciones, han ido creciendo en importancia, relativa y absoluta, a partir de febrero de 2009.

En el contexto de recuperación de muchos segmentos de los mercados financieros se observa una estabilización en el uso de los apoyos a partir de abril de 2009 —cuando el total de recursos desplegados superaba los tres billones y medio de dólares (cerca del 25% del PIB)— y un paulatino descenso a partir de noviembre. La secuencia de repliegue de las medidas ha sido, en general, si-

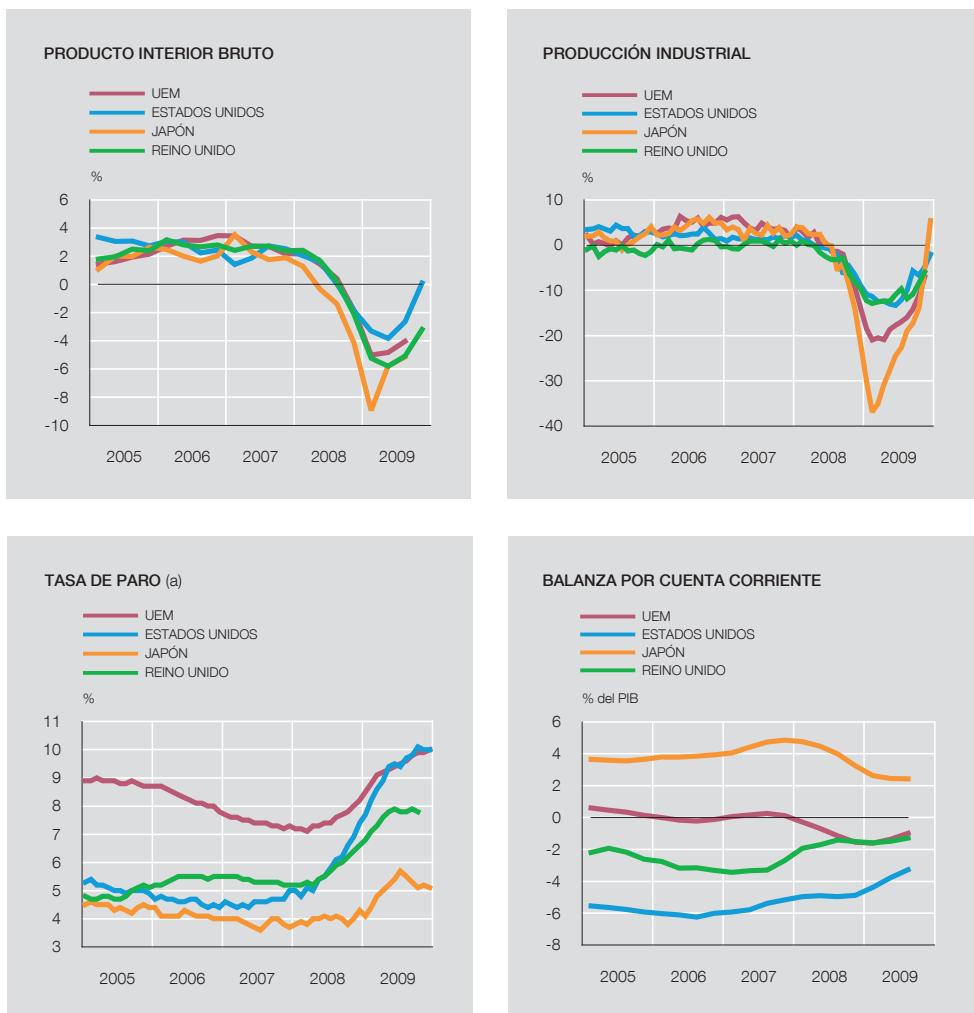
milar a la de su implementación, aunque a un ritmo mucho más contenido: así, la estabilización de la situación financiera propició un menor uso de las facilidades de liquidez a corto plazo, cuyo coste empezó a ser superior al proporcionado por unos mercados menos tensionados. Así, a pesar de que las autoridades estadounidenses tienen programada la expiración de las medidas de liquidez en febrero de 2010, muchas de las ayudas de emergencia prácticamente dejaron de utilizarse durante el verano de 2009. Las emisiones de deuda bancaria con garantía pública perdieron fuerza ya a finales de 2008 y dejaron de utilizarse en octubre, con la expiración del programa, si bien otro tipo de garantías (cuentas de transacción y garantías de activos) siguieron utilizándose intensamente hasta el último trimestre de 2009. Actualmente, la mayoría de ellas han expirado, como se observa en el cuadro. Algunas facilidades de financiación —varias de las cuales expiran en febrero de 2010— han visto reducida su demanda en los últimos meses. Los fondos de recapitalización han sido devueltos por algunas entidades financieras, en particular las grandes, a medida que accedían a la financiación del mercado; no obstante, se mantienen en otras muchas de tamaño más reducido. Por el contrario, otras facilidades de financiación y recapitalización aún mantienen su vigencia y resultan importantes, como el programa de modificación y refinanciación hipotecaria, la recapitalización de las agencias de titulización hipotecaria, Fannie Mae y Freddie Mac, o la inyección de capital en la aseguradora AIG. Por último, las compras de activos —que se computan en términos acumulados o de stock en el gráfico— han mantenido un ritmo bastante elevado hasta finales del año pasado, aunque algunas facilidades ya han expirado y otras están cerca de hacerlo. Por ejemplo, en Estados Unidos el Tesoro ha finalizado su programa de compras de activos de titulización hipotecaria (MBS) de Fannie Mae y Freddie Mac, y la Reserva Federal tiene previsto finalizar las compras de estos activos en marzo, mientras que ya completó las compras de bonos del Tesoro. No obstante, los activos se mantendrán previsiblemente durante bastante tiempo en poder del sector público, lo que implicará entre otras cosas, que el balance de la Reserva Federal seguirá estando muy sobredimensionado, respecto a su tamaño antes de la crisis.

En definitiva, la desactivación de las medidas de apoyo a los mercados e instituciones financieras se está produciendo de forma ordenada, selectiva y a ritmos diferenciados por segmentos de mercado, en paralelo con la mejora del funcionamiento de estos y a medida que su demanda disminuye. No obstante, el monto de los recursos utilizados aún se situaba al final del año pasado en torno a los dos billones y medio de dólares, más del 17% del PIB. A pesar del repliegue de los apoyos, el hecho de que algunas de estas medidas se sigan utilizando con cierta intensidad en segmentos específicos —por ejemplo, en el de titulización hipotecaria en Estados Unidos— en un contexto de fragilidad subyacente en el sistema financiero requiere una notable cautela y prudencia en la gestión de su retirada.

1. Las filas del cuadro se corresponden con los programas instrumentados en cada ámbito de acción. Una explicación detallada queda fuera del ámbito de un recuadro. Para una información pormenorizada, véase *US Treasury Department Troubled Assets Relief Program Monthly Congressional Report* (enero 2010), *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet* (enero 2010) y *FDIC Quarterly Banking Profile* (septiembre 2009).

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS  
Tasas de variación interanuales

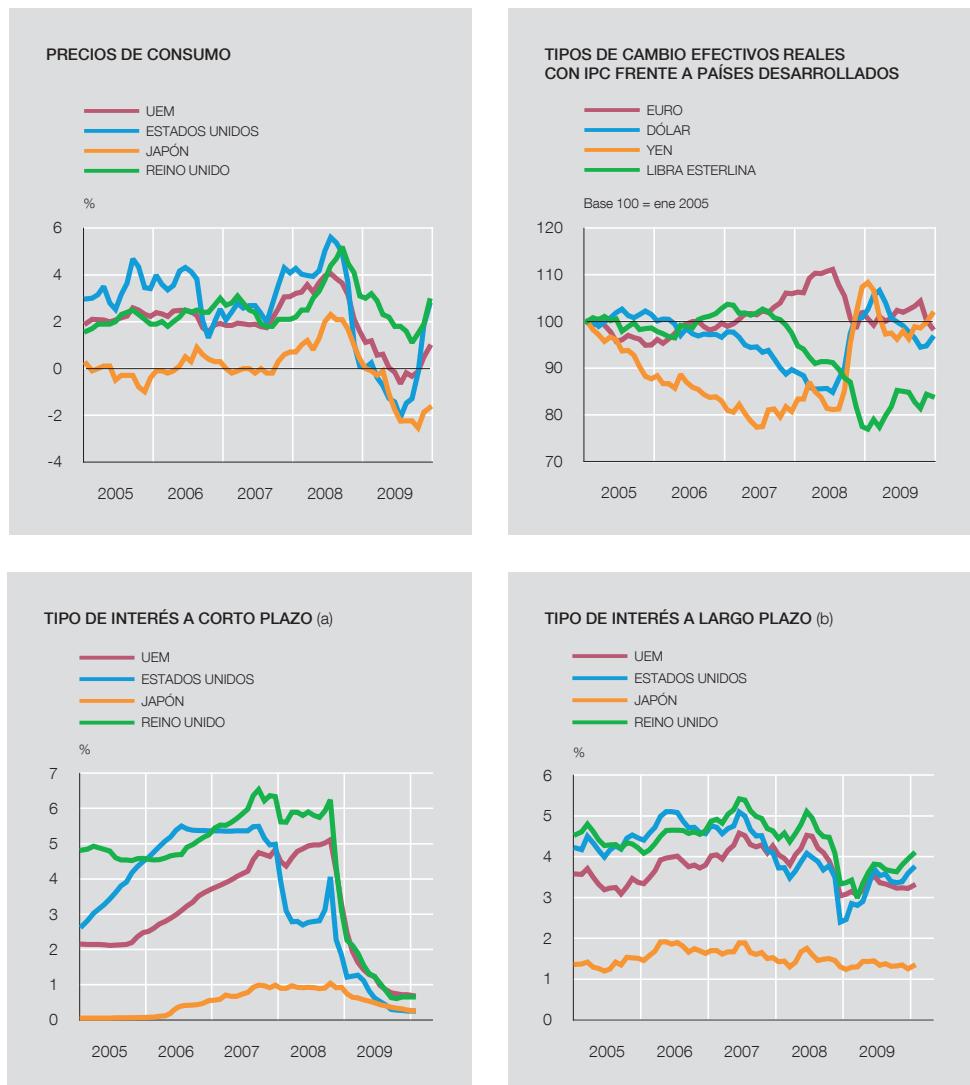
GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

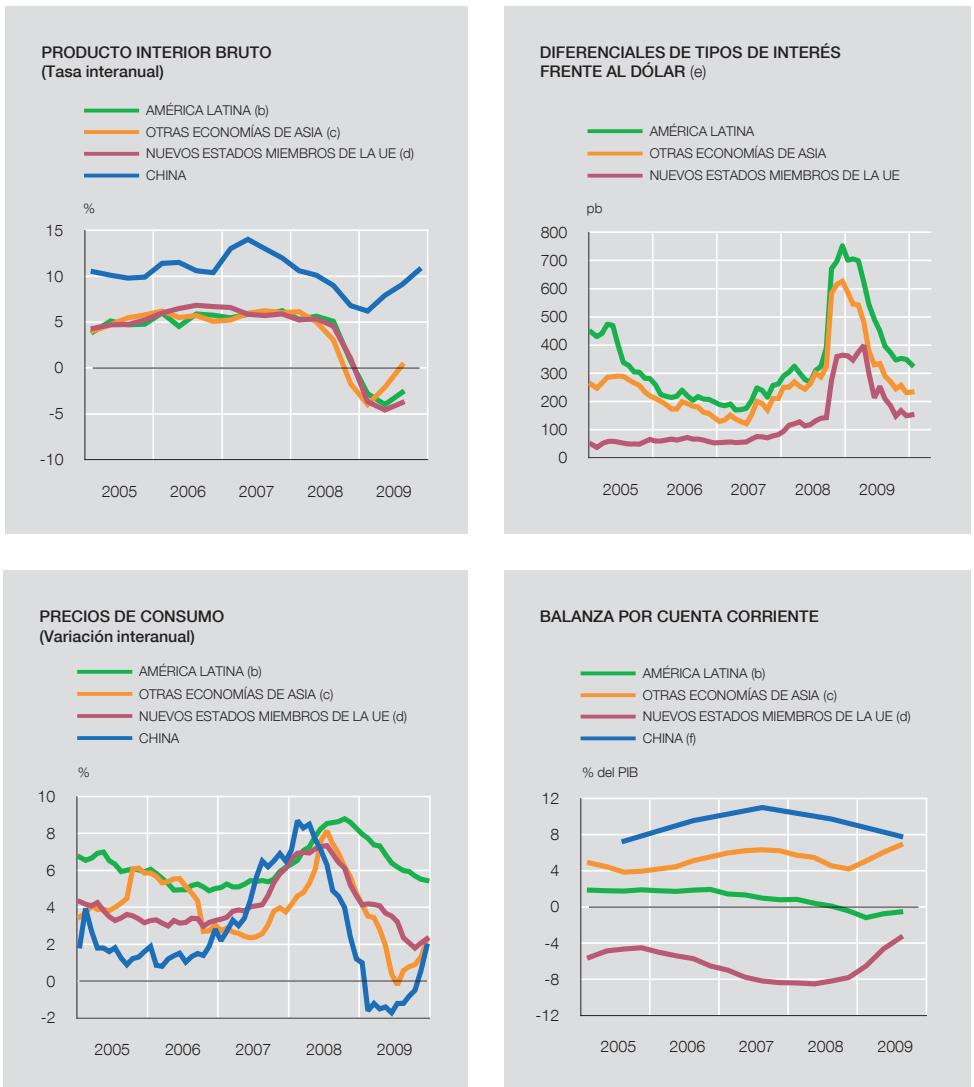
En Estados Unidos, la primera estimación del PIB en el cuarto trimestre mostró un crecimiento del 1,4% trimestral (5,7% en tasa anualizada), superior al incremento del 0,6% del tercero, derivado en gran medida de la favorable evolución de las existencias y del efecto de los estímulos fiscales sobre la demanda agregada. De este modo, en el conjunto de 2009 la economía estadounidense se contrajo un 2,4% respecto al año anterior. Esta primera estimación del PIB del cuarto trimestre confirma los datos favorables de mayor frecuencia publicados hasta enero. Por un lado, los indicadores de oferta mostraron avances significativos, mientras que la evolución de los indicadores de demanda —consumo personal y confianza del consumidor— fue también positiva, pero débil. Por su parte, los indicadores del mercado inmobiliario apuntaron cierta fragilidad en la incipiente recuperación. Respecto al mercado de trabajo, la destrucción de empleo fue menor que en trimestres previos, pese a lo cual la tasa de paro aumentó hasta el 10% en diciembre. En cuanto a los precios, el IPC pasó de registrar tasas interanuales negativas, en octubre, a crecer un 2,7% interanual en diciembre, mientras que la tasa de inflación subyacente se mantuvo relativamente estable. En este contexto, en su reunión de enero, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y el objetivo de compras de activos. Por lo que respecta a las medidas extraordinarias de apoyo financiero, como se describe en el recuadro, buena parte de ellas se mantienen en funcionamiento, aunque su demanda se ha reducido, expiraron algunas de ellas e importantes entidades devolvieron el dinero destinado a su recapitalización.



FUENTE: Banco de España.

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

En Japón, el PIB del tercer trimestre se expandió un 0,3% trimestral (–5,1% interanual), inferior al 0,7% del trimestre anterior, sustentado fundamentalmente en la favorable evolución de la demanda externa. En el cuarto trimestre, la economía mantuvo el desfase entre el dinamismo de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna, de forma que las exportaciones prosiguieron su mejora, mientras que los indicadores de consumo e inversión privada no acabaron de consolidarse. Además, los indicadores de oferta mostraron cierto freno en su proceso de mejora, que también se observó en el deterioro de las expectativas de las grandes empresas. Con todo, en diciembre el paro disminuyó dos décimas respecto a septiembre, hasta el 5,1%. Los precios al consumo y al por mayor continuaron cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial, pero decidió crear una nueva facilidad de préstamo con colateral por un monto equivalente al 2% del PIB. Por otro lado, el Gobierno anunció nuevas medidas de estímulo fiscal —con un impacto estimado en torno a un 1,5% del PIB—, destinadas, entre otros fines, al fomento del empleo y a la adopción de tecnologías menos contaminantes, aunque incluyen la reasignación de fondos de planes previos.



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 Reino Unido, de acuerdo a la estimación preliminar, el PIB del cuarto trimestre creció un 0,1% trimestral (-3,2% interanual), frente a la caída del 0,2% del tercer trimestre. De este modo, en el conjunto de 2009 el PIB se contrajo un 4,8% respecto a 2008. El cambio de tendencia en el cuarto trimestre refleja la leve recuperación que se apuntaba en los indicadores de mayor frecuencia aparecidos hasta finales de enero. Sin embargo, el mercado laboral mostró cierta debilidad y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8% en los tres meses hasta noviembre. A ello se une la atonía del crédito bancario, en especial el destinado a las pequeñas y medianas empresas y a los hogares, con la excepción de los préstamos para la compra de vivienda, que reflejan la estabilización observada en el mercado inmobiliario. La tasa de inflación aumentó en 1,8 pp en el trimestre, hasta el 2,9% interanual en diciembre, muy por encima del objetivo oficial del 2%, si bien este aumento se considera transitorio. En este contexto,

el Banco de Inglaterra mantuvo inalterados el tipo de interés oficial, en el 0,5%, y el programa de compra de activos, en su reunión de enero.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del tercer trimestre moderó su caída en comparación con el trimestre anterior, al pasar de un –4,5% a un –3,6% interanual, en promedio, gracias a la mayor aportación del sector exterior, mientras que la demanda interna continuó deprimida en la mayoría de los casos —especialmente en los países bálticos—. No obstante, siguió observándose una gran diversidad por países, desde un crecimiento del 1,7% interanual en Polonia hasta una caída del –19% en Letonia. Los indicadores del cuarto trimestre muestran un repunte de la producción industrial, impulsada por las exportaciones, con la consiguiente mejoría de los saldos comerciales y de la balanza por cuenta corriente. La tasa de inflación cambió su tendencia durante el trimestre y repuntó, desde un promedio del 2,7% interanual en octubre, hasta un 3,1% en diciembre, debido sobre todo a los mayores precios del combustible. En cuanto a la política monetaria, continuaron disminuyendo los tipos de interés oficiales en aquellos países donde todavía estaban en niveles elevados, como Rumanía o Hungría, y, de forma inesperada, en la República Checa, donde se redujo en diciembre en 25 pb, hasta el 1%, un nuevo mínimo histórico.

En China, el PIB del cuarto trimestre repuntó con fuerza, hasta el 10,7% interanual —8,7% para el conjunto de 2009—, basado, fundamentalmente, en los estímulos de política económica. A lo largo del cuarto trimestre, la producción industrial se aceleró considerablemente y la confianza empresarial continuó en niveles muy elevados, al tiempo que los indicadores de demanda mantuvieron un tono robusto, especialmente la inversión; también el superávit comercial se amplió sensiblemente en el trimestre, en un contexto de recuperación del comercio internacional. La acumulación de reservas internacionales —que alcanzaron los 2,4 billones de dólares a finales de 2009— fue intensa, sustentada por mayores entradas de inversión extranjera directa y de capital a corto plazo. La inflación interanual del IPC aumentó progresivamente, hasta alcanzar el 1,9% en diciembre, en un entorno de condiciones monetarias y crediticias laxas. Ante esta situación, el banco central incrementó el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb en enero, marcando el inicio de la retirada del impulso monetario. En el resto de Asia emergente, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre aumentó hasta el 3,9% interanual, confirmando que es la región con mayor dinamismo a nivel global. Este dinamismo se extendió al cuarto trimestre, como señala el crecimiento de la producción industrial y la notable recuperación de las exportaciones. Por su parte, los precios aumentaron paulatinamente, tras algunos meses con inflación negativa, y las políticas monetarias mantuvieron el tipo de interés inalterado, aunque se tomaron medidas para desalentar las entradas de capitales.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró en el tercer trimestre hasta el 1,3% trimestral (–2,7% interanual), frente al 0,5% del trimestre precedente (–4% interanual). La recuperación fue heterogénea, con significativas expansiones en México, Perú y Brasil, estancamiento en Argentina y caídas en Venezuela. En el cuarto trimestre, los indicadores de mayor frecuencia apuntarían, en líneas generales, a la continuidad de la senda de recuperación. La inflación prosiguió en su tónica de moderación, situándose en promedio en el 5,3% interanual en diciembre, la menor tasa en más de dos años. En este contexto, los bancos centrales de la región mantuvieron sin cambios los tipos de interés oficiales, con la excepción de Uruguay, que los redujo. En cuanto a las finanzas públicas, los saldos primarios de la región registraron un deterioro generalizado tanto por la caída de los ingresos como por el aumento del gasto. Además, en Argentina se produjo un episodio de inestabilidad institucional derivado de la resistencia del banco central a utilizar parte de las reservas de divisas para el servicio de la deuda. Por último, Venezuela introdujo un esquema cambiario dual, que conlleva la devaluación del bolívar frente al dólar y el establecimiento de un tipo preferencial para las importaciones de alimentos y maquinaria.

En la segunda mitad de 2009 el PIB de la zona del euro volvió a mostrar tasas de crecimiento positivas, superando así el período de intensa recesión que se había iniciado en el segundo trimestre de 2008. La paulatina estabilización de los mercados financieros —no exenta de algunos episodios de tensión localizados— y la mejora gradual del comercio exterior contribuyeron a estimular la actividad del área. No obstante, esta recuperación descansó en gran medida en factores de naturaleza transitoria, como la evolución de la variación de existencias y la acción enérgica de las políticas económicas.

Las previsiones disponibles coinciden en anticipar una senda de recuperación económica gradual, con una demanda interna débil y unas tasas de crecimiento que, al irse disipando la influencia de los factores temporales que las han impulsado, serían inicialmente más moderadas que las observadas a finales de 2009. El elevado exceso de capacidad instalada tenderá a retrasar la necesidad de nuevas inversiones, mientras que el redimensionamiento necesario en algunos sectores productivos puede seguir repercutiendo negativamente sobre el empleo. Estas desfavorables perspectivas del mercado laboral y las pérdidas acumuladas de riqueza restarán pulso al consumo privado. Todo ello, además, en un contexto en el que el sector financiero sigue inmerso en un proceso de desapalancamiento y el sector público tiene mermando su margen de maniobra por el deterioro alcanzado en sus saldos presupuestarios y se enfrenta, en un gran número de países, a la necesidad de acometer medidas ambiciosas de consolidación fiscal.

La inflación del área volvió también a valores positivos en noviembre, elevándose hasta el 1% en enero, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat. El incremento se explica en gran medida por el efecto base asociado al comportamiento pasado del precio de la energía y todas las previsiones apuntan a que la inflación en la UEM permanecerá en tasas moderadas durante un período prolongado de tiempo. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido los tipos de interés oficiales desde mayo de 2009 en el 1% para las operaciones principales de financiación. Asimismo, en diciembre anunció los primeros pasos para una retirada gradual de las medidas introducidas durante la crisis, que, dada la progresiva estabilización de los mercados financieros, no resultaban ya tan necesarias como entonces. En cualquier caso, el Eurosistema continúa suministrando la liquidez que precisa el sistema en unas condiciones favorables, contribuyendo así a facilitar la financiación de las empresas y las familias del área del euro.

En el ámbito fiscal, es preciso destacar el notable deterioro experimentado por las cuentas públicas. Trece países de la zona del euro se encuentran en una situación de déficit excesivo y deberán adoptar medidas para cumplir con las recomendaciones de ajuste fiscal que el ECOFIN elaboró en noviembre y que se detallan en el recuadro 2. Las opiniones del ECOFIN se enmarcaron dentro del acuerdo que los ministros alcanzaron para garantizar que la estrategia de salida a los planes de estímulo fiscal y de apoyo al sector financiero en la Unión Europea sea coordinada y no obstaculice la incipiente recuperación económica. La senda de corrección de los desequilibrios presupuestarios será todavía compatible con un tono de la política fiscal expansivo en 2010 para el conjunto del área, y todos los países deberán realizar esfuerzos de consolidación elevados como muy tarde a partir de 2011. El cumplimiento de los compromisos dentro del marco fiscal de la UE será determinante para no debilitar la confianza de los agentes y favorecer un crecimiento sostenido de la economía.

El diseño de una estrategia de consolidación presupuestaria que permita alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas, tal y como se acordó en la cumbre de ministros de economía de la UE (ECOFIN) celebrada el 20 de octubre de 2009, constituye uno de los principales desafíos a los que se enfrenta la política económica actual. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) constituye un instrumento esencial, al proporcionar herramientas que permiten señalar adecuadamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria.

En este sentido, de acuerdo con las prescripciones del Pacto, el Consejo ECOFIN celebrado el 2 de diciembre decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo a ocho países del área —en concreto, Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia—, y revisar las recomendaciones y los plazos establecidos para aquellos que ya lo tenían abierto desde abril, es decir, Grecia, Francia, España e Irlanda. En consecuencia, en la actualidad, 13 de los 16 Estados miembros se encuentran sujetos a este procedimiento, y, de acuerdo con las últimas estimaciones de la Comisión, Chipre también superaría el 3% del PIB en 2009.

El procedimiento de déficit excesivo constituye uno de los pilares fundamentales sobre los que se asienta el PEC. Como se sabe, el objetivo final del Pacto es lograr que los Estados miembros de la

UEM mantengan «una situación presupuestaria próxima al equilibrio o en superávit en el medio plazo», al ser este un requisito esencial para el funcionamiento adecuado de la unión monetaria. Con el fin de garantizar que los distintos Estados miembros se ajustan a estos parámetros de disciplina presupuestaria, se consensuó que el Tratado de formación de la UE (actual Tratado de Lisboa) incorporase el artículo 104, que regula el procedimiento de déficit excesivo. Este procedimiento establece la obligación por parte de los Estados miembros de la UEM de evitar déficits excesivos y fija los valores de referencia que determinan su existencia. Así, con carácter general, se considera que existe un déficit excesivo cuando el déficit público supera el 3% del PIB, a menos que permanezca próximo al valor de referencia y tenga carácter excepcional (originado por una crisis severa) y transitorio. Asimismo, la ratio de deuda pública no debe sobrepasar el 60% del PIB, a menos que presente una trayectoria descendente. Por otro lado, el PDE establece los plazos y el procedimiento de supervisión aplicable a los países que incurran en déficit excesivo, proceso que contempla incluso la imposición de sanciones si no se adoptan las medidas necesarias para revertir esa situación.

Las recomendaciones que contienen los PDE abiertos en la actualidad se resumen en el cuadro 1. Por lo que se refiere a los plazos, con carácter general el PDE establece que un déficit excesivo deberá corregirse en el año posterior al que se detecta su existencia, salvo

#### INDICADORES FISCALES Y PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO EN LA ZONA DEL EURO

	INDICADORES DE LA POSICIÓN PRESUPUESTARIA				PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO			
	Déficit público 2009 (a)		Deuda pública 2011 (a)	Aumento del gasto asociado al envejecimiento (2010-2060) (b)	Indicadores de sostenibilidad (c)		Ajuste estructural exigido (% del PIB)	
	Total	Ajustado de ciclo			Indicador S2	Riesgo		
Alemania	-3,4	-1,9	79,7	5,1	4,2	medio	2011-2013	0,50
Austria	-4,3	-3,3	77,0	3,3	4,7	medio	2011-2013	0,75
Holanda	-4,7	-3,2	69,7	9,4	6,9	alto	2011-2013	0,75
Italia	-5,3	-3,5	117,8	1,6	1,4	medio	2010-2012	Al menos 0,5
Bélgica	-5,9	-4,6	104,0	6,6	5,3	medio	2010-2012	0,75
Eslovenia	-6,3	-4,8	48,2	12,7	12,2	alto	2010-2013	Al menos 0,75
Eslovaquia	-6,3	-6,0	42,7	5,5	7,4	alto	2010-2013	1,00
Portugal	-8,0	-6,6	91,1	2,9	5,5	medio	2010-2013	1,25
Francia	-8,3	-7,0	87,6	2,2	5,6	medio	2010-2013	> 1
España	-11,2	-10,0	74,9	8,3	11,8	alto	2010-2013	> 1,5
Irlanda	-12,5	-9,6	96,2	8,7	15,0	alto	2010-2014	2,00
Malta (d)	-4,5	-4,2	72,5	9,2	7,0	alto	2009-2011	0,75
Grecia	-12,7	-12,6	135,4	16,0	14,1	alto	Pendiente de definir en 2010	
Área del euro	-6,4	-5,0	88,2	5,1	5,8	—	—	—
Reino Unido	-12,1	-10,5	88,2	4,8	12,4	alto	2010/2011-2014/2015	1,75

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. Previsiones de otoño de 2009 de la Comisión Europea. Porcentajes del PIB.

b. *Informe de envejecimiento de la Comisión Europea, 2009*. Porcentajes del PIB.

c. *Informe de sostenibilidad de la Comisión Europea, 2009*. El indicador S2 mide el tamaño del ajuste estructural o permanente necesario para garantizar que se cumple la restricción intertemporal del Gobierno, esto es, que la suma de ingresos futuros garantiza la devolución de la deuda actual más el pago de todos los gastos futuros, incluidos los asociados al envejecimiento. En base a este indicador y a otros elementos más valorativos, la Comisión Europea clasifica a los países en tres grupos, según el riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas sea bajo, medio o alto (columna derecha).

d. Recomendación de la Comisión Europea de enero de 2010.

en situaciones como la actual de crisis económica severa. Por ello, los ministros de Economía de la UE acordaron que la consolidación debería iniciarse con carácter general en el año 2011, aunque en aquellos casos de mayor deterioro de las cuentas públicas el año de inicio será 2010. Asimismo, para la mayor parte de los países, el plazo límite para corregir los déficits excesivos se ha fijado en 2013, salvo para Irlanda (2014) y Bélgica e Italia (2012).

En cuanto al ajuste estructural anual que cada país deberá realizar en promedio durante el período de corrección establecido, su cuantía se determina para cada país teniendo en consideración no solo su nivel de deuda y déficit, sino también su saldo por cuenta corriente, los pasivos contingentes del sistema financiero, los pagos por intereses, las primas de riesgo y los aumentos del gasto esperado asociados al envejecimiento de la población. Los PDE abiertos en la actualidad sitúan este ajuste entre los 0,5 pp exigidos a Alemania e Italia y los 2 pp de Irlanda.

El caso de Grecia constituye una excepción, ya que la Comisión concluyó que este país no había adoptado las medidas necesarias para corregir su déficit excesivo. No obstante, la situación de inestabilidad en que se ha visto inmersa esta economía ha favorecido la introducción de algunas medidas de recorte presupuestario en el mes de diciembre, que suponen un paso en la dirección adecuada para evitar la apertura de un expediente sancionador.

Finalmente, los PDE abiertos incorporan también «invitaciones» para la reforma de los sistemas de pensiones y de salud pública, orientadas a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en aquellos casos en los que la Comisión estima que existen riesgos más elevados, de acuerdo con los resultados del *Informe de sostenibilidad* elaborado recientemente por este organismo.

En el contexto descrito, las reformas estructurales han adquirido una relevancia todavía mayor, lo que debería quedar plasmado en la próxima renovación de la Estrategia de Lisboa en 2010, conocida como la Estrategia EU 2020. Su instrumentación será decisiva para compensar los efectos de la crisis sobre la producción potencial y para generar un crecimiento económico que también contribuya a la consolidación fiscal.

Finalmente, el 1 de diciembre entró en vigor el Tratado de Lisboa, que dota a la Unión Europea de un nuevo marco jurídico que, entre otras cosas, introduce un proceso de toma de decisiones más eficiente y permitirá que la UE desempeñe un papel más destacado en el ámbito internacional.

### 3.1 Evolución económica

Durante el tercer trimestre de 2009 el PIB del área creció un 0,4% intertrimestral, tras cinco períodos consecutivos de descensos (véase cuadro 1). Esta mejora se apoyó, en gran medida, en la disminución del ritmo de descenso de los inventarios, así como en el avance de las exportaciones y del consumo público, mientras que el gasto privado restó impulso a la actividad. A pesar de la mejora del clima de confianza, el consumo privado se contrajo, y la inversión también retrocedió, aunque con menor intensidad que en los trimestres anteriores debido a la recuperación del equipo (véase gráfico 8). Con todo, la aportación de la demanda interna al crecimiento del PIB —excluidas existencias— fue ligeramente negativa y, en un contexto de fortaleza de las importaciones, la de la demanda exterior neta fue nula. En términos interanuales, el PIB retrocedió un 4,1%. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, el valor añadido de la industria experimentó una variación positiva elevada, del 2,2% con respecto al trimestre anterior, y, a ritmos más reducidos, también lo hicieron el del comercio y el de la agricultura.

La recuperación de la actividad se extendió a la mayoría de los países miembros de la UEM durante el tercer trimestre, que, no obstante, mostraron un patrón de crecimiento diferenciado. La mejora de las exportaciones y de la inversión y, sobre todo, la contribución positiva de las existencias permitieron que la economía alemana creciera a una tasa del 0,7% intertrimestral. El consumo privado, en cambio, retrocedió de forma significativa, lo que en buena parte refleja el menor número de matriculaciones tras agotarse la dotación del plan del automóvil alemán. Por su parte, el PIB de Francia volvió a aumentar a un ritmo del 0,3% intertrimestral gracias a la contribución positiva del sector exterior y del consumo público. Finalmente, el PIB de Italia creció un 0,6% en

	2008			2009			2010	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
<b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b>								
PIB	-0,3	-0,4	-1,9	-2,5	-0,1	0,4		
Consumo privado	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,1		
Consumo público	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6		
Formación bruta de capital fijo	-1,4	-1,2	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8		
Importaciones	-1,0	0,0	-4,8	-7,4	-2,8	3,0		
Exportaciones	-0,5	-1,3	-7,2	-8,6	-1,2	3,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demandas internas excluidas existencias</i>	-0,4	-0,2	-1,0	-1,2	-0,1	-0,1		
<i>Variación de existencias</i>	-0,2	0,3	0,2	-0,8	-0,6	0,5		
<i>Demandas exterior neta</i>	0,2	-0,5	-1,1	-0,5	0,5	0,0		
PIB (tasa de variación interanual)	1,4	0,4	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0		
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,1	-1,6	-8,2	-8,4	-1,2	2,3	0,9	
Sentimiento económico	99,2	92,4	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	95,7
PMI compuesto	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	53,6
Empleo	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5		
Tasa de paro	7,4	7,6	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9	
<b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>								
IAPC	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	
IPRI	7,9	7,7	1,2	-3,2	-6,5	-7,6	-2,9	
Precio del petróleo (valor en dólares)	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	72,1
<b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,45
Tipo de cambio dólar/euro	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,441	1,391
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	2,9	-1,0	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-2,5
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-5,8

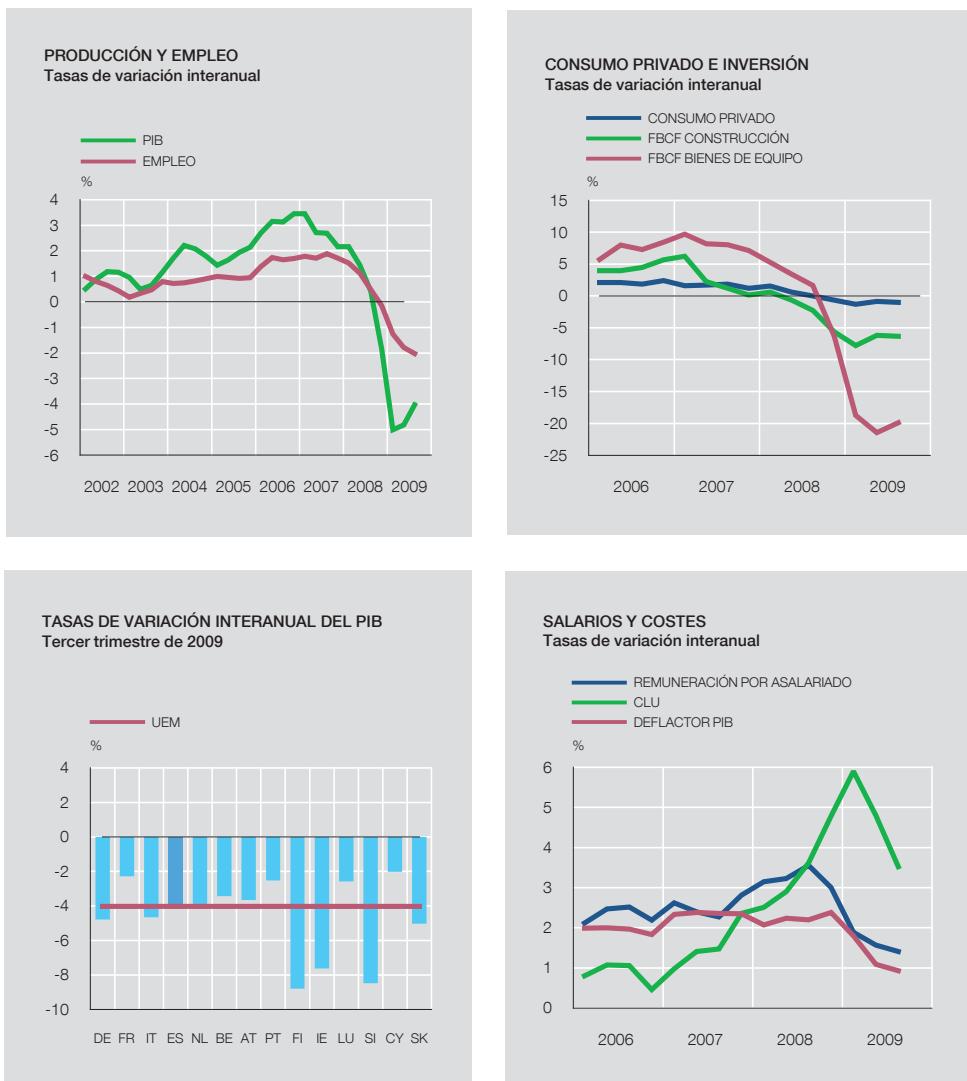
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 1 de febrero de 2010. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.  
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

relación con el segundo trimestre como resultado de una reactivación de la inversión en bienes de equipo y del consumo privado, vinculada a los incentivos públicos a la compra de coches.

El empleo mostró una nueva contracción en el tercer trimestre, del 0,5%, similar a la de los tres meses anteriores, lo que situó su tasa interanual en el -2%. Los descensos más acusados siguieron produciéndose en la industria y en la construcción –del 1,6% y 2% en relación con el trimestre anterior, respectivamente–. La pérdida de empleos y el menor ritmo de contracción del PIB atenuaron la caída interanual de la productividad aparente del trabajo, que se redujo nueve décimas, hasta el -2,1%. Este comportamiento y la moderación salarial supuso una desaceleración del coste laboral unitario, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el 3,5%, al mismo tiempo que la caída de los márgenes empresariales se mitigó (véase gráfico 8).

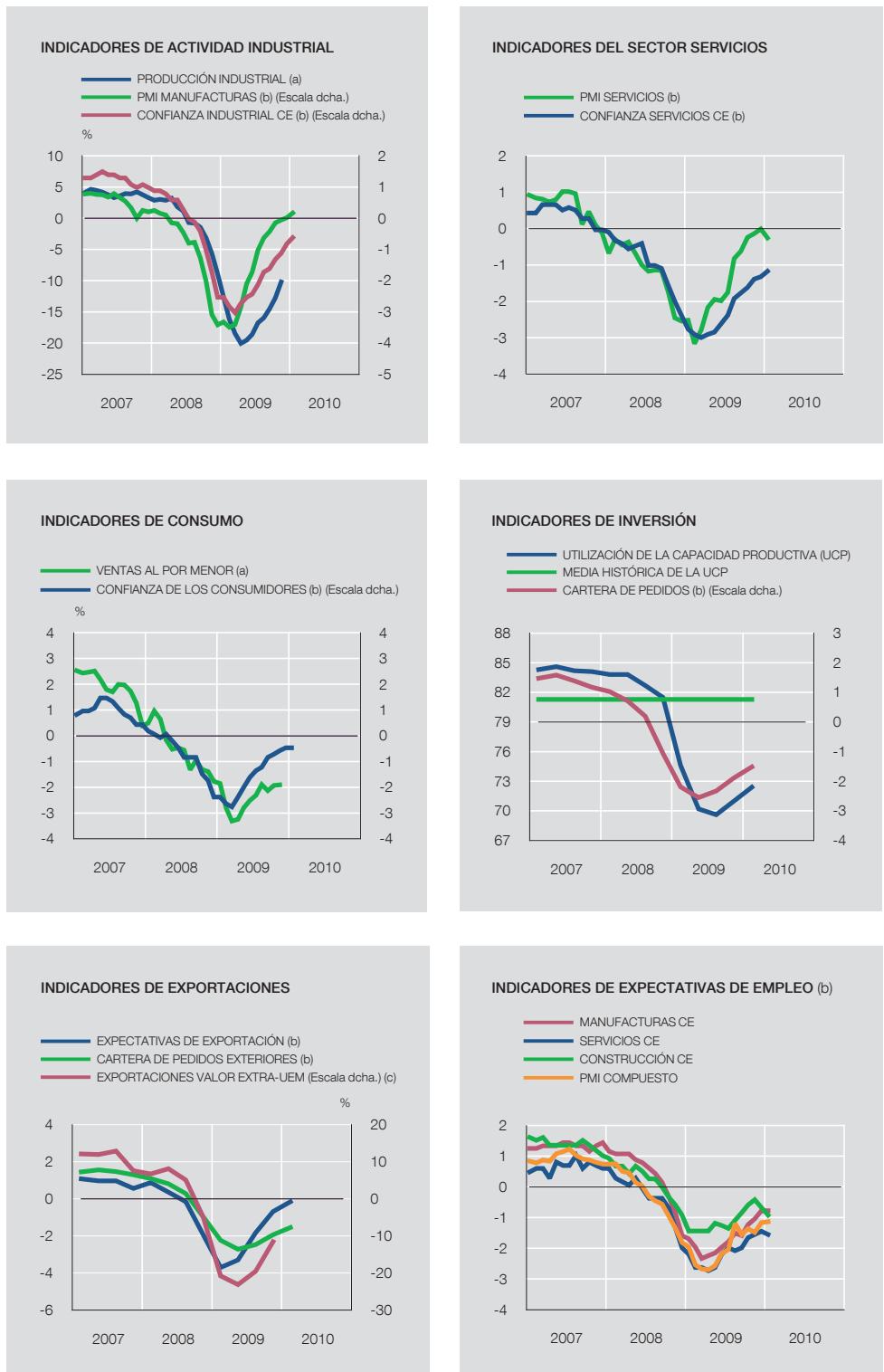
La información más reciente sugiere que la actividad del área volvió a registrar una tasa de avance positiva en los tres últimos meses del año (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, la producción industrial y los pedidos industriales, con información hasta noviembre, registraron aumentos en relación con el trimestre anterior, si bien a un ritmo más débil que en el tercer trimestre. Los indicadores de confianza prolongaron su senda ascendente y se situaron en niveles compatibles con incrementos de la actividad, comportamiento que ha continuado en enero. Por otra parte, aunque la tasa de paro aumentó en diciembre hasta el 10%, los indica-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

dores cualitativos del mercado de trabajo invirtieron su tendencia descendente, permaneciendo en niveles inferiores a sus valores medios históricos.

Por el lado de la demanda, a pesar del clima de mayor confianza, los indicadores de gasto de los hogares mostraron gran atonía. Durante el cuarto trimestre, el indicador de ventas al por menor acentuó su caída y la maduración de los planes de ayuda a la compra de automóviles se reflejó en una desaceleración de las matriculaciones. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de la capacidad productiva registró un ligero ascenso en los últimos meses del año y en enero, si bien permaneció en niveles muy por debajo de su media de largo plazo. La valoración de la cartera de pedidos de la industria de la encuesta mensual de la Comisión Europea, que también puede ser interpretada como otro indicador de presión de demanda, mejoró notablemente a lo largo del cuarto trimestre y en enero. Por otra parte, la información de octubre y noviembre refleja, en media, un aumento moderado de las ventas al exterior, mientras prosigue la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Como se explica en el recuadro 3, la estructura comercial de la zona del euro presenta cierto sesgo hacia regiones que están experimentando un menor dinamismo económico, por lo que cabe esperar un avance de las exportaciones de la UEM más débil que el del comercio mundial. Finalmente, el indicador de la valoración de las exis-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

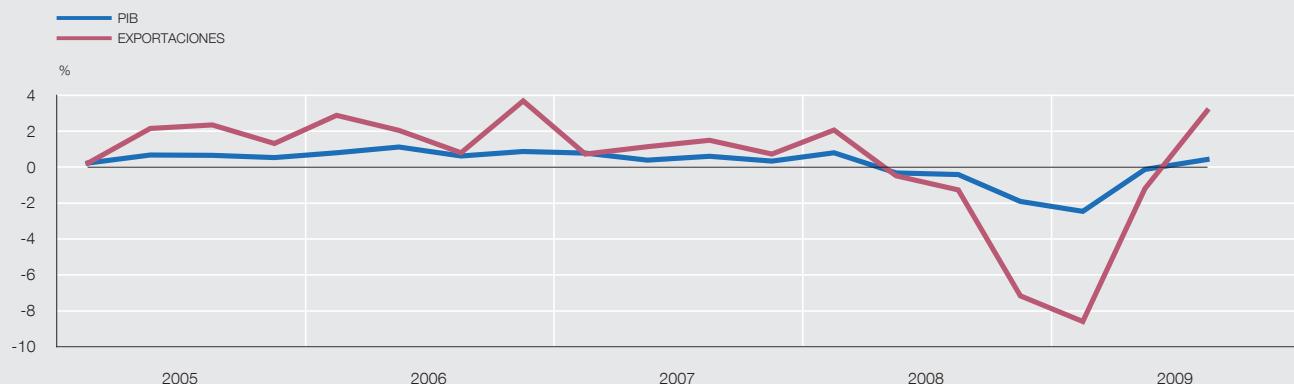
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.  
 b. Series normalizadas.  
 c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

En el tercer trimestre del año, el PIB de la UEM aumentó por primera vez desde principios de 2008, debido, en parte, al impulso de las exportaciones (véase gráfico 1). Dado que el crecimiento de la demanda interna se mantiene por el momento moderado, la continuidad de la recuperación de la actividad en los próximos trimestres dependerá en gran medida de cómo evolucionen las ventas al exterior. En un contexto en el que la apreciación acumulada del euro po-

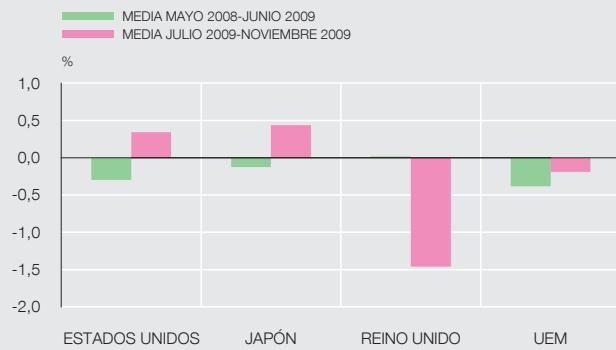
dría dificultar la capacidad competitiva, las exportaciones de la UEM vendrán muy determinadas por la marcha del comercio mundial.

La composición geográfica de las exportaciones de la UEM puede condicionar la intensidad de la recuperación de la demanda externa y, en última instancia, de la actividad. En efecto, dado que la recuperación económica no está avanzando de forma homogénea en todas

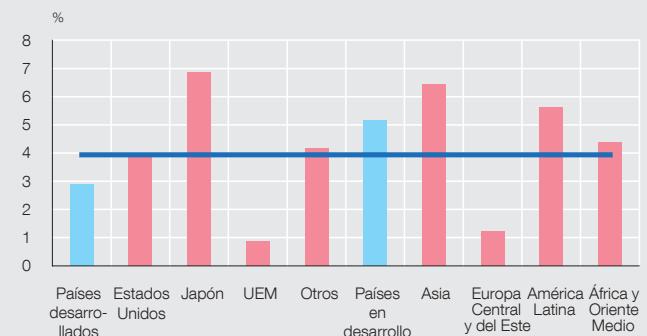
#### 1 PIB Y EXPORTACIONES Crecimiento intertrimestral



#### 2 INDICADOR DE DEMANDA DE EXPORTACIONES



#### 3 CRECIMIENTO DE IMPORTACIONES POR REGIONES (a) Media julio-noviembre



#### COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES Año 2008

	MUNDO	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN	REINO UNIDO	UEM
ECONOMÍAS AVANZADAS	66,2	59,1	57,7	79,5	45,8
Estados Unidos	12,8	0,0	17,8	13,9	13,1
Japón	4,4	5,1	0,0	1,5	2,6
UEM	28,5	15,6	10,5	50,8	0,0
Resto	20,5	38,4	29,5	13,2	30,1
ECONOMÍAS EMERGENTES	33,8	40,9	42,3	20,5	54,2
Asia	12,9	10,3	27,4	5,1	9,3
Europa Central y del Este	9,3	3,0	4,1	6,5	26,7
Latinoamérica	5,5	22,2	5,0	1,9	5,4
África y Medio Oriente	6,0	5,5	5,8	7,0	12,7

FUENTES: Eurostat, Banco de España, FMI y CPB.

a. Tasas de crecimiento T3,3.

las regiones del mundo, si la estructura exportadora de la UEM está sesgada hacia las zonas que están registrando un mayor vigor, la demanda procedente del exterior será mayor que si las áreas a las que habitualmente se dirigen las exportaciones de la UEM están experimentando un cierto retraso en el ritmo de salida de la crisis. Para valorar el impacto de la estructura exportadora sobre el dinamismo de las ventas al exterior, se ha construido un indicador simple de demanda relativa de exportaciones para la UEM y se ha comparado con el obtenido para Estados Unidos, Japón y Reino Unido. El indicador se calcula como la suma de las diferencias de crecimiento de las importaciones totales de cada región de destino respecto al total mundial, ponderadas por el peso de cada una de estas regiones dentro de las exportaciones del país. De esta forma, un valor positivo del indicador señalaría que el país está exportando a zonas cuyas demandas están siendo más dinámicas que la media del comercio mundial<sup>1</sup>.

En el gráfico 2 se presenta la evolución reciente de este indicador y se observa que, durante el período de contracción del comercio mundial —entre mayo de 2008 y junio de 2009—, la demanda de exportaciones de la UEM cayó en mayor medida que las importaciones mundiales y que esta diferencia se mantiene en la fase de recuperación registrada a partir de julio. En Estados Unidos o Japón, por el contrario, la demanda externa está creciendo desde el pasado verano a tasas ligeramente superiores a las del comercio mundial.

1. Los datos del comercio mundial utilizados proceden del Instituto independiente de investigación Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y alcanzan hasta el mes de noviembre.

Atendiendo a la desagregación del impacto de cada área, se observa que en la actual fase de recuperación del comercio mundial el sesgo geográfico que caracteriza a la zona del euro hacia Europa Central y del Este, que está experimentando crecimientos inferiores a la media mundial, repercute en un menor impulso de las ventas al exterior (véanse gráfico 3 y cuadro adjunto). La contribución negativa de esta región no ha podido ser compensada por el ligero efecto positivo del mayor crecimiento relativo de África y Medio Oriente y, con algo más de intensidad, de Asia y de Latinoamérica, que representan, respectivamente, un 12,7%, un 9,3% y un 5,4% dentro de sus exportaciones totales.

En contraposición, tanto Estados Unidos como Japón están neutralizando la evolución negativa del comercio con la UEM —con una tasa de crecimiento de sus importaciones de 3,1 pp por debajo de la del mundo— con exportaciones hacia otras zonas más dinámicas. Así, el primero se ha beneficiado de sus fuertes lazos comerciales con Latinoamérica y Asia, mientras que el segundo ha aprovechado, fundamentalmente, su sesgo hacia el mercado asiático. Por su parte, el elevado protagonismo del comercio europeo dentro de las ventas al exterior del Reino Unido explicaría que las exportaciones de este país crezcan menos que lo que determinaría la tendencia de recuperación del comercio mundial.

En definitiva, la especialización geográfica de las exportaciones de la UEM no parece, en principio, lo más favorable para aprovechar plenamente una recuperación económica mundial con las importantes diferencias por países que se prevén. Este hecho contrasta con una composición comercial más beneficiosa en Estados Unidos y Japón, donde el mayor peso de las ventas hacia Latinoamérica y Asia está siendo clave para impulsar sus exportaciones.

tencias de la Comisión Europea sugiere que, durante la última parte del año, la variación de existencias puede volver a contribuir positivamente al PIB.

A pesar de la recuperación del producto en la segunda parte de 2009, apoyada fundamentalmente en factores de naturaleza transitoria, como la contribución de las políticas fiscal y monetaria y la moderación del ritmo de retroceso de los inventarios, la intensidad de la crisis hará que, seguramente, tal como avanzan la mayoría de los organismos internacionales, el año 2009 cierre con una caída del PIB cercana al 4%. A medio plazo, las últimas previsiones de los organismos internacionales dibujan una senda de recuperación económica lenta, con un ritmo de crecimiento a lo largo de este año más tenue que el experimentado a finales de 2009, como reflejo del desvanecimiento de los impulsos temporales y la debilidad de la demanda interna (véase cuadro 2). En efecto, es probable que el exceso de la capacidad instalada y la caída de los beneficios empresariales resten impulso a la inversión, mientras que no es previsible que el consumo privado adquiera una gran fortaleza, debido, fundamentalmente, a la elevada tasa de desempleo. Este escenario de lento crecimiento está sujeto, además, a riesgos a la baja derivados del alcance de la normalización del sistema financiero y de la intensidad que adquiera el ajuste del empleo. Asimismo, una consolidación fiscal insuficiente que no permita cumplir con los compromisos adquiridos dentro del marco de la UE podría debilitar la confianza de los agentes y entorpecer el crecimiento sostenido de la economía a medio plazo.

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre 2009)	0,1-1,5	0,9-1,7	0,2-2,2	0,8-2,0
Comisión Europea (noviembre 2009)	0,7	1,1	1,5	1,5
FMI (enero 2010)	1,0	—	1,6	—
OCDE (noviembre 2009)	0,9	0,9	1,7	0,7
Consensus Forecast (enero 2010)	1,3	1,2	1,6	1,5
Eurobarómetro (enero 2010)	1,3	1,2	1,6	1,5

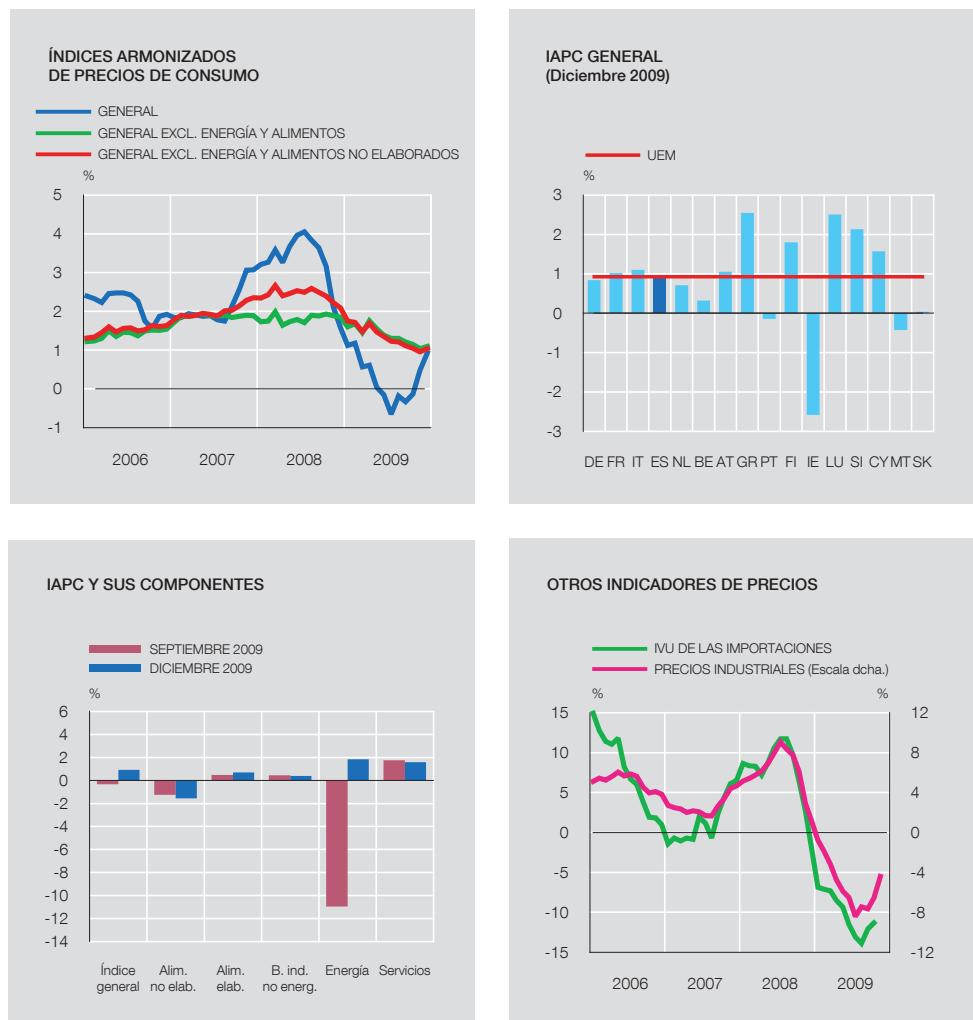
FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

La inflación en la UEM volvió a valores positivos en los últimos meses del año y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, aumentó hasta el 1% en enero (véase gráfico 10). Esta anticipada aceleración de los precios refleja fundamentalmente el efecto base que introduce el acentuado abaratamiento de la energía hace un año. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se mantuvo estable en el 1% durante el último trimestre del año, tras haber mantenido una tendencia descendente desde finales de 2008. Atendiendo a los componentes, la caída moderada en la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos fue compensada por el alza de los alimentos elaborados. Por otra parte, los precios industriales redujeron su caída interanual hasta el -4,4% en noviembre, como consecuencia, fundamentalmente, de los movimientos en el componente energético.

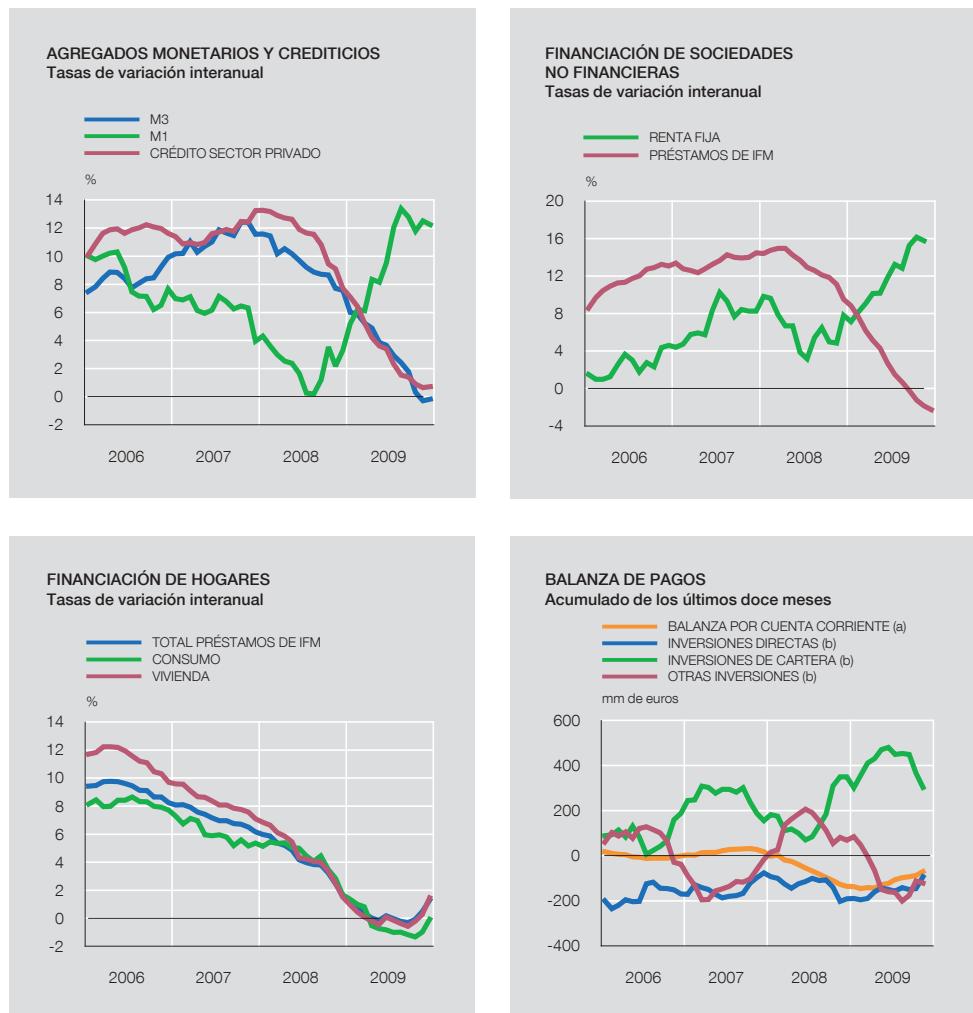
El elevado grado de holgura de la capacidad productiva, explicado por la debilidad de la demanda, hace prever que, en los próximos meses, la inflación continúe registrando tasas positivas reducidas. De acuerdo con el ejercicio de previsión del Eurosistema de diciembre la inflación se situará en registros medios entre el 0,9% y el 1,7% en 2010 y entre el 0,8% y el 2% en 2011. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento de las materias primas y de incrementos de impuestos indirectos y precios administrados para reducir los elevados déficits públicos alcanzados durante la crisis. En sentido contrario, es posible que la sensibilidad a la baja de los precios al elevado grado de holgura acumulado en la economía durante los últimos trimestres pueda ser mayor que la anticipada.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y noviembre de 2009, un déficit de 66 mm de euros (un 0,8% del PIB), casi la mitad del observado en el mismo período del año anterior. Con la excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit se redujo ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Así, el saldo negativo de la balanza de bienes se tornó en superávit, como consecuencia de una caída de las exportaciones menor que de las importaciones, mientras que el déficit de la balanza de rentas y de transferencias corrientes continuó disminuyendo. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y noviembre, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 90 mm de euros, frente a los 187 mm del mismo período de 2008, mientras que, en forma de inversión de cartera, se produjo una entrada neta de 298 mm de euros, menor que los 346 mm del mismo período en 2008. Por tanto, en estos once meses del año, la balanza básica, que úna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 142 mm de euros, considerablemente mayor que el saldo de 27 mm de euros del mismo período de 2008 (véase gráfico 11).



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea volvieron a confirmar un importante deterioro en las balanzas fiscales. El déficit de las AAPP del área del euro se situará en el 6,4% del PIB en 2009, frente al 2% de 2008, y solo dos países, Finlandia y Luxemburgo, respetarán el umbral de déficit del 3% del PIB (véase cuadro 3). Como consecuencia de lo anterior, el consejo del ECOFIN, en su reunión de diciembre, abrió el procedimiento de déficit excesivo a ocho Estados miembros de la UEM, aspectos que se desarrollan en detalle en el recuadro 2. Para los países en esta situación desde abril, el Consejo evaluó positivamente las medidas adoptadas en el caso de Irlanda, España y Francia, países para los que se aprobaron nuevas recomendaciones que extienden en un año el horizonte para sanear las finanzas públicas. En el caso de Grecia, en cambio, el Consejo consideró que las acciones de su Gobierno habían sido insuficientes, exigiendo, además, en enero, que se tomen acciones para corregir las graves deficiencias que se han revelado en sus estadísticas fiscales tras el examen realizado por la Comisión Europea. En consecuencia, Grecia presentó a mediados de enero un programa de estabilidad que contempla una reducción del déficit público de 4 pp del PIB en 2010 y de 3 pp en los años siguientes, para situarlo en el 2,8% del PIB en 2012. Este programa presupuestario contempla un aumento permanente en el impuesto sobre la renta y otras medidas impositivas extraordinarias, que se suman, por el lado del gasto, a una contención de los salarios públicos y a la congelación de las nuevas contrataciones. Por otra parte, Irlanda también ha presentado un programa de estabilidad muy ambicioso, con recortes sustanciales en el gasto público y, en especial, en la remuneración de los empleados públicos.



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.

Para 2010 se espera que la política fiscal mantenga un tono expansivo, aunque los países que han registrado un mayor deterioro de las cuentas públicas, como Irlanda, Grecia o España, han comenzado a establecer medidas de consolidación fiscal. En conjunto, se adelanta que el saldo presupuestario se mantendrá prácticamente estabilizado en niveles cercanos al 7% del PIB en 2010, de acuerdo con la mayoría de las previsiones de organismos internacionales.

Según las previsiones de la Comisión Europea, la deuda pública alcanzará un 84% del PIB en 2010, desde el 78,2% previsto para 2009 y el 69,3% de 2008. Como reveló el *Informe de sostenibilidad* de la Comisión Europea en noviembre, sobre estas cifras existen riesgos adicionales derivados de los retos que plantea el envejecimiento de la población y de los pasivos contingentes adquiridos en el rescate del sistema bancario. En este contexto, no será posible garantizar la estabilidad financiera y el crecimiento económico si los Estados miembros no adoptan estrategias de consolidación creíbles y ambiciosas, que deberían empezar a concretarse en los programas de estabilidad que se presentarán a principios de 2010.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el último trimestre de 2009 continuó el proceso de estabilización de la situación financiera de la zona del euro. La volatilidad y las primas de riesgo de crédito siguieron contrayéndose —con excepciones en los bonos soberanos— y los mercados de financiación incremen-

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
			CE (b)	PDE (c)	CE (b)	FMI (d)
Bélgica	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9	-5,8	-6,3
Alemania	0,2	0,0	-3,4	-3,7	-5,0	-4,6
Grecia	-3,7	-7,7	-12,7	-12,5	-12,2	-7,1
España	1,9	-4,1	-11,2	-9,5	-10,1	-12,5
Francia	-2,7	-3,4	-8,3	-8,2	-8,2	-7,1
Irlanda	0,3	-7,2	-12,5	-11,9	-14,7	-13,3
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,6
Luxemburgo	3,7	2,5	-2,2	-2,2	-4,2	-4,4
Holanda	0,2	0,7	-4,7	-4,8	-6,1	-5,7
Austria	-0,6	-0,4	-4,3	-3,9	-5,5	-5,6
Portugal	-2,6	-2,7	-8,0	-5,9	-8,0	-7,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,8	-2,7	-4,5	-4,2
Eslovenia	0,0	-1,8	-6,3	-5,9	-7,0	-5,6
Chipre	3,4	0,9	-3,5	-2,9	-5,7	-6,3
Malta	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8	-4,4	-4,4
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3	-6,0	-4,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	2,4	1,0	-3,4		-3,7	
Saldo total	-0,6	-2,0	-6,4	-6,0	-6,9	-6,6
Deuda pública	66,0	69,3	78,2	78,4	84,0	

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Previsiones de la Comisión Europea de octubre de 2009.

c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2009.

d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2009.

taron su actividad, al tiempo que las entidades bancarias recurrieron en menor medida a los avales públicos y, en algunos casos, devolvieron las ayudas recibidas en forma de capital.

A pesar de estas mejoras, la situación financiera contiene todavía elementos de fragilidad que conllevan la aparición de episodios de inestabilidad localizados —como fue el caso de World Dubai o el relacionado con la creciente preocupación sobre la situación fiscal en Grecia—. Según las últimas estimaciones del BCE y del FMI, los bancos están todavía expuestos a pérdidas elevadas en su balance. Además, el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sector bancario podría suponer un obstáculo para una eventual recuperación del crédito una vez que repunte su demanda, aunque todavía no se observan signos evidentes en esta dirección, de acuerdo con la última información de la Encuesta de Préstamos Bancarios.

El BCE mantuvo una política de provisión de liquidez generosa y, ante la mejora de los mercados de financiación, en diciembre anunció los primeros pasos para una retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera. Así, la última operación de financiación a un año se celebró en diciembre y las subastas a seis meses se retirarán después de la de marzo. Asimismo, el BCE, en coordinación con los bancos centrales involucrados, anunció la interrupción de las operaciones en francos suizos y en dólares a partir del 31 de enero. En cualquier caso, el BCE continuará suministrando liquidez en euros en condiciones favorables a través del procedimiento de adjudicación plena y tipo fijo, que se prolongará al menos durante el primer

trimestre de 2010. Por otra parte, dentro del programa de adquisiciones de bonos garantizados —*covered bonds*—, vigente desde mediados de 2009, el Eurosistema ha realizado compras en firme por un importe superior al 50% de los 60 mm de euros previstos.

La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto en el que la recuperación se prevé tímida determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta febrero, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde mayo, mientras que el correspondiente a las facilidades de crédito y de depósito lo ha hecho en el 1,75% y 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

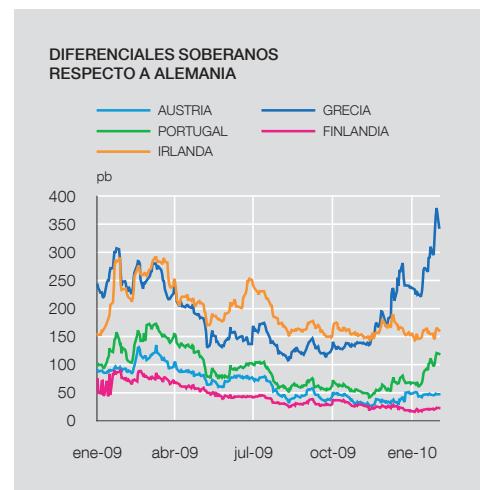
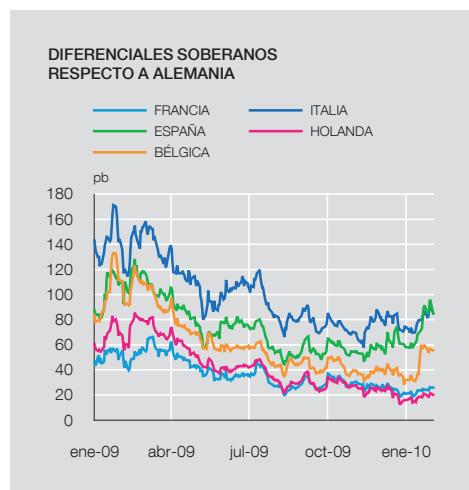
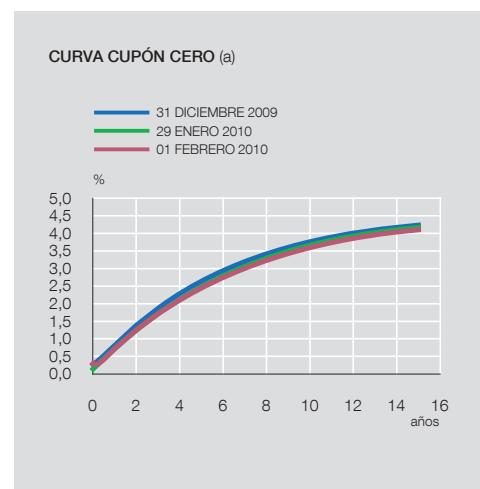
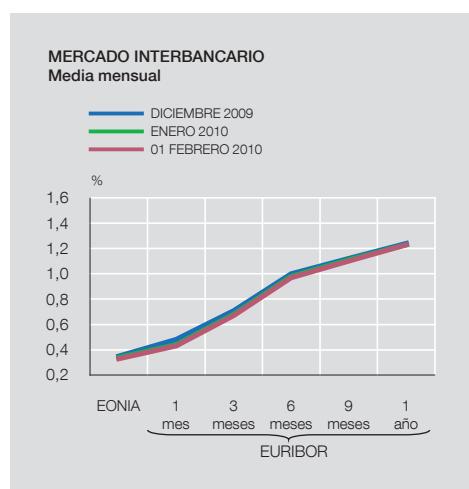
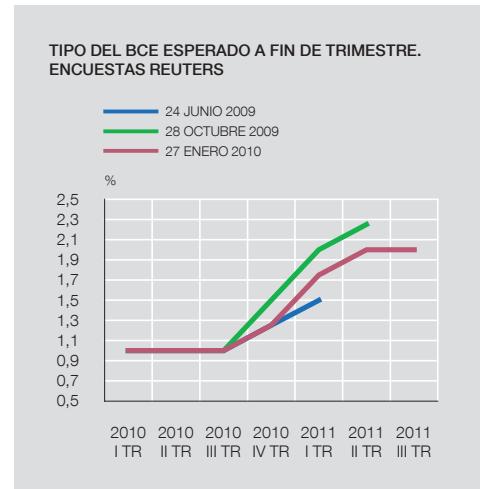
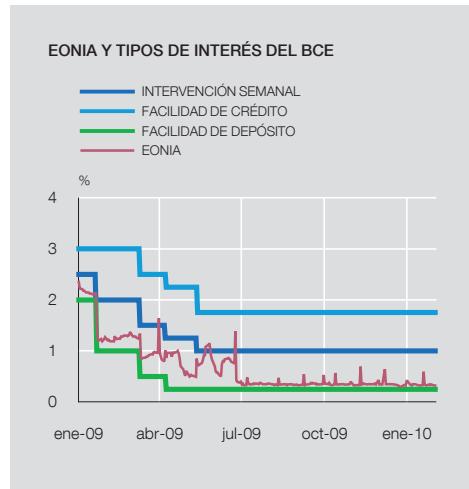
Los tipos de interés interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos durante el último trimestre del año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios del 0,7% y del 1,2%, que se han mantenido a comienzos del año. En los mercados de deuda, la rentabilidad a largo plazo experimentó un ligero repunte, que continuó en enero, hasta situarse en unos niveles medios próximos al 4,1% para el índice a diez años de la UEM. Este incremento refleja, en gran medida, las mayores primas de riesgo exigidas a los bonos soberanos de algunos Estados miembros y la consiguiente ampliación de los diferenciales frente al *Bund* alemán (véase gráfico 13). El aumento de la rentabilidad fue particularmente intenso en el caso de la deuda griega, debido a la preocupante situación fiscal, lo que también se reflejó en rebajas de su calificación por parte de las tres principales agencias de valoración, en dos casos hasta niveles BBB+. Estos hechos se vieron agravados por la revelación de graves deficiencias en las estadísticas fiscales griegas. Las advertencias sobre el mayor riesgo soberano afectaron también a otros países de la UEM, que experimentaron incrementos en el coste de su deuda pública, aunque de mucha menor entidad.

La mejora de la confianza volvió a manifestarse en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada durante el cuarto trimestre, y de forma más acusada en los valores de peor calidad crediticia. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios tendió a estabilizarse en torno a los niveles alcanzados a finales del verano, con ligeras reducciones en el caso del crédito a familias. De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de enero, durante el cuarto trimestre, la demanda de crédito siguió mostrando gran debilidad, si bien se observó un tímido incremento en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Los criterios de oferta no experimentaron cambios sustanciales. En línea con estos resultados, la financiación a los hogares mejoró en el último trimestre del año y su crecimiento interanual volvió a registros positivos, aunque reducidos, del 1,3%, en diciembre. En el caso de las empresas, la caída de los préstamos bancarios se acentuó a finales de 2009, registrando un retroceso del 2,3% en el conjunto del año. Esta disminución esconde flujos negativos elevados en los contratos a más corto plazo y una notable desaceleración de los descubiertos, ya que los préstamos a largo plazo registraron un crecimiento cercano al 4% en el año. Aprovechando la caída en el coste de financiación en los mercados, las empresas, principalmente las grandes, siguieron recurriendo a la emisión de bonos de manera intensa. Aunque no es la principal fuente de recursos externos de las empresas europeas, las emisiones a largo plazo registraron un crecimiento interanual superior al 25% en noviembre.

En los mercados de renta variable las cotizaciones mantuvieron la trayectoria alcista en el último trimestre del año, aunque más moderada que en los meses anteriores. En el conjunto del año, el índice EUROSTOXX 50 acumuló un incremento del 21%, con revalorizaciones superiores al 50% en el sector de metales y de bancos. Esta trayectoria se vio truncada a mediados de enero, cuando las cotizaciones internacionales iniciaron un brusco ajuste a la baja, desencadenado por el anuncio de posibles cambios regulatorios en el sector bancario estadouni-

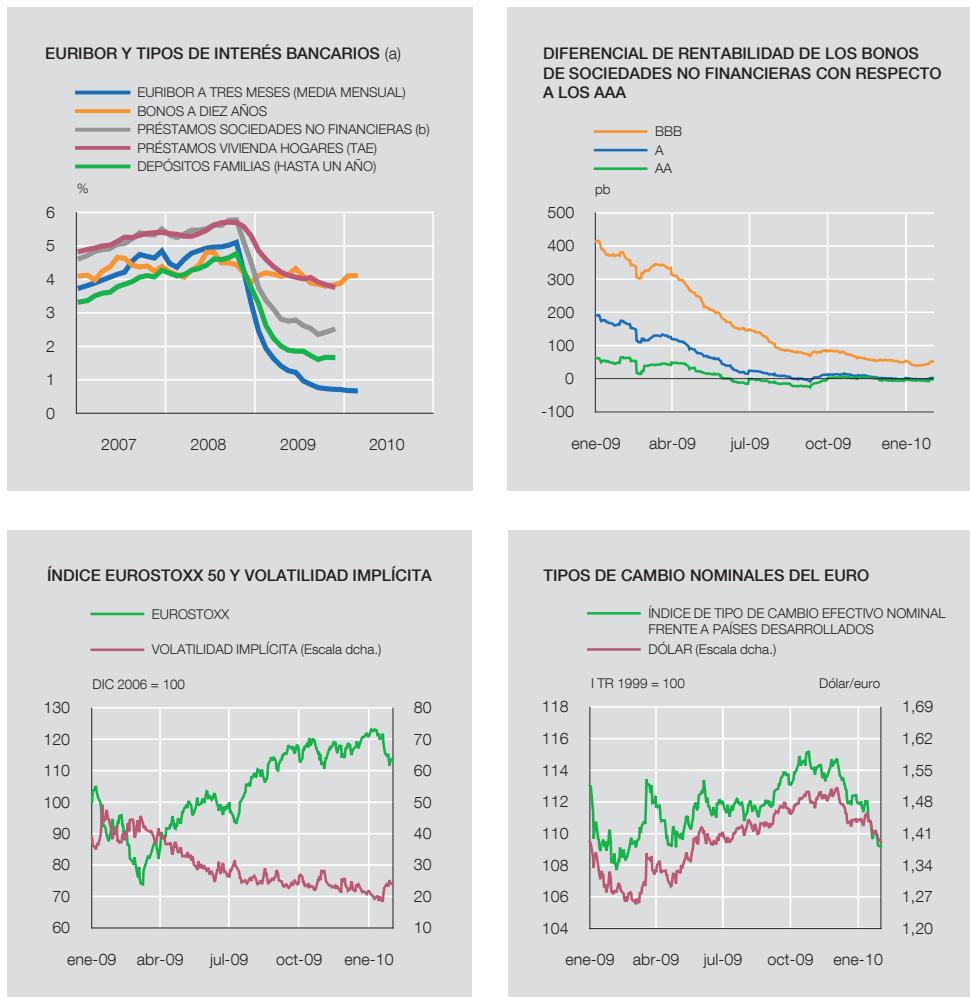
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12



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.

dense. En los días transcurridos de enero, el índice EUROSTOXX 50 retrocedió por encima del 5% en un contexto de mayor volatilidad.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro siguió apreciándose hasta finales de noviembre, cuando llegó a sobrepasar los 1,50 dólares por euro. Posteriormente, inició una fuerte corrección a la baja frente a las principales monedas, que se ha prolongado en enero, acumulando una depreciación en términos efectivos nominales cercana al 2,5% en lo que va de año.

Finalmente, el agregado monetario amplio M3 siguió perdiendo impulso y su tasa de crecimiento interanual alcanzó por primera vez registros negativos del -0,2% en diciembre. Los bajos tipos de interés, la pendiente de la curva de rendimientos y la revalorización de las cotizaciones bursátiles siguieron impulsando el desplazamiento de inversión hacia activos no monetarios, en busca de una mayor rentabilidad. Al mismo tiempo, la caída del coste de oportunidad apoyó también la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1 —efectivo y depósitos—, que crece a tasas elevadas superiores al 12% interanual, reflejando, en parte, efectos base de su comportamiento con el agravamiento de la crisis financiera a finales de 2008.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el tercer trimestre de 2009 el ritmo de deterioro de la economía española se moderó notablemente, al registrar el PIB una caída intertrimestral en términos reales del 0,3% (frente al -1,1% observado en el segundo trimestre). En términos de la tasa interanual, sujeta a una mayor inercia, el PIB recortó su caída solamente en dos décimas, hasta el 4%. A esta menor contracción de la actividad contribuyó el comportamiento de la demanda nacional, que disminuyó un 6,2% interanual (0,8 pp menos que en el trimestre precedente). Por el contrario, la aportación de la demanda exterior empeoró en siete décimas, hasta 2,5 pp, en un contexto en el que tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron significativos recortes en sus ritmos de caída interanual. Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo prácticamente se estabilizó, con una variación interanual del -7,2%, con lo que la productividad siguió mostrando un elevado ritmo de crecimiento.

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre el descenso del PIB continuó atenuándose. En concreto, se estima que la variación intertrimestral del PIB fue del -0,1% (frente al -0,3% del tercer trimestre), mientras que la caída del producto en términos interanuales habría sido del 3,1%, nueve décimas menos acusada que la del período anterior (véase gráfico 14). Esta evolución estaría reflejando el hecho de que el retroceso de la demanda nacional se ha hecho menos pronunciado, hasta situarse en -4,8%, aunque esto sería consecuencia, en parte, de los efectos de algunas medidas públicas con impacto transitorio —como el Plan 2000E, que incentiva la compra de automóviles nuevos, y el Fondo Estatal de Inversión Local—. Por otro lado, la contribución positiva del sector exterior continuó siendo elevada (2 pp), pero inferior a la del trimestre precedente.

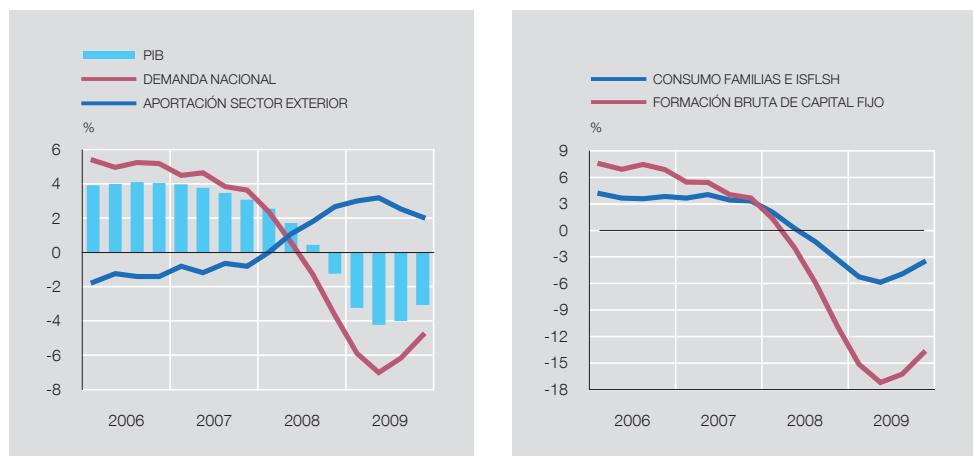
El retroceso del empleo también se ralentizó en el cuarto trimestre, hasta una tasa de descenso estimada del 6,1% en términos interanuales, 1,1 pp más alta que la del trimestre anterior. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo intenso, permitiendo que los costes laborales unitarios se redujeran, a pesar de que la remuneración por ocupado siguió experimentando un crecimiento elevado, muy superior al de la inflación. De este modo, el ajuste del mercado de trabajo continuó recayendo fuertemente sobre el empleo, en marcado contraste con lo observado en otros países de nuestro entorno. Finalmente, el IPC repuntó a lo largo del último trimestre del año, de forma que la inflación interanual pasó a ser positiva a partir de noviembre y se situó en el 0,8% en diciembre. Esta evolución estuvo determinada por el componente energético, mientras que, por el contrario, el crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó siendo muy modesto (del 0,2% en media del cuarto trimestre), como reflejo de la notable respuesta de la inflación a la debilidad de la demanda.

### 4.1 Demanda

En el cuarto trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH mantuvo la tónica de debilidad de los trimestres previos (véase gráfico 15), aunque en términos intertrimestrales podría haber mostrado una tasa ligeramente positiva, tras siete trimestres de retrocesos. Entre los indicadores cuantitativos, destacó el intenso crecimiento de las matriculaciones de automóviles en los últimos meses del año, a lo que contribuyó el impulso proporcionado por el Plan 2000E, aunque este podría haber supuesto una cierta anticipación del gasto de las familias y, por tanto, retraer la demanda de estos bienes duraderos en el futuro. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores y la del comercio minorista permanecieron prácticamente estables en el cuarto trimestre, aunque repuntaron con más claridad ya en enero de 2010.

## PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 14

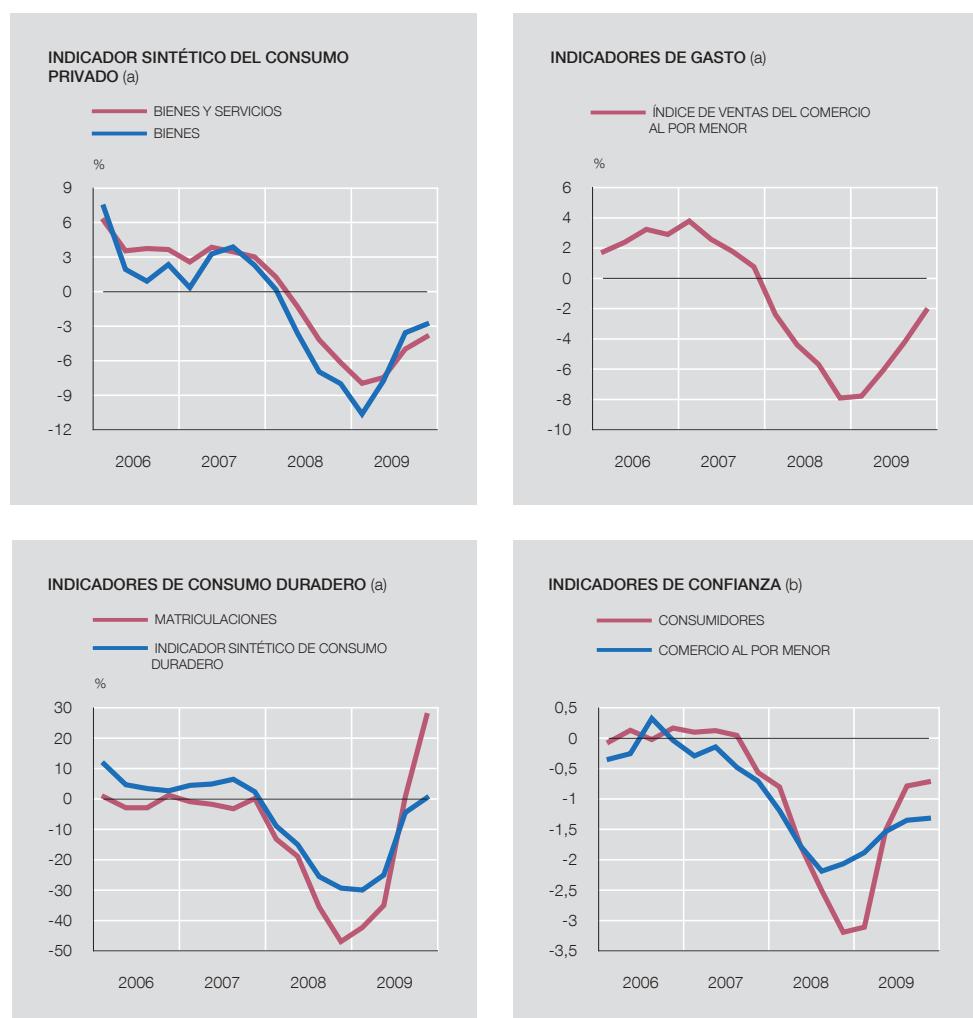


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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 estandar).

Como a lo largo del año 2009, el gasto en consumo de los hogares durante el cuarto trimestre se vio afectado por la incertidumbre asociada al marcado deterioro del mercado laboral y por el efecto negativo de la destrucción de empleo sobre las rentas salariales, aunque también contribuyeron desfavorablemente el mantenimiento de condiciones restrictivas en la concesión de crédito y la disminución de la riqueza derivada de la tendencia descendente del precio de la vivienda, que, no obstante, se fue ralentizando a lo largo del año. Estos factores tendieron a deprimir el consumo, pese a que otros elementos incidieron positivamente sobre la renta real de las familias, como las bajas tasas de inflación, la moderación de los tipos de interés bancarios —que ha hecho que los pagos netos por intereses ejerzan una aportación positiva al incremento de la renta— y el impulso de las transferencias netas de las Administraciones Públicas (AAPP). De esta forma, la debilidad del consumo se reflejó en un incremento de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con los últimos datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, correspondientes al tercer trimestre de 2009, se situó en el 18,7% de la renta disponible, valor que marca un máximo histórico y es 1,1 pp superior al registrado en el segundo trimestre.

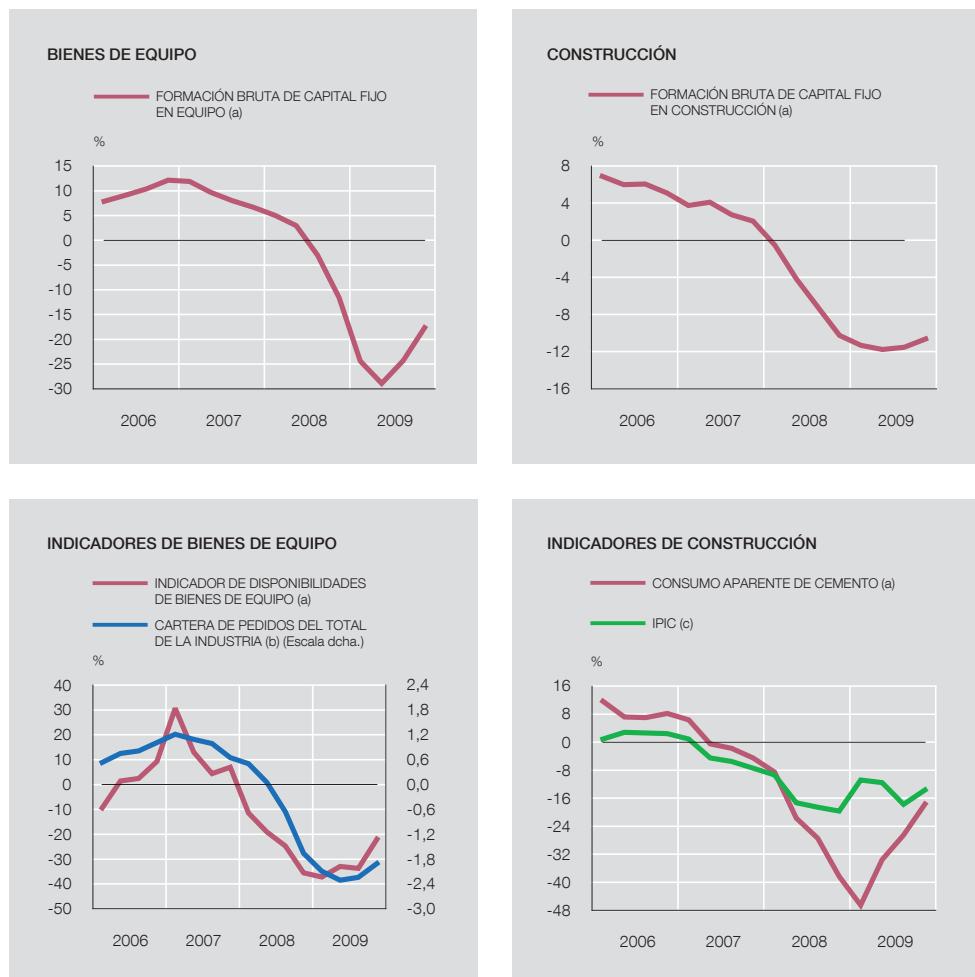
Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP experimentó un menor crecimiento, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, en línea con la evolución del empleo en este sector y según se desprende de la información sobre los gastos de personal y compras netas que ofrece la ejecución del presupuesto del Estado.

De acuerdo con la información disponible, la inversión en equipo mostró en el cuarto trimestre de 2009 una evolución menos negativa, continuando la pauta de menor deterioro interanual ya observada en el período previo (véase gráfico 16). En esta dirección apuntan las matriculaciones de vehículos de carga (que mostraron, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento intertrimestral positivo, favorecidas por el Plan 2000E) y las disponibilidades de bienes de equipo (que atenuaron las fuertes contracciones interanuales que venían registrando desde comienzos de 2008). La confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como en las ramas productoras de este tipo de bienes, registró un comportamiento algo más favorable en este período, con una mejora en la percepción sobre la cartera de pedidos. Además, el nivel de utilización de la capacidad productiva registró un ligero repunte al inicio del cuarto trimestre —el primero en dos años—, aunque permanece muy por debajo de su media histórica. No obstante, la caída interanual de la inversión en equipo continuó siendo elevada, en un contexto de gran incertidumbre sobre la intensidad en la recuperación de la demanda nacional y exterior, y de mantenimiento de condiciones restrictivas de acceso a la financiación bancaria. Además, como en el caso del consumo privado, parte del repunte de los últimos meses en la inversión en equipo podría reflejar un adelanto en las decisiones de adquisición de vehículos, ligado a los planes de estímulo público, lo que tendería a reducir la inversión en el futuro. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, el retroceso de la inversión empresarial se reflejó en un nuevo descenso de las necesidades de financiación del sector en el tercer trimestre de 2009, hasta alcanzar el 3,6% del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1,5 pp menos que en el trimestre previo). A esta evolución también contribuyó el aumento del ahorro empresarial, impulsado por el recorte en los pagos por intereses y en los desembolsos impositivos, lo que compensó la caída del excedente bruto empresarial.

La inversión en construcción moderó su comportamiento contractivo en el cuarto trimestre, aunque mantuvo tasas muy negativas (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a consumos intermedios y empleo presentaron, en comparación con los trimestres previos, una ralentización significativa en su ritmo de deterioro interanual. Adicionalmente, el indicador de confianza de los empresarios de la construcción mostró una cierta re-

## FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

GRÁFICO 16

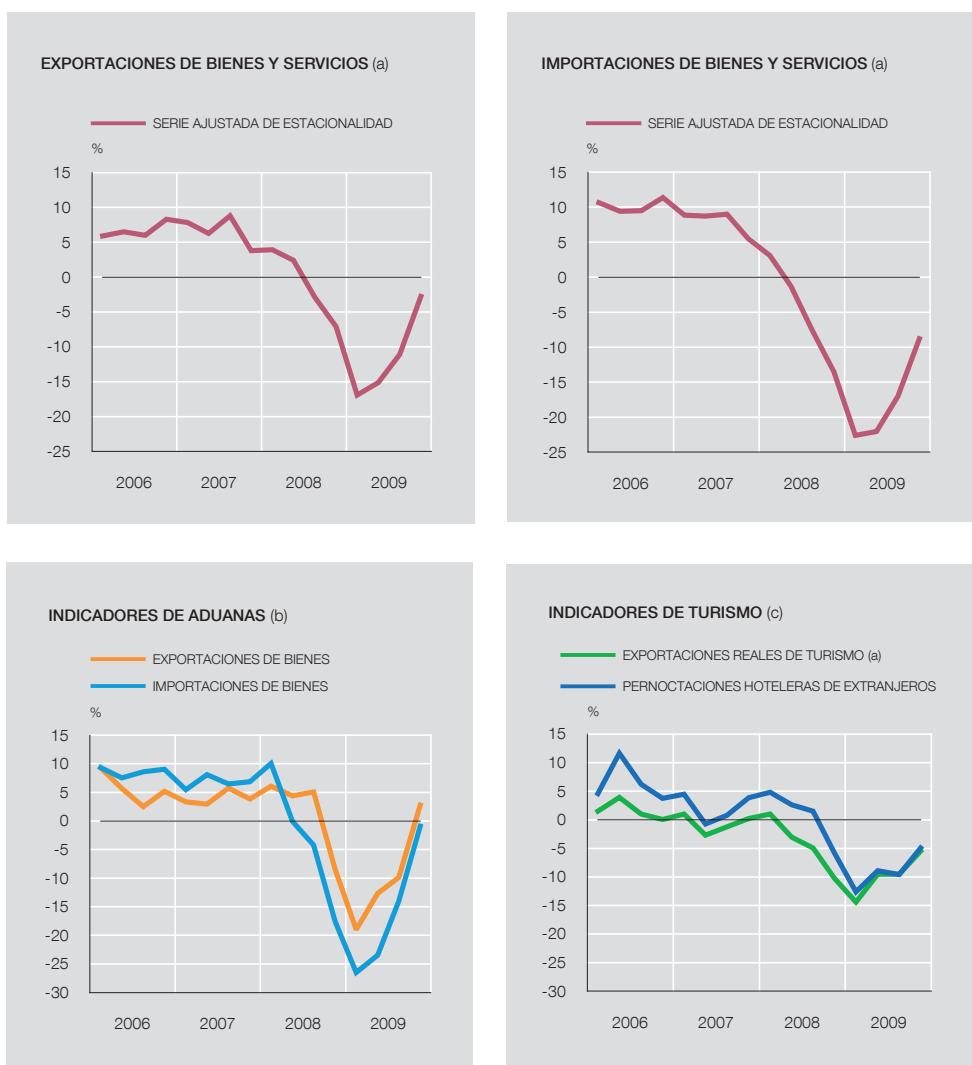


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

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

cuperación en el último trimestre de 2009, aunque dentro de un contexto de cierta volatilidad que le llevó a retroceder, de nuevo, en enero de este año.

Atendiendo al desglose por componentes de la inversión, la inversión en edificación residencial se habría reducido a un ritmo interanual ligeramente inferior al observado en el trimestre precedente, si bien el significativo descenso en el saldo de las viviendas en construcción, según se desprende de las reducidas cifras de visados de obra nueva y de la terminación de un volumen todavía elevado de proyectos comenzados en ejercicios anteriores, hace que prosiga la tónica de intensa contracción en la actividad del sector. Por el lado de la demanda de viviendas, durante los últimos meses se ha apreciado un freno en la disminución de las compraventas, de acuerdo con la Estadística de Transmisión de Derechos Patrimoniales y con el número de nuevas hipotecas constituidas. Esta evolución algo menos desfavorable podría estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, que, a su vez, se explica por los descensos de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. No obstante, al igual que en trimestres previos, continuaron estando presentes los factores que frenan la demanda de vivienda, como la incertidumbre sobre las rentas de los hogares generada por el aumento



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

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

de la tasa de paro y el mantenimiento de condiciones estrictas para la concesión de financiación. Respecto a los otros componentes de la inversión en construcción, la edificación no residencial habría mostrado una severa pérdida de tono a finales de 2009, según los datos de visados de obra nueva, mientras que se habría mantenido el impulso de la obra civil, vinculado a la ejecución de las obras ligadas al Fondo Estatal de Inversión Local.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el cuarto trimestre de 2009 la aportación positiva de la demanda exterior habría continuado siendo elevada, aunque inferior a la observada en el tercer trimestre, en un contexto en que siguieron observándose retrocesos interanuales tanto de las exportaciones como, en mayor medida, de las importaciones (véase gráfico 17). No obstante, el ritmo de descenso interanual de ambos flujos se frenó sustancialmente, de modo que, en términos intertrimestrales, las exportaciones y las importaciones registraron, como en el trimestre previo, una tasa positiva, tras las fuertes caídas del primer semestre del año. Esta recuperación

de los intercambios exteriores está en línea con el contexto internacional menos desfavorable, que se reflejó en la salida de la recesión de las principales economías avanzadas durante el tercer trimestre de 2009, y con la menor contracción de la demanda nacional y de la producción industrial en España. Por otro lado, la tendencia a la apreciación del euro en el cuarto trimestre habría conducido a un ligero empeoramiento de los indicadores de competitividad-precio de España frente a los países desarrollados, en comparación con los observados en iguales fechas del ejercicio anterior.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes mejoraron de forma notable en el último trimestre del año, registrando un incremento del 1,3% en el promedio de octubre y noviembre, en tasa interanual, frente a la caída del 9,6% del tercer trimestre. Por tipo de productos, este avance vino explicado por las ventas de bienes intermedios no energéticos y por las de bienes de consumo no alimenticio, que registraron tasas positivas, mientras que las ventas de bienes de equipo acentuaron su debilidad. Cabe destacar el comportamiento positivo de las exportaciones de automóviles en los últimos meses del año, tras el intenso deterioro que mostraron durante la primera mitad de 2009, gracias a la recuperación que experimentó la demanda europea de automóviles, como consecuencia de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos puestos en marcha en algunos de los principales países europeos. Por áreas geográficas, en los últimos meses de 2009 las exportaciones a la UE frenaron su ritmo de deterioro, en consonancia con la incipiente recuperación que mostraron las principales economías de esta zona, al tiempo que se moderó el retroceso de las ventas a terceros mercados, fundamentalmente a los países asiáticos.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta noviembre, apunta hacia una ralentización de su ritmo de caída en el tramo final de 2009, en términos nominales. Asimismo, de acuerdo con EGATUR, el gasto nominal de los turistas descendió un 3,3% en el cuarto trimestre, frente al -7,4% del trimestre anterior. En esta misma dirección apuntan los indicadores reales de turismo, como la entrada de turistas en España y el número de pernoctaciones hoteleras, que aminoraron su descenso interanual en el cuarto trimestre de 2009. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos, a tenor de los datos de Balanza de Pagos referidos a octubre y noviembre, habrían atenuado su tasa de caída en el cuarto trimestre de 2009, en línea con la evolución menos desfavorable del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.

En la vertiente importadora, según los datos de Aduanas, las compras de bienes al exterior se estabilizaron en tasa interanual en el período octubre-noviembre, frente al descenso del 13,8% del tercer trimestre. Por grupos de productos, destacó el tono positivo de la adquisición de bienes de consumo, con un incremento del 8,7% en ese período, debido a los avances que experimentaron tanto los alimentos como los automóviles. Por su parte, las compras de bienes intermedios y de bienes de equipo atenuaron su debilidad, aunque las importaciones de estos últimos continuaron registrando una contracción muy severa en el período octubre-noviembre (del 16%, frente al descenso del 23% en el tercer trimestre).

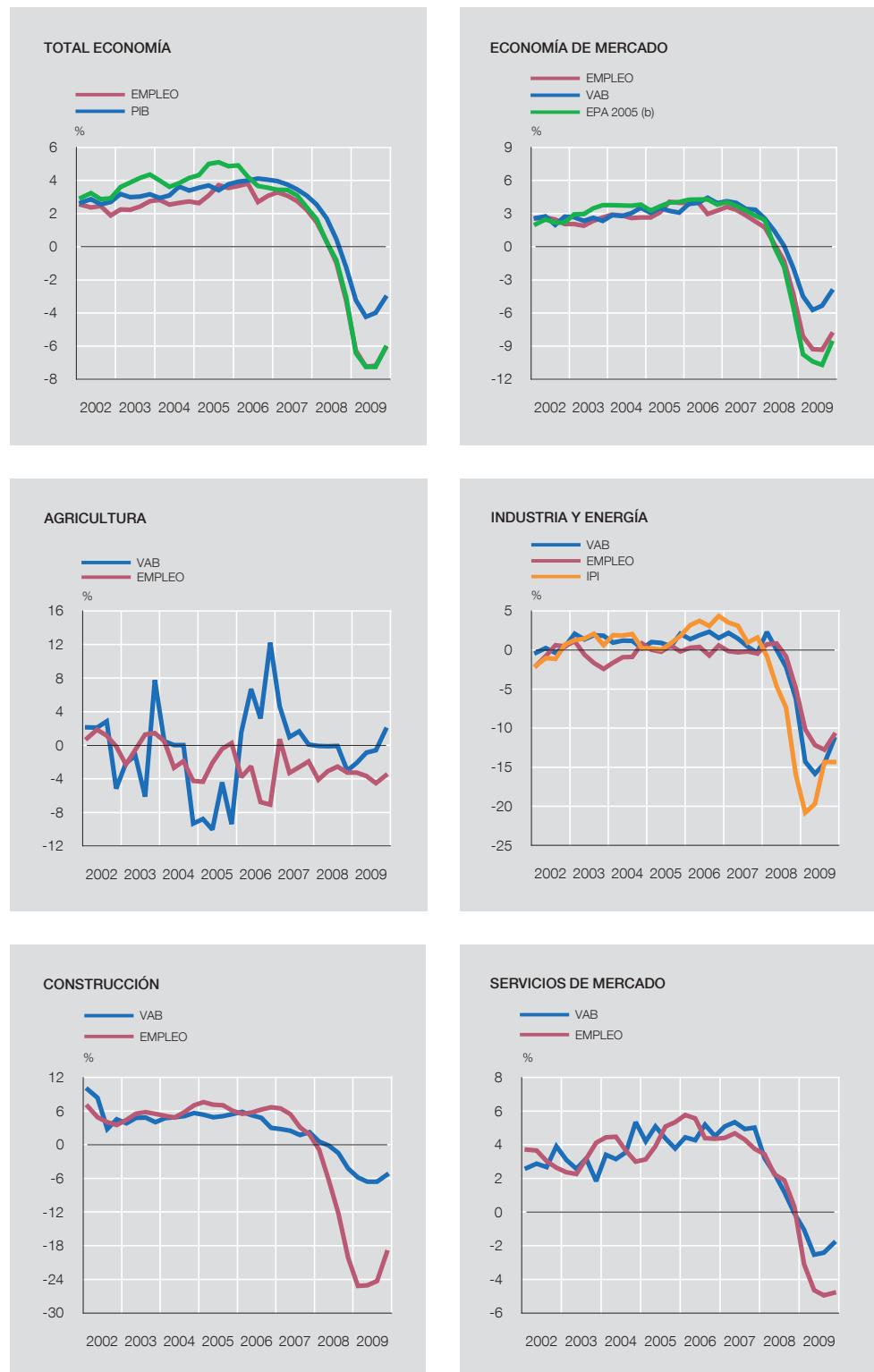
Por último, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos de octubre y noviembre, las importaciones reales de servicios habrían moderado levemente su ritmo de descenso en el último trimestre de 2009, reflejando una evolución algo menos desfavorable de la rubrica de turismo, mientras que continuó la debilidad de las compras de servicios no turísticos.

#### 4.2 Producción y empleo

La información disponible apunta a una ralentización del descenso interanual del valor añadido bruto de la economía de mercado hasta el entorno del 4% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 18). En el caso de las ramas industriales, el índice de producción industrial (IPI)

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

GRÁFICO 18



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el 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.

se contrajo en los meses de octubre y noviembre a una tasa interanual mucho más moderada que la del tercer trimestre. La mejora fue generalizada por tipo de productos, con la excepción de las ramas energéticas. La producción de bienes alimenticios alcanzó incluso tasas de crecimiento interanual positivas en el bimestre octubre-noviembre. Finalmente, respecto a los indicadores de opinión del sector, el índice de confianza continuó mejorando gradualmente en el cuarto trimestre, y también en enero de 2010, alejándose paulatinamente de los mínimos alcanzados a principios de 2009. Por el contrario, el índice de directores de compras del sector manufacturero disminuyó ligeramente en el trimestre final del año.

Por lo que se refiere al sector de servicios de mercado, la última información coyuntural disponible apunta igualmente a una caída interanual en el cuarto trimestre de 2009 de menor magnitud que la del tercero. Entre los indicadores cuantitativos de este sector, la cifra de negocios continuó aminorando su ritmo de descenso interanual en noviembre, al tiempo que las ventas de servicios de las grandes empresas registraron, en términos reales y corregidos de calendario, una disminución del 8% en el promedio de octubre y noviembre, caída inferior en 2,5 pp a la del trimestre anterior. Respecto a los indicadores de opinión, en el cuarto trimestre se observó una mejora tanto en la confianza de los servicios como en el PMI, cuyo nivel permanece todavía en terreno recesivo. Ya en enero, la confianza en los servicios experimentó un notable retroceso.

En cuanto al mercado laboral, la información disponible apunta a una ralentización en el ritmo de deterioro del empleo en el cuarto trimestre de 2009. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 4,6% en el último trimestre, frente al -6% registrado en el tercero. Por su parte, la disminución interanual de la contratación registrada en el INEM fue menos acusada en el período octubre-diciembre que en el tercer trimestre, con crecimientos interanuales positivos en los dos últimos meses del año.

Finalmente, la EPA del cuarto trimestre muestra una caída interanual del empleo del 6,1%, inferior en 1,2 pp a la del trimestre anterior. Este menor descenso del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la construcción y a la industria, mientras que los servicios de mercado mantuvieron un descenso muy similar al registrado el trimestre precedente.

La ralentización en el ritmo de caída del empleo se concentró en el colectivo de asalariados, que disminuyeron un 5%, frente al 6,5% del trimestre pasado, puesto que los no asalariados retrocedieron un 11,1%, algo por encima de lo observado en los meses de verano. La destrucción de empleo fue, como en los últimos trimestres, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-11,8%), mientras que el empleo entre el colectivo de nacionalidad española se redujo un 5,1% (-6,8% en el tercer trimestre). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron su ritmo de caída interanual (-14,7%), si bien continuaron mostrando un ajuste muy superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 1,3%, algo por debajo del descenso registrado el trimestre precedente (-1,7%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,1%, 2,8 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial disminuyó levemente (-0,3%), frente a la intensa reducción de la correspondiente a tiempo completo, volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 13,3%, frente al 12,5% de un año antes.

La población activa descendió un 0,4% en el cuarto trimestre del año, respecto al mismo período de 2008, continuando el perfil de progresiva ralentización observado a lo largo del año. Este descenso fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 0,2% (0,4% en el trimestre anterior), y de una nueva caída interanual de

la tasa de actividad ( $-0,3$  pp). Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina moderó su crecimiento hasta el 1% (2,6% en el tercer trimestre), mientras que el colectivo masculino mantuvo un descenso similar al registrado hace tres meses ( $-1,5$ %). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron, por primera vez en los últimos años, un 1,2%, como consecuencia tanto de las menores entradas de inmigrantes (0,4%, frente al 2,1% del trimestre pasado) como del descenso observado en su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española mantuvieron un descenso interanual similar al observado en el trimestre pasado ( $-0,3$ %).

Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 203.000 personas en el cuarto trimestre del año, a pesar del descenso en la población activa. No obstante, el aumento interanual del desempleo se moderó hasta alrededor de 1,12 millones de personas, con una tasa de variación interanual del 34,9%, por debajo del 54,7% del tercer trimestre. La tasa de paro se elevó casi 1 pp en el trimestre, hasta el 18,8%, aunque en términos interanuales moderó su avance. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en los últimos meses de 2009, con un incremento interanual cercano al 30%, tras el 43,5% del tercer trimestre del año.

#### 4.3 Costes y precios

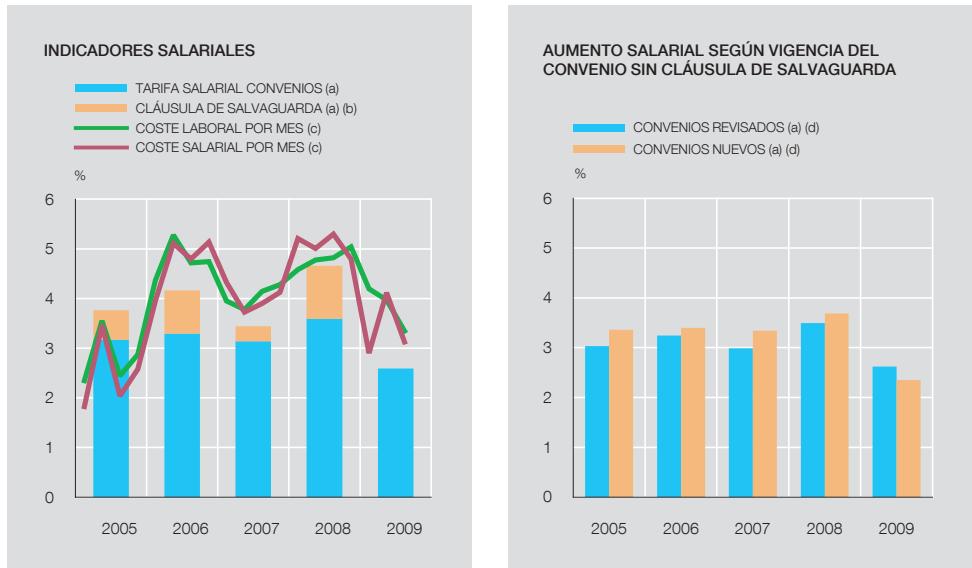
Los acuerdos alcanzados en el ámbito de la negociación colectiva de 2009 afectaron a algo más de 8,6 millones de trabajadores (cifra muy similar a la correspondiente a 2008). El año concluyó con un aumento de las tarifas salariales del 2,6%, 1 pp por debajo del pactado en 2008. Esta ralentización, sin embargo, no ha estado en proporción con la intensidad de los procesos de desinflación y de deterioro del mercado de trabajo que caracterizaron el pasado ejercicio. Además, el incremento pactado en los convenios de nueva firma, a los que está acogido un colectivo solo ligeramente superior al millón de trabajadores, fue muy similar (del 2,3%), lo que denota la escasa sensibilidad de la negociación salarial a las adversas condiciones del mercado laboral. Finalmente, las cláusulas de salvaguarda, que tuvieron un fuerte impacto sobre los costes salariales en 2008, dejaron de influir en 2009, dada la reducción de la inflación (véase gráfico 19).

En términos de la CNTR, el tercer trimestre de 2009 mostró una moderación de ocho décimas en el crecimiento de la remuneración por asalariado en el total de la economía, hasta el 3,9% (y dos décimas en la economía de mercado, hasta el 3,8). Con todo, estos crecimientos son notablemente superiores a los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, lo que refleja la deriva positiva asociada a los efectos de composición que se observan habitualmente en períodos de fuerte destrucción de empleo, al destruirse comparativamente más puestos de trabajo con una remuneración inferior a la media. Para el cierre del año, se espera una moderación adicional del ritmo de expansión de la remuneración por asalariado, aunque esta habría continuado expandiéndose a una tasa sustancialmente superior a la de los precios (véase gráfico 20). Este crecimiento algo menor de los salarios de Contabilidad Nacional, junto con la estabilización del ritmo de avance de la productividad, habría conducido en el cuarto trimestre a una desaceleración adicional de los costes laborales unitarios, hasta registrar una tasa de variación prácticamente nula.

Para el trimestre final de 2009 se estima que el componente interior de la inflación (medido por la tasa de variación del deflactor del PIB) habría descendido a un ritmo similar al del tercer trimestre. Al tiempo, se habría moderado la caída de los precios de las importaciones, como consecuencia de la evolución del precio del petróleo, lo que se tradujo en una disminución menos pronunciada del deflactor de la demanda final. Entre los componentes de este último, se estima que la moderación de las reducciones de los deflactores de las exportaciones de bienes y de los correspondientes a los principales componentes de la demanda nacional fue generalizada en el cuarto trimestre.

## EVOLUCIÓN DE INDICADORES SALARIALES Y DE COSTES LABORALES

GRÁFICO 19

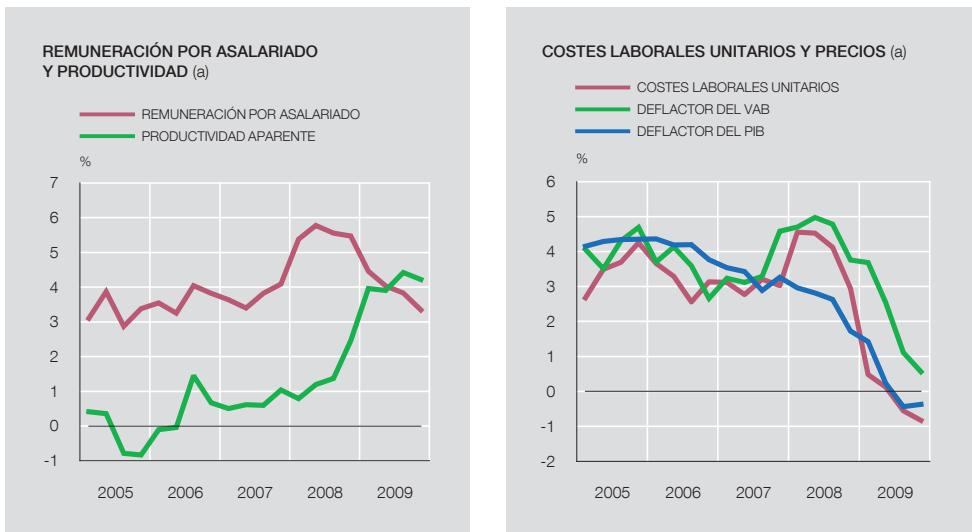


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta octubre 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 año de vigencia o el único.

## PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

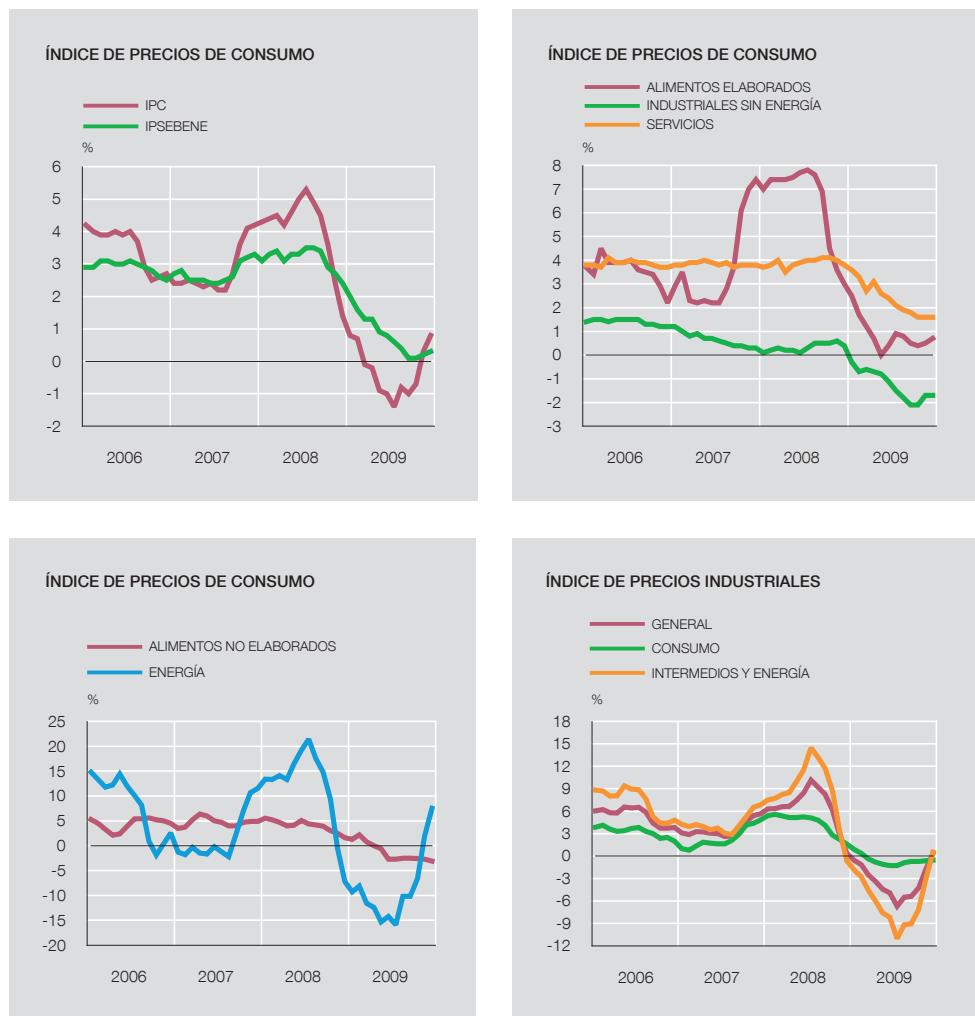
GRÁFICO 20



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

En particular, en el cuarto trimestre los distintos indicadores de precios de consumo incrementaron sus tasas de crecimiento. Así, el IPC, que en septiembre había registrado un descenso del 1%, cerró el cuarto trimestre con un crecimiento positivo del 0,8% (véase gráfico 21). En media del trimestre, el aumento fue del 0,1%, frente a la caída del 1% en el período previo. El repunte del índice general en el cuarto trimestre se explicó fundamentalmente por la reversión de los efectos base en los precios energéticos, que crecieron un 0,7%, tras el descenso del 12,1% en el tercer trimestre. Esto fue consecuencia del aumento de los precios de los carbu-



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

rantes y combustibles, en paralelo al encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales en términos interanuales, que fue contrarrestado solo parcialmente por la apreciación del euro frente al dólar. Por el contrario, los demás componentes del IPC continuaron acusando los efectos de la debilidad de la demanda. En concreto, los precios de los bienes industriales no energéticos siguieron cayendo a un ritmo similar al del tercer trimestre (-1,8%), con descensos intensos de los precios de los automóviles, como consecuencia de la proliferación de ofertas y del plan de incentivos directos para la compra de vehículos. Los precios de los servicios continuaron reduciendo su tasa de crecimiento hasta el 1,6%, en contraste con las tasas, próximas al 4%, registradas un año antes. Los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron hasta el 0,5%, dos décimas menos que en el período julio-septiembre, y los de los alimentos no elaborados intensificaron su descenso hasta el 2,8%. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó la senda descendente iniciada a finales de 2008, y registró una tasa interanual del 0,2% en la media del cuarto trimestre (dos décimas menos que en el tercero). En el recuadro 4 se examina la evolución de la inflación a lo largo de 2009, prestando atención a algunos bienes y servicios donde la moderación de los precios ha sido más significativa.

La inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— experimentó una variación negativa en 2009, por primera vez desde 1952. En concreto, la tasa media del pasado año fue del  $-0,3\%$ ,  $4,4$  pp por debajo de la de 2008. Además, el diferencial de inflación frente al conjunto de países del área del euro —medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— se hizo negativo ( $-0,5$  pp) por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria, período en el que apenas había mostrado oscilaciones respecto a su media ( $0,9$  pp). En todo caso, la fuerte disminución de la inflación en España en el promedio anual fue compatible con una evolución diferenciada entre las dos mitades del año. Así, la acusada desaceleración que venía registrando la inflación desde el verano de 2008 continuó durante el primer semestre de 2009, hasta mostrar el IPC una caída del  $1,4\%$  en el mes de julio. Con posterioridad, el ritmo de crecimiento del IPC ha ido aumentando paulatinamente, de modo que se situó en el  $0,8\%$  en diciembre de 2009. La trayectoria de la inflación en el conjunto del área del euro ha sido similar, si bien las fluctuaciones en España han sido mucho más acentuadas. Así, el diferencial de inflación alcanzó su mínimo en  $-0,9$  pp en julio de 2009, haciéndose con posterioridad cada vez menos favorable a España, hasta anularse en diciembre.

La evolución de la tasa de inflación que se ha descrito estuvo determinada por dos fenómenos de naturaleza muy diferenciada: por un

lado, por efectos puramente estadísticos, de naturaleza transitoria, que surgen al comparar la evolución de la inflación con la observada un año antes; por otro lado, el contexto fuertemente recesivo y, en particular, la intensa contracción del consumo de las familias. Ambos factores contribuyeron a la reducción de la inflación media del año. Además, el primero de ellos motivó el perfil descendente del primer semestre y ascendente del segundo.

En efecto, comenzando por el primero de esos dos factores, las oscilaciones en la inflación agregada durante 2009 estuvieron muy ligadas al ritmo de crecimiento de los precios de los productos energéticos, cuyas contribuciones a la tasa interanual de crecimiento del IPC se reflejan en las barras azules del gráfico 1. La pronunciada caída de la tasa de variación de los precios de estos bienes durante el primer semestre de 2009 reflejó efectos transitorios de comparación. El mayor peso relativo de los gastos en productos derivados del petróleo en el conjunto del gasto de las familias españolas respecto a las de la UEM, la menor carga de los impuestos específicos que gravan estos productos en España y la mayor relevancia de los efectos indirectos y de segunda vuelta en nuestro país explican que las variaciones del precio de petróleo tengan un mayor efecto sobre los precios españoles que sobre los de la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación de España con la UEM se ve afectado

#### 1 CONTRIBUCIÓN A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL IPC

■ BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS  
■ ALIMENTOS  
■ ENERGÍA  
■ ÍNDICE GENERAL



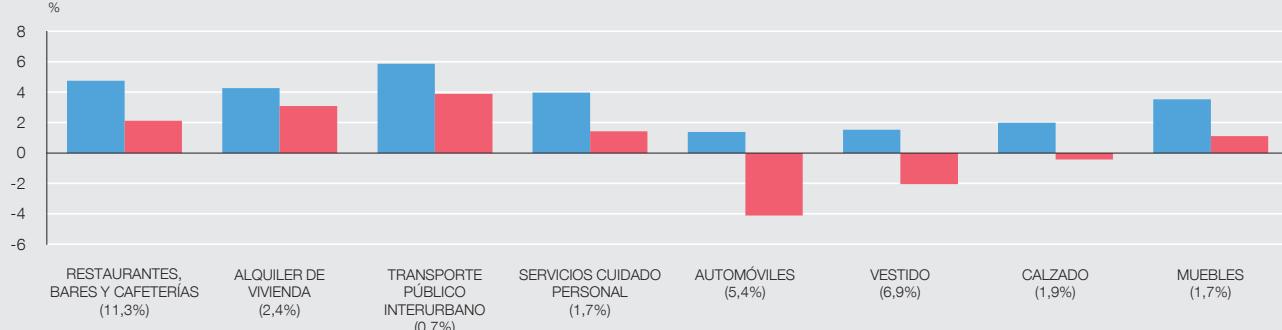
#### 2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

■ BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS  
■ ALIMENTOS  
■ ENERGÍA  
■ ÍNDICE GENERAL



#### 3 SELECCIÓN DE SUBCLASES DE SERVICIOS Y DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS. TASAS DE VARIACIÓN (ENTRE PARÉNTESIS, EL PESO DE CADA PARTIDA EN EL ÍNDICE GENERAL EN EL AÑO 2009)

■ MEDIA 2003-2008 ■ 2009



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de forma importante por las fluctuaciones en la cotización del crudo (gráfico 2).

En segundo lugar, la pronunciada caída del gasto de los hogares motivó una moderación de los precios de las empresas españolas muy superior al observado históricamente, a través de la contracción de sus márgenes y de la contención de los costes laborales unitarios. Esta última se produjo mediante la obtención de ganancias de productividad, a su vez procedentes del ajuste del empleo, en un contexto en que los costes salariales prácticamente no se adaptaron a la desfavorable evolución cíclica. Por grupos de bienes, estos efectos se manifestaron fundamentalmente en los servicios y en los bienes industriales no energéticos, cuya contribución a la evolución de la inflación a lo largo de 2009 viene descrita por las barras rojas del gráfico 1. Además, la contracción del gasto de los hogares fue comparativamente mucho más pronunciada en España que en el área del euro, lo que explica que la contribución del diferencial de inflación de estos grupos de bienes al diferencial total se tornara crecientemente negativa desde comienzos de 2009 (véanse las barras rojas del gráfico 2).

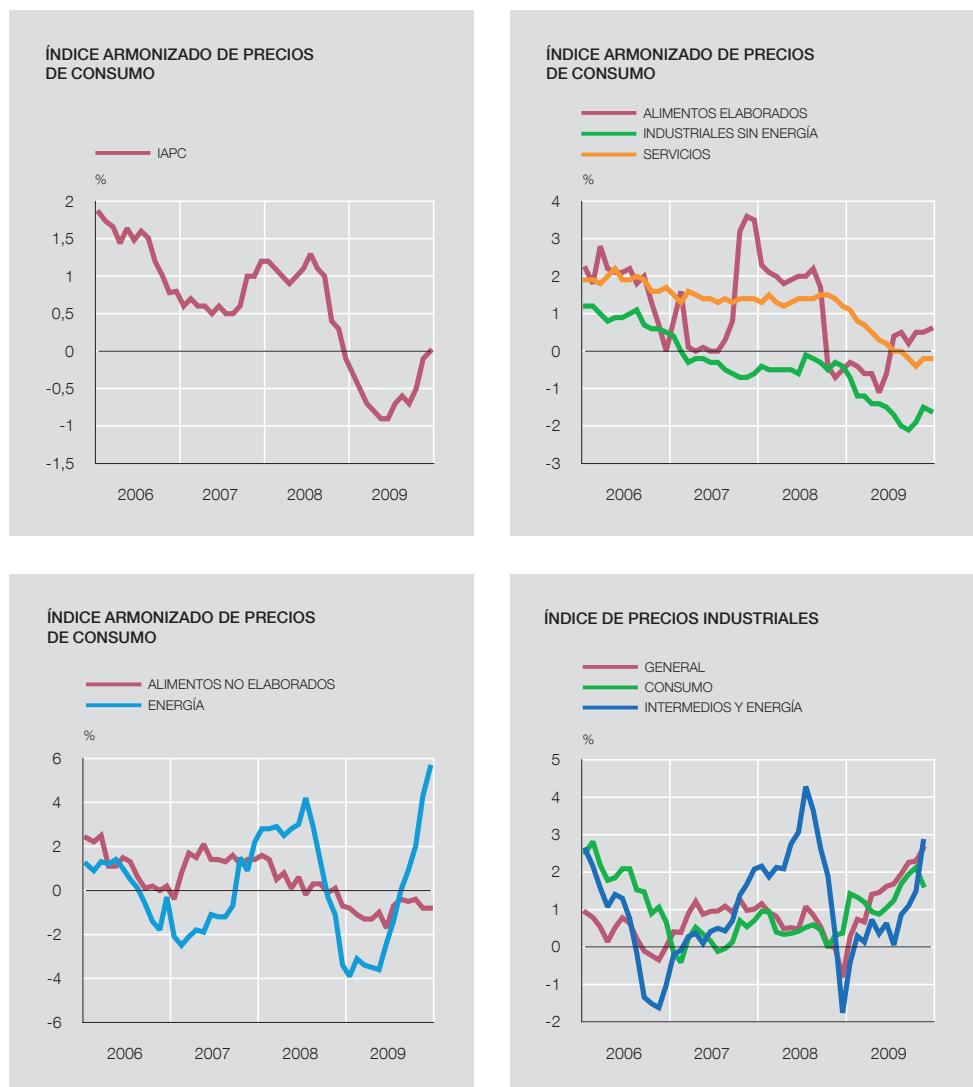
El caso de los servicios resulta especialmente llamativo, pues sus precios, que históricamente se habían caracterizado por un elevado grado de rigidez, registraron en 2009 una acusada desaceleración, como reflejo de la intensa caída del gasto de los hogares. Así, cerraron el año con un incremento del 1,4% en términos del IAPC, 2,4 pp por debajo de diciembre de 2008. Además, puesto que el recorte fue mucho más intenso que en el área del euro, el diferencial se redujo hasta hacerse favorable a España por primera vez desde el inicio de la UEM (–0,2 pp en diciembre de 2009). El ajuste en los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos fue igualmente notable, en un contexto en el que los precios industriales de este tipo de bienes se moderaron gradualmente y sus precios de importación mostraron una trayectoria descendente, registrando notables caídas en los meses finales de 2009. Así, el IAPC de este tipo de bienes registró un descenso del 1,2% en diciembre, 1,6 pp por debajo del mismo mes del año anterior. La moderación de estos precios fue más intensa que en la UEM, acrecentándose el diferencial negativo hasta –1,5 pp.

En el gráfico 3 se analizan las subclases de servicios y bienes industriales no energéticos que contribuyeron en mayor medida a la desaceleración de la inflación total el pasado año, comparando las tasas de inflación observadas en 2009 con las tasas medias del período 2003-2008. Entre los servicios, cabe destacar el caso de los precios del agregado de restaurantes, bares y cafeterías, que terminaron 2009 creciendo un 1,4%, muy por debajo de los aumentos próximos al 5% que venían registrando en años anteriores. Los servicios de alquiler de vivienda, que tradicionalmente habían mostrado aumentos muy estables, registraron una notable desaceleración, no ajena al hecho de que la Ley de Arrendamientos Urbanos ligue al IPC la actualización de las rentas de los contratos de alquiler. Por último, también fue notable la reducción del ritmo de variación de los precios de los servicios de transporte, que, no obstante, no se explica solo por la contracción del gasto, sino también por la evolución de las tasas de crecimiento de los precios de los combustibles. Entre los bienes industriales no energéticos, algunos productos, como los automóviles, registraron una reducción significativa de su demanda, lo que motivó la aprobación de subvenciones para la adquisición de vehículos (Plan 2000 E), que vinieron acompañadas de reducciones de precios por parte de los fabricantes o importadores de vehículos. En este contexto, los precios de los automóviles en diciembre de 2009 fueron un 5% inferiores a los del mismo mes del año anterior. Otros bienes —como los de prendas de vestir y calzado— también se abarataron como consecuencia de la menor demanda, a lo que cabe añadir probablemente las fuertes presiones competitivas, debido al peso creciente de los nuevos países productores, particularmente China.

Es posible que los efectos transitorios de comparación antes comentados conduzcan a una cierta trayectoria ascendente de la tasa de variación interanual del IPC en el primer semestre de 2010, aunque el todavía escaso dinamismo que mantendría el gasto de los hogares tendería a moderar esa evolución alcista de los precios. Ya en la segunda mitad del año, los aumentos de los tipos normal y reducido del IVA provocarán un incremento adicional de las tasas de inflación, aunque su impacto dependerá de la fortaleza que muestre la demanda en ese período.

El repunte de la inflación en los meses finales del año, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue algo más intenso en España que en la zona del euro, de forma que el diferencial negativo, que había sido de 0,7 pp por término medio en el tercer trimestre, se acortó hasta 0,2 pp por término medio en el cuarto, anulándose en diciembre (véase gráfico 22). El menor crecimiento de los precios en España es bastante generalizado por componentes, con la excepción de la energía y de los alimentos elaborados, que presentaron diferenciales positivos en el cuarto trimestre de 2009. En términos de la inflación subyacente, el diferencial continuó siendo negativo en el cuarto trimestre, en una magnitud de 0,7 pp, al igual que en el tercer trimestre.

El índice de precios industriales repuntó en diciembre hasta una tasa interanual del 0,4%, tras once meses de continuos descensos. Como en el caso del IPC, esta evolución se expli-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ca por el impulso de los precios energéticos, que crecieron un 6%. La caída en los precios de los bienes intermedios también se atenuó, al tiempo que los precios de producción tanto de los bienes de consumo como de los bienes de equipo mantuvieron un comportamiento muy moderado. En comparación con la UEM, se mantuvo, con información hasta noviembre, un diferencial positivo en todos los componentes principales. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales atenuaron su caída, hasta alcanzar en el mes de noviembre unas tasas del -3,1% y del -1,7%, respectivamente. Al igual que en el resto de indicadores de precios, la aceleración vino motivada por el repunte de los precios energéticos.

#### 4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó el pasado 29 de enero la última Actualización del Programa de Estabilidad (APE), con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2009-2013. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha mantenido el crecimiento del PIB real estimado para los años 2009 y 2010 en el -3,6% y el -0,3%, respectivamente. Asimismo, se ha revisado a la baja el saldo de las cuentas públicas en 2009, antici-

pándose ahora un déficit del conjunto de las Administraciones Públicas del 11,4% del PIB. En los años siguientes, en un contexto de progresiva recuperación de la economía, se prevé que el déficit público se reduzca progresivamente hasta el 3% en 2013, cumpliendo con las directrices del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por subsectores, el saldo público de 2009 vendrá determinado principalmente por el de la Administración Central, para la que se espera un déficit del 9,5% del PIB, mientras que la Seguridad Social registrará un superávit del 0,8% del PIB (véase recuadro 5). Asimismo, se anticipa que las Comunidades Autónomas (véase recuadro 6) y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos saldos deficitarios, del 2,2% y del 0,5% del PIB, respectivamente.

La reducción del déficit público proyectada en el Programa de Estabilidad se concentraría en la Administración Central, y en particular en el gasto público. Para ello, el Gobierno ha anunciado un recorte adicional del gasto presupuestado inicialmente para este año, equivalente al 0,5% del PIB. Adicionalmente, para el resto del horizonte del Programa, el Consejo de Ministros acordó un Plan de Austeridad 2011-2013, que plantea un recorte del gasto equivalente al 2,6% del PIB en el conjunto del período, que afectará a los gastos de personal (-0,3% del PIB), a los de funcionamiento (-0,2%), a las inversiones (-0,5%) y a las transferencias y otros gastos (-1,6%).

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre de 2009, el Estado registró hasta noviembre un déficit de 71.524 millones de euros (6,8% del PIB), muy superior al déficit de 13.967 millones (1,3% del PIB) registrado en el mismo período de 2008. Debe tenerse en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce un deterioro del saldo alcanzado hasta el mes anterior, lo que apunta a que el déficit registrado por la Administración Central hasta noviembre se ampliará al cierre del ejercicio. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 68.508 millones de euros, frente al déficit de 11.038 millones en noviembre de 2008. Las discrepancias entre ambos saldos (Contabilidad Nacional y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado experimentaron una reducción que parece compatible con la prevista en el Avance de liquidación del Presupuesto. Esta evolución refleja el impacto de algunas medidas discrecionales, en especial el impacto residual en los últimos meses de 2009 de la deducción de hasta 400 euros en el IRPF y el adelanto de devoluciones del IVA por el nuevo calendario mensual. En particular, la recaudación tanto de los ingresos directos como de los indirectos registró caídas superiores al 25%.

Para la descripción de los ingresos públicos, se cuenta además con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esta información, el deterioro de los ingresos se atenuó ligeramente en los últimos meses de manera generalizada. En conjunto, la recaudación se ha visto afectada tanto por la débil evolución de las bases imponibles, achacable al impacto de la crisis económica, como por el impacto de algunas medidas discrecionales. En el caso del IRPF, las retenciones del trabajo se redujeron un 3,3%, influidas por la reducción de dos puntos en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este año y por el impacto residual de la deducción de hasta 400 euros introducida en la segunda mitad de 2008, que no se compensará totalmente hasta finales de año, mientras que las procedentes de ganancias en fondos de inversión dis-

El subsector Administraciones de Seguridad Social de la Contabilidad Nacional incluye todas las unidades institucionales públicas que proporcionan prestaciones sociales. En el caso español, en concreto, estas administraciones comprenden el Sistema de Seguridad Social, el Sistema Público de Empleo Estatal y el Fondo de Garantía Salarial. La información periódica sobre ejecución presupuestaria se refiere básicamente a las dos primeras instituciones.

El cierre provisional del Sistema de la Seguridad Social se saldó con un superávit de 8.501 millones de euros en el año 2009, aunque aún no se conoce el detalle de todas las rúbricas. Los datos definitivos, que se presentan en el cuadro, se refieren a noviembre de 2009, cuando el superávit no financiero ascendía a 14.410 millones de euros (véase cuadro). Los ingresos no financieros mantienen un ritmo de avance prácticamente nulo en la segunda mitad de año, frente a unas caídas cercanas al 5% en los primeros meses de 2009. Esta evolución viene explicada por la merma de ingresos por cotizaciones sociales a lo largo del año (que, sin embargo, viene moderándose en los últimos meses), paralela a la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social (-3,9% en diciembre, frente a una caída máxima del 6,8% en abril). Los pagos no financieros, en cambio, continuaron creciendo en torno al 5,6%, manteniendo el ritmo de meses precedentes. El gasto en pensiones contributivas, que es la partida

más relevante, se ha estabilizado en torno al 6,6%. Esta rúbrica refleja siempre una gran inercia, explicada por la estabilidad en el número de pensiones, que avanzó un 1,7% hasta noviembre, mientras que la pensión media, con mayor volatilidad, aumentó un 3,4% en dicho mes.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), la información provisional hasta el mes de diciembre de 2009 anticipa un saldo también positivo, ligeramente superior a los 1.400 millones de euros. Sin embargo, el último dato definitivo hace referencia al mes de septiembre, con un superávit acumulado de 246 millones de euros hasta dicho mes. Este saldo es resultado de los menores ingresos por cotizaciones (-9,1% interanual hasta el tercer trimestre de 2009), junto con un aumento muy elevado del gasto por prestaciones (63,1% acumulado en ese mismo período). La información parcial de algunas rúbricas hasta diciembre permite explicar que la importante recuperación del saldo hasta final de año se apoya básicamente en el fuerte aumento de las transferencias corrientes del Estado y en la ralentización de los pagos por prestaciones de desempleo, que aumentaron un 54,2% en diciembre (tras registrar máximos del 68,5% en mayo y junio). Estos últimos muestran una evolución similar a la del registro de parados hasta diciembre, a pesar del repunte de la tasa de cobertura hasta el entorno del 80% en noviembre.

**SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)**  
Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación: acumulado en el año hasta noviembre		
	2008	2009	% variación	2008	2009	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6=5/4
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	114.113	123.726	8,4	109.084	108.995	-0,1
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	99.546	98.040	-1,5
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	6.428	7.608	18,4
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	3.111	3.347	7,6
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	106.080	114.476	7,9	89.538	94.585	5,6
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	2.078	2.145	3,2
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	1.620	1.430	-11,8
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	85.525	90.479	5,8
<i>Pensiones contributivas</i>	86.041	93.339	8,5	72.341	77.119	6,6
<i>Incapacidad temporal</i>	7.716	8.144	5,6	6.558	5.597	-14,7
<i>Resto</i>	7.339	7.982	8,8	6.626	7.763	17,2
2.4 Otros	599	563	-6,0	314	532	69,3
<b>3 SALDO NO FINANCIERO</b>	8.033	9.250	15,2	19.546	14.410	-26,3

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social.

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso muy significativo en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), tanto en lo que se refiere a los ingresos como, sobre todo, a los gastos. Según las últimas cifras disponibles, del año 2008, las CCAA recibieron el 35,3% de los impuestos recaudados y gestionaron el 36,5% del total de gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables de más del 90% del gasto público en salud y en educación. Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad presupuestaria de las CCAA, en particular en relación con su necesaria contribución a la estabilidad presupuestaria.

En este sentido, tras alcanzar un déficit del 1,6% del PIB para el conjunto de las CCAA en el año 2008 (último año cerrado), en el marco de las leyes de Estabilidad Presupuestaria, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprobó, el 7 de octubre de 2009, los objetivos de estabilidad presupuestaria<sup>1</sup> para las CCAA para el trienio 2010-2012, que establecen unos límites para los saldos de estas Administraciones del -2,5% del PIB en 2010, del -1,70% del PIB en 2011 y del -1,30% del PIB en 2012, siempre que se presenten los correspondientes planes económico-financieros de reequilibrio. No obstante, debido a la coyuntura económica actual, el CPFF acordó que las CCAA que hubieran mantenido su déficit por debajo del 0,75% del PIB en el año 2008 estarían exentas de presentar planes

1. Recuérdese que estos objetivos se establecen en términos de Contabilidad Nacional.

de reequilibrio<sup>2</sup>. Por su parte, la Actualización del Programa de Estabilidad de España, publicado a finales de enero, prevé de hecho un déficit para el conjunto de las CCAA del 2,2% del PIB en 2009, que se reduciría hasta el -1,1% en el horizonte de 2013.

En el marco de estos objetivos de estabilidad, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios para el año 2010, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto<sup>3</sup>. Las previsiones presupuestarias apuntan a un fuerte deterioro del saldo, hasta un déficit del 2,3% del PIB, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2009 (-1% del PIB), aunque en línea con los objetivos acordados en el seno del CPFF para 2010. Este resultado surge de una fuerte caída de los ingresos (especialmente acusada en los impuestos), mientras que los gastos registran un pequeño aumento, del 0,3%.

Por el lado de los ingresos, destacan las fuertes caídas de los impuestos, tanto directos como indirectos, que en el caso de los primeros es más acusada que la presupuestada para el Estado, aunque en el año 2010 concurren algunas circunstancias que vale la pena resaltar.

2. Pueden acogerse a esta exención: Galicia, Andalucía, Asturias, Aragón, Canarias, Castilla y León y Madrid. 3. El cuadro presenta las cifras agregadas de los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, los del Estado. No se incluyen, sin embargo, los presupuestos de las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

Millones de euros y %

	2008	2009	2010	Tasas de variación			Estado
				08/07	09/08	10/09	
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	168.225	164.812	151.175	8,6	-2,0	-8,3	-13,8
Ingresos corrientes	159.416	154.730	142.673	8,6	-2,9	-7,8	-14,5
– Impuestos directos	32.202	38.400	30.161	18,3	19,2	-21,5	-13,3
– Impuestos indirectos	56.114	44.741	36.114	2,7	-20,3	-19,3	-18,9
– Tasas, precios y otros ingresos	4.546	4.737	4.816	5,6	4,2	1,7	-15,7
– Transferencias corrientes	65.997	66.261	71.039	9,5	0,4	7,2	-5,4
– Ingresos patrimoniales	557	592	543	40,4	6,4	-8,4	8,3
Ingresos de capital	8.808	10.081	8.503	8,6	14,5	-15,7	73,7
– Enajenación de inversiones reales	630	633	518	-2,2	0,4	-18,1	-10,5
– Transferencias de capital	8.178	9.449	7.984	9,6	15,5	-15,5	83,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	168.544	175.027	175.525	8,7	3,8	0,3	17,3
Pagos corrientes	136.373	142.599	145.649	8,7	4,6	2,1	18,1
– Gastos de personal	52.328	55.335	56.485	9,4	5,7	2,1	2,7
– Gastos corrientes en bienes y servicios	28.033	28.924	29.448	11,0	3,2	1,8	0,4
– Gastos financieros	2.489	2.741	3.695	4,6	10,1	34,8	33,3
– Transferencias corrientes	53.347	55.391	55.810	7,0	3,8	0,8	20,1
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	175	209	212	11,7	19,2	1,4	29,6
Pagos de capital	32.171	32.428	29.875	8,7	0,8	-7,9	12,2
– Inversiones reales	16.381	15.975	13.254	6,5	-2,5	-17,0	-9,4
– Transferencias de capital	15.790	16.453	16.621	11,1	4,2	1,0	33,1
<b>SALDO NO FINANCIERO</b>	-319	-10.215	-24.350	–	–	–	–
% del PIB	0,0	-1,0	-2,3	–	–	–	–

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

En primer lugar, en el año 2010 se procederá a la liquidación definitiva de los impuestos gestionados por el Estado en el año 2008 en los que las CCAA tienen una participación: IRPF, IVA e impuestos especiales. Dado que la recaudación efectiva de ese año estuvo por debajo de la presupuestada, algunas CCAA recibieron unas cantidades excesivas de pagos a cuenta, que deberían devolver en 2010. Sin embargo, se permitirá a las CCAA que se encuentren en esta situación aplazar los pagos a años posteriores.

En segundo lugar, cabe resaltar la distorsión debida a la aprobación del nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común a finales de 2009<sup>4</sup>. Dado que este nuevo sistema no ha podido ser incorporado a las cifras presupuestarias, las transferencias del Estado a las CCAA y la participación de estas en los impuestos cedidos mencionados anteriormente se han calculado con el sistema anterior (es decir, no se han tenido en cuenta los nuevos fondos aprobados ni la elevación de los porcentajes de cesión de impuestos). Para paliar en cierta medida este desfase, los Presupuestos Generales del Estado han incluido una partida de 9.750 millones de euros de transferencias corrientes a las CCAA como anticipo a cuenta del nuevo sistema, que las CCAA han recogido en sus presupuestos. Neto de este anticipo, el capítulo de ingresos por transferencias corrientes registraría una tasa del -7,5%.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una desaceleración con respecto al año anterior, aunque la tasa de variación se

4. Normativa publicada en el BOE de 19 de diciembre de 2009.

mantiene, como en años anteriores, por encima de la previsión para el PIB nominal<sup>5</sup>. En el capítulo de salarios, los Presupuestos Generales del Estado determinan el crecimiento salarial para todas las AAPP. Sin embargo, los aumentos presupuestados de los gastos de personal han sido tradicionalmente superiores en las CCAA que en el Estado, aunque esta circunstancia se truncó en los Presupuestos de 2010, en los que las CCAA prevén un incremento de los gastos de personal del 2,1%, algo por debajo del 2,7% proyectado por el Estado. Por otra parte, los gastos de compras y transferencias corrientes están muy ligados a las competencias de sanidad y educación en el caso de las CCAA. En ambos capítulos se presupuestan sendas desaceleraciones para 2010, aunque mantienen tasas de variación por encima del PIB nominal. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un fuerte repunte en 2010 (del 34,8%), similar al del Estado, como consecuencia del aumento de la deuda emitida.

Finalmente, el aumento de los gastos corrientes contrasta con el intenso ajuste que sufren los pagos de capital en los Presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -17%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del 1%), en ambos casos por debajo de las tasas previstas en el Estado.

5. Tanto las previsiones de otoño de la Comisión Europea como las incluidas en los Presupuestos Generales del Estado (PGE) apuntan a una ligera caída del PIB en 2010, en términos nominales. En concreto, los PGE cifran la tasa de variación del PIB nominal en 2010 en el 0,3%.

minuyeron un 49,3%. En cuanto al impuesto sobre sociedades, pese a reducirse un 23,2% frente al mismo período de 2008, mejora su ritmo acumulado frente al trimestre precedente, debido al segundo pago fraccionado. En cualquier caso, esta evolución positiva no resulta representativa de la marcha de los beneficios de las sociedades, ya que su comparación está afectada por la libertad de opción de cálculo del pago del impuesto en 2008.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los descensos más acusados —del 29,7%, en datos acumulados hasta noviembre—, aunque, como otras figuras tributarias, moderando sus ritmos de caída frente a trimestres precedentes. Además de por la caída del consumo y las transacciones inmobiliarias, su evolución refleja el efecto negativo sobre la recaudación derivado del adelanto en las devoluciones y el nuevo régimen de devoluciones mensuales, debido a la regulación introducida este año y que ha sido especialmente intenso en noviembre. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un retroceso del -1,5%, frente al -4,9% del primer semestre, debido, en parte, a las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de año. Finalmente, los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos registraron un elevado crecimiento hasta noviembre, en parte explicado por las comisiones por avales prestados a raíz 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 del Euro), y por las primas de emisión de la deuda pública emitida al descuento (que han resultado positivas ante la evolución a la baja de los tipos de interés).

	Millones de euros y %							
	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Avance de liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2009/2008	Liquidación		
						2008 ENE-NOV	2009 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	129.335	-19,1	100.682	-22,2	-24,4	120.150	95.092	-20,9
Impuestos directos	74.096	-23,6	57.979	-21,8	-29,8	70.128	51.955	-25,9
IRPF	43.413	-10,7	32.309	-25,6	-32,2	41.155	28.826	-30,0
Sociedades	27.301	-39,1	22.300	-18,3	-30,4	25.958	19.947	-23,2
Otros (a)	3.382	-4,2	3.370	-0,3	2,4	3.015	3.182	5,5
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	25.471	-35,1	-31,1	37.925	27.900	-26,4
IVA	24.923	-26,2	11.491	-53,9	-41,6	24.676	16.081	-34,8
Especiales	11.220	-2,2	11.242	0,2	-13,7	10.398	9.297	-10,6
Otros (b)	3.086	-4,3	2.738	-11,3	-12,3	2.850	2.522	-11,5
Otros ingresos	16.011	11,1	17.232	7,6	22,3	12.097	15.237	26,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	148.082	6,0	184.012	24,3	25,3	131.188	163.601	24,7
Personal	25.231	6,6	26.873	6,5	4,8	21.796	22.952	5,3
Compras	4.538	1,9	4.803	5,8	1,7	3.565	4.009	12,4
Intereses	15.929	9,6	17.434	9,4	10,1	15.708	17.342	10,4
Transferencias corrientes	82.797	6,6	106.067	28,1	28,1	74.431	95.657	28,5
Inversiones reales	10.648	5,4	11.172	4,9	2,8	8.637	8.902	3,1
Transferencias de capital	8.940	-3,3	17.663	97,6	155,2	7.051	14.738	109,0
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-18.747	—	-83.330	—	—	-11.038	-68.508	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
IRPF	71.341	-1,8	65.734	-7,9	-10,9	67.109	59.809	-10,9
IVA	48.015	-14,0	29.281	-39,0	-33,9	45.965	32.299	-29,7
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.450	4,5	-2,5	18.020	17.758	-1,5

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.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 24,7% en términos acumulados hasta noviembre, desacelerándose ligeramente respecto al tercer trimestre del año. El vigoroso crecimiento del gasto se debe esencialmente a algunas transferencias del Estado a otras AAPP. Así, en las transferencias corrientes se incluye la transferencia al Servicio Público de Empleo Estatal para financiar las prestaciones por desempleo; y en las transferencias de capital, las dirigidas a Corporaciones Locales por el Fondo Estatal de Inversión Local. Respecto al resto, el crecimiento de los gastos de personal se aceleró hasta el 5,3%, mientras que el aumento de los pagos por intereses se situó en el 10,4%. Finalmente, las inversiones reales ganaron algo de dinamismo.

#### 4.5 La balanza de pagos

En los once primeros meses de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 47.434 millones de euros, la mitad del observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 5). El descenso de este desequilibrio se debe, fundamentalmente, al menor déficit comercial y, en menor medida, a la corrección del déficit de rentas y de transferencias corrientes, ya que los saldos de servicios y de la cuenta de capital empeoraron.

En el período enero-noviembre de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 49% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 41.733 millones de euros. Este ritmo de

		Millones de euros		Tasa de variación 2009/2008 (b)
		Enero-octubre		
		2008	2009	
INGRESOS	Cuenta corriente	311.105	264.389	-15,0
	<i>Mercancías</i>	165.654	134.403	-18,9
	<i>Servicios</i>	83.179	75.288	-9,5
	— Turismo	37.287	33.704	-9,6
	— Otros servicios	45.891	41.584	-9,4
	<i>Rentas</i>	50.417	43.003	-14,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	11.855	11.695	-1,3
	Cuenta de capital	6.147	4.580	-25,5
	Cuentas corriente + capital	317.251	268.969	-15,2
PAGOS	Cuenta corriente	400.335	310.314	-22,5
	<i>Mercancías</i>	241.208	171.731	-28,8
	<i>Servicios</i>	59.444	52.480	-11,7
	— Turismo	11.872	10.103	-14,9
	— Otros servicios	47.571	42.377	-10,9
	<i>Rentas</i>	78.284	65.318	-16,6
	<i>Transferencias corrientes</i>	21.399	20.786	-2,9
	Cuenta de capital	1.101	1.809	64,4
	Cuentas corriente + capital	401.436	312.123	-22,2
SALDOS	Cuenta corriente	-89.231	-45.925	43.306
	<i>Mercancías</i>	-75.554	-37.328	38.226
	<i>Servicios</i>	23.735	22.808	-927
	— Turismo	25.415	23.601	-1.814
	— Otros servicios	-1.680	-793	887
	<i>Rentas</i>	-27.867	-22.315	5.552
	<i>Transferencias corrientes</i>	-9.545	-9.090	454
	Cuenta de capital	5.046	2.771	-2.275
	Cuentas corriente + capital	-84.184	-43.154	41.031

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

descenso es apreciablemente más pronunciado que el registrado el año anterior. Entre enero y noviembre de 2009, tanto las exportaciones como, particularmente, las importaciones de bienes retrocedieron apreciablemente en términos reales. La mejora de la relación real de intercambio amplió el diferencial de caída en términos nominales entre las importaciones y las exportaciones, que disminuyeron un 27% y un 17%, respectivamente. La factura energética se redujo sustancialmente, en un contexto de caída en términos reales de las importaciones netas de productos energéticos y de pronunciado descenso de los precios del crudo en los mercados internacionales respecto al mismo período del ejercicio previo. Por su parte, el desequilibrio del comercio no energético se redujo significativamente, en especial en los meses de verano, y con mayor intensidad que el saldo energético.

En cuanto a la balanza de servicios, en los once primeros meses de 2009 arrojó un superávit de 24.166 millones de euros, un 5% inferior al del mismo período de 2008. Esta reducción se explica por la disminución del superávit de turismo —del 7%—, hasta situarse en 25.026 millones de euros, mientras que se corrigió el déficit de los servicios no turísticos en un 41%, hasta 861 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 9% en los once

primeros meses de 2009, descenso que está en consonancia con el tono negativo de los indicadores turísticos durante dicho período —como el número de turistas extranjeros o sus pernoctaciones hoteleras—, que se ha moderado parcialmente en el cuarto trimestre del año. Los pagos turísticos, por su parte, retrocedieron un 14%, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes y la situación recesiva de la economía española. En cuanto al resto de servicios, en los once primeros meses de 2009 disminuyeron tanto los ingresos como los pagos (un 10,3% y un 11,2%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 22%, en términos interanuales, en el período enero-noviembre de 2009, gracias a la corrección experimentada desde el mes de abril, que superó el deterioro acumulado en el primer trimestre del ejercicio. De este modo, el déficit de rentas se situó en 24.652 millones de euros, en un contexto de retroceso algo más pronunciado de los pagos que de los ingresos (18% y 16%, respectivamente). Esta evolución refleja el impacto del descenso de los tipos de interés, que compensó el pago de dividendos excepcionales en el primer cuatrimestre del presente ejercicio.

El déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 22% en términos interanuales en los once primeros meses de 2009, hasta situarse en 8.374 millones de euros. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de moderado descenso de los pagos (un 1%) y de notable incremento de los ingresos (un 16%). Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó, en los once primeros meses de 2009, en 3.159 millones de euros, lo que supuso un descenso del 40% interanual. Esta evolución fue bastante generalizada entre las distintas rúbricas que componen la cuenta de capital, reflejando mayoritariamente la disminución de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de diversos fondos comunitarios.

### 5.1 Rasgos más destacados

En línea con lo ocurrido en el resto del mundo, durante el cuarto trimestre de 2009 no se observaron, en general, variaciones importantes en los precios negociados en los mercados nacionales. Así, en las bolsas, el IBEX 35 se situaba, a finales de diciembre, un 1,1% por encima del nivel de finales de septiembre, frente a una revalorización del 2,5% para el EUROSTOXX 50 de las empresas de la UEM y del 5,8% para el S&P 500 de las compañías estadounidenses durante el mismo período (véase gráfico 23). Tras estos movimientos, dichos índices acumularon unas ganancias en el año del 29,3%, 20,2% y 23,8%, respectivamente. En los tres casos, la volatilidad se redujo durante los últimos meses del ejercicio. En los mercados interbancarios, los tipos de interés apenas variaron, situándose el EURIBOR a un año, a finales de 2009, en el mismo nivel de septiembre (1,24%). Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo aumentó ligeramente, pasando, en el caso de las obligaciones a diez años, del 3,72% al 3,96%. Este ascenso fue similar al registrado por la referencia alemana, por lo que el diferencial de rentabilidad con respecto a esta se mantuvo en torno a los 60 pb. En cambio, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados se redujo durante este período 20 pb, hasta quedar situado en 73 pb.

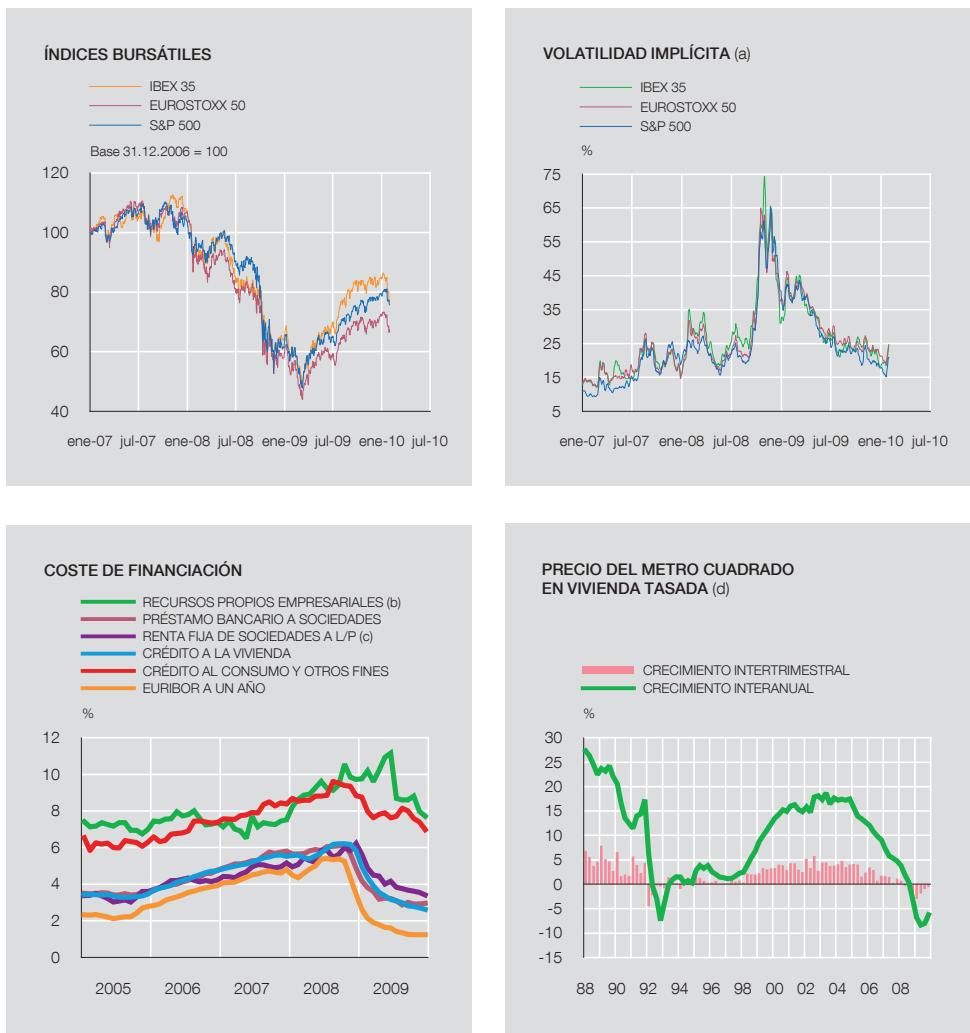
En la parte transcurrida de 2010 se ha observado en los mercados nacionales e internacionales un cierto repunte en los principales indicadores de tensión financiera, tras la estabilidad de los meses precedentes. Así, se han producido algunos retrocesos en los índices bursátiles, acompañados de un incremento de la volatilidad, aumentos moderados de las primas de riesgo crediticio y, en un contexto de mayor preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas, una ampliación en la UEM de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas a largo plazo frente a la referencia alemana. En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 7,9% por debajo del nivel de cierre de 2009 (frente a una caída del 5,8% del EUROSTOXX 50 y del 2,3% del S&P 500), y el diferencial de rentabilidad a diez años de los títulos emitidos por el Tesoro español frente a la deuda alemana, en 85 pb.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el cuarto trimestre de 2009, pero lo hizo nuevamente a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, las tasas de disminución intertrimestral e interanual se situaron en diciembre en el 0,6% y el 6,3, respectivamente, frente a los retrocesos del 0,9% y el 8% de septiembre.

Los costes de financiación de los hogares y de las sociedades siguieron descendiendo, en general, durante el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 23). Esta evolución vino acompañada, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero, de un mantenimiento de los criterios de aprobación de préstamos por tercer trimestre consecutivo<sup>1</sup>. No obstante, estos seguirían siendo más restrictivos que al inicio de la crisis financiera, como consecuencia del tensionamiento acumulado en los meses precedentes. Para el primer trimestre de 2010, así como también para el conjunto de 2010, las entidades no anticipan cambios importantes en la oferta crediticia.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a noviembre, siguen evidenciando nuevas caídas en los ritmos de expansión interanual, que han

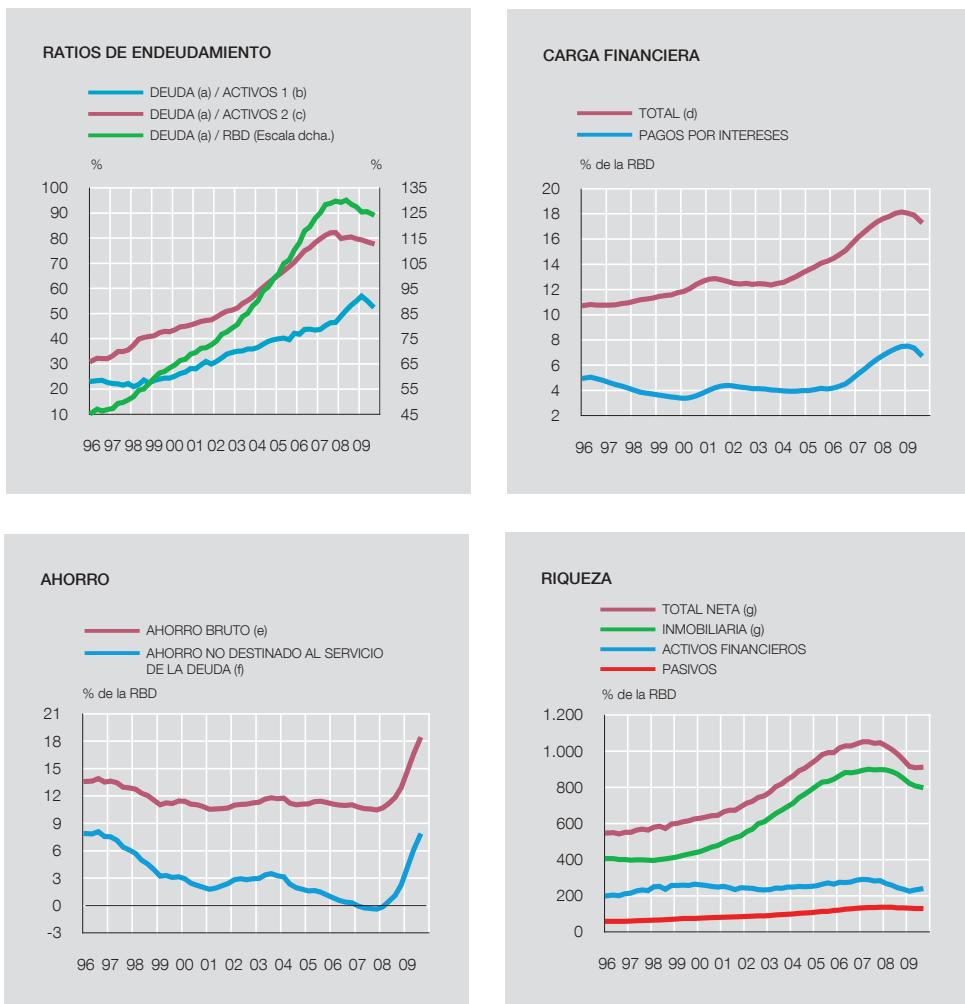
1. Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.



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

- a. Medias móviles de cinco días.
- b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

vuelto a ser algo más acusadas en el caso de las sociedades, situándose próximos a cero tanto para las empresas ( $-0,2\%$ ) como para los hogares ( $-0,3\%$ ). En este sector, los ritmos de expansión intertrimestrales desestacionalizados anualizados de la deuda eran, en esa misma fecha, ligeramente positivos ( $0,2\%$ ). En cambio, para las sociedades se observaron registros negativos en el entorno del  $2\%$ . El desglose de los pasivos empresariales evidencia un comportamiento dispar por instrumentos. Así, mientras que el saldo del crédito concedido por las entidades residentes volvió a reducirse y presentó una tasa más negativa que en el tercer trimestre, las restantes fuentes de financiación, utilizadas fundamentalmente por las empresas de mayor tamaño, siguieron registrando un avance positivo, que fue especialmente elevado en el caso de los valores de renta fija. La información provisional correspondiente a diciembre apunta a una prolongación de estas mismas tendencias. Por otra parte, los datos más recientes del crédito por finalidades, correspondientes a septiembre de 2009, muestra que la ralentización de la financiación bancaria se produjo en todos los sectores, aunque fue especialmente acusada en la industria.



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

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otras».
- c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

La ligera contracción de los pasivos de las familias en el tercer trimestre de 2009, junto con la estabilidad de los ingresos, se tradujo en una cierta disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la reducción de los costes de financiación, habría permitido que la carga financiera continuara descendiendo durante este período, al tiempo que el aumento de la tasa de ahorro bruto habría contribuido a una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. En línea con esta evolución, los datos más recientes de las cuentas financieras recogen un aumento de la capacidad de financiación del sector durante este período. Por su parte, la riqueza neta apenas varió, como resultado de una disminución en el valor del componente inmobiliario, que se vio compensada por el ascenso del financiero. La información provisional de los últimos meses del pasado ejercicio apunta a un mantenimiento de la ratio de endeudamiento de los hogares y a un descenso adicional en la de carga financiera.

En el caso de las sociedades, las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados económicos, correspondientes al tercer trimestre de 2009, muestran descensos interanuales, que llevarían a un retroceso de la rentabilidad de las empresas. Esta evolución de las rentas llevó a que, a pesar del ligero retroceso de los recursos ajenos, repuntase la ratio de endeudamiento (véase gráfico 25). No obstante, la de carga financiera se volvió a reducir, gracias a la disminución de los costes de financiación. Por otra parte, la contracción del gasto del sector permitió que, a pesar de la disminución de las rentas, las necesidades de financiación descendiesen nuevamente. Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian también una contracción en los beneficios empresariales entre junio y septiembre, aunque más intenso que el que se deriva de las cuentas nacionales, junto con un aumento de la ratio de endeudamiento y una caída de la de carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, se elevaron los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, situándose en valores próximos a los registrados en la recesión de 1992-1993. La información provisional de los últimos meses del pasado ejercicio apunta a un incremento adicional de la ratio de endeudamiento y a un descenso en la de carga financiera.

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en aumentos de las ratios de morosidad, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situó en noviembre en el 5,1%, 0,2 pp por encima del dato de septiembre.

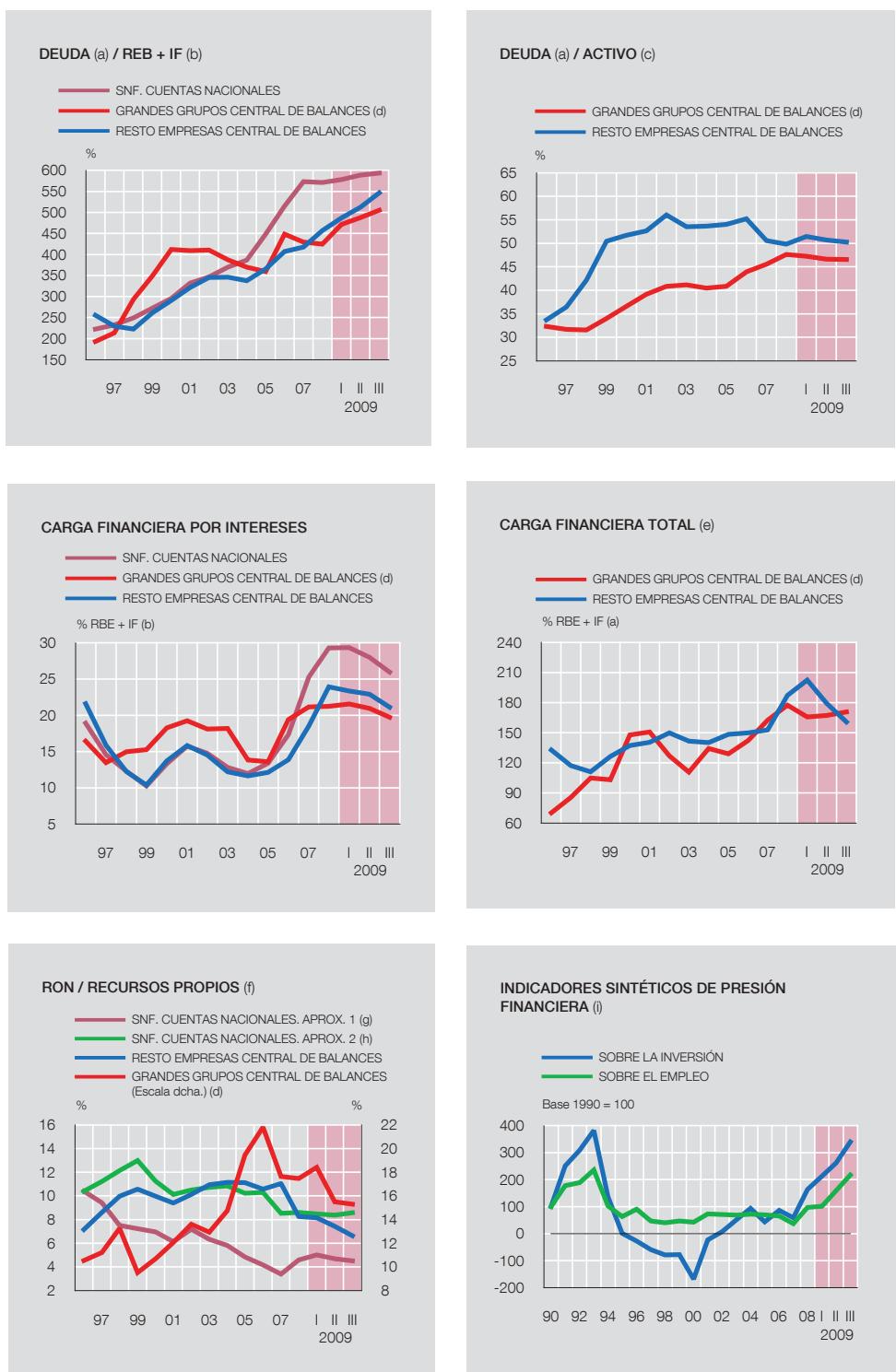
La información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al tercer trimestre de 2009, recoge una disminución de las necesidades de financiación de la nación, que ascendieron al 5,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (1,1 pp por debajo del nivel de junio) (véase cuadro 6). Esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó próximo al 9,5% del PIB, y por la ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras.

La acumulación de los déficits públicos, junto con la necesidad de financiar el aumento de las inversiones financieras de las AAPP, se ha traducido en un ascenso importante del volumen de deuda en circulación, registrándose crecimientos interanuales muy elevados (por encima del 30%). Ello, unido al retroceso del PIB, se ha reflejado en un rápido incremento de la ratio de deuda sobre el PIB y ha supuesto también un ascenso de la carga financiera asociada. En línea con la abultada captación de recursos de este sector, durante los últimos meses este ha canalizado el grueso de los recursos netos obtenidos por la economía española en el exterior (4,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, con datos hasta septiembre de 2009).

En resumen, el descenso de los costes de financiación de los últimos meses habría vuelto a contribuir a reducir la carga financiera soportada por los agentes con deudas. No obstante, el deterioro macroeconómico habría continuado elevando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos, especialmente aquellos con un mayor volumen de pasivos exigibles y los más afectados por la situación cíclica. Por otra parte, a pesar del menor dinamismo que han presentado los recursos ajenos del sector privado en los últimos trimestres, la evolución menos favorable de las rentas ha frenado la caída de las ratios de endeudamiento de empresas y familias, que se mantienen en niveles elevados, lo que limita las posibilidades de que la recuperación de la economía española se pueda apoyar en una expansión significativa del crédito. El rápido incremento del endeudamiento de las AAPP supone una carga cre-

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 25



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. 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.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

	% del PIB								
	2004	2005	2006	2007	2008		2009		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6	-9,5	-9,1	-8,1	-6,9	-5,8
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,1	-13,5	-9,7	-7,0	-4,5	-0,8	1,9
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-4,5</i>	<i>-7,1</i>	<i>-9,5</i>	<i>-11,6</i>	<i>-8,2</i>	<i>-7,4</i>	<i>-6,2</i>	<i>-4,6</i>	<i>-2,6</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,9</i>	<i>-1,5</i>	<i>0,4</i>	<i>1,7</i>	<i>3,8</i>	<i>4,5</i>
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,7	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,6
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	1,9	-1,9	-4,1	-5,6	-8,0	-9,4
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,8	-15,9	-14,4	-11,1	-9,2	-6,7	-3,9

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.

ciente que puede representar un riesgo sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

## 5.2 El sector hogares

Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito volvieron a disminuir durante el cuarto trimestre de 2009, tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda (20 pb) como, sobre todo, en los destinados a consumo y otros fines, que presentan una mayor variabilidad (1,3 pp). De acuerdo con los resultados de la última EPB, el descenso en los costes de financiación habría venido acompañado de un mantenimiento de los criterios de concesión de créditos para adquisición de vivienda y de una ligera relajación de los mismos en los destinados a consumo y otros fines. En cambio, la demanda de fondos percibida por las entidades encuestadas habría descendido nuevamente en el cuarto trimestre de 2009 para ambas finalidades.

En este contexto, la deuda de las familias se contrajo un 0,3% en noviembre, en términos interanuales, frente a la caída del 0,1% de septiembre. Esta evolución fue el resultado de un ligero descenso en los ritmos de avance interanual tanto del crédito para adquisición de vivienda como del destinado a consumo y otros fines, que se situaron en el -0,1% y el -1,1% (0,3 y 0,2 pp menos que al cierre del tercer trimestre, respectivamente). Las tasas intertrimestrales anualizadas fueron, en cambio, ligeramente positivas en ambos casos, aunque inferiores a las de septiembre.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, la inversión en activos financieros de las familias se situó, en septiembre, en el 3,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses), casi 1 pp por encima del nivel de junio (véase cuadro 7). El desglose por instrumentos evidencia una pauta de recuperación de los flujos materializados en fondos de inversión, que registraron el valor más elevado desde mediados de 2007 y en términos acumulados de cuatro trimestres se incrementaron en más de 1 pp, hasta el -0,5% del PIB. Dentro de los activos más líquidos, se observó una recomposición en favor de los medios de pago y en detrimento de los depósitos a plazo.

El ligero descenso intertrimestral de la deuda, unido a la estabilidad de las rentas de los hogares, habría hecho que la ratio de deuda sobre RBD se redujese moderadamente en el tercer

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				I TR	II TR	III TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,8	7,1	2,7	1,8	2,6	3,5
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,5	0,3	2,5	3,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,8	7,5	7,0	4,1	1,5	-0,1
Acciones y otras participaciones (b)	-1,3	0,4	-0,6	-0,2	0,0	0,5
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-2,7	-1,7	-0,5
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1
De jubilación	1,0	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Resto	1,1	0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	12,5	9,0	2,4	0,2	-1,2	-1,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	1,6	0,1	-0,3
Créditos para adquisición de vivienda (c)	10,0	7,1	2,7	1,6	0,7	0,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	3,0	2,1	0,8	0,2	-0,3	-0,3
Resto	-0,4	-0,4	-1,0	-1,5	-1,3	-0,7
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	23,4	14,0	4,4	3,0	-3,4	-8,2
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,7	-0,9	-0,8
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,9	2,0	1,9	1,1	0,6	0,9
Acciones y otras participaciones	11,5	8,2	3,1	2,6	1,6	0,9
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	8,3	6,7	3,4	2,8	1,8	1,4
Crédito comercial e interempresas	6,6	2,7	-0,2	-0,4	-5,0	-8,6
Resto	1,1	1,5	0,7	0,5	0,4	-0,5
Operaciones financieras (pasivos)	32,9	25,7	11,8	9,2	1,2	-5,6
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	3,7	1,2	-1,6
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,2	2,4	2,4	1,3
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,7	0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	2,9	5,3	2,3	1,9	1,4	1,5
Crédito comercial e interempresas	7,0	3,2	0,0	-0,3	-4,9	-8,6
Resto	0,3	0,0	1,3	0,7	0,8	1,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,1	4,5	2,1	0,2
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	2,2	0,5	-0,1
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,4	6,2	3,3	0,4

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.

trimestre de 2009, situándose algo por debajo del 125% (véase gráfico 24). Esta evolución, junto con la reducción de los costes de financiación, habría permitido una nueva disminución de la carga financiera, mientras que el aumento de la tasa de ahorro bruto del sector se habría traducido en una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos. En esta misma línea, las cuentas financieras evidencian un aumento de la capacidad de financiación de las familias durante este período, hasta el 4,5% del PIB, frente al 3,8% de junio. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se mantuvo estable entre junio y septiembre como consecuencia de un

aumento del valor del componente financiero, impulsado por la revalorización de las cotizaciones bursátiles, similar a la reducción del inmobiliario.

A pesar del descenso de la carga financiera, el deterioro macroeconómico, y en particular el ascenso de la tasa de paro, habría seguido aumentado el grado de presión financiera sostenida por los hogares durante los últimos meses. Ello se siguió reflejando en ascensos en las ratios de morosidad, que continuaron siendo más intensos en el caso de la financiación sin garantías. Así, durante el tercer trimestre dicho indicador se elevó en 0,39 pp en los préstamos para consumo y otros fines, hasta alcanzar el 7,13%, mientras que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas el incremento fue de apenas 0,04 pp (hasta el 3,05%).

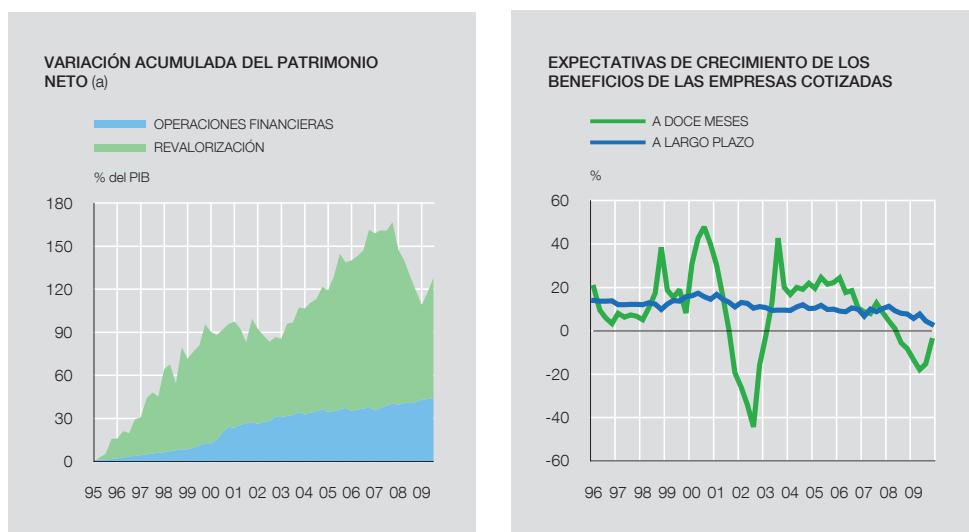
### **5.3 El sector de sociedades no financieras**

En el cuarto trimestre de 2009, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades de importe inferior al millón de euros disminuyó en 36 pb (hasta el 4,24%), mientras que para los créditos de cuantía superior, que había descendido en mayor medida durante el período precedente, aumentó 20 pb, situándose en el 2,47%. También se redujeron el coste de emisión de acciones (90 pb) y el de la deuda a largo plazo (25 pb). Para los títulos a corto plazo se observó, en cambio, un ligero repunte (9 pb).

De acuerdo con la EPB de enero, las entidades endurecieron muy ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a empresas durante el cuarto trimestre. En la misma línea, la información proporcionada por la Encuesta de las Cámaras de Comercio sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena para este período no muestra cambios significativos en el porcentaje de estas compañías que perciben dificultades para captar fondos externos. En paralelo, según los resultados de la EPB, la demanda de crédito por parte de las sociedades habría dejado de disminuir en los últimos meses de 2008, por primera vez desde junio de 2007.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en noviembre el ritmo de crecimiento interanual en torno a cero (–0,2%), 0,6 pp por debajo de la cifra de septiembre. Los ritmos de avance intertrimestral anualizados evidencian un dinamismo menor (–2%), lo que apuntaría a un cierto recorrido a la baja durante los próximos meses en las tasas interanuales. Esta contracción en el volumen de financiación encubre un comportamiento heterogéneo por instrumentos y tamaño de la empresa. Así, en el caso del crédito concedido por entidades residentes, la expansión intertrimestral anualizada se situó en el –6%, mientras que los fondos obtenidos mediante el resto de fuentes de financiación, utilizadas principalmente por las grandes compañías, siguieron avanzando a tasas positivas, especialmente elevadas para los valores de renta fija. Por su parte, la información desagregada sobre el crédito concedido por instituciones residentes recoge un comportamiento más expansivo de los fondos otorgados a compañías con mayor volumen de deuda —y, por tanto, a priori de mayor tamaño—, una vez se excluyen las sociedades constructoras y de servicios inmobiliarios (para estas dos ramas de actividad no se observan diferencias en el dinamismo del crédito en función de la dimensión de la empresa).

La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a septiembre de 2009, muestra que la ralentización se produjo en todos los sectores, aunque fue especialmente acusada en la industria, en la que dicha variable pasó a presentar una tasa negativa de crecimiento (–1,3%, casi 9 pp por debajo de la cifra de junio). En las ramas de servicios inmobiliarios y no inmobiliarios la desaceleración fue menor, situándose el ritmo de avance interanual de estos pasivos en el entorno del 3%, al tiempo que la financiación bancaria de entidades residentes a la construcción siguió mostrando tasas de crecimiento muy negativas (–14,3%, 1,1 pp más de caída que en el segundo trimestre).



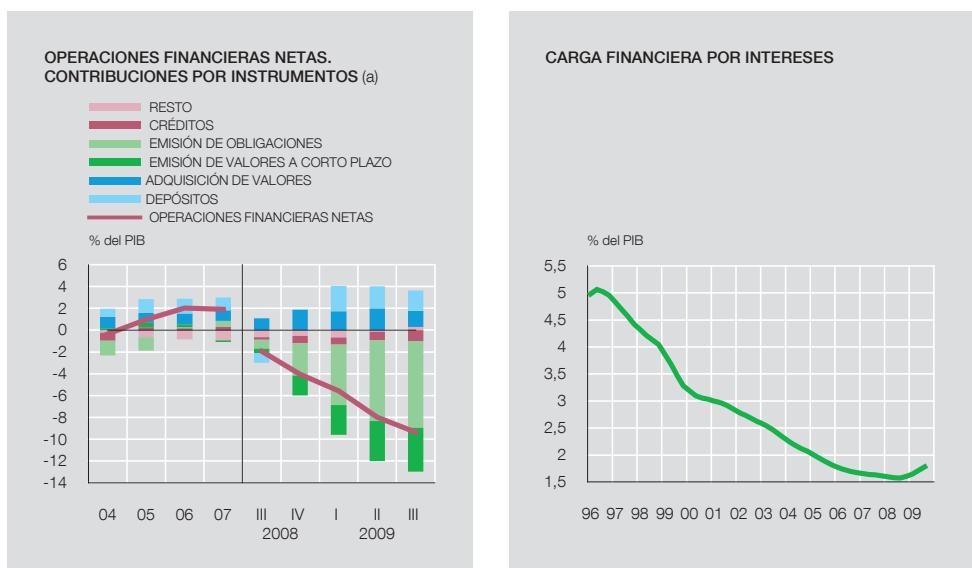
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

Por otra parte, según las cuentas financieras, entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 (último dato disponible) se produjo un retroceso importante en el saldo de crédito comercial e interempresarial (tanto del adeudado por el sector como del otorgado). Así, los flujos asociados a estas operaciones durante dicho período fueron negativos por un importe equivalente al 8,6% del PIB (véase cuadro 7). Detrás de esta evolución se encuentran previsiblemente tanto el retroceso de la actividad económica como una mayor reticencia de las empresas a conceder este tipo de financiación.

Por otra parte, la contracción del gasto del sector permitió que sus necesidades de financiación volvieran a disminuir, hasta situarse en el 2,6% del PIB, 2 pp menos que en junio. La *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, descendió de forma algo más acusada (casi 3 pp) como resultado de la menor inversión en renta variable en el exterior y de la disminución de la financiación intragrupo, y se situó próxima al 4% del PIB.

Las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados empresariales, correspondientes al tercer trimestre de 2009, muestran descensos interanuales, que llevarían a un retroceso de la rentabilidad de las empresas. Esta evolución de las rentas habría hecho que, a pesar de la ligera contracción de los recursos ajenos, la ratio de endeudamiento aumentase ligeramente durante el mismo período (véase gráfico 25). No obstante, la pausa descendente de los costes de financiación se tradujo en una cierta disminución de la carga financiera asociada. Por su parte, la información de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela asimismo un retroceso en los beneficios empresariales. Concretamente, tanto el resultado económico bruto como el beneficio ordinario neto de estas empresas se redujeron un 22% en los tres primeros trimestres del pasado ejercicio, en relación con el mismo período de 2008, lo que resultó en una importante caída de la rentabilidad y en un aumento de la ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación e ingresos financieros. A pesar de estos desarrollos, la disminución de los tipos de interés



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

permitió que la carga financiera por intereses en relación con los ingresos obtenidos por la actividad ordinaria descendiese, excepto en el sector industrial, que, entre aquellos que presentan una mayor cobertura en la CBT, fue el que registró un deterioro más significativo de su posición patrimonial en los últimos trimestres y es el que presenta actualmente los valores más elevados de esta ratio. El retroceso de la rentabilidad y el aumento del endeudamiento hicieron que se volvieran a elevar los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, situándose en valores próximos a los registrados en la recesión de 1992-1993.

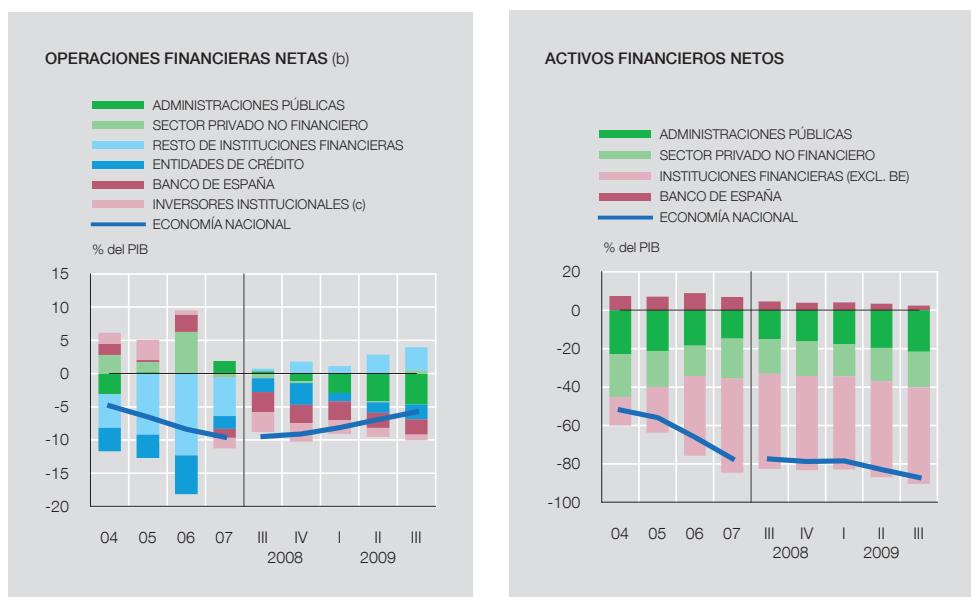
La evolución desfavorable de los resultados se volvió a reflejar en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, que alcanzó en septiembre el 5,7%, 0,4 pp más que en junio de 2009. Las empresas con mayores dificultades para hacer frente a sus deudas continuaron siendo las de los sectores de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta pasó del 8,1% al 8,5% durante el mismo período, mientras que en el resto de actividades aumentó algo menos (0,3 pp, hasta el 3,3%).

La información más reciente sobre los estados financieros de las empresas apunta a diferencias significativas en su evolución financiera no solo por sector, sino también en función del tamaño de las compañías. Así, según los datos de la CBB (que incluyen los procedentes de las compañías colaboradoras con la CBA y los de los registros mercantiles), el resultado ordinario neto de las compañías de menor dimensión (aquellas con menos de 50 empleados) retrocedió en 2008 más de un 50%, frente a una caída del 21% de las grandes.

De cara a los próximos trimestres, los analistas seguían previendo a finales de 2009 nuevos retrocesos de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, aunque a un ritmo algo inferior al que anticipaban meses atrás (véase gráfico 26). Esta evolución fue, no obstante, compatible con una cierta revisión a la baja de los resultados económicos de las mismas compañías a horizontes más largos.

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.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Como resultado de un nuevo aumento del gasto público y de la disminución de los ingresos, las necesidades de financiación de las AAPP volvieron a incrementarse en el tercer trimestre de 2009 y alcanzaron, en términos acumulados de cuatro trimestres, el 9,4% del PIB, 1,4 pp más que en junio (véase cuadro 6).

Nuevamente, entre julio y septiembre de 2009 las AAPP recurrieron, fundamentalmente, a la emisión de títulos de renta fija para financiar el déficit. Sin embargo, los fondos captados por esta vía descendieron en comparación con el trimestre anterior, como resultado de la disminución de los obtenidos mediante valores con vencimiento superior a un año, que se mantienen, no obstante, como la principal fuente de financiación de las AAPP, y del mantenimiento de los asociados a emisiones a corto plazo. En términos acumulados de cuatro trimestres, los recursos captados a través de instrumentos de renta fija alcanzaron un importe equivalente al 12% del PIB, 0,85 pp más que en junio (véase gráfico 27). También aumentaron los recibidos mediante préstamos, que en términos netos supusieron un importe equivalente al 1% del PIB. Por su parte, las adquisiciones de activos financieros entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 ascendieron a un volumen equivalente al 3,6% del PIB, un nivel algo inferior al correspondiente a tres meses antes.

El rápido aumento del endeudamiento de las AAPP en los últimos meses, con un crecimiento interanual muy elevado (por encima del 30%), unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un marcado incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que se situaba en septiembre próxima al 50% del PIB, 13 pp por encima de lo observado un año antes. Como resultado de esta evolución, la carga financiera asociada a estos pasivos volvió a aumentar en el tercer trimestre, y alcanzó el 1,8% del PIB.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2009, las necesidades de financiación de la nación se situaron en el 5,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, en torno a 1 pp menos que en junio y

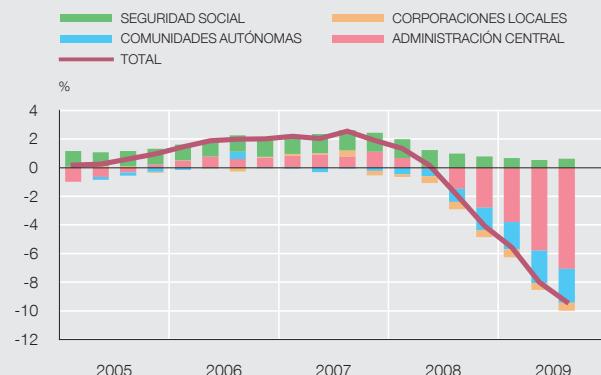
La crisis económica ha supuesto un incremento de los gastos públicos y un retroceso de los ingresos, lo que ha llevado a que las Administraciones Públicas (AAPP) pasaran a presentar un saldo deficitario creciente a partir del tercer trimestre de 2008, después de un período de tres años en el que las cuentas venían arrojando superávit. El desglose por subsectores que aparece en el gráfico 1 pone de manifiesto un deterioro generalizado de las finanzas, que ha sido, no obstante, más intenso en el caso de la Administración Central y también, aunque en menor medida, de las Comunidades Autónomas. Por su parte, la Seguridad Social es el único subsector que ha mantenido una posición excedentaria, aunque por un importe inferior al de los años anteriores. En este contexto, en el presente recuadro se explora cómo se está financiando el aumento en las necesidades de financiación de las AAPP, con un detalle tanto por instrumentos como por sectores de contrapartida.

El rápido deterioro de las finanzas públicas, junto con la necesidad de financiar el aumento de la inversión en activos financieros (ligado, en parte, a los programas de apoyo al sistema financiero), se ha traducido en un notable incremento de los pasivos de las AAPP, que han pasado a crecer a ritmos interanuales superiores al 30% desde mediados de 2009 (véase gráfico 2). De este modo, el saldo de deu-

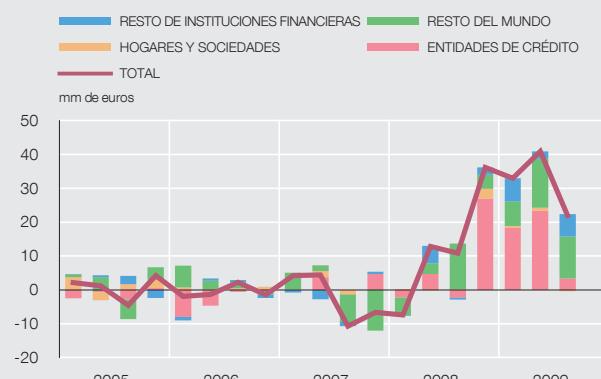
da pública, que representaba menos de un 35% del PIB en marzo de 2008, se elevó hasta cerca del 50% del PIB en noviembre de 2009. El desglose por instrumentos muestra que las AAPP han recurrido principalmente a la emisión de títulos, tanto a corto como, sobre todo, a largo plazo, y también, aunque en menor medida, a créditos. En términos del saldo vivo, los valores suponían en esta última fecha el 84% del total (un 82% del cual estaba emitido a un plazo superior a un año), mientras que los préstamos concedidos por las entidades representaban el 16% restante.

El detalle por sectores de contrapartida revela que las entidades de crédito nacionales han sido los agentes que más han contribuido a la financiación de las AAPP desde mediados de 2008. Concretamente, entre marzo de 2008 y septiembre de 2009, dichos intermediarios han prestado a estas en forma de préstamos y de adquisiciones de valores un volumen neto de 74 mm de euros, equivalente al 48% de los pasivos totales captados por las AAPP durante el mismo período (véase gráfico 3). Por su parte, los fondos netos procedentes del exterior se situaron durante el mismo período en los 55 mm de euros (el 35% del total). El resto de los recursos procedió fundamentalmente de los inversores institucionales nacionales. En términos de saldos vivos, los no residentes se mantenían, no obstante, en sep-

1 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP. % DEL PIB



3 ADQUISICIONES NETAS DE PASIVOS DE LAS AAPP



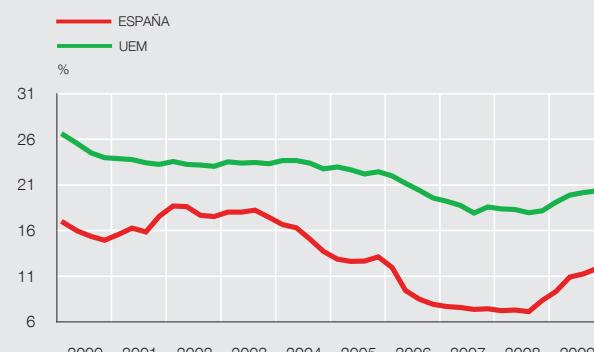
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. En % de la financiación al sector privado no financiero y sector público.

2 CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN DE LAS AAPP (Contribución por instrumentos)



4 EXPOSICIÓN DE LAS IFM A LAS AAPP (a)



tiembre de 2009 (último dato disponible) como los principales tenedores de deuda pública (45%), por delante de las entidades de crédito (34%).

Diversos factores pueden haber contribuido a explicar el dinamismo reciente de las adquisiciones de deuda pública (no solo española, sino también de la del resto del mundo) por parte de las entidades de crédito nacionales, un fenómeno que también se ha detectado en otros países de nuestro entorno. Por una parte, hay que tener en cuenta que el aumento de las necesidades de financiación de las AAPP, tanto en España como en otras economías, ha incrementado las oportunidades de inversión en este tipo de activos. Además, las especiales características de estos hacen que sean una opción especialmente atractiva en la coyuntura actual. Así, estos poseen una elevada liquidez, al negociarse los valores (que son el grueso de los flujos captados) en un mercado secundario (que permite la recuperación de los fondos con relativa facilidad y en un corto plazo de tiempo), a la vez que presentan un reducido riesgo de crédito en comparación con los instrumentos emitidos por los agentes privados. El margen que tenían nuestros intermediarios para aumentar la

exposición al sector público era relativamente amplio, después de que su peso en el balance hubiera descendido durante los años anteriores, hasta situarse en niveles bajos, tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con la UEM (véase gráfico 4). No resulta extraño que en estas circunstancias el avance de la proporción de la cartera depositada en este tipo de instrumentos haya sido algo más elevado en España que en el conjunto del área del euro.

Los datos del tercer trimestre de 2009 evidencian una moderación en la financiación concedida por las entidades de crédito al sector público, tendencia que habría continuado en los meses posteriores, de acuerdo con la información provisional disponible. Así, entre julio y septiembre del pasado año estos intermediarios realizaron unas inversiones netas en pasivos emitidos por las AAPP de 3,3 millones de euros, equivalentes al 15% de los fondos captados por estas, frente a un flujo neto de 12,4 millones de euros procedente de los no residentes (56%). De este modo, los valores de deuda pública se están convirtiendo en el principal instrumento mediante el cual la economía española obtiene recursos del resto del mundo.

3,3 pp menos que en el conjunto de 2008. Por sectores, esta evolución resultó de la mayor capacidad de financiación de los hogares y de la disminución del saldo deudor de las sociedades, que compensaron el incremento del déficit de las AAPP y el menor ahorro de las instituciones financieras (véase cuadro 6). La reducción en las necesidades de financiación de la nación está siendo inferior a la que se derivaría del saneamiento del sector privado, como consecuencia del fuerte aumento de las necesidades financieras de las AAPP.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, en línea con el aumento del déficit público, los recursos netos captados del exterior mediante los pasivos emitidos por las AAPP aumentaron 0,5 pp, en términos acumulados de doce meses, y se situaron en el 4,7% del PIB (véase gráfico 28). De hecho, en el tercer trimestre de 2009 las entidades de crédito residentes dejaron de ser el principal comprador de los pasivos del sector público, posición que pasó a ser ocupada por los agentes extranjeros (véase recuadro 7). Por su parte, las entidades de crédito siguieron obteniendo fondos del exterior en términos netos por un importe superior al de tres meses antes, al tiempo que los inversores institucionales deshicieron las posiciones mantenidas fuera de España, en comparación con un año antes. Asimismo, también se redujeron los activos financieros del Banco de España frente al resto del mundo. Por el contrario, los flujos asociados a los pasivos netos emitidos por el resto de instituciones financieras supusieron una salida de capitales equivalente al 3,5% del PIB.

Los flujos financieros de activo y pasivo frente al resto del mundo acumulados entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 fueron negativos o registraron un importe muy reducido, en un contexto internacional poco favorable para el dinamismo de estas operaciones (véase cuadro 8). Las entradas de capital durante ese período alcanzaron un volumen equivalente al 2,9% del PIB, frente al 4,2% de junio. Las mayores caídas se observaron en los depósitos, y en concreto en los interbancarios, que registraron una fuerte contracción, que situó el flujo acumulado en doce meses en valores negativos (-0,2% del PIB), y en los préstamos no comerciales, que entre junio y septiembre alcanzaron una cifra ligeramente negativa, que situó el

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-8,1	-6,9	-5,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,0	14,3	3,2	0,6	-2,7	-2,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-2,1	-5,8	-5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-2,3	-5,6	-5,6
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	-0,2	0,5	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,5	0,7	1,5	1,3
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,6	0,2	-0,9	-1,5	-1,5	-1,7
Acciones y otras participaciones	10,8	8,9	2,1	2,7	2,3	2,5
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	8,3	6,7	3,4	2,8	1,8	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	-0,8	-0,5	-0,2
Préstamos	2,1	1,2	0,7	0,9	1,0	0,3
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,4	23,8	12,3	8,8	4,2	2,9
Depósitos	0,3	7,3	9,0	4,3	1,9	1,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	1,9	0,9	-0,2
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,4	0,3	-0,8	-1,1
<i>De los cuales:</i>						
Administraciones Públicas	1,0	-1,4	1,3	2,4	3,4	3,2
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	-1,1	-1,3	-0,8
Otras instituciones financieras no monetarias	12,3	5,8	-1,8	-1,0	-2,9	-3,5
Acciones y otras participaciones	0,5	4,8	3,6	2,1	1,5	2,3
<i>De las cuales:</i>						
Sociedades no financieras	0,1	4,9	2,7	1,4	0,7	1,1
Préstamos	3,5	3,1	2,2	2,5	2,5	1,6
Otros neto (c)	-0,4	0,2	0,6	0,1	-0,1	-0,8
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,6	5,0	4,9	4,0	3,2
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,8	4,4	2,8	2,4	2,2

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.

acumulado anual en el 1,6%, 0,9 pp por debajo de la cifra de mediados de año. También se apreció un retroceso importante en el crédito comercial, tanto activo como —especialmente— pasivo, operaciones que están clasificadas por el neto dentro de la rúbrica «Otros neto», y que han presentado flujos negativos desde mediados de 2008. Por el contrario, se recuperó la inversión de los no residentes en valores de renta variable emitidos por agentes españoles. A pesar de ello, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB descendió ligeramente y se situó en el 2,2% del PIB.

Los flujos activos frente al exterior fueron negativos, en términos acumulados de doce meses, y se situaron en el -2,8%, un importe ligeramente inferior al de junio. La contracción más signi-

ficativa se observó en los préstamos (que alcanzaron el 0,3% del PIB, frente al 1% del segundo trimestre) y en la adquisición de acciones y participaciones por parte de las sociedades no financieras (que disminuyó 0,4 pp en relación con el PIB y se situó en el 1,4%). En línea con estos retrocesos, la inversión directa de España en el exterior descendió 0,8 pp, y se situó en el 3,2% del PIB. El importe de las compras netas en el exterior de títulos de renta variable por parte de los inversores institucionales (y también la total) fue, al igual que en el trimestre previo, positiva, aunque en términos acumulados de doce meses volvió a situarse en valores negativos (-0,2% del PIB).

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española aumentó 4,2 pp en relación con el PIB y alcanzó el 87,2% (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, este ascenso fue el resultado, fundamentalmente, del incremento del saldo deudor frente a los no residentes de las AAPP y del sector privado no financiero, y de la disminución del saldo acreedor del Banco de España, mientras que el endeudamiento exterior de las instituciones financieras, excluido el Banco de España, apenas varió.

1.2.2010.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ENERO DE 2010

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

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero de 2010, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en los meses de octubre a diciembre de 2009, así como sobre las perspectivas de los encuestados para el primer trimestre del año en curso. Junto con el cuestionario regular, volvió a incluirse un conjunto de preguntas ad hoc. Parte de las mismas son una continuación (con algunos cambios) de las incorporadas en rondas anteriores en relación con los efectos de las tensiones en los mercados financieros. Adicionalmente, en el contexto actual, en el que se contempla una recuperación gradual de la actividad económica en la zona del euro y, posiblemente, de las peticiones de financiación, se consideró particularmente interesante añadir dos cuestiones acerca de la evolución esperada de los criterios de concesión de crédito y de los factores que estarían detrás de la misma, durante el conjunto de 2010, es decir, adoptando una perspectiva temporal más amplia de lo habitual.

De acuerdo con las contestaciones de las entidades, los criterios para la aprobación de nuevos préstamos experimentaron tan solo ligeras variaciones en los últimos tres meses de 2009, tanto en España como en la UEM (véase gráfico 1). De este modo, se confirma la finalización de la etapa de endurecimientos sucesivos, aunque, exceptuando una muy pequeña relajación en nuestro país de los criterios relativos a nuevas operaciones de crédito a las familias para consumo y otros fines, en el resto no se observan todavía indicios de una reversión clara de la intensa contracción de la oferta que evidencian las variaciones acumuladas en trimestres anteriores. Las previsiones declaradas por los encuestados, tanto en el cuestionario regular como en las nuevas preguntas ad hoc, tampoco apuntan a un cambio significativo en las actuales condiciones de financiación a hogares y sociedades durante los próximos meses (véanse gráficos 1 y 4).

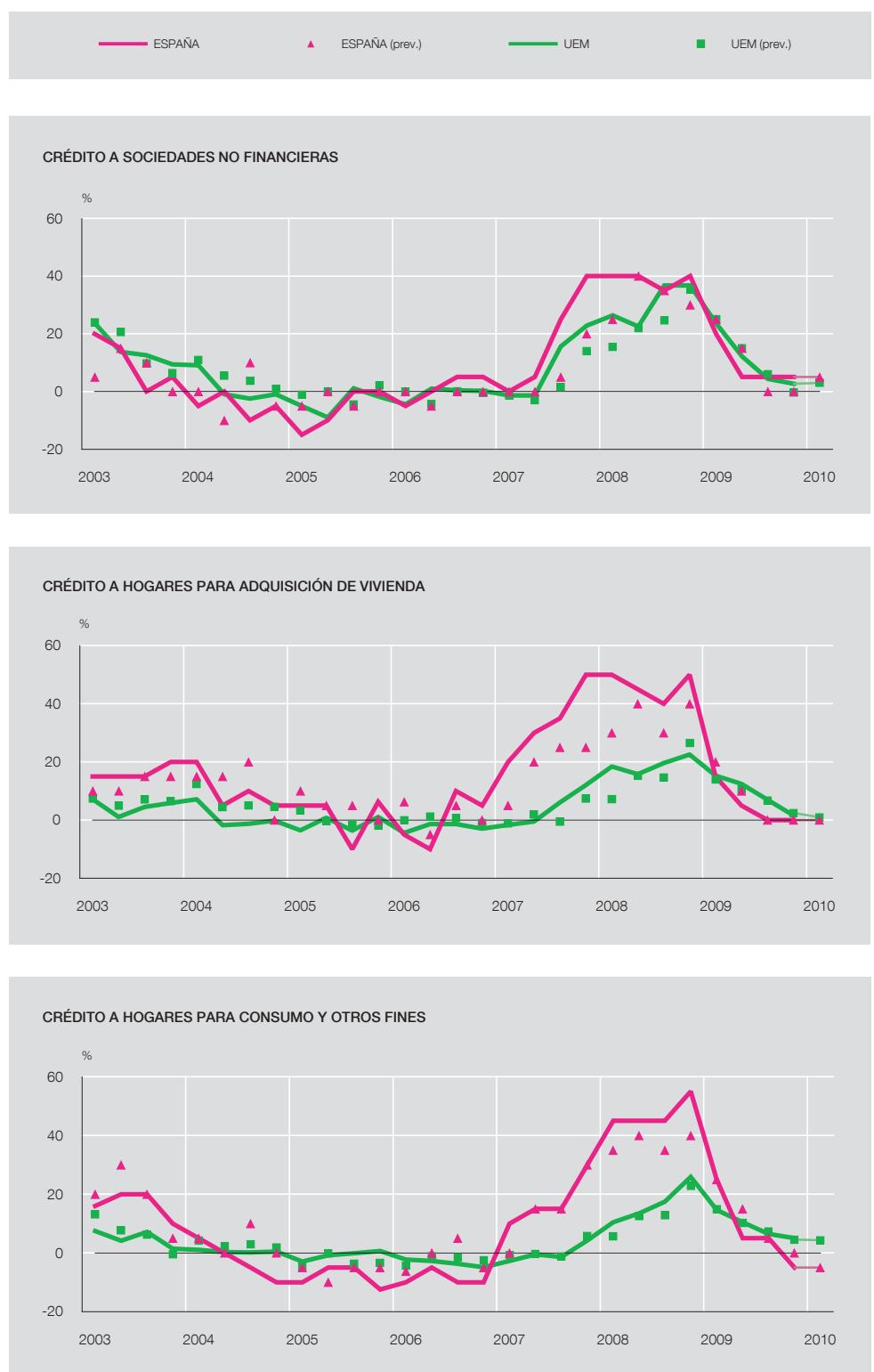
En cuanto a la demanda (véase gráfico 2), se detecta, en general, un menor descenso de la misma en la parte final de 2009, especialmente en el caso de la financiación a las sociedades, en donde se observa, durante el trimestre, una estabilidad en el volumen de peticiones en España, y tan solo una pequeña caída en la UEM. Las diferencias entre ambas áreas geográficas son mayores en las operaciones con los hogares, siendo más contractivas las peticiones de fondos procedentes de las familias españolas que las de las del conjunto del área del euro. Las variaciones anticipadas en la demanda, para los tres primeros meses de 2010, son, en general, positivas —exceptuando el segmento de créditos para consumo y otros fines, en el que son negativas— aunque siempre de pequeña cuantía. La dispersión en las respuestas de las entidades españolas fue muy pequeña en las referidas a los criterios de aprobación, y más elevada en las relativas a las solicitudes de fondos de las familias (véase gráfico 3).

---

1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas 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 Martínez y Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN (a) (b)

GRÁFICO 1

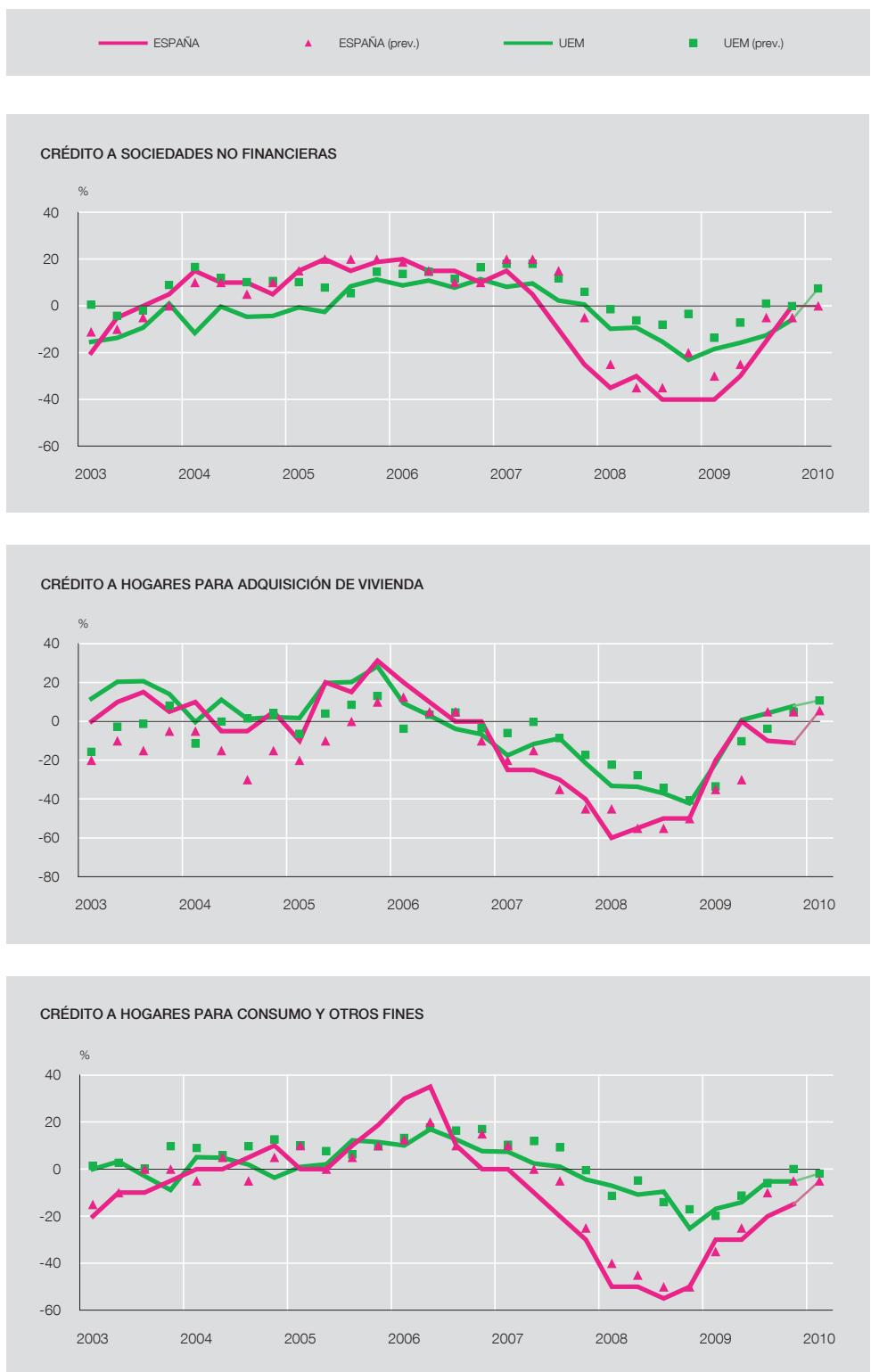


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1 + % de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios x 1/2 – % de entidades que han relajado considerablemente los criterios x 1/2 – % de entidades que han relajado considerablemente los criterios x 1.
- b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
VARIACIÓN EN LA DEMANDA (a) (b)

GRÁFICO 2

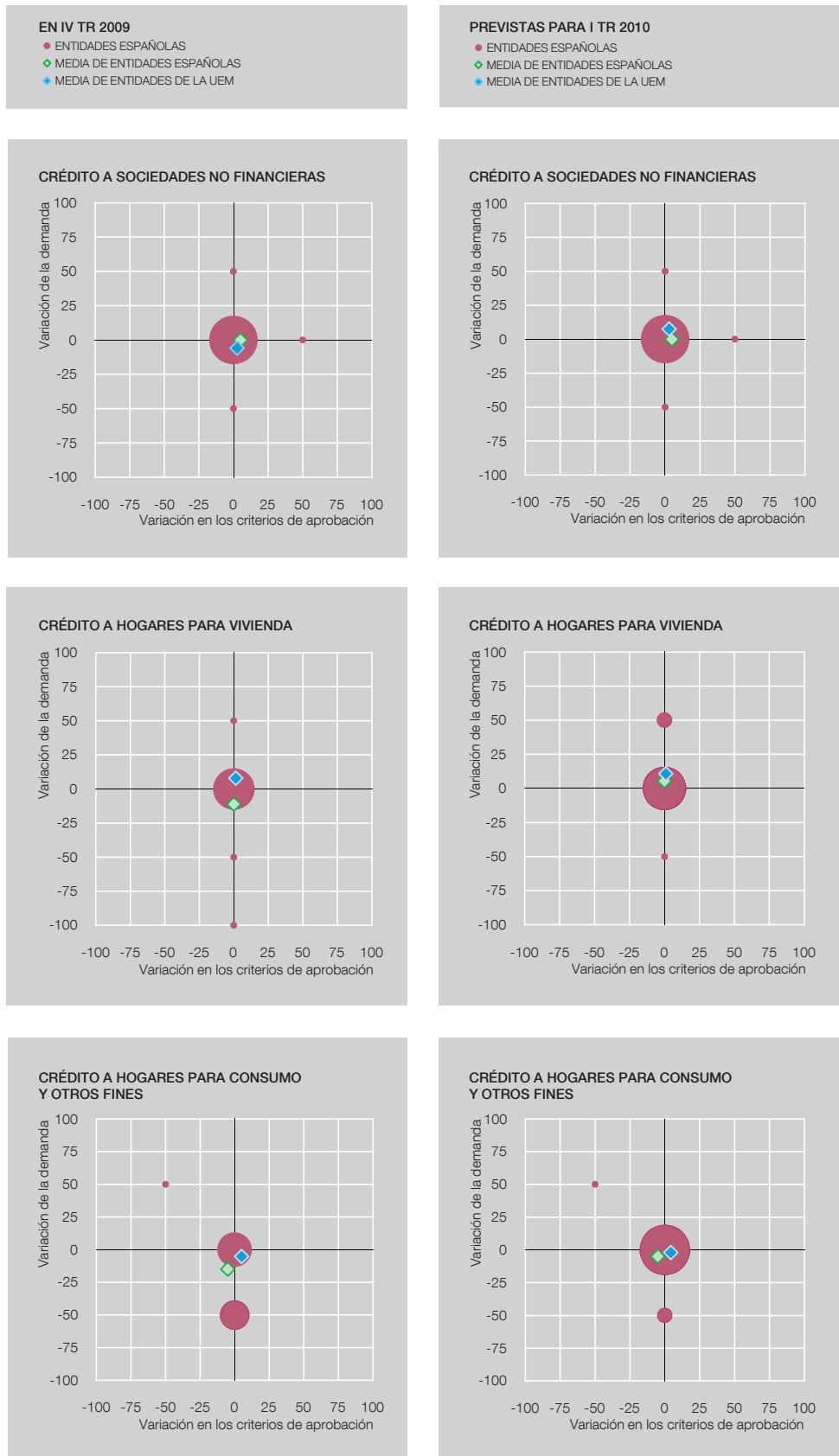


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan un cierto aumento x 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso x 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.  
b. 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 3



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.

En las respuestas a las preguntas ad hoc relativas a las tensiones en los mercados financieros, las entidades encuestadas —tanto españolas como del área del euro— volvieron a señalar que las medidas de apoyo a la recapitalización y avales públicos tuvieron un efecto favorable sobre su capacidad de acceso a la financiación mayorista durante los últimos tres meses de 2009, aunque este efecto se mitigó en relación con trimestres anteriores. La evolución de las condiciones de acceso a este tipo de financiación divergió entre mercados, mejorando en unos casos y empeorando en otros, al tiempo que su impacto sobre el coste de los fondos propios y la disposición de las entidades a conceder nuevos créditos se mantuvo en torno a los niveles de la encuesta precedente.

Analizando las respuestas al cuestionario regular con mayor detalle (véase cuadro 1), se observa que el endurecimiento registrado en los criterios de aprobación de nuevos créditos a sociedades fue muy moderado en todos los casos, tanto en España como en la UEM. Desaparecen así las diferencias de trimestres anteriores, en los que la contracción de la oferta tendió a ser más intensa en las operaciones a más largo plazo, sin que se detecten tampoco divergencias apreciables entre empresas grandes y pequeñas. Las condiciones de los préstamos continuaron haciéndose más restrictivas, en general, aunque en menor medida que en los tres meses previos, destacando nuevamente la ampliación del margen aplicado a las operaciones de mayor riesgo. Entre los factores explicativos, los relacionados con la evaluación de los riesgos percibidos y los relativos a los costes de capital de la entidad continuaron influyendo negativamente sobre la oferta. Sin embargo, la capacidad para acceder a financiación en los mercados y la situación de liquidez de los prestamistas, que habían ejercido un efecto expansivo entre junio y septiembre de 2009, registraron en esta ocasión un impacto menor, siendo este nulo en España.

Según las entidades españolas encuestadas, la demanda de fondos de las empresas, en general, habría dejado de disminuir, por primera vez desde junio de 2007, permaneciendo estable. No obstante, la relativa a las grandes empresas y a las operaciones a más largo plazo siguió descendiendo, aunque en esta ocasión lo hizo con menor intensidad, continuando así la tendencia menos contractiva observada en trimestres anteriores. En el conjunto de la UEM, las peticiones de las compañías volvieron a retroceder, en los meses finales de 2009, pero lo hicieron muy ligeramente y en menor medida que tres meses atrás. Estos desarrollos fueron el resultado de un mantenimiento en el crecimiento de las solicitudes ligadas a procesos de reestructuración de la deuda, junto con un descenso cada vez menor en la demanda para satisfacer las necesidades de fondos relacionadas con inversiones en capital fijo, existencias y capital circulante, y operaciones societarias. Entre las fuentes alternativas de financiación, las emisiones de valores en los mercados volvieron a contribuir a la reducción en las peticiones, así como también los mayores recursos internos disponibles, en el caso de España.

En el segmento de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, en nuestro país, los criterios de aprobación permanecieron estables, por segundo trimestre consecutivo, y las condiciones volvieron a endurecerse en menor medida que en el período precedente. De hecho, la mayoría de estas permanecieron sin cambios, produciéndose únicamente una nueva ampliación del margen aplicado a los préstamos de mayor riesgo y un ligero incremento de la relación entre el principal y el valor de la garantía. Asimismo, por primera vez desde el tercer trimestre de 2006, ninguno de los factores considerados tuvo un efecto contractivo sobre la oferta. En la UEM, esta descendió nuevamente, durante el trimestre, pero lo hizo de forma marginal, influida por unas expectativas todavía negativas sobre la actividad económica en general y sobre el mercado de la vivienda, que más que compensaron el efecto expansivo de la competencia entre las entidades bancarias. Al igual que ocurrió en España, las condiciones de los nuevos préstamos evolucionaron de forma menos restrictiva que

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	0	+	++	NC		En t	Desv. típica	Ent - 1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	3
Préstamos a corto plazo	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	2
Préstamos a largo plazo	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	11	3
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	6
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-0
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-3
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	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	15	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	20	11
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	10	6
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	3
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	3	6	0	0	0	-40	25	35	35	15
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	3
Cantidad del préstamo o de la línea de crédito	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	4
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	9
Compromisos asociados al préstamo	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	6
Plazo de vencimiento	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	10	2
PREVISIÓN DE OFERTA											
En general	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	0	3
Préstamos a corto plazo	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	0	1
Préstamos a largo plazo	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	0	3
DEMANDA											
En general	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-15	-6
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-10	-6
Préstamos a largo plazo	0	3	6	0	0	1	-33	-17	25	-28	-6
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	1	2	7	0	0	0	-30	-20	35	-30	-21
Existencias y capital circulante	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-15	-0
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-22	-16
Reestructuración de la deuda	0	0	3	7	0	0	70	35	24	35	24
Financiación interna	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-15	-0
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Emisión de valores de renta fija	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-7
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
PREVISIÓN DE DEMANDA											
En general	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	7
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	11
Préstamos a largo plazo	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-22	4

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		Ent	Desv. típica	Ent - 1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	2
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-10	-4
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	10	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	12
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	6
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	4
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	3	6	0	0	0	-40	25	35	35	15
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	5	3
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	10	4
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	6
Compromisos asociados al préstamo	0	2	8	0	0	0	-20	10	21	15	4
Plazo de vencimiento	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	10	3
<b>PREVISIÓN DE OFERTA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	0	2
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-10	-3
<b>PREVISIÓN DE DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	11
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>GRANDES EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	11	4
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	5
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-11	1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-11	-3
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	17	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	2	7	0	0	1	-22	11	22	22	11
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	17	5
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	11	4
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	4	0	0	1	-56	28	26	33	16
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	6	3
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	2	7	0	0	1	-22	11	22	22	5
Garantías requeridas	0	2	7	0	0	1	-22	11	22	22	8
Compromisos asociados al préstamo	0	2	7	0	0	1	-22	11	22	22	6
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	11	3
<b>PREVISIÓN DE OFERTA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	0	5
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	3	6	0	0	1	-33	-17	25	-22	-12
<b>PREVISIÓN DE DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-6	3

	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	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	0	0	1	0	0	0	5	7
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	9	0	0	1	0	0	0	5	0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	6	0	0	1	-33	17	25	20	11
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	1	8	0	0	1	-11	6	17	5	5
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIÓN DE OFERTA	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
DEMANDA	1	1	6	1	0	1	-11	-11	42	-10	8
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	3	5	1	0	1	-22	-11	33	-25	4
Confianza de los consumidores	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-15	-2
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-2
Ahorro de las familias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-5	0
Préstamos de otras entidades	0	0	8	1	0	1	11	6	17	5	0
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	1	6	2	0	1	11	6	30	5	11
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	9	1	0	0	10	-5	16	5	5
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	15
Solvencia de los consumidores	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	15	9
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	5	0	0	0	-50	25	26	25	12
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	-10	5	16	10	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
PREVISIÓN DE OFERTA	0	0	9	1	0	0	10	-5	16	0	4
DEMANDA	0	4	5	1	0	0	-30	-15	34	-20	-5
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	6	1	0	0	-20	-10	32	-10	-4
Confianza de los consumidores	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-15	-8
Adquisición de valores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-0
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-10	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-5	-2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Dependiendo de la pregunta concreta, «-» («-») indica un cierto (considerable) endurecimiento de los criterios de 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. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El signo «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 han visto incrementada su demanda) menos el porcentaje de entidades que han relajado su oferta (o han 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.

en la Encuesta anterior. Por su parte, la demanda percibida por las instituciones españolas volvió a reducirse entre los meses de septiembre y diciembre, en contra de lo esperado previamente, e impulsada, aunque menos que en trimestres anteriores, por las perspectivas negativas sobre el mercado inmobiliario y por la falta de confianza de los consumidores. Al margen de estos factores, incluidos regularmente en la Encuesta, alguna entidad señaló también los problemas de accesibilidad a la vivienda y desempleo como elementos determinantes de la caída en el volumen de peticiones. Esto contrasta con lo ocurrido en el conjunto del área del euro, en donde las solicitudes de fondos se incrementaron, incluso de forma algo más intensa que entre julio y septiembre del año pasado, como resultado de unas expectativas más positivas sobre el sector residencial.

En los préstamos a los hogares para consumo y otros fines tuvo lugar una pequeña relajación de los criterios de aprobación, en España, por primera vez desde el cuarto trimestre de 2006. Dicho resultado se explicaría, según las entidades, por una mejora en la medición del riesgo de las operaciones, ya que ninguno de los factores incluidos regularmente en la Encuesta habría contribuido a la expansión de la oferta, si bien tampoco lo habrían hecho, prácticamente, en sentido contrario. Frente al endurecimiento generalizado de las condiciones de los créditos en el trimestre precedente, en esta ocasión solo se apreció un aumento del margen aplicado a los préstamos de mayor riesgo (de la misma magnitud que la pasada edición) y una ampliación de las garantías requeridas (de menor cuantía). En la UEM, la oferta volvió a contraerse ligeramente, de manera similar a lo observado en la encuesta anterior, e impulsada principalmente por las perspectivas sobre los riesgos relativos a la actividad económica en general y a la solvencia de los consumidores. Por otra parte, en ambas áreas geográficas continuó reduciéndose el ritmo de caída de la demanda, aunque menos de lo previsto en septiembre de 2009 y siendo este inferior en el conjunto del área del euro que en nuestro país. Los factores que siguieron influyendo negativamente sobre el volumen de peticiones fueron el deterioro en la confianza de los consumidores, el menor nivel de gasto en consumo duradero y el mayor ahorro de las familias.

De acuerdo con las contestaciones a las preguntas ad hoc sobre las tensiones en los mercados financieros (véase cuadro 2), el efecto de las medidas de apoyo aprobadas por los Gobiernos en la última parte de 2008 continuó siendo importante en los últimos tres meses de 2009, aunque inferior al registrado en la Encuesta anterior, esperándose que dicha situación se mantenga durante el trimestre en curso. En relación con el cambio en las condiciones de acceso a las fuentes de financiación al por mayor<sup>2</sup>, las entidades apuntaron a una cierta mejora en los mercados monetario y de valores distintos de acciones, y a un empeoramiento de las facilidades para titularizar y/o transferir riesgo de crédito. Estas tendencias, que son algo más marcadas en España que en la UEM, se mantendrían en general en los primeros meses de 2010. Asimismo, las instituciones encuestadas señalaron un impacto negativo de las tensiones en los mercados financieros sobre los costes relacionados con el nivel de capital y sobre su disposición a conceder nuevos créditos, prácticamente idéntico al registrado en septiembre de 2009 y al esperado para el inicio del año en curso.

De cara al trimestre en curso, las entidades esperaban una evolución relativamente estable de los criterios de aprobación (véase gráfico 1). A su vez, preveían, en general, un comportamiento algo menos negativo de las solicitudes de fondos (véase gráfico 2). Así, en España volvía a esperarse un ligero aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, una menor caída de la correspondiente a la financiación para consumo y otros fines, y un mantenimiento en el segmento de empresas, mientras que, en la UEM, se anticipaban nuevos incre-

---

2. Nótese que, en esta ocasión, la pregunta se formula en términos de variaciones y no, como en ocasiones anteriores, en términos del grado de dificultad en el acceso a los mercados.

## ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos al efecto de las perturbaciones en los mercados financieros y de crédito. Enero de 2010

CUADRO 2

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NA	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 POR PARTE DEL GOBIERNO SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN</b>										
Últimos tres meses										
Últimos tres meses			2	7	1		80	45	65	21
Próximos tres meses			2	8	0		80	40	60	20
<b>CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES</b>										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	5	3	0	2	38	19	9	
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	6	2	0	2	25	13	5	
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	2	6	2	0	0	0	0	6	
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	1	5	3	0	1	22	11	12	
Titulización de préstamos a empresas (d)	2	0	5	0	0	3	-29	-29	-4	
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	2	0	6	0	0	2	-25	-25	-1	
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	1	0	4	0	0	5	-20	-20	-16	
<b>CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES</b>										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	5	2	1	2	38	25	10	
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	5	3	0	2	38	19	8	
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	6	3	0	0	20	10	8	
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	1	6	2	0	1	11	6	7	
Titulización de préstamos a empresas (d)	2	0	5	0	0	3	-29	-29	-0	
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	2	0	6	0	0	2	-25	-25	1	
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	1	0	4	0	0	5	-20	-20	-7	
<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	2	5	3				70	45	45	41
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4				60	30	30	24
<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	2	5	3				70	45	45	41
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4				60	30	30	23

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- Dependiendo de la pregunta concreta, «+» («++») significa un cierto (considerable) efecto positivo o una cierta (considerable) mejora en las condiciones de acceso a los mercados de financiación, mientras que «-» («--») significa un cierto (considerable) efecto negativo o un cierto (considerable) empeoramiento en dicho acceso. El signo «o» indica ausencia de cambios o efecto nulo. La opción «NA» (no aplicable) significa que la entidad no utiliza dicha fuente de financiación.
- Porcentaje de entidades que han apreciado cierto o considerable efecto (positivo o negativo, según la pregunta) o bien porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados, menos el porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento.
- Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.
- Incluye tanto los casos en los que los créditos correspondientes son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

## ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos a las expectativas sobre la evolución de la oferta a más largo plazo (12 meses). Enero de 2010

CUADRO 3

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Indicador de difusión (c)		
	--	-	0	+	++	NC	Porcentaje neto (b)	Media España	Media UEM
<b>CAMBIO ESPERADO EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO. PRÓXIMOS 12 MESES</b>									
Préstamos a empresas en general									
Préstamos a empresas en general	0	2	6	2	0	0	0	0	3
Préstamos a pymes	0	2	6	2	0	0	0	0	0
Préstamos a grandes empresas	0	2	5	2	0	1	0	0	5
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	1	6	2	0	1	-11	-6	-3
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares	0	1	7	2	0	0	-10	-5	6
<b>EFFECTO ESPERADO DE LOS DISTINTOS FACTORES SOBRE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO. PRÓXIMOS 12 MESES</b>									
1. Costes de financiación y disponibilidad de fondos									
Préstamos a empresas en general	0	1	9	0	0	0	10	5	4
Préstamos a pymes	0	1	9	0	0	0	10	5	4
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	11	6	7
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	1	7	1	0	1	0	0	-2
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares	0	1	9	0	0	0	10	5	3
2. Presión de la competencia									
Préstamos a empresas en general	0	0	10	0	0	0	0	0	-1
Préstamos a pymes	0	0	9	1	0	0	-10	-5	-2
Préstamos a grandes empresas	0	0	8	1	0	1	-11	-6	-2
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	0	7	2	0	1	-22	-11	-7
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares	0	0	10	0	0	0	0	0	0
3. Percepción de riesgos									
Préstamos a empresas en general	1	1	6	2	0	0	0	5	4
Préstamos a pymes	1	1	6	2	0	0	0	5	2
Préstamos a grandes empresas	1	1	6	1	0	1	11	11	6
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	1	5	3	0	1	-22	-11	-3
Crédito al consumo y otros préstamos a hogares	0	1	7	2	0	0	-10	-5	5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Dependiendo de la pregunta concreta, «-» («--») indica un cierto (considerable) endurecimiento de los criterios de oferta o una cierta (considerable) contribución al endurecimiento. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El símbolo «0» indica ausencia de cambios o contribución nula. «NC» significa no contesta.

b. Porcentaje de entidades que anticipan un endurecimiento menos el porcentaje de entidades que anticipan una relajación.

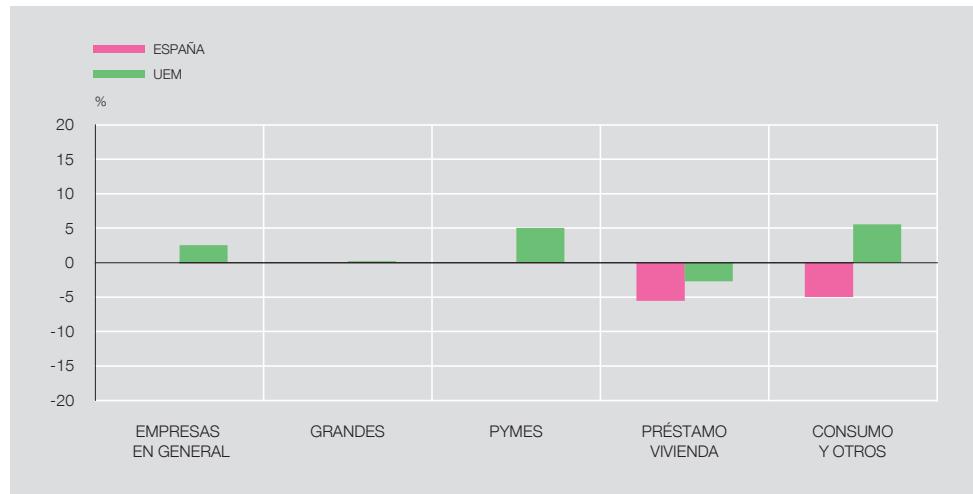
c. Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

mentos en la primera y una elevación, por primera vez desde 2007, en las peticiones de las sociedades.

Por último, las nuevas preguntas ad hoc incorporadas en esta Encuesta permiten tener un horizonte temporal más amplio sobre las perspectivas de evolución de la oferta (véanse cuadro 3 y gráfico 4). De acuerdo con las contestaciones a las mismas, las entidades no esperaban, en general, variaciones importantes en los criterios de aprobación de nuevos créditos a lo largo del año. Por tanto, no preveían una reversión de los endurecimientos acumulados desde el inicio de 2007. No obstante, en el caso de España, los encuestados anticipaban una leve relajación en las operaciones con los hogares, que, en el caso de la UEM, sería extensible tan solo a los préstamos para adquisición de vivienda. En el área del euro, las expectativas sobre los criterios de aprobación en el resto de segmentos apuntarían más bien a nuevos

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
 VARIACIONES ESPERADAS EN LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN  
 DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES (a)  
 Enero de 2010

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que anticipan un endurecimiento considerable de sus criterios  $\times 1 + \%$  de entidades que anticipan cierto endurecimiento  $\times 1/2 - \%$  de entidades que anticipan cierta relajación  $\times 1/2 - \%$  de entidades que anticipan una relajación considerable  $\times 1$ .

endurecimientos, si bien de una intensidad reducida, frente a una estabilidad en nuestro país. Entre los factores explicativos de dicha evolución, los costes de financiación y la disponibilidad de fondos afectarían, en general, de forma negativa sobre la oferta, mientras que las presiones de la competencia, algo más elevadas en el caso de los préstamos a las familias para adquisición de vivienda, influirían en sentido contrario. Los riesgos asociados a cada segmento del mercado tendrían un impacto ligeramente contractivo sobre la financiación a las empresas, y expansivo en los préstamos a los hogares, exceptuando los destinados a consumo y otros fines, en la UEM.

27.1.2010.

EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA FINANCIERA DE LOS HOGARES  
EN ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

## Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Fernando Nieto, de la Dirección General del Servicio de Estudios

### **Introducción**

A lo largo de la última década, diversos aspectos han influido en la evolución de las decisiones de inversión financiera de los hogares españoles. Entre ellos, cabe destacar el aumento de la renta y de la riqueza, los cambios en la regulación, la introducción del euro, las privatizaciones y las salidas a bolsa, las reformas de la fiscalidad de los distintos instrumentos, así como el intenso proceso de innovación financiera<sup>1</sup>. En conjunto, estos desarrollos han favorecido la ampliación del abanico de posibilidades de inversión de los agentes, han propiciado una mayor integración y competencia en los mercados y han modificado las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos.

Más recientemente, la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 supuso un cambio destacado en la valoración del riesgo por parte de los agentes y perturbó profundamente el funcionamiento de los mercados financieros, lo que afectó a la política de comercialización de las entidades de crédito, al atractivo relativo para los inversores de los distintos instrumentos y a sus precios. Como resultado de estos factores se ha apreciado una recomposición significativa de la cartera de las familias.

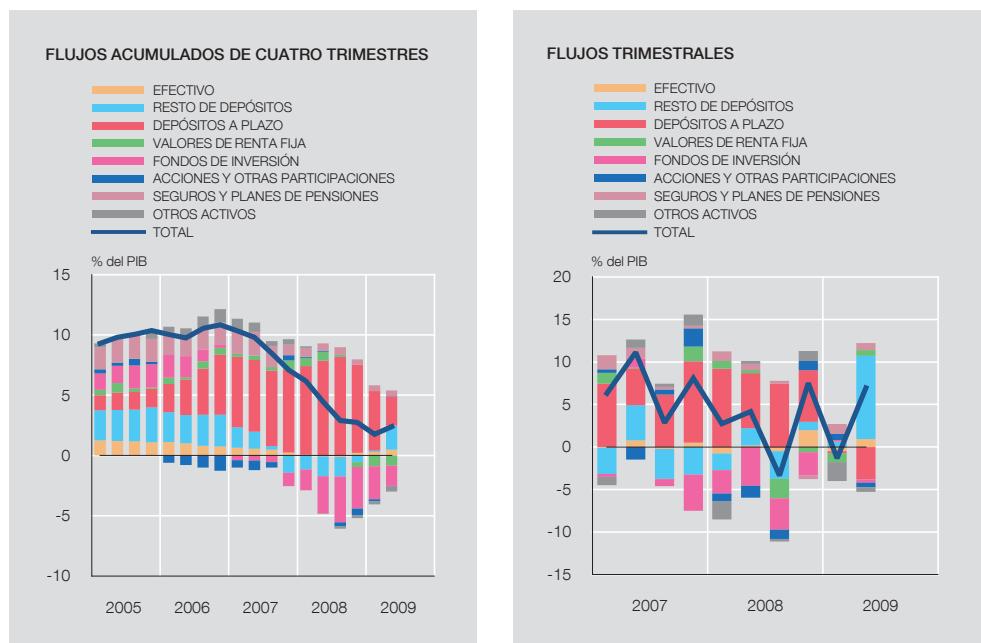
El objeto del artículo es analizar el impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles. Para ello se describe en detalle la evolución reciente de los flujos y de los saldos de los distintos instrumentos y se compara con los desarrollos correspondientes en el conjunto de la UEM<sup>2</sup>.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en tres epígrafes. En el siguiente se describe la evolución reciente de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles, se analizan las causas que la explican y se comparan con los registrados en la UEM. En el tercero se revisan los cambios en los saldos de los instrumentos financieros en poder de las familias tanto en España como en el área del euro y, además, en el caso de nuestro país, se evalúan las variaciones en el perfil de riesgo de la cartera, una vez que se tienen en cuenta las inversiones finales de los seguros y de los fondos de pensiones y de inversión. Finalmente, en el último epígrafe se resumen las principales conclusiones.

### **Las decisiones de inversión de los hogares**

Como se puede apreciar en el panel izquierdo del gráfico 1, la adquisición de activos<sup>3</sup> financieros por parte de los hogares ha mostrado, desde mediados de 2007, una acusada tendencia descendente, hasta situarse en torno al 2% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, en la primera mitad de 2009, tras haberse mantenido en torno al 10% en el bienio 2005-2006. Este desarrollo fue compatible con el ascenso de la tasa de ahorro de las familias, ya que, a pesar de este incremento, el menor dinamismo de los pasivos hizo que se redujeran los recursos disponibles para la inversión en activos financieros y reales<sup>4</sup>.

1. Para un análisis más detallado, véanse Maza y Sanchis (2003) y García-Vaquero y Hernández de Cos (2003). 2. El análisis se extiende hasta el segundo trimestre de 2009 por ser este el último período para el que se disponía de la información de las cuentas financieras de la UEM en la fecha de cierre de este artículo. En todo caso, los datos para España del tercer trimestre de 2009 no alteran las principales conclusiones del trabajo. 3. Neta de ventas. 4. Nótese que, desde el punto de vista contable, los recursos del sector (ahorro bruto más el incremento de los pasivos) deben ser iguales a la suma de la inversión financiera y de la real.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Esta evolución de los flujos financieros ha venido acompañada de cambios importantes en la composición por instrumentos (véanse cuadro 1 y gráfico 1). En particular, se ha observado una mayor preferencia relativa por la inversión en activos cuya remuneración está menos ligada a la evolución de los mercados financieros (como los depósitos), en detrimento de aquellos cuya rentabilidad está más influida por estos (como los fondos de inversión y de pensiones).

Así, tras el inicio de las tensiones en el verano de 2007 se apreció un aumento del peso relativo de los depósitos bancarios. El desglose de esta partida muestra que la expansión estuvo liderada inicialmente por los depósitos a plazo, cuya tasa de crecimiento llegó a situarse en torno al 30% en el período 2007-2008, iniciando posteriormente una notable desaceleración, hasta alcanzar variaciones negativas a lo largo de 2009. Por el contrario, el resto de los depósitos registró un ritmo de avance negativo desde finales de 2007 hasta los primeros meses del ejercicio 2009, observándose una notable recuperación de la inversión en estos productos en el segundo trimestre de 2009. Estos desarrollos sugieren que durante dicho período se han producido desplazamientos importantes de recursos entre los dos tipos de activos.

Simultáneamente, desde mediados de 2007 se registraron reembolsos netos de las participaciones en fondos de inversión, tendencia que, como se aprecia en el gráfico 1, se intensificó a lo largo de 2008, pero que se atenuó en el primer semestre de 2009.

Por su parte, la inversión en seguros y planes de pensiones también ha experimentado un descenso a lo largo de la etapa de crisis, que ha sido, no obstante, más moderado que el registrado por las participaciones en fondos de inversión. De hecho, los flujos acumulados de cuatro trimestres han continuado siendo ligeramente positivos.

En cambio, la inversión en acciones y valores de renta fija y la evolución de las tenencias de efectivo no han mostrado una tendencia muy definida desde el inicio de las tensiones financieras, apreciándose en ambos casos una alternancia de flujos trimestrales positivos y negativos a lo largo del período analizado.

mm de euros	2004	2005	2006	2007	2008	JUN 2009 (a)
<b>TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS</b>	<b>79,8</b>	<b>94,1</b>	<b>106,8</b>	<b>74,6</b>	<b>29,9</b>	<b>25,7</b>
Efectivo	11,5	9,9	7,3	2,6	2,4	5,1
Depósitos	31,0	40,3	75,2	57,4	73,4	47,3
— <i>Depósitos a plazo</i>	11,1	14,0	49,2	72,5	79,4	26,0
— <i>Resto de depósitos</i>	19,9	26,3	26,0	-15,1	-5,9	21,3
Valores de renta fija	0,6	1,1	5,4	8,1	-4,4	-9,0
Fondos de inversión	13,4	17,5	2,3	-11,7	-37,5	-18,1
Acciones y otras participaciones	2,5	1,9	-12,7	4,4	-6,4	0,4
Seguros y planes de pensiones	15,7	17,1	18,2	9,2	4,9	5,1
Otros activos	5,2	6,4	11,1	4,5	-2,4	-5,0
<b>% del PIB</b>						
<b>TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>7,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>
Efectivo	1,4	1,1	0,7	0,2	0,2	0,5
Depósitos	3,7	4,4	7,6	5,5	6,7	4,4
— <i>Depósitos a plazo</i>	1,3	1,5	5,0	6,9	7,3	2,4
— <i>Resto de depósitos</i>	2,4	2,9	2,6	-1,4	-0,5	2,0
Valores de renta fija	0,1	0,1	0,6	0,8	-0,4	-0,8
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,1	-3,4	-1,7
Acciones y otras participaciones	0,3	0,2	-1,3	0,4	-0,6	0,0
Seguros y planes de pensiones	1,9	1,9	1,8	0,9	0,4	0,5
Otros activos	0,6	0,7	1,1	0,4	-0,2	-0,5

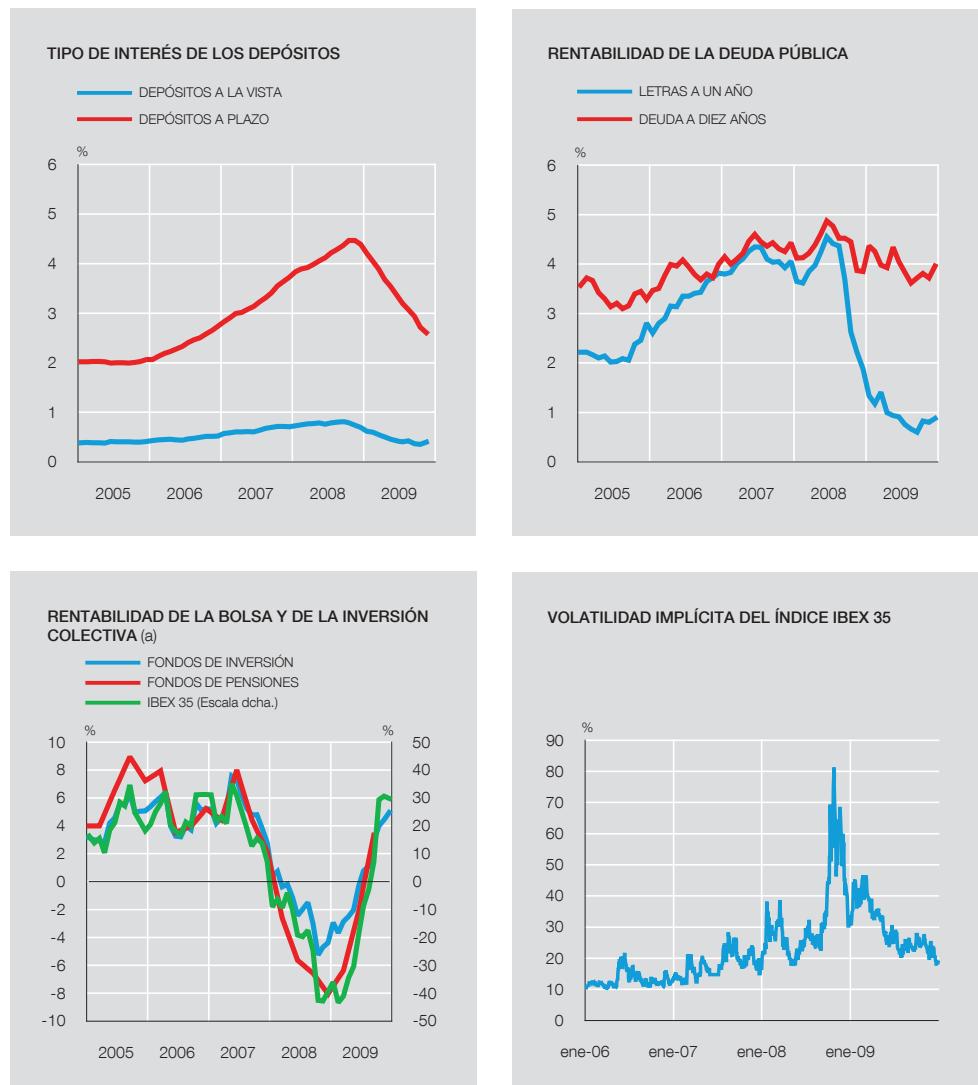
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Datos acumulados de los últimos cuatro trimestres.

Diversos factores contribuyen a explicar estos cambios en la composición de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles. Por una parte, destacan los relacionados con las variaciones en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los distintos instrumentos propiciadas por la crisis financiera internacional. Así, como se observa en el gráfico 2, este suceso provocó una intensa caída de las cotizaciones de los activos negociados en los mercados financieros, así como de los instrumentos vinculados a estos, como los fondos de inversión y de pensiones, y un aumento de su volatilidad. Ello elevó el riesgo asociado a la inversión en estos productos, lo que mermó su atractivo frente a otros productos que, como los depósitos bancarios, tienen una rentabilidad fija.

La mayor preferencia por los depósitos bancarios se vio también estimulada por las crecientes necesidades de financiación de las instituciones financieras, derivadas de las dificultades en la obtención de fondos en los mercados mayoristas a raíz del desencadenamiento de la crisis financiera. En estas circunstancias, las estrategias de comercialización de las entidades de crédito primaron la captación de depósitos en general y, en particular, de los realizados a plazo, que presentan mayor estabilidad. Desde el punto de vista del cliente bancario, cabe destacar que estos productos, además de ofrecer un rendimiento fijo, en un contexto de elevada incertidumbre y de depreciaciones generalizadas de otros activos, contaban con el atractivo de ofrecer un aseguramiento explícito (con determinados límites, que se ampliaron sustancialmente a finales de 2008<sup>5</sup>), de la devolución del principal de la inversión, a través de los respectivos fondos de garantía.

5. El Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, sobre sistemas de indemnización de los inversores, aumentó de 20.000 a 100.000 euros el umbral mínimo de cobertura.



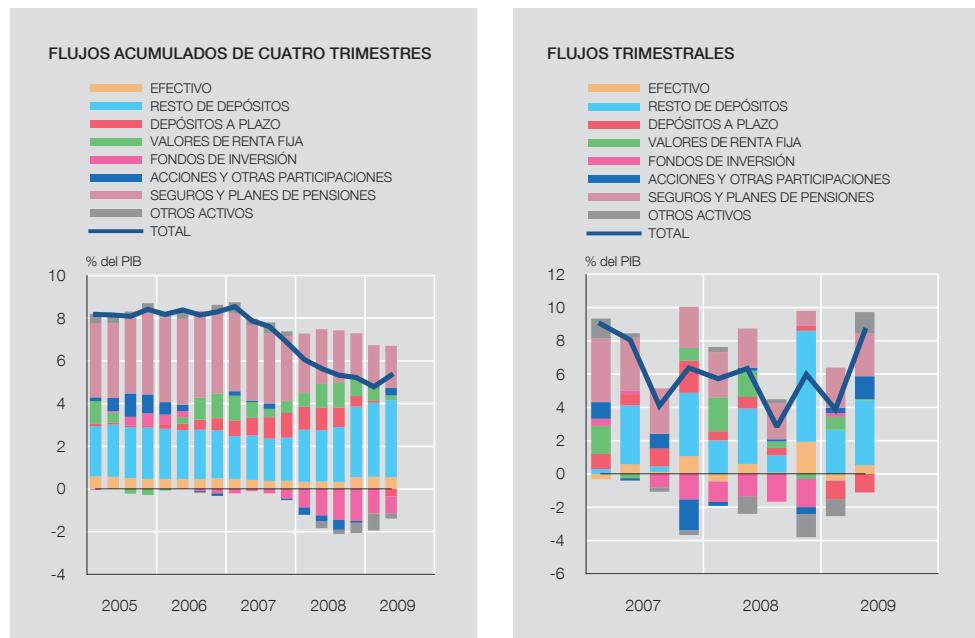
FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a. Rentabilidad acumulada en doce meses.

Por otra parte, la reforma de la Ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas<sup>6</sup> (IRPF), que entró en vigor en 2007, mejoró sustancialmente la neutralidad del tratamiento de los distintos instrumentos financieros, eliminando ciertas ventajas fiscales relativas que presentaban algunos productos, como las participaciones en fondos de inversión sobre los depósitos bancarios o los valores de renta fija<sup>7</sup>. De este modo, dicha reforma pudo contribuir adicionalmente al desplazamiento de fondos desde instrumentos de inversión colectiva hacia depósitos bancarios.

Los trasvases desde depósitos a la vista a los de plazo durante los trimestres posteriores al inicio de la crisis financiera internacional hasta finales de 2008 pudieron estar influidos por el aumento del diferencial de tipos de interés entre ambos tipos de instrumentos (véase gráfi-

6. Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio (BOE de 29 de noviembre). 7. Un estudio pormenorizado de los efectos de dicha reforma del IRPF sobre los distintos instrumentos financieros se recoge en García-Vaquero y Maza (2007).



FUENTE: Banco Central Europeo.

co 2). Por el contrario, el acercamiento de las rentabilidades de los dos productos en el período más reciente ayudaría a explicar la reversión de este proceso, que se ha observado durante los últimos meses.

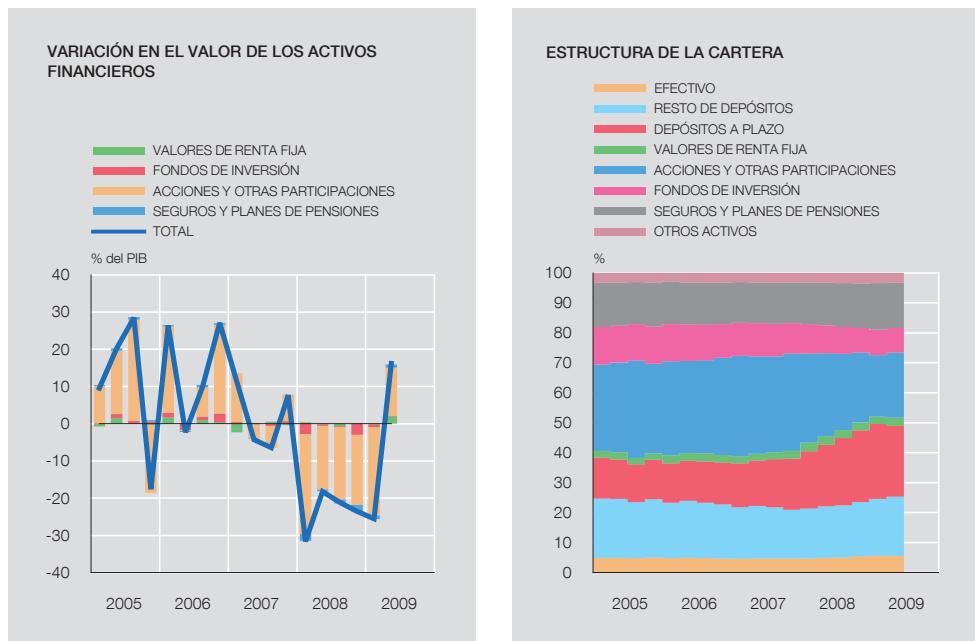
En el ámbito de la UEM, y de forma similar a lo ocurrido en España, se ha observado un descenso de la inversión en activos financieros de los hogares (véase gráfico 3), si bien este ha sido menos acusado que en España, pasando de niveles en torno al 8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el período anterior a la crisis financiera, al 5% registrado en la primera mitad de 2009.

Al igual que en nuestro país, la crisis financiera impulsó cambios notables en la composición de estos flujos de inversión financiera en la UEM, observándose un aumento del peso relativo de los depósitos bancarios, en detrimento de otros instrumentos cuya rentabilidad está más vinculada a la evolución de los mercados (véase gráfico 3). No obstante, a diferencia de lo ocurrido en España, este incremento se ha materializado fundamentalmente en cuentas a la vista y de ahorro, mientras que ha retrocedido la proporción que representan los depósitos a plazo.

Por su parte, las tenencias de los seguros y planes de pensiones, que tradicionalmente tienen un elevado peso en el ahorro de las familias del área del euro, experimentaron un descenso gradual tras el desencadenamiento de las tensiones financieras, si bien parece vislumbrarse en el primer semestre de 2009 una cierta atenuación de esta tendencia. Asimismo, los hogares de la UEM, como ocurre en el caso de los españoles, realizaron reembolsos netos de sus participaciones de fondos de inversión desde mediados de 2007, reduciéndose también la cuantía de los rescates en la primera mitad de 2009. Finalmente, se produjeron adquisiciones netas de valores de renta fija e incrementos de las tenencias de efectivo.

#### **Evolución de los saldos de las carteras de los hogares**

La evolución de los saldos de las carteras de las familias españolas viene determinada, además de por los flujos de inversión financiera descritos en la sección anterior, por los cambios en las valoraciones de los instrumentos. En este sentido, el panel izquierdo del gráfico 4



FUENTE: Banco de España.

muestra que durante el período analizado en este artículo se han producido también variaciones importantes por esta segunda vía. Concretamente, se observan minusvalías elevadas en las acciones cotizadas y también —aunque en menor medida— en los planes de pensiones, en los fondos de inversión y en los valores de renta fija.

Como consecuencia de la evolución de los flujos y de los cambios en las valoraciones, la composición de la cartera financiera de los hogares españoles ha experimentado una sensible variación en el último trienio, que contrasta con la relativa estabilidad de los años precedentes (véanse cuadro 2 y panel derecho del gráfico 4). Así, se ha apreciado un sensible aumento de la participación de los depósitos en el ahorro total de las familias, pasando del 33% registrado a mediados de 2007 al 43% en junio de 2009, como resultado de los flujos positivos en estos activos y del retroceso de las valoraciones del resto de instrumentos. La mayor parte de este incremento —8 de los 10 puntos porcentuales (pp)— viene explicada por el crecimiento de los depósitos a plazo, mientras que el resto de depósitos, que incluye las cuentas a la vista y las adquisiciones temporales de valores, ha presentado un avance más moderado. Cabe reseñar, no obstante, que en el primer semestre de 2009 se han apreciado una ligera caída del peso de los depósitos a plazo y un avance de casi 2 pp en el correspondiente al resto de imposiciones.

Por su parte, el peso de las participaciones en fondos de inversión en la cartera financiera de las familias ha descendido del 11% a mediados de 2007 al 8% en junio de 2009. Este desarrollo ha sido resultado tanto de los importantes reembolsos netos como de la notable caída de las valoraciones.

Los precios de las acciones cotizadas también han registrado un descenso acusado en el período de estudio, y en especial durante 2008, cuando el IBEX 35 retrocedió casi un 40%, descenso similar al experimentado por las principales plazas internacionales. Como resultado de ello y de la escasa magnitud de los flujos netos de estos instrumentos, el porcentaje que las acciones representan en la cartera financiera de los hogares cayó 10 pp, pasando del 32% observado en junio de 2007 al 22% en junio de 2009.

mm de euros	2004	2005	2006	2007	2008	JUN 2009
<b>TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS</b>	1.386	1.571	1.828	1.922	1.695	1.684
Efectivo	69	79	86	89	91	93
Depósitos	471	511	585	641	714	731
— <i>Depósitos a plazo</i>	192	206	256	328	407	397
— <i>Resto de depósitos</i>	279	305	329	313	306	335
Valores de renta fija	31	33	46	49	44	47
Fondos de inversión	173	196	206	196	140	138
Acciones y otras participaciones	388	470	593	625	395	367
Seguros y planes de pensiones	209	230	251	258	250	255
Otros activos	45	50	61	64	61	54
PRO MEMORIA:						
<b>TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS EN % DEL PIB</b>	164,9	172,8	185,7	182,6	155,7	157,0
ESTRUCTURA (% TOTAL ACTIVO):						
Efectivo	5,0	5,0	4,7	4,6	5,4	5,5
Depósitos	34,0	32,6	32,0	33,4	42,1	43,4
— <i>Depósitos a plazo</i>	13,9	13,1	14,0	17,1	24,0	23,6
— <i>Resto de depósitos</i>	20,1	19,4	18,0	16,3	18,1	19,9
Valores de renta fija	2,3	2,1	2,5	2,6	2,6	2,8
Fondos de inversión	12,5	12,5	11,3	10,2	8,3	8,2
Acciones y otras participaciones	28,0	30,0	32,4	32,5	23,3	21,8
Seguros y planes de pensiones	15,1	14,6	13,7	13,4	14,7	15,1
Otros activos	3,2	3,2	3,3	3,3	3,6	3,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Finalmente, la importancia relativa de los seguros y planes de pensiones ha aumentado a lo largo del período analizado, ya que, mientras que el valor del conjunto de la cartera de las familias se ha reducido, el saldo asociado a estos productos se ha mantenido relativamente estable, como consecuencia de unas aportaciones netas positivas que han sido compensadas por la caída en sus valoraciones.

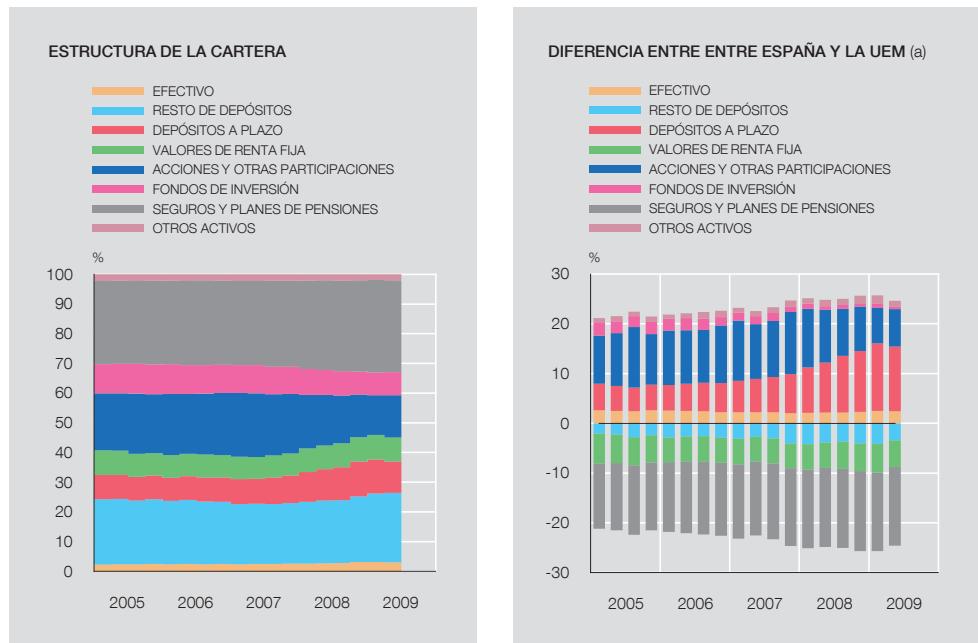
El panel izquierdo del gráfico 5 muestra los cambios en la estructura de la cartera de activos financieros de las familias de la UEM. En general, se aprecian las mismas tendencias que las observadas en el caso español, aunque revisten una menor intensidad. Concretamente, se ha producido un aumento de la importancia relativa de los depósitos, en detrimento de la correspondiente a las acciones y a los fondos de inversión.

Por otro lado, la comparación de la estructura de la cartera en ambas áreas geográficas revela algunas diferencias significativas (véase panel derecho del gráfico 5). Así, destaca el mayor peso relativo en la UEM de las tenencias de seguros y de planes de pensiones y, en menor medida, de los valores de renta fija y del resto de depósitos. Por el contrario, los depósitos a plazo, las acciones y, en menor medida, el efectivo y los fondos de inversión tienen una mayor participación en el saldo total de los activos financieros de los hogares en España que en el conjunto del área. En general, estas discrepancias se han ampliado algo desde el inicio de la crisis financiera internacional, excepto en el caso de los depósitos a la vista, en el que se ha reducido ligeramente la diferencia de pesos relativos entre las dos economías.

En el caso español, la disponibilidad de información permite analizar con más precisión los cambios en el perfil de riesgo de los hogares. Para ello, resulta necesario hacer transparentes

## CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES EN LA UEM

GRÁFICO 5

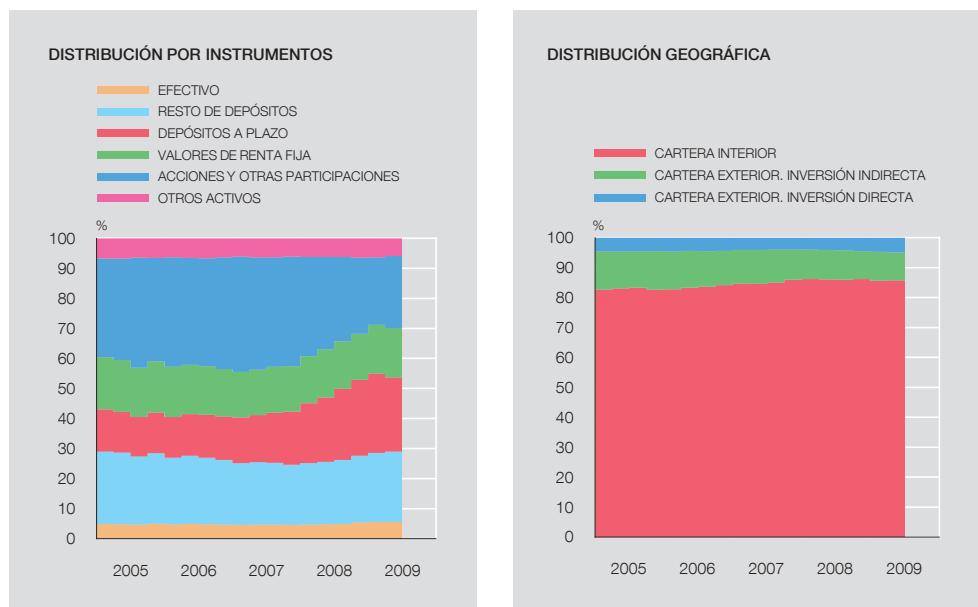


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) indica un mayor (menor) peso del instrumento en la cartera de activos financieros de los hogares españoles.

## CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES (a)

GRÁFICO 6



FUENTE: Banco de España.

a. Se han distribuido las tenencias de fondos de inversión, y seguros y planes de pensiones.

las carteras de los fondos de inversión, de los seguros y de los planes de pensiones, es decir, sustituir estas por sus contrapartidas en el activo de sus balances. Como puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 6, tras el inicio de la crisis financiera se han producido un notable aumento del peso de los depósitos —en particular, de los realizados a plazo— y un ligero ascenso de los correspondientes a los valores de renta fija y a las tenencias de efectivo, al tiempo que se ha registrado un intenso retroceso de la proporción que representan las acciones y otras participaciones en el conjunto de la cartera de las familias.

Por tanto, estos resultados parecen reforzar las conclusiones anteriores, en el sentido de que entre mediados de 2007 y junio de 2009 ha aumentado el peso que en la cartera financiera de las familias españolas tienen los instrumentos menos ligados a la evolución de los mercados.

Por otra parte, el análisis de la diversificación geográfica de los instrumentos de ahorro de los hogares españoles, una vez que se han hecho transparentes sus participaciones en instituciones de inversión colectiva, muestra un ligero retroceso en el grado de internacionalización de su inversión financiera a lo largo del período considerado (véase panel derecho del gráfico 6). Concretamente, el peso de los valores nacionales en la cartera de las familias aumentó en 1,2 pp desde el inicio de la crisis financiera internacional. Este avance en el sesgo nacional resultó de la menor propensión por adquirir instrumentos emitidos en el resto del mundo por parte de los inversores institucionales, que solo fue parcialmente compensada por el incremento en la importancia relativa de estos títulos dentro de las tenencias directas de las familias.

### **Conclusiones**

La composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas ha experimentado cambios significativos desde el inicio de la crisis financiera internacional, en el verano de 2007, que se han producido como consecuencia tanto de operaciones financieras como de variaciones en la valoración de los instrumentos. Concretamente, se ha observado un aumento del peso relativo de los depósitos bancarios, en detrimento de los productos cuya rentabilidad está más vinculada a la evolución de los mercados, como los fondos de inversión y, especialmente, las acciones cotizadas. En el conjunto de la UEM se observan, en general, unas pautas parecidas. Como consecuencia de ello, se ha reducido la sensibilidad de la riqueza financiera de los hogares a las fluctuaciones de las cotizaciones en los mercados.

Entre las causas de esta recomposición de los flujos financieros de las familias españolas, hay que destacar el cambio en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos, tras el desencadenamiento de las tensiones financieras, y el desarrollo de políticas más activas de captación de depósitos por parte de las entidades de crédito, como consecuencia de las mayores dificultades de obtener fondos en los mercados de financiación mayorista.

Por otra parte, se ha registrado un ligero descenso en el grado de internacionalización de las carteras de las familias españolas, como consecuencia primordialmente de la disminución de las tenencias de activos emitidos en el resto del mundo por parte de los inversores institucionales. Por tanto, parece que la crisis financiera ha propiciado un cierto aumento en el sesgo nacional en la materialización del ahorro de los hogares, revirtiéndose algo el proceso de diversificación internacional que tuvo lugar a partir de la introducción del euro.

13.1.2010.

### **BIBLIOGRAFÍA**

- GARCÍA-VAQUERO, V., y P. HERNÁNDEZ DE COS (2003). «La nueva reforma del IRPF: principales modificaciones y análisis de sus efectos», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y L. Á. MAZA (2007). «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MAZA, L. Á., y SANCHIS, A. (2003). «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

UNA COMPARACIÓN DE LOS CICLOS INMOBILIARIOS RECIENTES EN ESPAÑA,  
ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

## Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Marqués, Luis Ángel Maza y Margarita Rubio, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales y de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

El sector inmobiliario experimentó un ciclo muy dinámico desde la segunda mitad de los noventa hasta fechas muy recientes en numerosos países, lo que se reflejó en incrementos notables en los precios de la vivienda y en un creciente protagonismo del sector de la construcción en la economía. Esta fase de auge de los mercados residenciales ha venido seguida de otra de declive, en la que los precios y la actividad han retrocedido. Aunque tanto precios como cantidades han evolucionado de forma similar en los distintos países, en algunos casos los movimientos han sido comparativamente más pronunciados. Además, aunque el ciclo inmobiliario ha tenido un carácter bastante generalizado, algunas áreas han escapado al mismo. El gráfico 1 ilustra la dimensión de este ciclo en términos de los precios. Así, entre 1998 y 2006 el intenso dinamismo registrado en los mercados de la vivienda de Estados Unidos, Reino Unido y España, entre otros países, se tradujo en crecimientos interanuales de los precios significativos, superiores en muchos casos al 10% interanual, en términos reales, fase que ha venido seguida de una notable corrección posterior. En contraste, en otras economías —como Alemania o Japón— no se ha producido un ciclo alcista.

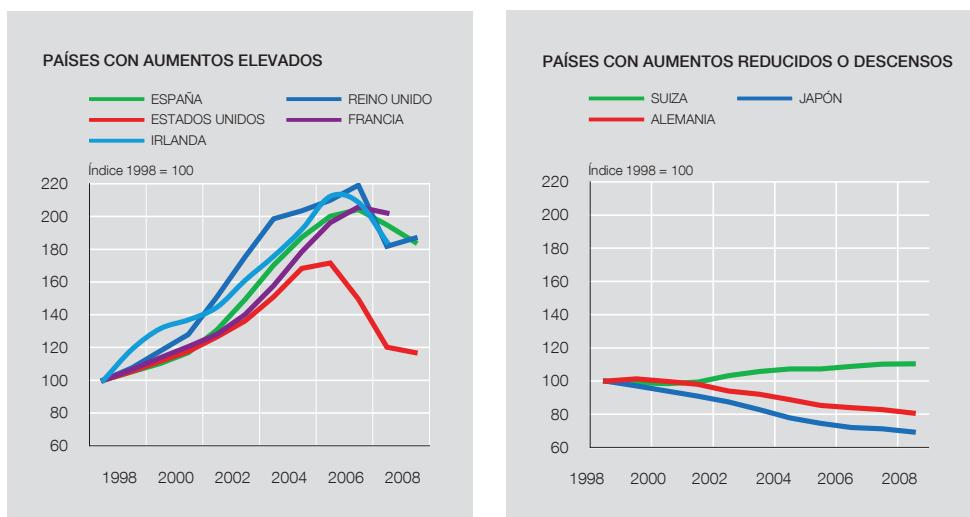
La coincidencia del ciclo inmobiliario alcista —y su posterior corrección— en numerosas economías ha provocado que, con frecuencia, se extrapolé el análisis que se hace del sector inmobiliario en un país a otras áreas. En cierto modo, esta extrapolación está justificada por la existencia de varios factores globales que contribuyeron al intenso ciclo expansivo de los mercados de la vivienda. Sin embargo, existen también otros factores de tipo idiosincrásico que son muy relevantes para caracterizar la evolución del sector inmobiliario en cada país.

Este artículo indaga sobre la importancia relativa de los elementos comunes y los específicos en tres economías que han experimentado un ciclo inmobiliario muy marcado: España y los dos principales países anglosajones (Estados Unidos y Reino Unido). Como paso previo, se abordan brevemente algunas consideraciones analíticas relevantes para tratar el sector residencial. A continuación se describe cómo se ha desarrollado la fase de auge inmobiliario de los tres países y cuáles han sido los elementos que han influido en ella, para centrarse, en los dos siguientes apartados, en el proceso de ajuste y en sus implicaciones macroeconómicas. Finalmente, en las conclusiones, se destaca cómo los factores idiosincrásicos contenidos en el ciclo residencial de estas economías condicionan las diferencias en la intensidad y duración del proceso de ajuste.

### **Algunas cuestiones analíticas en torno al mercado de la vivienda**

A pesar de la importancia que ha tenido el sector inmobiliario en muchas economías, no se ha alcanzado un enfoque con validez general para su análisis. Esto es debido al hecho de que en la adquisición de la vivienda confluyen tanto elementos vinculados con el consumo de servicios inmobiliarios como otros propios de una decisión de compra de un activo financiero, lo que dificulta su estudio.

La adquisición de un inmueble residencial es equivalente al gasto de consumo en un bien de carácter duradero, que proporciona un flujo de servicios. Por tanto, como en el mercado de cualquier bien de consumo, el precio y la cantidad dependen de factores de oferta y demanda. Entre las variables relevantes de demanda de vivienda se encuentran, principalmente, las tendencias demográficas, el tamaño de los hogares, los flujos migratorios, el ritmo de crecimiento



FUENTES: OCDE y estadísticas nacionales.

económico, la creación de empleo y la fiscalidad. En cuanto a la oferta, se encuentra condicionada por factores tales como el coste de los *inputs* utilizados en la construcción, el grado de competencia entre las empresas constructoras o la legislación existente para crear suelo residencial<sup>1</sup>. Dada la larga duración del período de producción de viviendas, la oferta responde con considerable retraso a la evolución de la demanda y de sus determinantes, lo que explica que los desajustes entre oferta y demanda sean dilatados en el tiempo y que, por tanto, los ciclos inmobiliarios tengan una mayor duración que los ciclos de otros sectores.

Además, existen otros factores de naturaleza financiera que también influyen en la evolución del mercado residencial. Tanto la adquisición como la construcción de una vivienda suelen realizarse de forma muy apalancada, es decir, son adquiridas o construidas con una pequeña aportación de recursos del comprador o constructor, siendo el resto financiado por una entidad de crédito. Por ello, las condiciones y modalidades que existen para financiar una vivienda y los criterios en la concesión de las hipotecas tienen un impacto significativo tanto en la oferta como en la demanda de activos residenciales. En los últimos años, por ejemplo, la capacidad de financiación de las entidades de crédito hacia este sector se vio notablemente incrementada por el desarrollo de los mercados de titulización y otros productos (como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias u otras formas de bonos garantizados —*covered bonds*—), lo que permitió que las entidades crediticias dispusieran de mayores posibilidades para expandir sus balances, incluso en algunos casos de regulación poco estricta, sin la necesidad, en ocasiones, de incrementar su capital en la misma proporción. Muchas de estas variables tienen una naturaleza estructural y presentan escasas variaciones en el tiempo, por lo que es difícil cuantificar sus efectos empíricamente. Así, no es sencillo medir la importancia que pudieron tener el nivel de competencia, el grado de especialización y la regulación del sistema financiero en la expansión inmobiliaria en algunos países. Otros elementos adicionales a los financieros, que también tienen un marcado carácter estructural, son los relacionados con rasgos culturales, como, por ejemplo, la preferencia por la vivienda en propiedad o en alquiler.

1. En el mercado de la vivienda, la localización es un factor fundamental que diferencia unos inmuebles de otros. En este sentido, se trata de un mercado claramente segmentado. Esta segmentación, unida a los requisitos de autorización legislativa que exige la urbanización, genera que en algunas áreas ciertas empresas constructoras puedan comportarse en cierto modo de manera monopolística.

Por otro lado, como ya se ha comentado, la adquisición de una vivienda contiene algunos elementos que pueden asimilarse a una compra de activos financieros, de modo que la formación de los precios y la propia construcción de nuevas viviendas pueden estar determinados también por las expectativas de revalorización de este activo. La incidencia de este factor, no obstante, resulta muy difícil de captar, por dos tipos de características específicas de este sector. En primer lugar, se trata de un bien poco líquido —con elevados costes de transacción— y muy segmentado —puesto que las viviendas con distinta localización no son sustitutivas entre sí—. En segundo lugar, las dificultades para recopilar datos tanto sobre la oferta y el stock de viviendas existente en cada momento como sobre los precios y las distintas características cualitativas —además del tamaño y la localización— hacen que la información disponible sobre precios y volumen de transacciones sea incompleta.

Estos aspectos, unidos a la inercia de muchos de los factores propios de la oferta y la demanda inmobiliarias, explican que —a diferencia de los precios de los activos financieros, que presentan movimientos erráticos como consecuencia de la corrección inmediata de las oportunidades de arbitraje— en el caso de los precios de la vivienda se observen movimientos tendenciales prolongados que tienden a realimentar y retrasar el cambio de sentido. Tampoco resulta sorprendente que se creen situaciones de comportamiento de rebaño o de *herding*, en las que los inversores otorgan escasa importancia a su propia información o valoración y prestan mayor atención a la actuación del resto de agentes, creándose lo que se conoce como «burbujas racionales»<sup>2</sup>, o, en definitiva, que el mercado de la vivienda sea proclive a episodios prolongados de sobrevaloración.

Un último elemento que se ha de tener en cuenta deriva de la trascendencia macroeconómica del sector inmobiliario, puesto que su evolución condiciona la riqueza de los hogares y la actividad residencial concentra un volumen significativo de los recursos productivos de un país. En este sentido, variables como el PIB, la riqueza neta de los hogares o el empleo, que son utilizadas frecuentemente para explicar la oferta y la demanda de activos inmobiliarios, no son completamente independientes del número de viviendas construidas o del valor que estas representan para los hogares. Además de esta relación de carácter contable, existe otro tipo de interrelaciones entre la actividad económica y el ciclo inmobiliario que deben tenerse en cuenta, como el hecho de que la actividad del sector de la vivienda tiene implicaciones sobre otras ramas económicas vinculadas con el mismo o que las variaciones de los precios de la vivienda constituyan una de las fuentes principales de generación de efectos riqueza sobre el consumo privado.

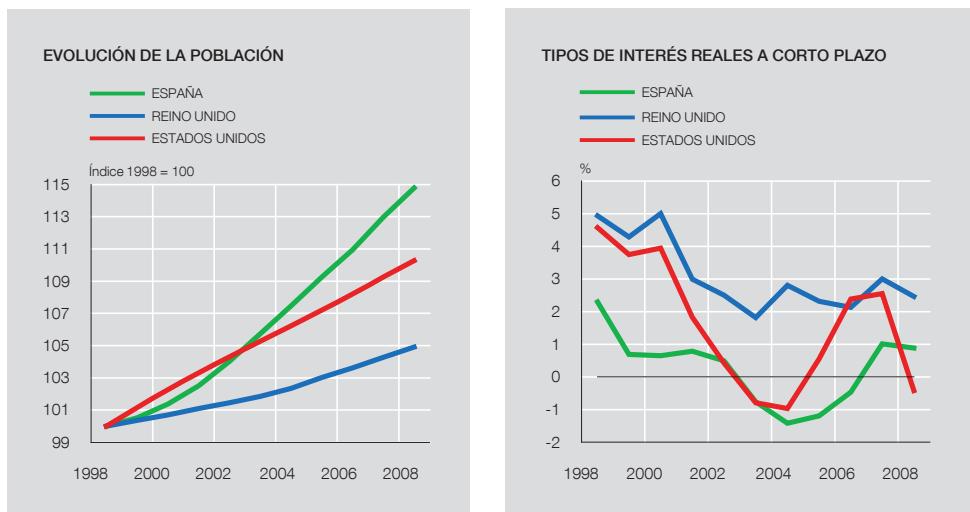
#### **Caracterización de la fase de auge del mercado inmobiliario**

Como se ha comentado en la introducción, la fase alcista del reciente ciclo inmobiliario se caracterizó por el fuerte crecimiento de la actividad en los mercados de la vivienda y de los precios de los activos residenciales en numerosos países de forma simultánea. No obstante, a pesar de esa elevada sincronía en el ámbito internacional, las respuestas en términos de precios y cantidades no fueron homogéneas por países.

En parte, el ciclo expansivo del mercado inmobiliario se apoyó en factores de naturaleza global. Así, el mantenimiento de unos niveles reducidos de los tipos de interés durante un período de tiempo prolongado supuso un incremento en la capacidad de endeudamiento de los agentes, al disminuir la carga financiera asociada a la deuda hipotecaria. Como puede observarse en el panel derecho del gráfico 2, los tipos de interés reales a corto plazo descendieron

---

2. Una revisión reciente sobre la influencia que este tipo de comportamientos ha podido desempeñar en la evolución de los precios de la vivienda en varios países puede verse en Hott (2009).



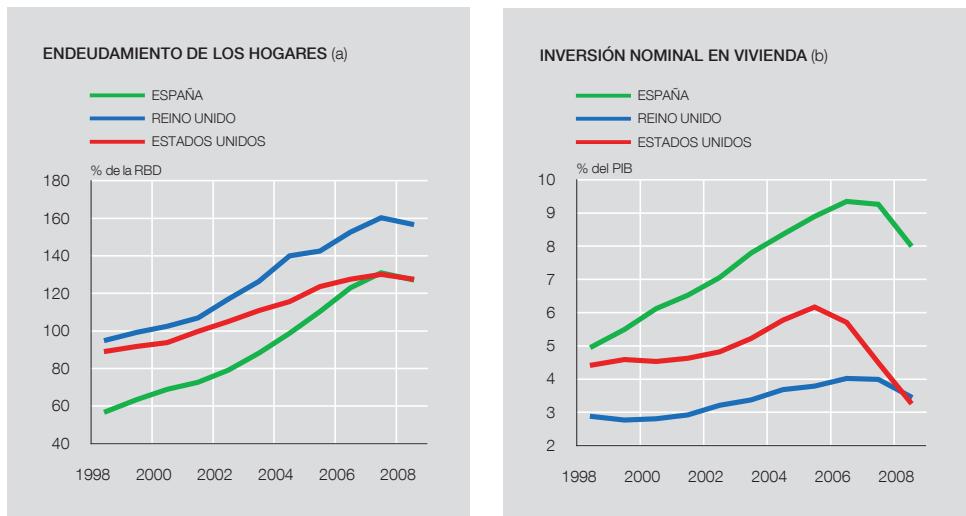
FUENTE: Comisión Europea (AMECO).

marcadamente durante el período 1998-2005 en España, Reino Unido y Estados Unidos; en el caso de España, este descenso se sumó al que ya se venía observando desde principios de la década de los noventa, como consecuencia de las perspectivas de ingreso en la Unión Económica y Monetaria.

Otros elementos de carácter global que también influyeron en la capacidad de endeudamiento hipotecario de los agentes fueron el desarrollo de los mercados internacionales de titulización y el mayor grado de competencia en el sector bancario, que estimularon las innovaciones en el segmento del crédito hipotecario. En el caso de España, estos fenómenos se conjugaron con el proceso de incorporación a la Unión Económica y Monetaria, que supuso un impulso adicional a la capacidad de endeudamiento de los agentes, al contribuir a un entorno macroeconómico más estable y a una mayor integración financiera internacional.

Estos factores propiciaron que la financiación fuera accesible a un conjunto más amplio de familias, si bien, al igual que ocurre con las condiciones monetarias, no tuvieron la misma intensidad y naturaleza en los tres países. Así, por ejemplo, la regulación existente en Estados Unidos propició que los mercados de titulización fueran utilizados no solo como una fuente de obtención de liquidez adicional para las entidades (como en el caso de España<sup>3</sup>), sino que permitió que estas diesen de baja esos créditos en su balance, operación que permitía liberar el capital regulatorio que debía mantener la entidad en relación con el riesgo que conlleva el préstamo concedido. Además, en Estados Unidos —y, en menor medida, en Reino Unido— se produjo una proliferación de entidades especializadas en el negocio hipotecario, no sujetas a la supervisión bancaria y con unos controles de riesgo y de información más laxos que el de las entidades de depósito<sup>4</sup>, que dio lugar a una notable relajación en los criterios de concesión de créditos hipotecarios. De esta forma, la financiación hipotecaria acabó siendo accesible para un conjunto de hogares con elevada probabilidad de impago, que solo podían afrontar las cargas de sus hipotecas —englobadas en la categoría denominada *subprime*— a través

3. Véase Martín-Oliver y Saurina (2007). 4. Este tipo de entidades no solo no estaba sujeto a unos requerimientos de capital tan estrictos como las entidades bancarias, sino que tampoco contaba con unas normas de protección al cliente tan estrictas como estas. En este sentido, varios puntos de las reformas financieras que se encuentran en proceso de aprobación legislativa en Estados Unidos y Reino Unido van dirigidos a mejorar esta protección.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Comisión Europea (AMECO).

- a. Datos en porcentaje de la renta bruta disponible (RBD).  
b. Datos en porcentaje del PIB.

de la continua refinanciación de sus deudas, en un contexto de ascenso de los precios de la vivienda<sup>5</sup>. Todo ello produjo un notable incremento en el volumen de financiación hipotecaria no intermediada por el sector bancario. Así, por ejemplo, en Estados Unidos en el tercer trimestre de 2009 tan solo una cuarta parte de las hipotecas estaba en poder de las entidades de depósito, cifra 30 puntos porcentuales (pp) inferior a la que se registraba en 1985<sup>6</sup>.

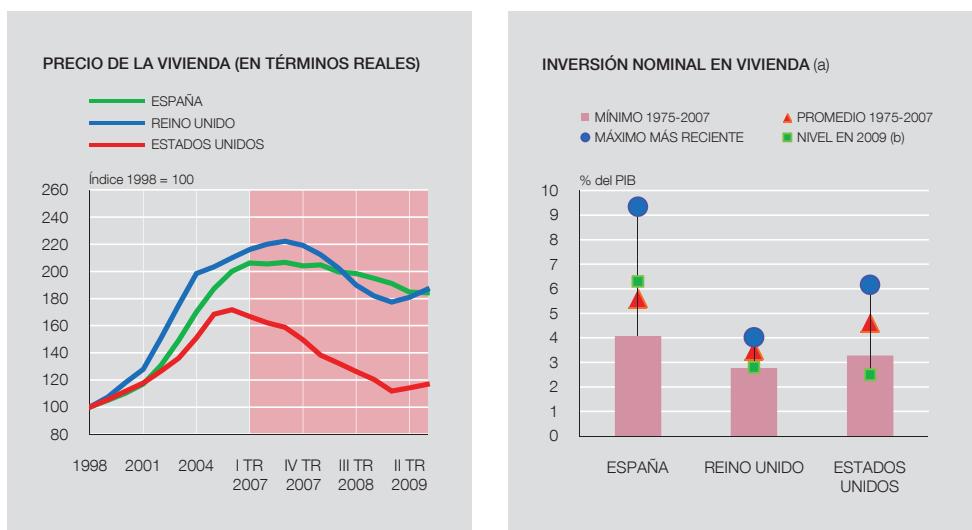
En España, sin embargo, otros factores desempeñaron un papel esencial. Así, el comienzo de la fase alcista del ciclo inmobiliario estuvo asociado a un auge de la demanda de vivienda que estaba apoyado en la evolución de sus determinantes fundamentales. En concreto, se produjo un notable dinamismo demográfico, de mayor intensidad que en los otros países, explicado por los elevados flujos migratorios (véase gráfico 2), que vino acompañado, además, de otros cambios importantes de naturaleza estructural, como la reducción del tamaño medio del hogar. De igual forma, el elevado crecimiento de la renta disponible de los hogares y la reducción progresiva de las tasas de desempleo tuvieron un impacto superior en España, determinando una mejora significativa en los niveles de accesibilidad a la adquisición de activos residenciales. Todos estos elementos se reflejaron en un aumento muy significativo del endeudamiento de las familias, que fue especialmente intenso en el caso de España, donde esta ratio se duplicó en menos de diez años (véase gráfico 3).

Los factores comentados determinaron un aumento sustancial de la demanda de viviendas en las tres economías analizadas, que dio lugar a una reacción de la oferta de distinta intensidad en cada una de ellas, puesto que la respuesta de la construcción de nuevas viviendas ante un incremento de la demanda está normalmente condicionada por las características legales y estructurales propias de cada mercado. Así, en el momento álgido del ciclo, que para España y el Reino Unido puede fecharse en el bienio 2006-2007, la ratio de inversión residencial sobre el PIB nominal se situó en el 9,3% en España (casi 5 pp por encima del mínimo anterior), mientras que en Reino Unido esa ratio se encontraba en el 4%, en torno a 1 pp por encima del mínimo anterior (véase el panel derecho del gráfico 3), lo cual pone de manifiesto las importantes

5. Una revisión de este proceso puede encontrarse en el discurso de la gobernadora de la Reserva Federal E. Duke (2009) o en el de la presidenta del FDIC S. Bair (2010). 6. Véase Bair (2010).

PRECIO DE LA VIVIENDA (EN TÉRMINOS REALES) E INVERSIÓN NOMINAL EN VIVIENDA

GRÁFICO 4



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream, Comisión Europea (AMECO) y Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Datos en porcentaje del PIB.

b. Previsiones para Reino Unido, y dato del tercer trimestre de 2009 anualizado para España y Estados Unidos.

restricciones urbanísticas en este país. En el caso de Estados Unidos, el valor máximo de esta ratio se situó en un punto intermedio, alcanzando el 6,1% del PIB en 2005, 2,7 pp superior al mínimo anterior. Estos datos apuntarían, por tanto, a que en Estados Unidos y, especialmente, en España la respuesta de la oferta fue mucho más significativa que en Reino Unido.

Estas discrepancias también tuvieron su reflejo en las contribuciones de la inversión residencial al crecimiento del PIB, que fueron diferentes en cada país. Mientras que en el caso de España la inversión en vivienda aportó 0,5 pp al crecimiento promedio del PIB durante el período 1998-2007, en Reino Unido esta alcanzó solo 0,1 pp, y en Estados Unidos, 0,3 pp. En términos de la contribución del empleo del sector de la construcción a la creación de empleo total, las aportaciones medias durante la etapa expansiva fueron de 0,8 pp en España, y de 0,2 pp tanto para Reino Unido como para Estados Unidos.

La evolución de la oferta y de la demanda, y su posible desajuste, acabó trasladándose al crecimiento de los precios, aunque también con intensidades diferentes en las tres economías. En España y en Reino Unido, los precios de la vivienda en términos reales aumentaron un 114% y un 134% entre 1997 y 2007, respectivamente, al tiempo que los precios inmobiliarios en el mercado estadounidense se incrementaron un 80% (véase gráfico 4). Si bien los fundamentos macroeconómicos permiten justificar un cierto aumento de los precios de la vivienda, existe evidencia de que los incrementos registrados contenían también un componente de sobrereacción<sup>7</sup>.

7. Así, en relación con los precios, el Fondo Monetario Internacional estimaba que a finales de 2007 la sobrevaloración de la vivienda en el mercado residencial en Reino Unido y en España se podía cifrar, en términos reales, en un 28% y un 17%, respectivamente, mientras que en el caso de Estados Unidos, en 2006, momento de mayor auge, el nivel de sobrevaloración se podría situar en torno al 20%. En relación con otros países, Reino Unido se situó en el rango alto de sobrevaloración, tras Irlanda y Países Bajos, mientras que Estados Unidos y España aparecían en una situación intermedia. La metodología del Fondo Monetario Internacional se basa en un vector autorregresivo en el que se relaciona el precio de la vivienda con diferentes variables macroeconómicas. Véase también, para el caso de España, para un período previo, Ayuso y Restoy (2003).

En cuanto a la contribución de la vivienda a la actividad productiva, se produjo también una reacción excesiva, que puede apreciarse comparando las ratios de la inversión en vivienda sobre el PIB en el momento de auge con las ratios medias de un período largo de tiempo (véase gráfico 4). Este ejercicio ha de tomarse, no obstante, con la debida cautela, ya que no se consideran otras variables —tales como la evolución migratoria— o cambios estructurales —como la incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria— durante ese período que pueden distorsionar la comparación intertemporal.

#### **El proceso de ajuste**

El comienzo y la intensidad de la corrección de los mercados de la vivienda en Estados Unidos, Reino Unido y España, en el período más reciente, estuvieron condicionados tanto por la evolución de los factores que determinaron la fase de auge como por la cuantía de los excesos acumulados en esa fase. El proceso de ajuste comenzó durante 2006, cuando la maduración del ciclo económico y la aplicación de unas políticas monetarias más restrictivas condujeron a un encarecimiento de las condiciones de financiación y a un debilitamiento de las expectativas de revalorización, que pusieron de manifiesto la fragilidad de algunos de los elementos que habían impulsado la expansión de la demanda de inmuebles en los últimos años. Este proceso de ajuste se inició antes y tuvo más intensidad en Estados Unidos, donde, como ya se ha comentado, se habían producido excesos en la expansión de la financiación hipotecaria facilitados por una regulación muy permisiva y apoyados en el supuesto de que la revalorización de la vivienda pudiera ser persistente.

A mediados de 2007 se puso de manifiesto que el cambio en las condiciones monetarias en Estados Unidos y el comienzo de un ajuste a la baja en el precio de los activos inmobiliarios se estaban traduciendo en un incremento mayor de lo esperado en la tasa de morosidad hipotecaria, sobre todo en los créditos *subprime*, y en una inadecuada valoración de los productos financieros que se habían empleado para titulizar estos créditos. El acusado deterioro crediticio de las hipotecas *subprime*, unido a la complejidad de los instrumentos asociados a ellas —que diseminaron el riesgo de modo no transparente entre un amplio espectro de inversores—, desencadenó una espiral de incertidumbre y un cambio brusco en la situación de abundante liquidez que había dominado en los mercados financieros a escala mundial, generando importantes pérdidas en los inversores internacionales y sentando las bases de la crisis financiera global, que se desencadenó, con inusitada virulencia, a partir de septiembre de 2008. En este contexto, se produjo un fuerte descenso en los fondos disponibles para adquirir viviendas, que afectó no solo a las entidades americanas, sino también a la mayoría de sistemas financieros del mundo. Los mercados inmobiliarios de otros países, como Reino Unido, se vieron afectados y se produjo un ajuste en los precios, que corrigió, en mayor o menor medida, el exceso de revalorización que habían acumulado. En el caso del mercado español, en el que los precios de la vivienda ya habían iniciado una fase de corrección, la crisis internacional condujo a un rápido descenso de la actividad en el mercado residencial y a un intenso deterioro del empleo, que aceleró el proceso de ajuste inmobiliario. De este modo, los precios de la vivienda acabaron registrando importantes caídas en los tres países. Según las estadísticas de precios utilizadas, los descensos más abruptos desde los niveles máximos habrían tenido lugar en Estados Unidos y en Reino Unido (con unas caídas del 33%<sup>8</sup> y del 16%, en términos reales, hasta el tercer trimestre de 2009), mientras que en España el descenso ha sido más moderado, de en torno al 12% hasta el cuarto trimestre de 2009.

El ajuste también afectó a la inversión residencial de forma diferenciada en las tres economías, dependiendo del exceso de oferta acumulado. Así, en España la ratio de inversión residencial

---

8. De acuerdo con el índice S&P Case-Shiller.

sobre el PIB nominal se ha reducido en 3,6 pp desde 2006, cuando alcanzó su valor más alto, hasta el tercer trimestre de 2009. En Estados Unidos, donde el ajuste se inició con anterioridad, la caída desde el máximo registrado en 2005 hasta el tercer trimestre de 2009 ha sido también de en torno a 3,6 pp. En Reino Unido —donde, como se mencionó, la oferta no se había ampliado tanto— esta ratio descendió en torno a 1 pp en el mismo período. Para evaluar el ajuste pendiente de la inversión pueden emplearse las proyecciones de la Comisión Europea disponibles para los próximos años para estas tres economías<sup>9</sup>. Según este ejercicio, en el caso español todavía quedaba una reducción de 1,2 pp de ajuste pendiente en 2010, aunque la contracción todavía podría continuar en el siguiente año. En Reino Unido, la escasa expansión de la inversión en vivienda en la fase de auge explica una necesidad de ajuste menor. De hecho, hasta 2011 la ratio de inversión en vivienda sobre el PIB solo caería en 0,1 pp adicionales. En Estados Unidos, el ajuste estaría también casi concluido<sup>10</sup>.

#### **Implicaciones macroeconómicas**

Un proceso de ajuste inmobiliario tiene, en primer término, un efecto macroeconómico directo, derivado de la repercusión de la caída de la inversión en vivienda (y del VAB del sector de la construcción) en el PIB y en el empleo de este sector. Como acaba de mostrarse, este efecto directo puede ser más significativo en España, en términos acumulados, que en Reino Unido y Estados Unidos, dado que la mayor expansión de la oferta durante el período de auge ha elevado muy significativamente el peso de la construcción de vivienda en la actividad y en el empleo, contribuyendo a la aparición de un exceso de oferta.

Adicionalmente, el descenso de la actividad en el sector inmobiliario tiene implicaciones negativas para otras ramas productivas, al reducir la demanda de bienes intermedios industriales para la construcción, la demanda de servicios inmobiliarios, la adquisición de bienes duraderos ligados a la vivienda, etc. Estos efectos de arrastre son difíciles de medir, pero parece razonable suponer que los países en donde la actividad deba readjustarse en mayor medida serán también los más afectados por estos efectos indirectos, que deprimen el *output* y el empleo de otras ramas productivas.

Un tercer canal relevante está relacionado con la trayectoria de los precios de la vivienda y su impacto en el consumo privado, mediante los denominados «efectos riqueza», a través de dos vías. Por un lado, la caída de los precios de la vivienda reduce el valor del colateral de los préstamos hipotecarios que podrían solicitarse para financiar gastos de consumo (el denominado «reembolso de capital inmobiliario»); por otro lado, el descenso del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares podría deprimir su confianza e incrementar el ahorro por motivo de precaución.

En el caso español, las variaciones de la riqueza inmobiliaria afectan al consumo, principalmente, por la segunda de estas vías, mientras que la primera podría ser más relevante en los casos de Reino Unido y Estados Unidos, dado que en estos países los hogares han recurrido más intensamente a los préstamos hipotecarios para la financiación directa de decisiones de consumo. En el cuadro 1 se presentan los resultados de distintos estudios empíricos que, empleando datos agregados o microeconómicos, estiman la importancia de la riqueza inmobiliaria para determinar la trayectoria del consumo privado. Como puede observarse en este cuadro, las elasticidades (o las propensiones marginales a consumir ante cambios en la riqueza

---

9. Se han utilizado los datos del ejercicio de previsión de la Comisión Europea de otoño de 2009. 10. Un elemento determinante del proceso de ajuste del mercado inmobiliario es el *stock* de viviendas sin vender, cuyo volumen se ha ido acumulando por el desacoplamiento entre la oferta y la demanda residencial. El abrupto cambio del contexto macroeconómico ha conducido a una acumulación de un elevado inventario de viviendas sin vender, dada la inercia que muestra la oferta de viviendas por su prolongado período de producción.

	Metodología	España	Reino Unido	Estados Unidos
Catte et ál. (2004)	Datos micro	0,01 - 0,02	0,05 - 0,08	0,05 - 0,08
Bover (2005)	Datos micro	0,02	—	—
Carroll (2004)	Datos macro	—	—	0,09
Barrell y Kirby (2008)	Datos macro	0,02	0,02	0,03
Slacalek (2009)	Datos macro	0,02	0,05	0,02

za) son superiores en los casos de Reino Unido y Estados Unidos, en comparación con España, por lo que cabe esperar que los efectos por esta vía sean mayores en esos países.

En definitiva, el impacto del ajuste inmobiliario debería afectar de distinta forma a los tres países analizados. En Estados Unidos el ajuste de la vivienda resulta significativo tanto por la contracción de la actividad y del empleo del sector de la construcción, y de las actividades relacionadas con el mismo, como por la disminución de la financiación para el consumo que obtenían los hogares americanos sobre la base de la revalorización del precio de la vivienda. Este último factor sería el de mayor repercusión en Reino Unido, ya que la contribución del sector constructor en este país es reducida y la construcción apenas reaccionó en la fase alcista del ciclo. Por su parte, en España el ajuste parece operar más por la vía de la caída de la inversión y de la actividad inmobiliaria, debido a la necesidad de que el sector residencial complete un proceso de redimensionamiento, y de los efectos de arrastre que esto producirá en otras ramas productivas. El impacto del efecto riqueza en el consumo debido a la caída de los precios de la vivienda estaría afectando al gasto de las familias españolas, sobre todo al deteriorar la confianza e impulsar el ahorro por motivo de precaución. Obviamente, la crisis inmobiliaria también puede tener repercusiones macroeconómicas sustanciales a través de su impacto negativo en el sistema financiero, al elevar la morosidad de los préstamos concedidos a hogares y empresas del sector, pero su análisis escapa al ámbito de este artículo.

### Conclusiones

Desde mediados de la década de los noventa, y en un contexto de condiciones globales expansivas, un conjunto de países desarrollados ha experimentado ciclos inmobiliarios muy acentuados, caracterizados por prolongados ascensos en los precios de la vivienda y por un intenso ajuste posterior, especialmente a partir de 2007, intensificado por el estallido de la crisis financiera. Entre los factores globales que pueden haber contribuido a la dinámica expansiva, destacan los niveles reducidos de tipos de interés en un entorno macroeconómico estable y los procesos de innovación financiera. Sin embargo, a pesar de la sincronía que se ha observado en los precios de la vivienda a escala internacional, existen factores específicos en cada país que han introducido diferencias tanto en la naturaleza de la fase alcista como en la magnitud y en las implicaciones del ajuste de este sector. En este artículo se han descrito las características específicas de los mercados inmobiliarios en Estados Unidos, Reino Unido y España. Los rasgos singulares abarcan varias dimensiones, pero son especialmente significativos en tres aspectos: el ajuste de la oferta y la inversión residencial, el papel de las innovaciones financieras y los canales e intensidad del impacto del ajuste inmobiliario sobre la actividad.

En primer término, la reacción de la oferta ante la presión de la demanda de activos inmobiliarios no ha sido la misma en los tres países: así, en la fase más álgida del ciclo inmobiliario el

peso de la inversión residencial en relación con el PIB se incrementó sustancialmente en Estados Unidos y en España, mientras que en Reino Unido esta relación solo se incrementó ligeramente durante este período. De forma correlativa, durante la fase de ajuste la reducción de esta ratio ha sido menor en este país, mientras que en Estados Unidos esta se ha corregido significativamente, hasta situarse en 2009 por debajo incluso de su media histórica. En España la corrección está siendo importante y la ratio se sitúa ya en niveles cercanos a los de su media histórica.

Por otro lado, los efectos de la innovación financiera han sido muy diferentes en cada país, dependiendo, entre otros factores, de la regulación existente. Así, tanto en Reino Unido como, sobre todo, en Estados Unidos las oportunidades que encontraron las entidades para transferir el riesgo favorecieron el acceso a la financiación hipotecaria por parte de familias que carecían de unos ingresos suficientes para asumir las cargas de estos préstamos y que basaban el repago de los mismos en la continua revaluación de los activos inmobiliarios. Por el contrario, en España —aunque también se produjeron unas condiciones financieras globales holgadas, asociadas a su pertenencia a la Unión Económica y Monetaria— la regulación existente fomentó que las entidades financieras fueran más cautelosas en la política de concesión de créditos. Estas diferencias, probablemente, explican el distinto grado de intensidad en el proceso de ajuste, siendo Estados Unidos el país en el que primero se puso de manifiesto la dificultad de algunas familias —englobadas en lo que se ha llamado «segmento *subprime*»— para afrontar sus obligaciones hipotecarias. En España, en cambio, el aumento de la morosidad de las familias ha sido más contenido y ha estado vinculado sobre todo al deterioro de la situación macroeconómica generada por la crisis, y más en particular al fuerte aumento del desempleo.

Por último, los efectos del ajuste inmobiliario sobre la actividad también han sido diferentes en los tres países. En el caso de Estados Unidos, han sido ya significativos, dada la caída de la inversión residencial y del empleo, y también del consumo, como consecuencia de la dependencia del gasto de los hogares americanos de la financiación hipotecaria y de la revalorización inmobiliaria. En Reino Unido, el impacto directo del redimensionamiento del sector en la actividad y en el empleo parece haber sido limitado, siendo el efecto riqueza negativo, derivado de la caída de los precios de la vivienda, sobre el consumo de los hogares británicos, el principal vínculo entre el ajuste inmobiliario y el resto de la economía. La importancia de este efecto riqueza en ambos países puede prolongar el impacto del ajuste inmobiliario sobre el consumo y la actividad en los próximos trimestres. Por su parte, en España el ajuste está recayendo principalmente en la disminución de la inversión y en el incremento del desempleo, como consecuencia del intenso redimensionamiento que está teniendo lugar en el sector de la construcción y de sus implicaciones para otras ramas relacionadas con él. Asimismo, la pérdida de valor de la riqueza inmobiliaria, unida al efecto del desempleo y a la pérdida de confianza, está contribuyendo a inhibir el consumo privado y a la fuerte recuperación de la tasa de ahorro de las familias que se viene observando en los últimos trimestres.

22.1.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., y F. RESTOY (2003). *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España.
- BAIR, S. (2010). «Federal Deposit Insurance Corporation on the Causes and Current State of the Financial Crisis», comparecencia ante la Comisión sobre la Crisis Financiera, enero.
- BARRELL, R., y S. KIRBY (2008). «Consumption, Housing Wealth and Financial Crises», *National Institute Economic Review*, 205, pp. 57-60.
- BOVER, O. (2005). *Wealth Effects on Consumption: Microeconometric Estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España.

- CARROLL, C. D. (2004). *Housing Wealth and Consumption Expenditure*, Johns Hopkins University.
- CATTE, P., N. GIROUARD, R. PRICE y C. ANDRÉ (2004). *Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*, OECD ECO/WKP (2004) 17.
- DUKE, E. (2009). «Envisioning a Future for Housing Finance», discurso en la Reserva Federal de Chicago.
- FMI (2008). «Global Prospects and Policies», *World Economic Outlook*, cap. 1, septiembre.
- HOTT, C. (2009). *Explaining House Price Fluctuations*, Swiss National Bank Working Paper n.º 2009-5.
- MARTÍN-OLIVER, A., y J. SAURINA (2007). *Why do Banks securitize Assets?*, mimeo, Banco de España.
- MAYER, C. (2007). «Commentary: Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership», *Proceedings*, Reserva Federal de Kansas City, pp. 125-137.
- SHILLER, R. (2007). «Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership», *Proceedings*, Reserva Federal de Kansas City, pp. 89-123.
- SLACALEK, J. (2009). *What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth*, Working Paper Series 1117, European Central Bank.

UN ANÁLISIS DE LA CUOTA DE MERCADO DE LA UEM EN EL PERÍODO 1994-2007

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

## **Introducción**

La cuota de mercado de las exportaciones de un país y sus variaciones en el tiempo se utilizan frecuentemente como medidas de la capacidad competitiva en el exterior. Sin embargo, la evolución de la cuota de mercado puede estar influenciada no solo por movimientos genuinos de la competitividad precio y no precio, sino también por la composición de las exportaciones, ya sea en términos de destino geográfico o de tipo de producto. Por ejemplo, si el país está especializado en exportaciones de bienes (o hacia regiones) cuya demanda resulta especialmente dinámica, la cuota de mercado aumentará aunque la competitividad no mejore.

Este artículo analiza para la UEM y sus países miembros<sup>1</sup> en qué medida los cambios de sus cuotas de mercado entre 1994 y 2007 han estado determinados por variaciones genuinas de su competitividad, o son, por el contrario, resultado de la particular composición geográfica y sectorial de sus exportaciones. Para ello, se hace uso de la denominada «metodología de la cuota de mercado constante», desarrollada originalmente en Richardson (1971), que se describe más adelante. Los resultados obtenidos se comparan con los correspondientes a Estados Unidos y Reino Unido.

Para el análisis se utiliza la base de datos Comtrade de Naciones Unidas, que dispone de información anual de comercio bilateral de bienes en términos nominales para el período 1993-2007<sup>2</sup>. La desagregación sectorial corresponde a la clasificación SITC a 1 y 2 dígitos y abarca 14 tipos de productos —de los que se han excluido los bienes petrolíferos y aquellos bienes no clasificados—, los cuales, a su vez, se han agrupado en tres categorías, dependiendo de su contenido tecnológico: bajo, medio y alto. Al mismo tiempo, se han considerado 14 regiones de destino<sup>3</sup>.

La estructura del artículo es la siguiente: en primer lugar, se describe la evolución del comercio mundial atendiendo al sector y a la región importadora y se compara con la composición de las exportaciones de la UEM y sus países miembros, a la vez que con las de Estados Unidos y Reino Unido. En segundo lugar, se describe la metodología de la cuota de mercado constante. En tercer lugar, se presentan los resultados de aplicar esta metodología a la evolución de las cuotas de mercado en la UEM y en sus países miembros y se comparan con los obtenidos para Estados Unidos y Reino Unido. Finalmente, se resumen las principales conclusiones.

## **El comercio mundial y las exportaciones de la UEM**

Entre 1994 y 2007 los flujos de comercio globales han aumentado a ritmos elevados, llegando a crecer en media un 9,8% interanual. Este comportamiento del comercio ha sido, no obstante, heterogéneo, tanto por productos como por mercados de destino. Como se puede apreciar en el cuadro 1, los productos de gama tecnológica superior han aumentado en mayor medida que los de contenido tecnológico bajo —un 11,1% anual, frente a un 9,2%—, como resultado del

1. Se excluyen del análisis Malta y Chipre dada la escasa información disponible para estos dos países en la base de datos utilizada. Además, se presentan los datos para Bélgica y Luxemburgo agregadamente por restricciones en la base de datos. 2. Cabe notar que, dado que los datos son nominales y se encuentran denominados en dólares, los movimientos cambiarios de la divisa pueden afectar a los cálculos de la cuota. Por ejemplo, si la UEM fija el precio de sus exportaciones en euros, una apreciación del dólar implicaría una disminución automática del valor de las ventas en dólares y, por tanto, de la cuota de mercado de la UEM en dólares. 3. Para una descripción pormenorizada de cómo se han agrupado los datos por sectores y por regiones, véase el anexo al final del documento.

	CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES MUNDIALES		
	1994-2007	1994-2000	2001-2007
TOTAL	9,8	8,6	11,1
SECTOR			
Baja	9,2	6,7	11,6
Media	9,7	7,3	12,1
Alta	11,1	12,8	9,3
REGIÓN DE DESTINO			
UEM	7,1	8,6	5,5
Resto de la UE	10,9	13,1	8,7
Resto de Europa	9,6	6,7	12,6
ASEAN	5,2	3,1	7,2
China	15,4	11,7	19,2
Japón	5,7	7,1	4,4
Resto de Asia	7,6	5,2	10,0
Estados Unidos	7,6	10,1	5,2
Resto del mundo	2,9	-0,6	6,3

FUENTE: Comtrade.

comportamiento diferencial observado hasta 2000. Esta evolución derivó en un incremento del papel de las exportaciones mundiales de tecnología elevada en el comercio internacional en unos tres puntos —hasta el 29%—, y en una caída de la importancia de las de tecnología inferior, que han pasado del 38,2% al 35,6%. El peso de las exportaciones de contenido tecnológico medio, por su parte, se ha mantenido relativamente estable, en el 34%.

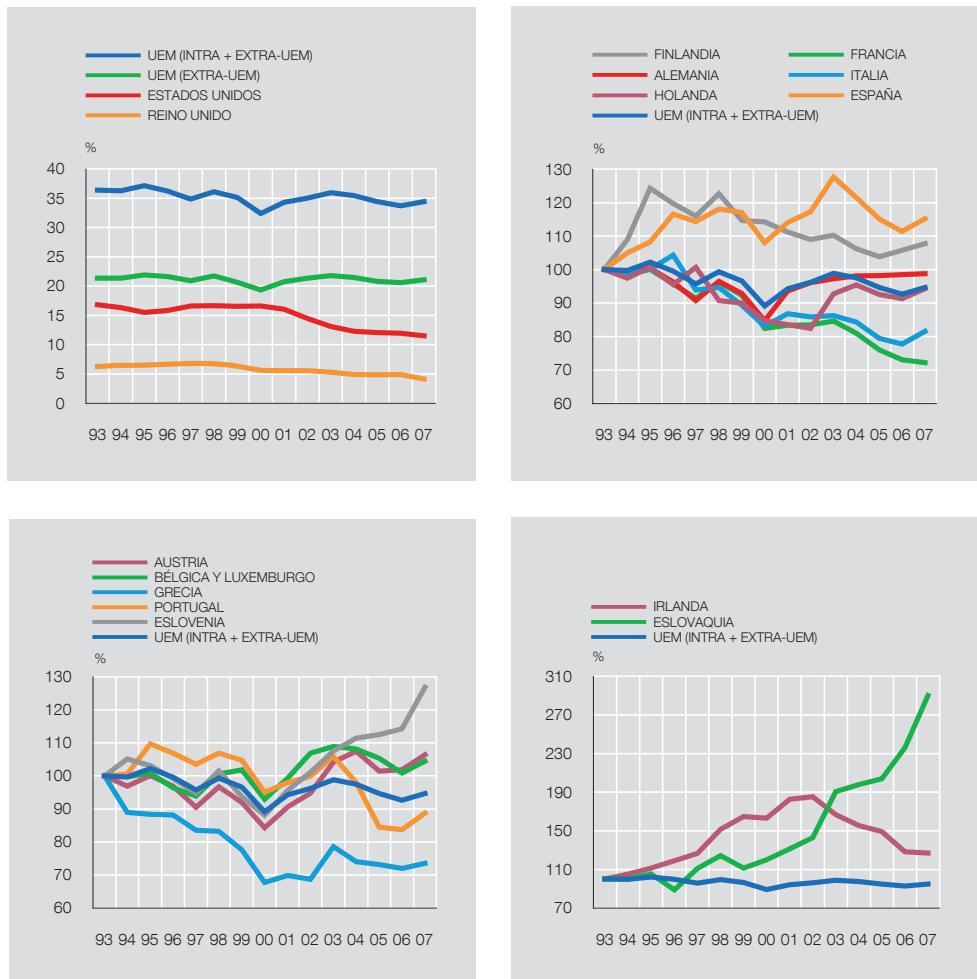
Respecto a las regiones de destino, las exportaciones dirigidas a mercados emergentes han mostrado un mayor dinamismo que la media mundial, en línea con la incorporación de estas economías al comercio internacional, aumentando por tanto su importancia relativa. En concreto, entre 1994 y 2007, destacan por su fortaleza las exportaciones a China, que crecieron en media cada año 5,6 puntos porcentuales (pp) por encima de las exportaciones mundiales (un 15,4%), y, en menor medida, al resto de Asia —excluyendo Japón y ASEAN— y a los países europeos que no pertenecen a la Unión Europea. Por el contrario, la demanda de importaciones de la UEM, Estados Unidos y Japón se ha incrementado por debajo de la tasa mundial en el conjunto del período, concentrándose su peor comportamiento a partir de 2001.

La cuota de exportaciones de la UEM se ha mantenido estable alrededor del 21% desde 1993 (véase gráfico 1). Esta evolución contrasta con lo acontecido en Estados Unidos y Reino Unido, cuyas cuotas de mercado, tras un período de relativa estabilidad hasta aproximadamente el año 2000, no han dejado de descender hasta el año 2007. De esta forma, las exportaciones de Estados Unidos y Reino Unido, que en 1993 suponían el 16,8% y el 6,3% de los flujos internacionales, respectivamente, pasaron a representar en 2007 el 11,5% y el 4,1%.

Los productos de tecnología media dominan, en el período considerado, las exportaciones de la UEM, Estados Unidos y Reino Unido, seguidos de los de tecnología alta y baja (véase gráfico 2). Desde una perspectiva más dinámica, en la UEM el peso de los bienes de baja y alta tecnología ha tendido a disminuir, y el de los bienes de tecnología media, a aumentar. Esta evolución también fue compartida por Estados Unidos, mientras que en Reino Unido el descenso del peso de las exportaciones de baja tecnología se trasladó a un incremento del de las de tecnología media

## EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN

GRÁFICO 1



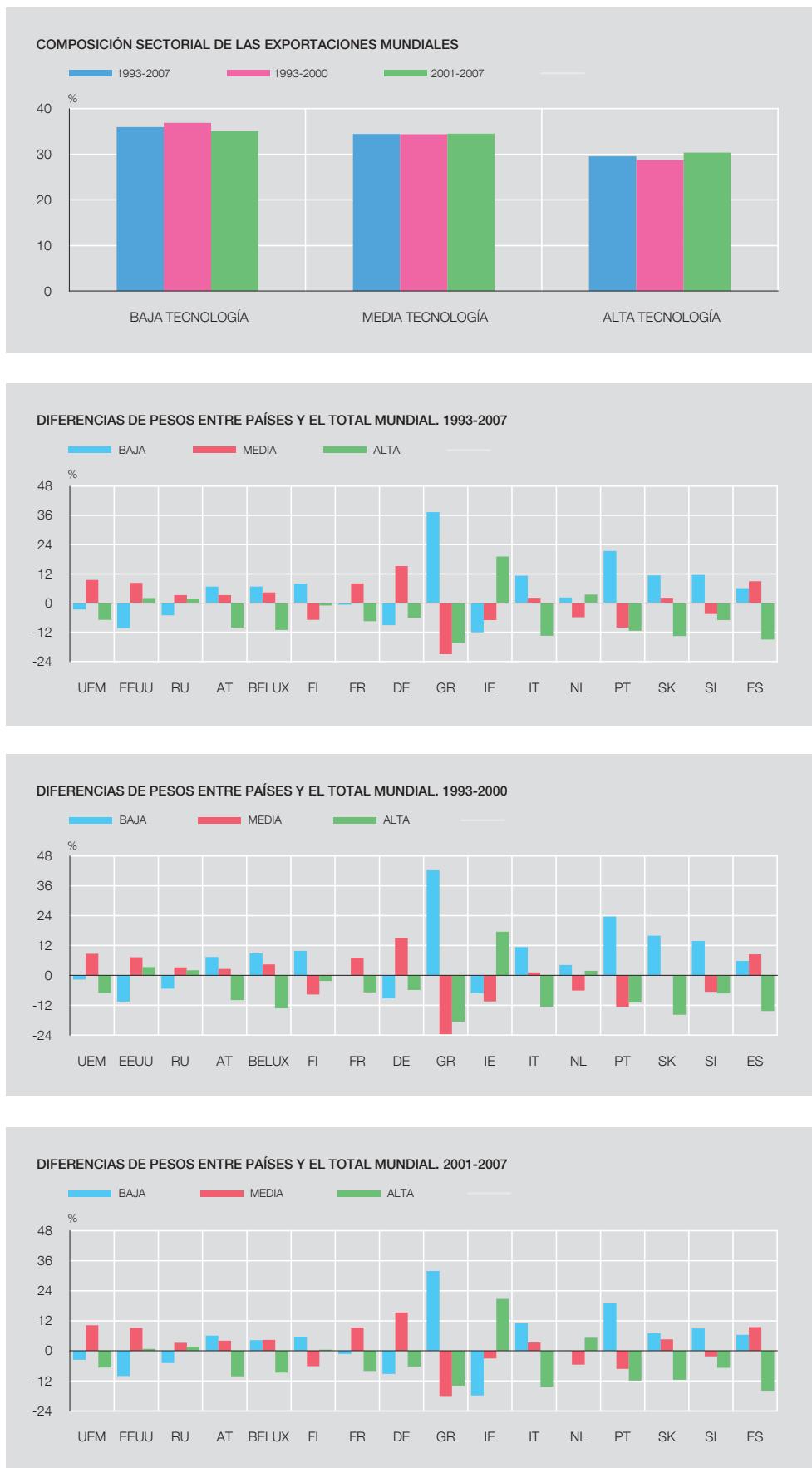
FUENTE: Comtrade.

y alta. En cualquier caso, en comparación con las tendencias mundiales, las tres economías han mantenido a lo largo de todo el período un sesgo hacia productos de tecnología media. Reino Unido y Estados Unidos han mostrado también un sesgo, aunque menos acusado, hacia productos de contenido tecnológico elevado, lo que, a priori, dado el mayor dinamismo de este tipo de productos, debería haber beneficiado sus cuotas de mercado. Por tanto, la composición sectorial no parece que pueda explicar por sí sola el mantenimiento de la cuota de mercado de la UEM, ni las caídas registradas en Estados Unidos y Reino Unido.

Respecto al destino geográfico de las exportaciones, la UEM dirige alrededor de la mitad de sus ventas a otras regiones europeas, seguidas de las realizadas en Estados Unidos (algo menos del 20%) (véase cuadro 2). Reino Unido muestra una estructura exportadora en términos geográficos similar a la de la UEM, mientras que Estados Unidos exporta casi la mitad de sus bienes al agregado de países que en el cuadro se muestra como «resto del mundo», de los cuales una gran parte, alrededor del 40%, se dirigen a Latinoamérica. La zona del euro es receptora de algo más del 15% de las exportaciones americanas. El resto de regiones de destino —incluidos, por tanto, los países emergentes— suponen tan solo una pequeña porción de las exportaciones totales en la UEM, y también en Estados Unidos y Reino Unido. Una primera aproximación para evaluar si la composición geográfica de las exportaciones ha podido condicionar de manera importante la evolución de las distintas cuotas de mercado puede hacerse comprobando si el peso relativo de cada región dentro de las exportaciones de cada país

## COMPOSICIÓN SECTORIAL POR NIVEL TECNOLÓGICO DE LAS EXPORTACIONES

GRÁFICO 2



FUENTE: Comtrade.

ORIGEN	UEM	DESTINO							
		Resto de UE	Resto de Europa	ASEAN	China	Japón	Resto de Asia	Estados Unidos	Resto del mundo
Mundo	15,9	12,1	4,7	6,9	4,7	5,1	12,0	19,6	19,0
UEM	—	33,9	12,2	3,4	2,6	3,3	11,9	15,4	17,2
Estados Unidos	15,5	6,1	1,7	6,3	2,7	8,1	9,9	—	49,7
Reino Unido	51,9	5,9	4,2	2,6	0,9	2,2	8,7	13,2	10,4
Austria	37,8	18,3	10,2	2,3	1,9	2,0	5,8	8,2	13,5
Bélgica y Luxemburgo	42,0	16,2	3,7	2,2	1,6	2,0	8,7	9,2	14,5
Finlandia	13,1	29,4	13,1	3,8	3,5	2,4	8,6	11,1	15,0
Francia	31,2	16,7	5,4	3,3	2,2	2,6	8,4	10,9	19,3
Alemania	24,8	20,9	8,8	3,2	2,8	3,0	8,1	12,8	15,5
Grecia	30,8	22,1	8,7	1,9	1,2	1,5	9,7	8,3	15,8
Irlanda	21,1	27,3	4,8	3,5	1,3	3,9	5,4	18,8	13,8
Italia	28,2	15,7	7,9	2,9	2,2	2,7	10,5	11,8	18,2
Holanda	40,1	19,2	5,1	2,6	1,5	1,9	6,6	8,2	14,7
Portugal	45,3	17,1	3,3	2,3	1,1	1,3	3,9	8,4	17,3
Eslovaquia	30,3	35,9	7,1	1,7	1,2	1,2	4,2	5,9	12,6
Eslovenia	40,2	13,6	18,8	1,4	1,1	1,1	4,6	6,5	12,7
España	40,8	15,1	3,5	2,2	1,6	1,8	6,7	7,6	20,7

FUENTE: Comtrade.

es superior al del agregado mundial en aquellas regiones que han registrado crecimientos económicos por encima de la media. En este sentido, cabe señalar que ninguna de las tres regiones consideradas podría haber aprovechado plenamente el dinamismo de la demanda de China ni del resto de Asia, por su menor especialización relativa en estos mercados respecto a la del mundo, pero la UEM lo habría compensado con un mayor protagonismo de los crecientes mercados del resto de la UE y del resto de Europa. Estados Unidos, por su parte, también habría sido negativamente afectado por el fuerte sesgo de sus ventas al agregado «resto del mundo» y a Japón, cuya demanda en estos años se redujo.

Dentro de la UEM, y teniendo en cuenta, por tanto, el comercio con otros países de la zona del euro, la evolución de la cuota de mercado difirió notablemente entre los países miembros (véase gráfico 1). En particular, mientras que, en España, Eslovenia o Finlandia, la cuota de exportación experimentó unas ganancias superiores a las de la media de la UEM, en otros, como Francia, Italia o Grecia, se deterioró. Por otra parte, el peso de las ventas al exterior de Alemania dentro del comercio mundial se ha comportado de forma muy similar al de la media de la zona del euro y las cuotas de mercado de Eslovaquia y de Irlanda han experimentado un fortísimo crecimiento, muy por encima de la UEM. Un análisis sectorial y geográfico como el realizado en los párrafos anteriores señala que estas divergencias podrían estar relacionadas, al menos en parte, con la composición geográfica y por productos de las exportaciones. Así, la pérdida de cuota de países como Grecia, Portugal e Italia podría estar ligada, en principio, a su mayor especialización relativa hacia productos de bajo contenido tecnológico, cuya demanda mundial creció en el período considerado en menor medida que las de otros bienes de mayor valor tecnológico, mientras que, por el contrario, Finlandia e Irlanda se habrían beneficiado de su mayor sesgo hacia productos de tecnología alta, con una fuerte demanda mundial. En cuanto a la estructura geográfica, un gran porcentaje de las exportaciones de los países de la UEM se dirige a otros países del área, lo que, a priori, podría haber lastrado su cuota de mercado, dado que la demanda de estos evolucionó menos positivamente que el comercio mundial. No obstante, la mayor especialización hacia los países de la UE no UEM y la tendencia a corregir la insuficiente especialización en los mercados asiáticos podrían haber mitiga-

do, al menos parcialmente, este sesgo negativo. En todo caso, la composición por países es muy heterogénea. Así, por ejemplo, Finlandia se ha visto favorecida por su creciente especialización en el mercado asiático y su orientación a países de la UE no UEM, cuyas demandas han resultado especialmente dinámicas, mientras que Austria, que también mejoró su cuota de mercado, se habría beneficiado de un mayor sesgo hacia el comercio con el resto de la UE. No obstante, también se observa que Irlanda aumentó su cuota a pesar del gran peso que tienen dentro de su comercio los mercados de Estados Unidos y Reino Unido, que han crecido en media a partir de 2001 por debajo de los flujos globales, o que Italia y Francia perdieron protagonismo en el mercado mundial y, sin embargo, incrementaron su participación en el mercado chino y en la UE ajena al euro.

#### **Metodología del análisis de cuota de mercado constante**

Para profundizar en el análisis de los factores que subyacen al comportamiento observado de las cuotas de mercado de los diferentes países en este epígrafe se hace uso de la metodología de la cuota de mercado constante. Dicha metodología consiste en la descomposición aritmética del crecimiento de la cuota de mercado de un país en un período de tiempo en dos efectos: un efecto competitividad genuino y un efecto denominado estructural, que recoge la influencia de la especialización (por producto o por zona geográfica) del sector exportador de cada país. Este método no está sustentando en ningún marco teórico ni tampoco proporciona alguna explicación última sobre los factores que justifican los cambios en la cuota. Sin embargo, es un instrumento sencillo y muy útil para determinar a qué factores obedece la ganancia o pérdida de cuota de mercado de una economía y permite la comparación entre distintos países.

La idea básica que subyace a este análisis es que los cambios de la cuota de mercado se deben básicamente a dos factores: a cambios en el nivel competitivo y a una especialización en mercados o sectores especialmente dinámicos. El efecto competitividad capta la parte de la ganancia o pérdida de cuota que se produciría si la estructura de las exportaciones, ya sea en términos geográficos o en términos sectoriales, hubiera permanecido inalterada. Es decir, este efecto pretende capturar en qué medida los cambios de la cuota se han debido a cambios en la capacidad competitiva precio y no precio de las exportaciones. Por otro lado, el efecto estructural cuantifica en qué medida el país se está beneficiando de una posición ventajosa en términos de composición de sus exportaciones. A su vez, el efecto estructural se puede dividir en un efecto de producto, en un efecto de mercado (o geográfico) y en un efecto mixto. Los dos primeros recogen la ganancia de cuota derivada de exportar productos y hacia regiones cuyas demandas han sido más dinámicas, respectivamente, mientras que el efecto mixto captura la interacción de ambos efectos, dada la imposibilidad de distinguirlos perfectamente. El efecto mixto no tiene, por tanto, ninguna interpretación directa como los otros componentes del efecto estructural. Al mismo tiempo, también se puede identificar cuál es la contribución de cada sector o región al efecto competitividad mediante la suma de los diferenciales de crecimiento. La formulación matemática del análisis de la cuota de mercado constante es la siguiente:

$$gX^p - gX^* = \underbrace{\sum_k \sum_j (\alpha_{kj}^p - \alpha_{kj}^*) gX_{kj}^*}_{\text{EFECTO ESTRUCTURAL}} + \underbrace{\sum_k \sum_j \alpha_{kj}^p (gX_{kj}^p - gX_{kj}^*)}_{\text{EFECTO COMPETITIVIDAD}}$$

A su vez, el efecto estructural se puede descomponer en otros tres elementos:

$$\underbrace{\sum_k (\alpha_k^p - \alpha_k^*) gX_k^*}_{\text{EFECTO DE PRODUCTO}} + \underbrace{\sum_j (\alpha_j^p - \alpha_j^*) gX_j^*}_{\text{EFECTO DE MERCADO}} + \underbrace{\sum_k \sum_j \left[ (\alpha_{kj}^p - \alpha_{kj}^*) - (\alpha_k^p - \alpha_k^*) \frac{\alpha_{kj}^*}{\alpha_k^*} - (\alpha_j^p - \alpha_j^*) \frac{\alpha_{kj}^*}{\alpha_j^*} \right] gX_{kj}^*}_{\text{EFECTO ESTRUCTURAL MIXTO}}$$

Donde  $gX$  se refiere al crecimiento de las exportaciones;  $\alpha$  representa el peso que tienen las exportaciones de un determinado producto y/o una determinada región sobre el total de ex-

	1994-2007						1994-2000						2001-2007					
	Total	Compet.			E. estructural		Total	Compet.			E. estructural		Total	Compet.			E. estructural	
		E. M.	E. P.	E. MIX.	E. M.	E. P.		E. M.	E. P.	E. MIX.	E. M.	E. P.		E. M.	E. P.	E. MIX.	E. M.	E. P.
UEM	1,5	-0,6	2,0	-0,0	0,1	-0,2	-1,0	1,1	-0,3	0,1	3,1	-0,1	2,9	0,3	0,0			
Estados Unidos	-0,8	-1,9	1,0	0,0	-0,0	2,1	0,4	1,5	0,2	0,1	-3,8	-4,1	0,5	-0,1	-0,1			
Reino Unido	-0,7	-1,8	0,8	0,2	0,1	-1,0	-1,6	0,4	0,1	0,0	-0,4	-2,0	1,1	0,4	0,2			
UEM (intra + extra-UEM)	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,1	-1,7	-1,0	-0,5	-0,4	0,1	0,9	-0,2	0,8	0,4	-0,0			
Austria	1,0	0,4	0,4	0,1	0,1	-2,3	-1,7	-0,5	-0,3	0,3	4,2	2,5	1,4	0,5	-0,2			
Bélgica y Luxemburgo	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,2	-1,1	-0,1	-0,7	-0,7	0,4	1,8	-0,1	0,8	1,1	-0,0			
Finlandia	3,2	1,5	1,3	0,3	0,1	5,0	3,8	0,3	0,7	0,2	1,5	-0,8	2,3	-0,1	0,0			
Francia	-2,1	-2,2	0,0	-0,0	0,1	-2,6	-1,8	-0,5	-0,5	0,1	-1,6	-2,6	0,6	0,4	-0,0			
Alemania	-0,1	-0,6	0,3	0,1	0,1	-2,6	-2,3	-0,4	-0,1	0,2	2,3	1,0	0,9	0,3	-0,0			
Grecia	-0,6	-0,3	0,5	-0,6	-0,2	-5,6	-2,8	-0,5	-2,0	-0,4	4,4	2,2	1,5	0,7	0,1			
Irlanda	2,4	2,2	-0,5	0,6	0,1	7,3	7,1	-0,3	0,7	-0,2	-2,6	-2,8	-0,6	0,5	0,3			
Italia	-1,6	-1,5	0,2	-0,3	-0,0	-2,9	-1,6	-0,5	-0,9	-0,0	-0,2	-1,3	0,9	0,2	-0,1			
Holanda	3,8	4,1	-0,0	-0,1	-0,1	4,8	5,7	-0,6	-0,1	-0,2	2,9	2,5	0,5	-0,1	-0,1			
Portugal	-0,2	0,5	0,1	-0,7	-0,1	1,2	2,8	-0,6	-0,8	-0,2	-1,6	-1,9	0,8	-0,6	0,1			
Eslovaquia	17,6	14,9	2,7	0,0	-0,0	12,6	12,1	0,6	-0,3	0,2	20,2	15,7	4,3	0,4	-0,2			
Eslovenia	2,9	1,6	1,0	0,2	0,1	-1,5	-0,9	-0,6	-0,2	0,3	7,2	4,1	2,6	0,6	-0,1			
España	1,5	1,6	0,1	-0,4	0,2	1,6	2,7	-0,5	2,7	0,5	1,5	0,5	0,7	0,3	-0,1			

FUENTES: Elaboración propia a partir de datos de Comtrade.

- a. El efecto total es el crecimiento interanual medio de la cuota de mercado.  
 b. E. M., E. P. y E. MIX. representan el efecto de mercado, el efecto de producto y el efecto mixto, respectivamente.  
 c. Las casillas en verde indican valores positivos, y las casillas en rojo, valores negativos.

portaciones del país o del mundo en el período base; el superíndice  $p$  hace referencia al país que exporta, y el asterisco \*, al mundo; el subíndice  $k$  indica el sector, y el  $j$ , la región de destino de las exportaciones.

El análisis de la cuota de mercado constante se ha ido refinando desde su postulación inicial para evitar algunos problemas que surgían a la hora de su implementación empírica. Así, en la formulación tradicional<sup>4</sup>, el efecto estructural se dividía tan solo en efecto de producto y efecto de región, quedando por tanto el efecto mixto difuminado en una de esas categorías. En consecuencia, los resultados variaban en función de la secuencia en la que se calculaba cada uno de esos dos efectos. En este documento, siguiendo la metodología empleada por el BCE (2005), se evita este problema distinguiendo explícitamente esos tres componentes. No obstante, es preciso recordar que los resultados del análisis de la cuota de mercado constante dependen del nivel de desagregación de productos y sectores que se utilice<sup>5</sup>.

### Resultados del análisis de la cuota de mercado constante

Esta sección muestra, en primer lugar, los resultados del análisis de la cuota de mercado constante para la UEM —excluyendo, por tanto, el comercio interior entre sus países miembros— para el período 1994-2007, y los compara con los obtenidos para Estados Unidos y Reino Unido, y, en segundo lugar, los resultados para cada uno de los países miembros de la zona del euro. Además, dado el cambio de tendencia de las cuotas alrededor del año 2000 que se detectaba en el gráfico 1, se presentan también los resultados distinguiendo dos subperíodos: desde 1994 hasta 2000, y desde 2001 hasta 2007.

UEM

Como se observa en el cuadro 3, el aumento de la cuota de la UEM entre 1994 y 2007 —del 1,5% de media anualmente— obedeció a la favorable especialización geográfica, que com-

4. Richardson (1971). 5. Véase Bowen y Pezman (1984).

pensó la negativa aportación del efecto competitividad, al tiempo que el impacto de la composición sectorial y el efecto mixto fueron marginales. La reestimación de los resultados para los períodos anterior y posterior al año 2000 muestra que la ganancia de cuota de la UEM se concentró en el último período, gracias a una contribución menos negativa de la competitividad —que pasó de lastrar la cuota de mercado a tener un efecto prácticamente nulo— y a la composición geográfica (la sectorial contribuyó mucho menos) de las exportaciones.

La pérdida de competitividad que se produjo en el conjunto del período obedeció, en términos de las categorías de producto, a la peor competitividad en los bienes de baja tecnología, la cual se concentró entre 2001 y 2007 (véase panel izquierdo del gráfico 3)<sup>6</sup>. Por destino de las exportaciones, el panel derecho del gráfico 3 muestra que la UEM perdió competitividad en todas las regiones en el primer período y que solo ganó competitividad en el segundo período en China.

Por otra parte, la desagregación del efecto de producto por categoría muestra que las aportaciones negativas de los bienes de tecnología baja y, sobre todo, alta compensaron la ventaja en los de contenido tecnológico medio (véase cuadro 4). Para un análisis más detallado, conviene recordar que, según la definición del efecto sectorial, este dependía de dos factores, el primero, el crecimiento del comercio mundial de cada producto, y el segundo, la relación de la especialización en cada sector del país frente al mundo. Dado que todos los productos presentaron crecimientos positivos, el signo de la contribución de cada sector dependió de la importancia relativa de ese sector dentro de las exportaciones de cada región, frente a la del comercio mundial. Como se observaba en el gráfico 2, el peso de los bienes de tecnología baja y, en especial, alta fue, en media en el período 1993-2007, inferior al del promedio mundial, mientras que la especialización en bienes de contenido tecnológico intermedio fue más favorable. De nuevo se detectan patrones diferenciados cuando se divide la muestra en dos subperíodos, con mejoras en los efectos de producto gracias a las ganancias en los sectores de tecnología media y alta.

En lo que respecta al efecto de mercado, el signo de la contribución de cada zona vino determinado por la especialización regional de cada país en comparación con la mundial —dado que todas las regiones incrementaron su demanda—. La magnitud de la aportación, no obstante, dependió no solo de dicha especialización regional, sino también del ritmo de crecimiento de las exportaciones mundiales a cada zona. Así, como se observa en el gráfico 4 y en el cuadro 2, la UEM se benefició de su fuerte sesgo hacia los mercados europeos —el resto de la UE y el resto de Europa—, que compensó las contribuciones negativas de Estados Unidos y los países asiáticos. Los resultados antes y después de 2000 apuntan a que las ganancias en los mercados europeos, en Estados Unidos y en el resto del mundo derivaron en el segundo período en un incremento del efecto de mercado en la UEM.

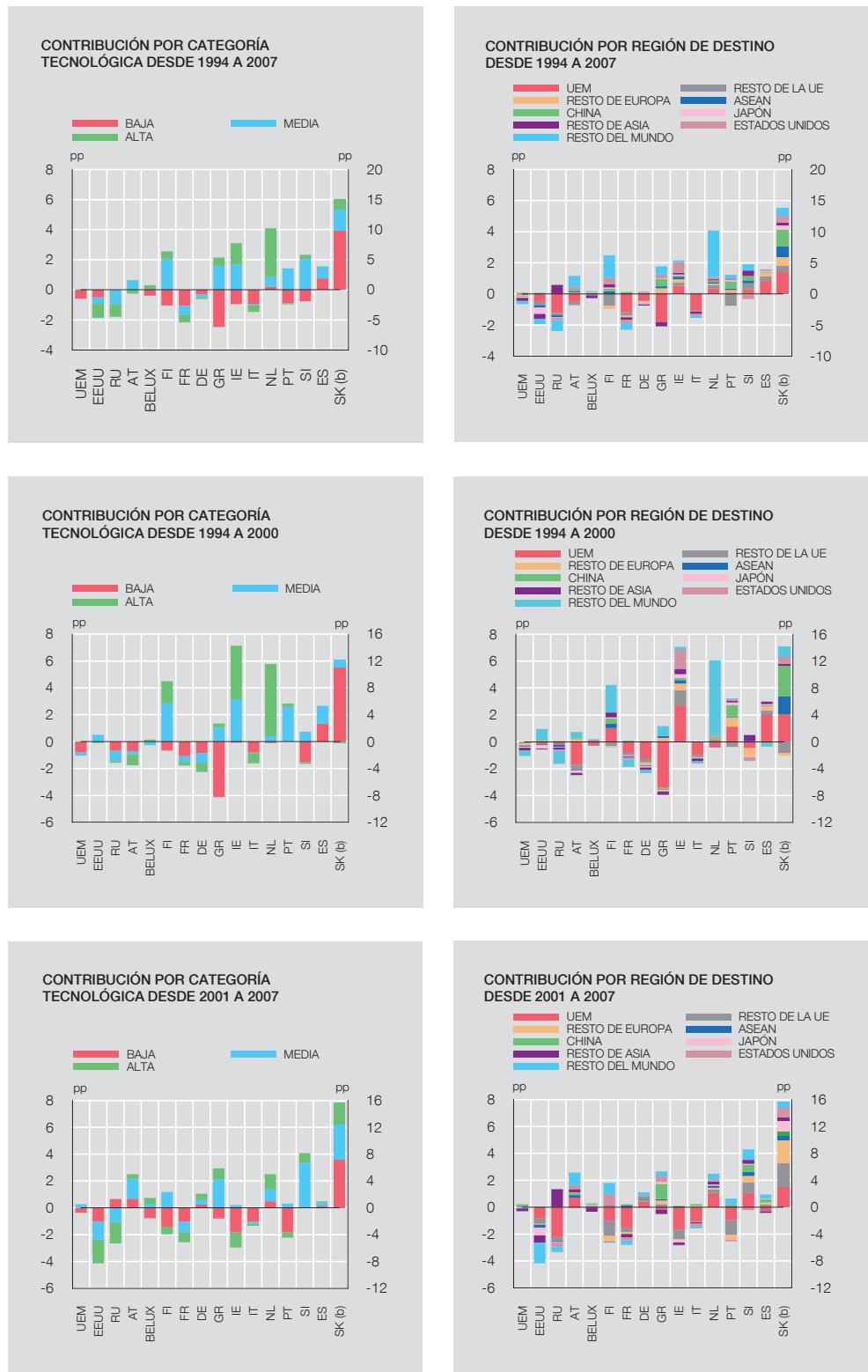
El cuadro 3 muestra que Estados Unidos y Reino Unido disminuyeron sus cuotas de mercado a un ritmo de aproximadamente el 0,8% anual entre 1994 y 2007, lo que contrasta con la ganancia experimentada por la UEM. En ambos países esta evolución respondió al fuerte deterioro de la competitividad —muy superior al experimentado por la UEM—, que compensó las ganancias derivadas de la estructura geográfica de su comercio, y, en el caso de Reino Unido, también las ganancias derivadas de la estructura sectorial. Al igual que en el caso de la UEM, el efecto mixto fue despreciable. Si se divide el período en dos, se observa que Reino Unido tuvo un comportamiento menos negativo en el período más reciente, ya que se benefició de una estructura geográfica y sectorial más favorable, mientras que la economía estadounidense pasó de

---

6. La aportación de cada sector/ región al efecto competitividad se calcula como la suma del efecto competitividad de las regiones/ sectores para cada sector/ región.

CONTRIBUCIÓN DE LOS PRODUCTOS Y REGIONES  
AL EFECTO COMPETITIVIDAD (a)

GRÁFICO 3



FUENTE: Elaboración propia basada en los datos de Comtrade.

- a. En los cálculos para la UEM, Estados Unidos y Reino Unido se ha excluido el comercio intra-UEM.  
b. Escala derecha.

	DESDE 1994 A 2007				DESDE 1994 A 2000				DESDE 2001 A 2007			
	Total	Baja	Media	Alta	Total	Baja	Media	Alta	Total	Baja	Media	Alta
UEM	-0,0	-0,3	1,0	-0,7	-0,4	-0,0	0,7	-1,0	0,4	-0,5	1,3	-0,4
Estados Unidos	0,0	-1,0	0,9	0,2	0,2	-0,7	0,5	0,4	-0,1	-1,3	1,2	-0,0
Reino Unido	0,3	-0,3	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,4	-0,4	0,5	0,3
UEM (intra + extra-UEM)	0,0	0,0	0,6	-0,7	-0,4	0,1	0,4	-0,9	0,4	-0,1	0,9	-0,4
Austria	0,1	0,8	0,3	-1,0	-0,3	0,8	0,1	-1,3	0,5	0,8	0,5	-0,8
Bélgica y Luxemburgo	0,2	0,6	0,5	-0,9	-0,7	0,6	0,4	-1,7	1,1	0,6	0,6	-0,1
Finlandia	0,3	1,1	-0,6	-0,2	0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,1	0,8	-0,7	-0,2
Francia	-0,0	-0,1	0,8	-0,7	-0,5	-0,1	0,5	-0,9	0,4	-0,1	1,1	-0,5
Alemania	0,1	-0,7	1,4	-0,6	-0,1	-0,4	1,1	-0,8	0,3	-1,0	1,8	-0,5
Grecia	-0,6	2,9	-1,9	-1,6	-2,0	2,1	-1,7	-2,3	0,7	3,7	-2,0	-1,0
Irlanda	0,6	-1,3	-0,4	2,3	0,7	-0,4	-0,8	1,8	0,5	-2,2	-0,0	2,8
Italia	-0,3	0,9	0,2	-1,4	-0,9	0,8	-0,0	-1,6	0,2	1,0	0,5	-1,2
Holanda	-0,1	0,0	-0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	0,5
Portugal	-0,7	1,4	-0,9	-1,2	-0,8	1,4	-0,9	-1,2	-0,6	1,5	-0,9	-1,2
Eslavaquia	0,0	1,2	0,2	-1,4	-0,3	1,5	-0,0	-1,9	0,4	1,0	0,4	-1,0
Eslovenia	0,2	1,1	-0,4	-0,6	-0,2	1,2	-0,5	-0,9	0,6	1,1	-0,2	-0,2
España	-0,4	0,4	0,8	-1,6	-1,0	0,2	0,6	-1,8	0,3	0,6	1,0	-1,4

FUENTES: Elaboración propia a partir de datos de Comtrade.

a. Las casillas en verde indican valores positivos, y las casillas en rojo, valores negativos.

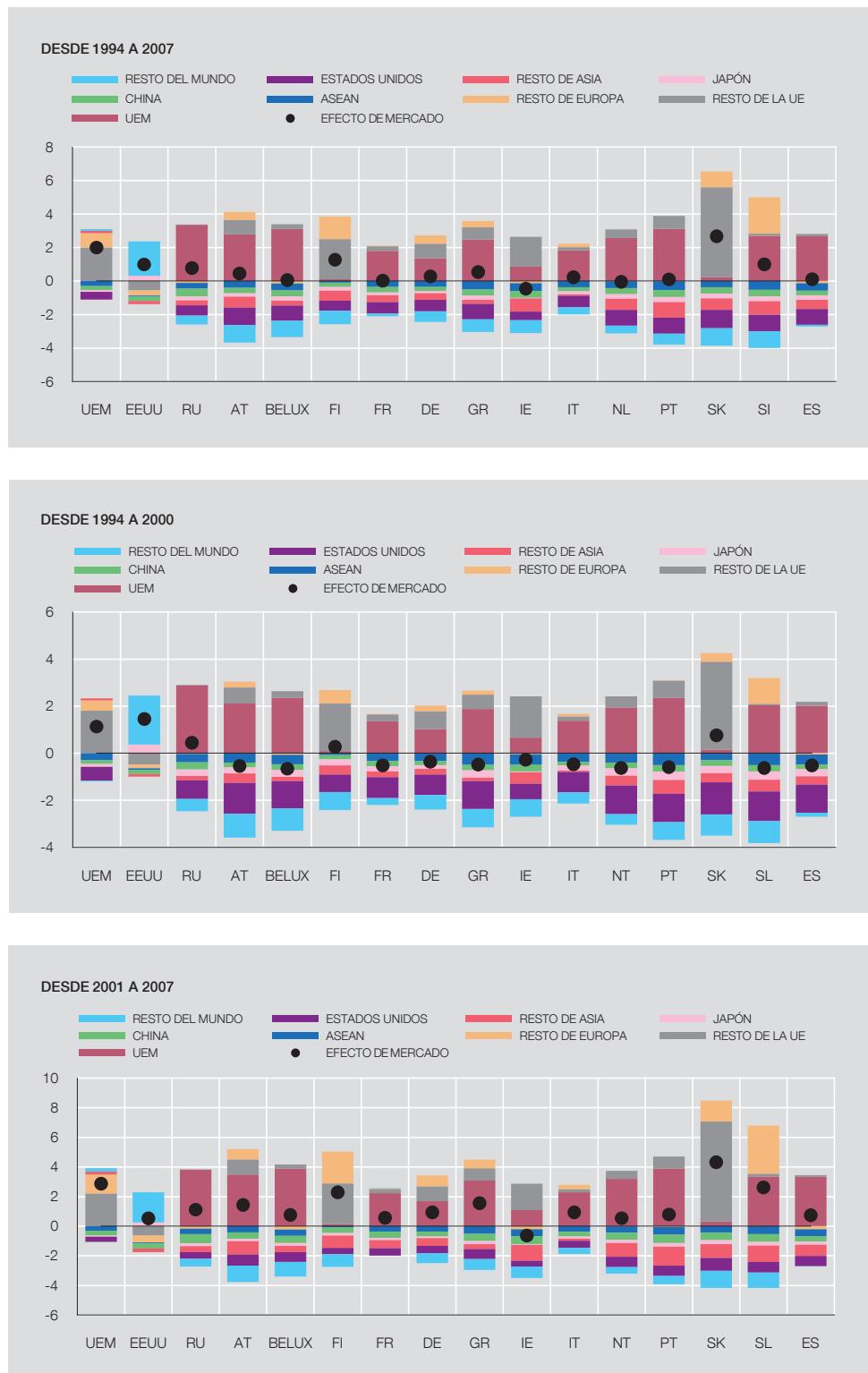
ganar, en media anual, un 2,1% de cuota de mercado entre 1994 y 2000 a perder un 3,8% en los años posteriores, por el fuerte deterioro de su capacidad competitiva y, en menor medida, también de la estructura exportadora.

Más detalladamente, el efecto competitividad en Estados Unidos y Reino Unido fue más negativo que en la UEM. Además, en los dos primeros países este efecto fue más intenso en el segundo período, mientras que en la zona del euro se concentró en el primero. Las diferencias entre las tres economías también se observan en la descomposición sectorial y geográfica de la evolución de la competitividad (véase gráfico 3). Así, en Reino Unido y Estados Unidos la pérdida se debió a los productos de categoría media y alta —en la UEM fue debido a los de categoría baja—, y fue más intensa en el período 2001-2007. Respecto a las regiones, la competitividad de Estados Unidos se vio dañada hasta 2000 en todas las regiones del mundo, con la excepción del resto del mundo, cuyo impacto fue positivo, y además, a partir de 2001, las aportaciones negativas se intensificaron y las exportaciones del resto del mundo pasaron a perder competitividad. Reino Unido, por otro lado, experimentó una pérdida considerable en la competitividad en la UEM, que superó a las ganancias obtenidas en el resto de Asia.

La composición sectorial, por su parte, fue irrelevante en el comportamiento de la cuota de mercado de Estados Unidos, pero benefició a la de Reino Unido entre 1993 y 2007. Al igual que en la UEM, en ambos países los bienes de tecnología baja dañaron la evolución de la cuota dado su menor peso en las exportaciones totales en relación con la importancia relativa de este tipo de bienes en el comercio mundial, y los de tecnología media la impulsaron por su mayor peso relativo. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido en la zona del euro, también se añadió el impacto positivo de la tecnología elevada gracias a una mayor especialización en relación con la tendencia mundial (véase cuadro 4 y gráfico 2). Dividida la muestra en dos subperiodos, se observa que Reino Unido, como la UEM, se benefició de ganancias en los sectores de tecnología media y alta, mientras que en Estados Unidos el efecto producto empeoró por el deterioro de los sectores de baja y alta tecnología.

CONTRIBUCIÓN DE LAS REGIONES AL EFECTO DE MERCADO (a)

GRÁFICO 4



FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de Comtrade.

a. En los cálculos referidos a la UEM, Estados Unidos y Reino Unido se ha excluido el comercio intra-UEM.

Al igual que en la UEM, la distribución de las exportaciones por destino geográfico favoreció la cuota de mercado de Reino Unido y Estados Unidos en media en el período 1993-2007. Su distinta especialización geográfica, en cualquier caso, determinó los distintos impactos de las regiones en cada una de estas economías (véase gráfico 4). Así, el sesgo hacia las exportaciones a la UEM por encima de la tendencia mundial favoreció a Reino Unido, a pesar de que este mercado no fue de los que registró los mayores crecimientos medios en el período. Estados Unidos, por su parte, se benefició de la importante contribución positiva del resto del mundo y de Japón —la cual estuvo ligada a la fuerte especialización que ha mostrado en estas regiones—, que compensó la pérdida en el mercado asiático (excluyendo Japón) y europeo como resultado de su menor presencia relativa a los flujos globales (véase cuadro 2). Si se divide la muestra en dos, se observa que, al igual que la UEM, Reino Unido aumentó su efecto de mercado por las ganancias en los mercados europeos, en Estados Unidos y en el resto del mundo, mientras que a Estados Unidos le perjudicaron las pérdidas generalizadas que sufrió en todo el mundo, y, especialmente, en Asia y Europa.

#### PAÍSES DE LA UEM

Contrariamente a lo encontrado para las exportaciones de la UEM, en la inmensa mayoría de los países miembros el comportamiento de su cuota de mercado ha evolucionado en la misma dirección que el de su competitividad (Portugal y el agregado de Bélgica y Luxemburgo son las únicas excepciones; véase cuadro 3). Así, entre los que más han mejorado su posición relativa en los intercambios internacionales destacan, por este orden, Eslovaquia, Holanda, Finlandia, Eslovenia, Irlanda y España, donde la competitividad ha tenido un fuerte impacto positivo. En los casos de Eslovaquia, Finlandia y Eslovenia, además, también ha contribuido el sesgo de sus ventas a otros países europeos, y en Irlanda, la especialización en bienes de elevada tecnología. En contraposición, Francia, Italia y Grecia, y, en menor medida, Portugal y Alemania, disminuyeron su peso en el comercio mundial lastrados, además de por el deterioro de su capacidad competitiva (salvo Portugal), por su insuficiente especialización en bienes de tecnología elevada —y, en el caso de Grecia y Portugal, también por los de contenido tecnológico medio—, factores que compensaron la contribución positiva del efecto de mercado.

El desglose de los efectos señala, en primer lugar, que la competitividad tuvo un impacto muy variable en los países de la UEM y que no es posible encontrar un patrón claro respecto a la influencia que han tenido sobre este las categorías de producto y las regiones de destino<sup>7</sup>, más allá de la tendencia general del impacto negativo de las exportaciones de tecnología baja y del impacto positivo de China (véanse cuadro 4 y gráfico 4). En segundo lugar, aunque el tamaño del impacto del tipo de bien y su composición sectorial también han sido bastante heterogéneos, se detecta que la menor especialización relativa al comercio mundial en productos de tecnología alta ha repercutido negativamente en todos los países de la UEM, con las únicas excepciones de Holanda y, sobre todo, Irlanda (véase gráfico 2). Finalmente, la composición geográfica de las exportaciones ha beneficiado la evolución de la cuota de mercado en todos los países de la UEM, excepto en Irlanda y Holanda, donde destacan los elevados efectos en Eslovaquia, Finlandia y Eslovenia, que se han situado muy por encima de la media de los países de la UEM. Respecto al impacto que ha tenido cada región sobre el efecto de mercado, se puede concluir que este ha sido muy homogéneo entre los países de la UEM, con contribuciones positivas del comercio europeo y negativas del resto de regiones. Por ejemplo, las exportaciones al resto de la UE y al resto de Europa fueron especialmente relevantes en Eslovaquia y Finlandia, y las primeras, también en el caso de Irlanda.

---

7. La aportación de cada sector/ región al efecto competitividad se calcula como la suma del efecto competitividad de las regiones/sectores para cada sector/ región.

Si se analiza la cuota en los años anteriores y posteriores a 2000, se observa que esta mejoró en el período más reciente en todos los países, excepto en Finlandia, Irlanda y Portugal, donde los deterioros de la competitividad jugaron un papel importante. Por otra parte, la estructura de las exportaciones favoreció a las cuotas en general en todos los países en el segundo período. Así, en primer lugar, todos los países se beneficiaron de una especialización sectorial más favorable entre 2001 y 2007 hacia los bienes de tecnología media y alta —con las únicas excepciones de Finlandia e Irlanda, que empeoraron, y de Holanda, cuyo efecto se mantuvo inalterado—. Y, en segundo lugar, la evolución de la composición en términos geográficos de todos los países fue positiva, con la excepción de Irlanda. Las principales tendencias por regiones se encaminaron a reducir el efecto negativo de Estados Unidos y Japón, a profundizar la contribución negativa de China, ASEAN y el resto de Asia, y a mejorar el impacto del comercio intra-UEM y del resto de la UE.

### **Conclusiones**

La evolución de la cuota de mercado de un país depende no solo del comportamiento de la competitividad precio y no precio de las exportaciones, sino también de su estructura exportadora, es decir, de en qué medida el país está más o menos especializado en determinadas regiones o productos. Este artículo, sobre la base de un análisis basado en la llamada «metodología de la cuota de mercado constante», cuantifica ambos efectos para la UEM y sus países miembros para el período 1994-2007 y los compara con los resultados para Reino Unido y Estados Unidos.

El análisis apunta que la ganancia de cuota de mercado de la UEM en el período de referencia estuvo impulsada por la particular estructura geográfica de sus exportaciones (concretamente, por su sesgo hacia los mercados europeos). Esta favorable composición geográfica neutralizó los efectos negativos de una pérdida de competitividad (pérdida que se concentró en los bienes de baja tecnología y fue generalizada en todos los mercados de destino). En contraposición, Reino Unido y Estados Unidos perdieron protagonismo dentro del comercio mundial, lastrados por un deterioro de su capacidad competitiva muy superior al de la UEM (deterioro que se centró en productos de media y alta tecnología y afectó a las exportaciones a todas las regiones), que fue solo levemente contrarrestado por una favorable estructura exportadora en términos tanto geográficos como por tipo de producto. En particular, Reino Unido se benefició de sus fuertes lazos comerciales con los mercados europeos —en especial con la UEM—, pero también de la especialización en bienes de contenido tecnológico medio y alto, mientras que Estados Unidos aprovechó su sesgo exportador hacia regiones como Latinoamérica.

Dentro de la UEM existe una gran heterogeneidad tanto en el signo como en el tamaño de las variaciones en las cuotas de mercado. Así, se observaron ganancias en Holanda, Irlanda, Eslovaquia, Eslovenia, Finlandia o España y pérdidas en Francia o Italia. En todo caso, el análisis realizado señala que, en general, la evolución de las cuotas en los países miembros de la UEM ha venido marcada sobre todo por la evolución de la competitividad de las exportaciones. El efecto de la especialización sectorial ha sido menos importante y bastante variable por países, aunque se detecta en general que la menor especialización relativa en productos de alta tecnología ha afectado negativamente a todos los países de la UEM. En cuanto a la especialización geográfica, ha resultado beneficiosa en la mayor parte de los países de la UEM gracias al sesgo hacia el comercio intra-UEM y, en menor medida también, hacia las exportaciones al resto de la UE y al resto de Europa, que han compensado las pérdidas de cuota asociadas a otras regiones.

11.1.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BALDWIN, R. (2006). *The euro's trade effect*, Working Paper, n.º 594, BCE.
- BCE (2005). *Competitiveness and the export performance of the euro area trade*, Occasional Paper, n.º 30.
- BOWEN, H. P., y J. PELZMAN (1984). «US export competitiveness: 1962-77», *Applied Economics*, 16, pp. 461-473.
- FINICELLI, A., M. SBRACIA y A. ZAGHINI (2008). *A disaggregated analysis of the export performance of some industrial and emerging countries*, Papel n.º 11000, Munich Personal RePec Archive.
- RICHARDSON, J. D. (1971). «Constant-market-shares analysis of export growth», *Journal of International Economics*, 1, pp. 227-304.

## ANEJO

### Los datos

Los datos proceden de la base de datos Comtrade de Naciones Unidas, que dispone de información anual de comercio bilateral entre países en términos nominales desde 1993 hasta 2007. La desagregación sectorial corresponde a la clasificación SITC a uno y dos dígitos<sup>8</sup>.

*Países de origen:* UEM (excluyendo Malta y Chipre), Francia, Alemania, Italia, España, Holanda, Bélgica y Luxemburgo, Finlandia, Austria, Eslovenia<sup>9</sup>, Eslovaquia<sup>10</sup>, Portugal, Grecia e Irlanda.

*Países de destino de las exportaciones:* UEM, Reino Unido, resto de UE 15, Suiza, resto de Europa, Rusia, ASEAN, China, Japón, resto de Asia, Estados Unidos, LATAM, África y resto del mundo. En los gráficos y tablas se ha agrupado el resto de la UE (Reino Unido y el resto de la UE), el resto de Europa (Suiza, Rusia y el resto de Europa) y el resto del mundo (Latinoamérica, África y el resto del mundo).

*Clasificación por mercancías:*

## CLASIFICACIÓN DE LOS PRODUCTOS

TIPO DE PRODUCTO	CLASIFICACIÓN SITC	NIVEL TECNOLÓGICO
Alimentos, bebidas y tabaco	0 + 1	Bajo
Textiles, ropa de cuero e industria del cuero	61 + 65 + 83 + 84 + 85	Bajo
Papel y productos de papel, imprentas y editoriales	64	Bajo
Madera y productos de madera, incluidos muebles	63 + 83	Bajo
Productos minerales no metálicos	66	Bajo
Industrias metálicas básicas	67 + 68	Bajo
Productos metálicos, excepto maquinaria y equipos de transporte	69	Bajo
Resto	81 + 62 + 89	Bajo
Fabricación de maquinaria agrícola e industrial, excepto la maquinaria eléctrica	71 + 72 + 73 + 74	Medio
Fabricación de equipos de transporte	78 + 79	Medio
Productos químicos, productos de caucho y plástico	51 + 52 + 53 + 55 + 56 + 57 + 58 + 59	Medio
Fabricación de maquinaria eléctrica, aparatos y accesorios	76 + 77	Alto
Productos farmacéuticos	54	Alto
Servicios profesionales, científicos, equipos de medición y control, aparatos fotográficos y ópticos, máquinas de oficina y de procesamiento de datos	75 + 87 + 88	Alto

Se excluyen del análisis las siguientes categorías SITC:

2. Materiales crudos no comestibles, excepto los combustibles.
3. Combustibles y lubricantes minerales y productos conexos.
4. Aceites, grasas y ceras de origen animal y vegetal.
9. Mercancías y operaciones no clasificadas en otro rubro.

8. Los valores faltantes han sido calculados aplicando el crecimiento medio de los tres períodos anteriores o posteriores. 9. En el caso de Eslovenia, no se dispone de datos de 1994, por lo que se han calculado como la media del período anterior y posterior. 10. La serie de Eslovaquia comienza en 1994, por tanto, el análisis para Eslovaquia comienza en 1995.

UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL (BEMOD) PARA EL ANÁLISIS DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA EN LA ZONA DEL EURO

## Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro

Este artículo ha sido elaborado por Samuel Hurtado y Carlos Thomas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El Banco de España, como la mayoría de bancos centrales, utiliza para el análisis y la realización de proyecciones macroeconómicas un conjunto de modelos económicos, complementarios entre sí y con características diferentes. En función del tipo de ejercicio que quiera realizarse (elaboración de proyecciones, simulación de posibles medidas de política económica o de cambios en el entorno económico exterior, etc.), se utilizan aquellos modelos que presentan características más adecuadas, en términos, por ejemplo, de sus propiedades para la predicción a corto plazo o del grado de consistencia de la modelización del comportamiento de todos los agentes económicos. En este artículo se presenta de forma resumida un modelo macroeconómico construido en el Banco de España para analizar la evolución de la economía española dentro de la Unión Económica y Monetaria, que pertenece a la nueva generación de modelos macroeconómicos desarrollados en la literatura académica en las últimas décadas.

Los modelos macroeconómicos tradicionalmente empleados por la mayoría de bancos centrales se componen de un conjunto relativamente amplio de ecuaciones que describen el comportamiento de los distintos agregados macroeconómicos en función de la evolución de otra serie de variables (por ejemplo, el consumo privado se hace depender del tipo de interés real y de la renta disponible y la riqueza de los hogares). Generalmente, la relación entre las variables de interés y sus determinantes se supone constante a lo largo del tiempo, e invariante ante cambios estructurales, como puedan ser las modificaciones de política económica. No obstante, como argumentó Robert E. Lucas (1976), esas elasticidades entre los agregados macroeconómicos no son, en realidad, constantes, sino que pueden variar ante dichos cambios estructurales, incluso aunque no se modifique el comportamiento individual de los distintos agentes. Este aspecto limita la fiabilidad de las simulaciones obtenidas con estos modelos.

Para superar estas limitaciones, conocidas como la «crítica de Lucas», en los últimos años ha ido surgiendo una nueva generación de modelos, denominados «modelos de Equilibrio General Dinámico y Estocástico» (habitualmente conocidos por sus siglas en inglés, DSGE), que están siendo crecientemente utilizados en los bancos centrales y en otras instituciones de política económica. En ellos, la modelización explícita de las decisiones de los agentes (hogares, empresas, etc.) permite interpretar desde un punto de vista económico la evolución, observada o prevista, de la economía que describen, así como realizar simulaciones de política económica de manera robusta. Además, su capacidad predictiva no es necesariamente más reducida que la de los modelos macroeconómicos tradicionales<sup>1</sup>.

Desde 2006, el Banco de España cuenta entre sus herramientas de análisis de la economía española con un modelo DSGE, denominado BEMOD<sup>2</sup>, que fue el primero de este tipo en el Eurosistema en considerar con detalle dos economías (España y el resto de la UEM) dentro de una unión monetaria, que interactúa con el resto del mundo, y en incluir varios sectores productivos. El modelo, inicialmente calibrado, ha sido recientemente estimado<sup>3</sup> para captar el comportamiento cíclico, de medio y corto plazo, de las principales variables macroeconómicas.

1. Véase, por ejemplo, el modelo DSGE para la zona del euro estimado por Smets y Wouters (2003). 2. Véase Andrés, Burriel y Estrada (2006). 3. Véase Andrés, Hurtado, Ortega y Thomas (2009).

cas, mediante un proceso econométrico más complejo, que trata de acercar en mayor medida el modelo a los datos<sup>4</sup>.

En este artículo se comentan las principales características del modelo BEMOD y de los parámetros obtenidos en su estimación. Posteriormente, para ilustrar la posible aplicación de este tipo de modelos a la interpretación de los desarrollos económicos, se realizan dos ejercicios. En el primero se trata de evaluar qué tipo de perturbaciones, de entre las que distingue el modelo, explican el comportamiento diferencial de crecimiento e inflación entre España y el resto del área del euro en la última década. En el segundo, se trata de encontrar los distintos tipos de perturbaciones que podrían explicar las diferentes sendas de proyecciones macroeconómicas.

### **El modelo**

El modelo BEMOD tiene la estructura habitual de un modelo DSGE. Tanto los hogares como las empresas toman decisiones en cada período con vistas a maximizar su propio interés (utilidad, en el primer caso, beneficios, en el segundo), sujetas a sus respectivas restricciones presupuestarias. Los agentes económicos tienen en cuenta los efectos futuros de sus decisiones presentes, de forma que estas dependen, en gran medida, de sus expectativas (sobre los tipos de interés, la evolución de los costes, la evolución de la demanda, etc.). Estas expectativas se forman de manera racional: los agentes utilizan toda la información disponible sobre el estado actual de la economía y su estructura, sin cometer errores sistemáticos.

Geográficamente, el BEMOD incluye tres bloques económicos: España y el resto del área del euro —que tienen un gran nivel de detalle—, y el resto del mundo, que está modelizado de forma simplificada<sup>5</sup>. En España y en el resto de la UEM hay cuatro tipos de agentes: hogares, empresas, autoridad fiscal y una autoridad monetaria común a ambos bloques. Los hogares obtienen un salario y alquilan el capital productivo a las empresas; utilizan los correspondientes ingresos para consumir, invertir en capital productivo, adquirir bienes duraderos y comprar bonos (tanto en euros como en dólares). Las empresas están divididas en tres sectores, en función de los bienes que produzcan: bienes comerciables con el extranjero, no comerciables y duraderos. Estos últimos son también bienes no comerciables, pero se distinguen en que reportan utilidad a sus propietarios a lo largo de toda su vida útil. En cada sector, las empresas producen con tecnologías diferentes que utilizan empleo, capital productivo y consumos energéticos. Se les presupone un cierto poder de mercado, lo cual les permite fijar precios. Las autoridades fiscales recaudan impuestos, realizan gasto público y emiten bonos. Por último, la autoridad monetaria común fija los tipos de interés nominales de corto plazo de acuerdo con una regla de Taylor, según la cual el tipo de interés depende de la inflación y del crecimiento del PIB en toda la zona del euro.

Los modelos DSGE más sencillos tienen problemas para replicar la inercia que muestran muchas de las series macroeconómicas. Para corregir esta deficiencia, la literatura ha ido diseñando diversos mecanismos que añaden rigideces al comportamiento de los individuos dentro de los modelos, tales como competencia monopolística en los mercados de bienes y de trabajo, fijación infrecuente de precios y salarios nominales, grado de indiciación de los mismos a la inflación, costes de ajuste en la inversión y en el comercio exterior, utilización variable

---

4. Distintas versiones intermedias de este modelo han sido utilizadas extensivamente en el análisis de los efectos de diversas perturbaciones macroeconómicas sobre la economía española y en ejercicios de simulación de políticas económicas. Véanse el *Informe Anual* del Banco de España de 2007; López, Estrada y Thomas (2008); Álvarez, Hurtado, Sánchez y Thomas (2009), o Andrés, Hurtado, Ortega y Thomas (2009), entre otros. 5. Concretamente, se suponen procesos auto-regresivos para la demanda mundial, el precio del petróleo, los precios mundiales y el tipo de interés mundial, de forma que la evolución de cada una de estas variables se considera aleatoria, con una cierta inercia, y sin posibilidad de que dependa del comportamiento de otras variables.

del capital instalado y hábitos en el consumo. El BEMOD incluye la mayoría de estas fricciones, que son importantes a la hora de replicar el comportamiento cíclico de variables como la inflación, los salarios reales, el consumo, las importaciones y la inversión productiva.

El modelo BEMOD trata de explicar la dinámica de las economías española y del resto de la UEM en el corto y medio plazo, pero no las razones del crecimiento a largo plazo. Así, describe el comportamiento de los agentes económicos en términos de sus desviaciones respecto de dicha tendencia de largo plazo. En ausencia de perturbaciones (*shocks*), la economía descrita por este modelo crecería, en términos per cápita, a una tasa uniforme, y mantendría constantes una serie de ratios fundamentales de largo plazo (como el de capital sobre PIB o el de consumo de bienes importados sobre el consumo total). Es la existencia de perturbaciones la que genera la dinámica de corto y medio plazo de esta economía y la que provoca la aparición de desviaciones respecto de la tendencia de largo plazo, que no son permanentes pero sí muestran una cierta persistencia. En total, el modelo cuenta con 21 perturbaciones de distinta naturaleza, tanto de demanda (*shocks* al gasto público, a la confianza de los consumidores, a la demanda mundial, etc.) como de oferta (*shocks* al precio del petróleo, a la productividad, a los márgenes de precios y salarios, etc.), así como de distinto origen geográfico: surgidas en España, en el resto de la zona del euro, comunes a toda la UEM (*shocks* a los tipos de interés del BCE, al crecimiento común de largo plazo, etc.) o provenientes del resto del mundo (*shocks* al precio del petróleo, a los tipos de interés, etc.).

Los parámetros que determinan el largo plazo (como, por ejemplo, el peso de cada uno de los tipos de bienes considerados en el consumo) han sido calibrados para replicar las medias históricas observadas en los datos de Contabilidad Nacional y de las Tablas de Origen y Destino para España y para las principales economías del área del euro. Por su parte, los parámetros que solo afectan a la dinámica de corto plazo han sido estimados con métodos econométricos<sup>6</sup>, con la excepción de algunos parámetros especialmente difíciles de estimar<sup>7</sup>. Los datos utilizados en la estimación cubren el período de 1997 a 2007 y se refieren a las principales variables macroeconómicas de España y de la zona del euro<sup>8</sup>.

Las estimaciones obtenidas<sup>9</sup> para los parámetros que recogen la rigidez nominal de precios y salarios indican que, tanto en España como en el resto de la UEM, los precios de los bienes comerciables se ajustan con más frecuencia que los de los bienes no comerciables, de acuerdo con la mayor competencia a la que están sujetos aquellos. Las rigideces nominales en los salarios son ligeramente menores en España, donde, sin embargo, se estima un nivel muy superior de indiciación de los salarios a la inflación pasada (lo que determina una mayor rigidez de los salarios reales). Los costes de ajuste de la inversión estimados son menores en España que en el resto de la UEM, es decir, la inversión productiva reacciona con más celeridad en España ante perturbaciones en la economía, lo cual posiblemente refleja una mayor suavidad de la serie de inversión en la zona del euro, que se construye agregando los datos de los distintos países. Por último, los coeficientes de respuesta a la inflación y al crecimiento del PIB

---

6. En concreto, el modelo BEMOD se ha estimado con métodos bayesianos. Dichos métodos combinan la verosimilitud que el modelo otorga a la muestra (como función de los parámetros) con el uso de información a priori acerca de los valores de los parámetros a estimar (procedente por ejemplo, de encuestas microeconómicas sobre formación de precios y salarios). 7. Como son las elasticidades que determinan cómo los consumidores sustituyen entre los distintos tipos de bienes en función de sus precios relativos. 8. En concreto, las variables utilizadas en la estimación son 17: para España, consumo, inversión productiva privada, valor añadido, empleo en el sector de bienes comerciables, empleo en el sector de no comerciables, inflación, salario real y exportaciones; para el área del euro, consumo, inversión productiva privada, valor añadido, empleo en comerciables, empleo en no comerciables, inflación, salario real y tipo de interés nominal. Además, se incluye el tipo de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos como aproximación del tipo de interés del resto del mundo. La estimación se ha realizado a partir de las tasas de variación de estas variables en términos per cápita, expresadas cada una en desviaciones respecto de su media. 9. En Andrés, Hurtado, Ortega y Thomas (2009) puede encontrarse una discusión más detallada de los resultados de la estimación.

y el retardo del tipo de interés en la regla de Taylor que describe la actuación de la autoridad monetaria son bastante similares a los de otros modelos<sup>10</sup>; en particular, los valores estimados reflejan una mayor preocupación por estabilizar la inflación frente al PIB, así como un ajuste bastante gradual de los tipos de interés por parte de la autoridad monetaria.

### ***Crecimiento e inflación en España y en la UEM, según el BEMOD***

Una vez realizada la estimación del modelo, es posible estimar las perturbaciones que explicarían, según el BEMOD, el comportamiento observado de las distintas variables; esto, a su vez, permite calcular la contribución de cada tipo de perturbación a las series observadas. Para ilustrar esta posible utilización del BEMOD, en esta sección se aplica esta descomposición a las series de inflación y de valor añadido para España y para el resto del área del euro, en términos de los correspondientes diferenciales. Las barras del gráfico 1 representan las aportaciones de cada grupo de perturbaciones a las desviaciones de los diferenciales de crecimiento per cápita e inflación respecto de sus medias muestrales<sup>11</sup>.

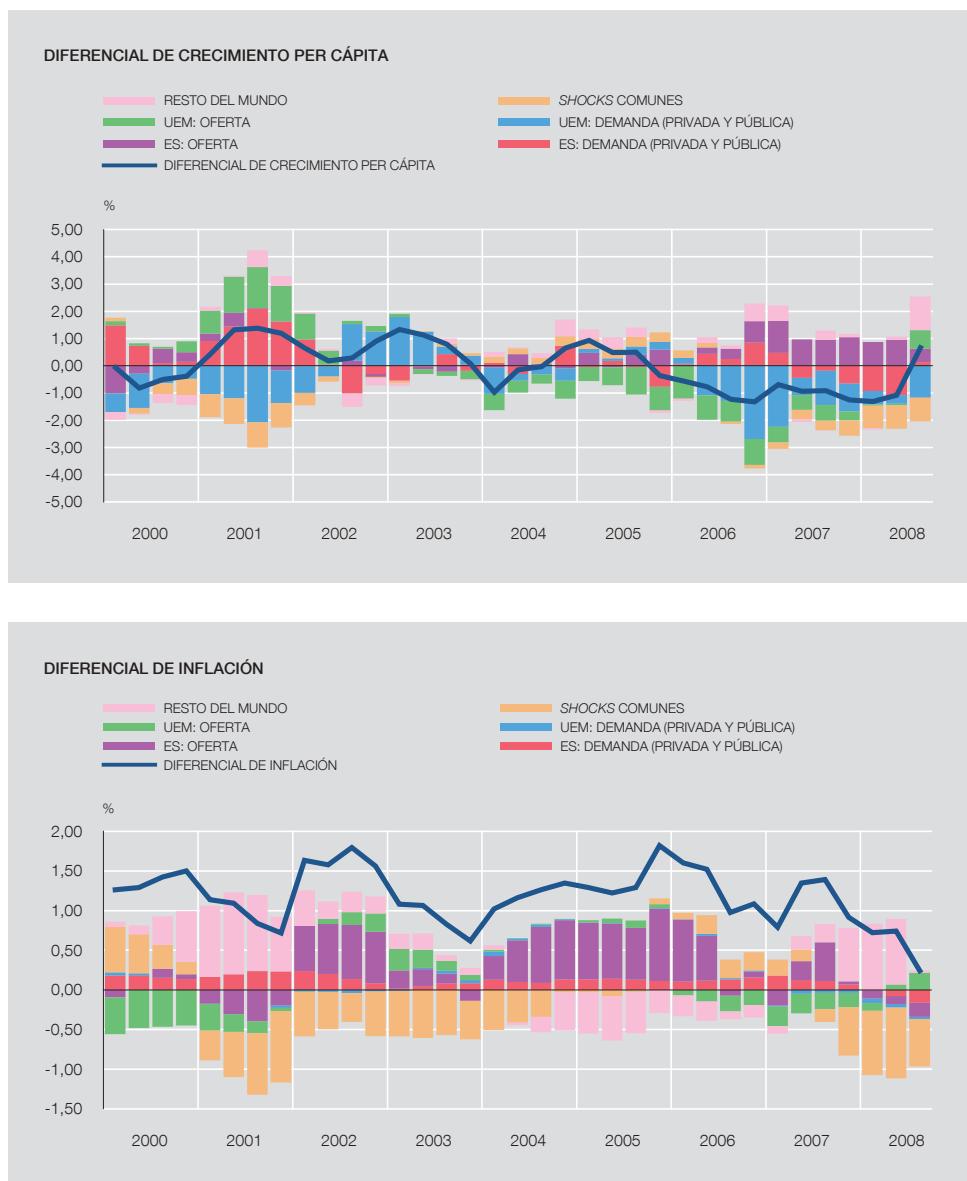
Según el panel superior del gráfico, los principales determinantes de los diferenciales de crecimiento en términos per cápita de la economía española respecto al resto de la zona del euro son las perturbaciones de demanda específicas de cada área (las barras rojas y azules, que representan casi un 40% de las contribuciones representadas en este gráfico). Según el panel inferior, los *shocks* de oferta (márgenes en precios y salarios, y productividad) específicos de la economía española son los que parecen explicar en mayor medida la evolución de los diferenciales de inflación. Con estos resultados, el BEMOD proporciona una cuantificación parcial —en cuanto a que se centra únicamente en los movimientos cíclicos y excluye totalmente los determinantes del largo plazo— del impacto sobre el diferencial de inflación que han tenido algunos problemas habitualmente señalados, relacionados con el escaso crecimiento de la productividad en España y con la falta de competencia en determinados mercados.

Adicionalmente, el modelo puede utilizarse para evaluar si estas diferencias de crecimiento e inflación se deben a que la economía española ha estado expuesta a perturbaciones macroeconómicas distintas de las del resto de la UEM, o a que responde de forma diferente a perturbaciones comunes debido a sus particulares características estructurales. Por ejemplo, según los resultados de la estimación, en España un rasgo estructural es la mayor indiciación de salarios (lo cual tendería a generar diferenciales de inflación en respuesta a *shocks* comunes, como una subida en el precio del petróleo), pero también se observan perturbaciones nacionales capaces de generar mayor variabilidad en precios y salarios; el modelo puede ayudarnos a evaluar cuál de estos factores es más relevante a la hora de explicar la evolución del diferencial de inflación con el resto del área del euro. Para ello, se ha realizado un ejercicio de naturaleza teórica en el que se simulan dos escenarios contra-factuales<sup>12</sup>. En primer lugar, se considera un escenario en el que España sufre las mismas perturbaciones que el resto de la UEM, manteniendo los parámetros estructurales en sus valores estimados (diferentes para cada área, por tanto); dicho ejercicio permite aislar el efecto de la existencia de perturbaciones específicas sobre los diferenciales de inflación. En segundo lugar, se simula un escenario en el que se igualan algunos de los parámetros estructurales de la economía española a los valores estimados para el resto del área del euro (en particular, aquellos que gobiernan la dinámica de corto plazo, como el grado de rigidez nominal o de indiciación), manteniendo las

**10.** Véase, por ejemplo, el modelo DSGE del Banco Central Europeo para el análisis y previsiones del área del euro (denominado *New Area-Wide Model*) en Christoffel, Coenen y Warne (2008). **11.** En aras de la simplificación expositiva, se han agrupado las distintas perturbaciones estimadas por el modelo en siete grupos. **12.** Un escenario contra-factual es una simulación, realizada con el modelo, de un «universo teórico» en el que se cambia una o varias características de la economía (por ejemplo, el tamaño o inercia de determinadas perturbaciones, o la frecuencia de ajuste de precios y salarios). Al comparar las series observadas en el mundo real con aquellas obtenidas en el escenario contra-factual, se puede aislar el efecto de dichas características sobre el comportamiento de la economía.

DECOMPOSICIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN  
ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

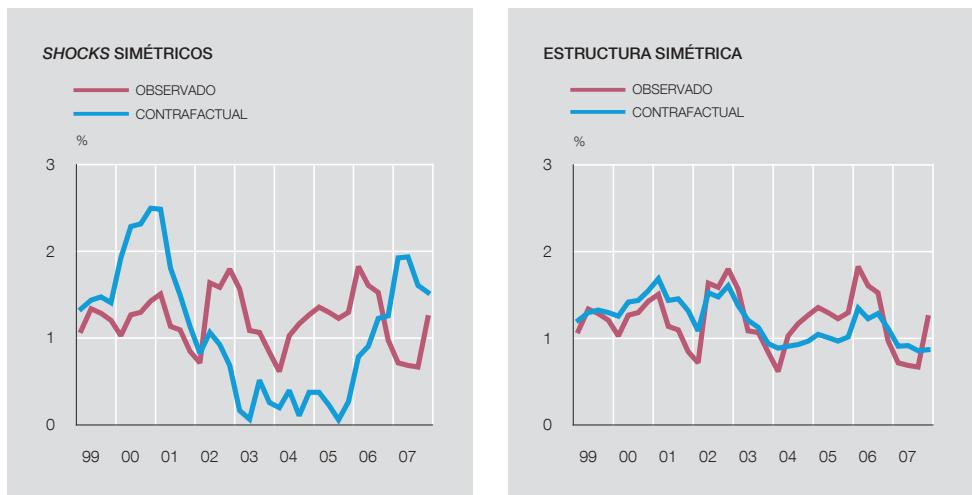
GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

diferentes perturbaciones observadas en ambas áreas geográficas; este ejercicio permite calcular el efecto de las asimetrías estructurales sobre los diferenciales.

Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 2, el diferencial de inflación habría sido sustancialmente diferente en un escenario con perturbaciones idénticas en ambas economías: habría oscilado bastante más, con niveles mayores al comienzo de la muestra y menores en el período 2002-2006 (de hecho, en 2003-2005 el diferencial habría descendido hasta hacerse prácticamente cero). Esto sugiere que, en efecto, los *shocks* específicos de cada región han desempeñado un papel relevante en la evolución de los diferenciales. Según el panel derecho, en un escenario con la misma estructura económica en ambas regiones el diferencial de inflación habría sido relativamente similar al observado, aunque habría mostrado una menor volatilidad, sobre todo a partir de 2002. En consecuencia, parece que la evolución en el diferencial de inflación con la UEM en los años anteriores a 2007 se explica tanto por las perturbaciones específicas que afectaron a la economía española como por su propia estructura, que tiende a generar una mayor volatilidad de este diferencial.



FUENTE: Banco de España.

**Una interpretación de la senda de proyecciones de la economía española a través del BEMOD**

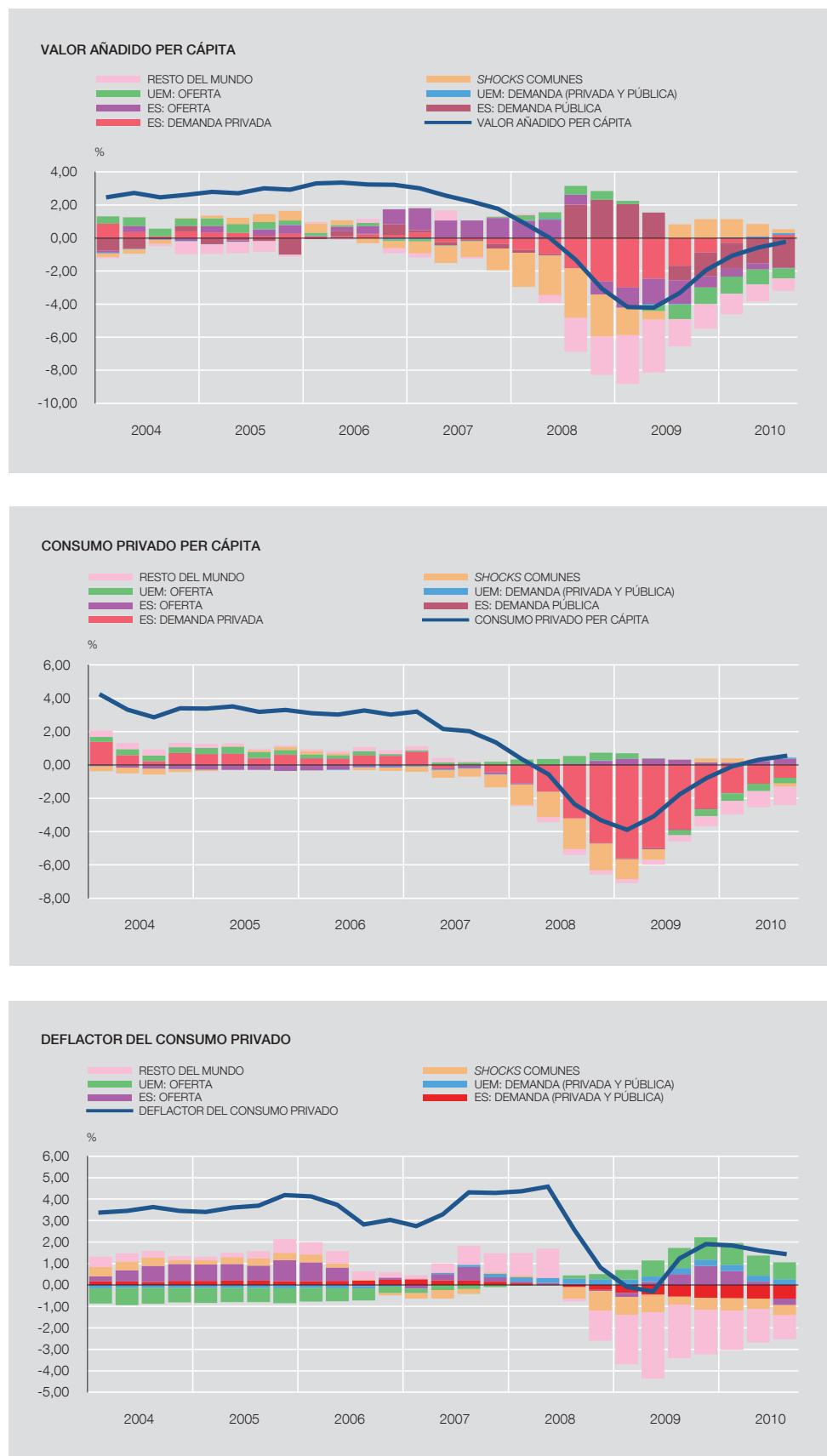
En esta sección se utiliza el BEMOD para ilustrar alguna de sus aplicaciones a la hora de interpretar las perturbaciones que subyacen a una determinada senda de proyecciones macroeconómicas. En particular, con este objetivo se utilizan las que el Banco de España publicó en el *Informe de Proyecciones* de marzo de 2009 (que comprendían los años 2009 y 2010). La realización de un ejercicio de esta naturaleza en el momento en que se elaboran las proyecciones es útil porque permite evaluar si son plausibles según el modelo<sup>13</sup> y porque permite identificar las perturbaciones que resultan más relevantes para el comportamiento proyectado de cada una de las variables observadas<sup>14</sup>.

Como muestra el primer panel del gráfico 3, en marzo de 2009 se proyectaba que la etapa recesiva que había comenzado en la segunda mitad de 2008 y que se prolongaría a lo largo de 2009 tuvo su origen en una fuerte perturbación negativa sobre las perspectivas de crecimiento de largo plazo comunes a España y al resto del área del euro (y que en el gráfico aparece englobada dentro de la categoría de *shocks* comunes), cuyo impacto se agravaría posteriormente por la aparición de *shocks* de demanda fuertemente negativos en España y en el resto del mundo. El mayor descenso del ritmo de crecimiento que se proyectaba para 2009 se debía, por un lado, a la contribución aún más negativa de las perturbaciones de demanda privada y las provenientes del resto del mundo, y, por otro, al hecho de que prácticamente todos los *shocks* considerados por el BEMOD pasaban a tener aportaciones negativas, con la única excepción de la demanda del sector público. Por su parte, la senda de lenta recuperación que se preveía para 2010 estaría basada en una menor contribución negativa de los *shocks* de demanda privada en España y de los *shocks* provenientes del resto del mundo, en la recuperación de la productividad, y en una cierta mejora de las perspectivas de crecimiento de largo plazo comunes a España y al resto del área del euro, que compensarían el descenso previsto en la demanda pública<sup>15</sup>.

**13.** Una interpretación del ejercicio realizado es la siguiente: si en cada período futuro se materializaran las perturbaciones obtenidas de esta manera, las variables observadas seguirían la evolución prevista para ellas en el *Informe de Proyecciones*, que, así, serían compatibles con las reglas de comportamiento de los agentes estimadas en el BEMOD. Por tanto, si los *shocks* calculados parecen razonables, podremos decir que, a la luz del modelo, las previsiones también lo son. **14.** Uniendo la evolución de estas perturbaciones con los mecanismos de propagación que describe el BEMOD, obtenemos una descomposición análoga a la presentada en el gráfico 1, pero esta vez incluyendo el período de previsión. **15.** En cuanto a la paulatina reducción de los impulsos fiscales positivos, tanto en España como, en menor medida, en el resto del área del euro, conforme se van agotando las medidas aprobadas, ha de recordarse que las proyecciones se realizaron bajo el supuesto de ausencia de cambios de política y, por tanto, no incorporan medidas que no estuvieran ya aprobadas a fecha de cierre del *Informe de Proyecciones* (13.3.2009).

## DECOMPOSICIÓN DE LAS PROYECCIONES PUBLICADAS EN MARZO DE 2009

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

En el caso de las proyecciones de consumo privado, variable para la que se preveía un acusado retroceso, la principal perturbación es claramente la que aproxima la confianza de los hogares (que, en un contexto de mayor incertidumbre, deciden ahorrar más), aunque se observa también una aportación negativa de las perturbaciones procedentes del exterior (tanto de las comunes con la zona del euro como de las procedentes del resto del mundo).

Finalmente, las proyecciones de inflación —aproximada por el deflactor del consumo privado— mostraban una desaceleración significativa a lo largo de 2009, que se explicaba principalmente por las contribuciones negativas del precio del petróleo y de la demanda mundial en 2009 y 2010 (ambas incluidas en las denominadas perturbaciones del resto del mundo). Los shocks de oferta mostraban una contribución positiva sobre la inflación como consecuencia de que la evolución salarial se mostró poco sensible a las condiciones cíclicas, lo que compensó la contribución favorable de la productividad en el sector de bienes no comerciables. Por último, la reducción de la demanda nacional mostraba un cierto efecto de contención de la inflación, pero limitado.

### **Conclusiones**

Este artículo ha descrito brevemente la estructura, estimación y algunas aplicaciones recientes del modelo BEMOD, el modelo de equilibrio general del Banco de España para la economía española y el resto de la UEM. Este modelo proporciona una herramienta de gran utilidad en el análisis de corto y medio plazo de estas economías, pues, por un lado, permite la simulación de toda una serie de escenarios contra-factuales para entender el papel que determinados aspectos de la economía española (como su estructura o las perturbaciones a las que ha estado sometida) desempeñan en su evolución dentro de la UEM. Por otro lado, el modelo hace posible realizar una interpretación estructural de las proyecciones macroeconómicas para España y el resto de la zona del euro, esto es, basada no en residuos estadísticos sino en perturbaciones con un significado económico.

Este modelo recoge las mejores prácticas en modelos similares en otros bancos centrales o de otros analistas de la economía española<sup>16</sup>, y ofrece un alto grado de realismo y detalle, a la vez que proporciona respuestas cuantitativas razonables en los análisis de proyecciones y simulaciones habituales. Aunque su versión actual se considera suficientemente adecuada para su uso en la práctica, el modelo BEMOD se encuentra en continua revisión y perfeccionamiento. En todo caso, resulta una herramienta versátil para el análisis de la economía española, que a su vez complementa muy bien a otras ya existentes.

21.1.2010.

### **BIBLIOGRAFÍA**

- ÁLVAREZ, L. J., S. HURTADO, I. SÁNCHEZ y C. THOMAS (2009). *The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation*, Documentos Ocasionales, n.º 0904, Banco de España.
- ANDRÉS, J., P. BURRIEL y Á. ESTRADA (2006). *BEMOD: a DSGE model for the Spanish economy and the rest of the Euro Area*, Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España.
- ANDRÉS, J., S. HURTADO, E. ORTEGA y C. THOMAS (2009). *Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis*, Documentos de Trabajo, n.º 0927, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2009). «Informe de proyecciones de la economía española», *Boletín Económico*, marzo.
- CALVO, G. (1983). «Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework», *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), pp. 383-398.
- CHRISTOFFEL, K., G. COENEN y A. WARNE (2008). *The New Area-Wide Model of the Euro Area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis*, ECB Working Paper n.º 944.
- LÓPEZ, P., Á. ESTRADA y C. THOMAS (2008). «Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- LUCAS, R. (1976). «Econometric Policy Evaluation: A Critique», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.
- SMETS, F., y R. WOUTERS (2003). «An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area», *Journal of the European Economic Association*, 1 (5), pp. 1123-1175.

**16.** Véanse los trabajos presentados en la conferencia *Estimation and empirical validation of structural dynamic stochastic models for the Spanish economy*, de 13 de marzo de 2009, en [www.bde.es/doctrab/confere/confee\\_20.htm](http://www.bde.es/doctrab/confere/confee_20.htm).



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

### **Introducción**

Durante el cuarto trimestre de 2009 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero, como viene siendo habitual en el tramo final de cada año.

El Banco Central Europeo (BCE) ha dictado tres nuevas medidas. En primer lugar, se han prorrogado por un año las medidas de carácter extraordinario adoptadas para mejorar la provisión de liquidez de las entidades de crédito; en segundo lugar, se ha actualizado la normativa de TARGET2 para adaptarla a la nueva versión de la plataforma compartida única, y, finalmente, se han revisado las disposiciones relativas a la obtención de información estadística necesaria para el cumplimiento de sus funciones.

En el campo de las entidades financieras, se ha terminado de adecuar el régimen de las participaciones significativas a la normativa comunitaria, y se han modificado las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro.

Por su parte, el Banco de España ha promulgado tres circulares. La primera incorpora algunas novedades en la información que tienen que comunicar las entidades de crédito sobre su estructura de capital, sus oficinas operativas y sus altos cargos. Las dos restantes actualizan la información exigida a las sociedades de tasación y a los establecimientos de cambio de moneda, para dotarla de cierta uniformidad con la proporcionada por otras entidades supervisadas.

Por otro lado, se ha publicado la Ley de servicios de pago, que transpone a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva sobre estos servicios en el mercado interior.

En el ámbito europeo, se han modificado cinco disposiciones comunitarias, que versan sobre las siguientes materias: la regulación de las entidades de dinero electrónico (EDE), la normativa referente a determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), la legislación sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, las obligaciones de información en el caso de las fusiones y escisiones, y la armonización en la Unión Europea (UE) de las normas sobre las agencias de calificación crediticia (ACC).

También se han introducido algunas variaciones en la regulación de los mercados de valores. Así, se han regulado las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), se ha realizado una adaptación puntual en la normativa de los sistemas de indemnización de los inversores, se ha desarrollado el procedimiento para la comunicación de información relevante por parte de los emisores de valores, se han fijado los criterios para elaborar el informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes de las entidades que prestan servicios de inversión, y, finalmente, se han establecido los requisitos organizativos del control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades de inversión.

Por otra parte, se analizan las novedades de carácter monetario, financiero y fiscal, contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2010, y, finalmente, se hace mención de una modificación puntual en el Plan General de Contabilidad (PGC).

**Banco Central Europeo:  
modificación temporal  
de las normas relativas a  
la admisibilidad de activos  
de garantía**

Se han publicado la *Orientación BCE/2009/24, de 10 de diciembre* (DOUE del 16), que modifica la Orientación BCE/2008/18, de 21 de noviembre<sup>1</sup>, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía<sup>2</sup>, y la *Resolución de 23 de diciembre de 2009* (BOE del 30), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 26 de noviembre de 2008<sup>3</sup>, sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria, para adaptarla a la nueva Orientación. En ambos casos, se trata de prorrogar durante doce meses la aplicación de estos criterios temporales, de carácter extraordinario, con la finalidad de mejorar la liquidez de las entidades de crédito.

Así, en el período comprendido entre el pasado 1 de diciembre y el 31 de diciembre de 2010 (o hasta la fecha de vencimiento de la última operación de financiación a doce meses formalizada hasta finales de 2010)<sup>4</sup>, se continuarán admitiendo 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 (EEE). El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 8% a todos estos activos.
- b) Los préstamos sindicados, si se ajustan a determinadas condiciones establecidas en la Orientación BCE/2000/7.
- c) Los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que se negocien en determinados mercados no regulados especificados por el BCE. El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 5% a estos activos.
- d) Los activos subordinados protegidos por una garantía aceptable, siempre que un avalista solvente ofrezca una garantía incondicional e irrevocable, pagadera al primer requerimiento. El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 10% a todos estos activos, más una reducción de la valoración del 5% en el caso de la valoración teórica.
- e) Los depósitos remunerados a plazo fijo de entidades de contrapartida en el banco central nacional del Estado miembro en que la entidad está establecida.

También se mantiene el 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 la única excepción de los bonos de titulización de activos, para los que se mantendrá el requisito de una elevada calidad crediticia (superior a *A*). El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 5% a todos los activos admisibles con una calificación crediticia inferior a *A-*.

La Orientación y la Resolución entraron en vigor el 18 de diciembre y el 1 de enero, respectivamente, y se aplicarán desde el 1 de diciembre de 2009 hasta el 31 de diciembre de 2010.

---

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp. 138 y 139. 2. Véase la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que 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. 3. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, pp. 148 y 149. 4. A la vista del anuncio del BCE de que no tiene previsto realizar más subastas a doce meses, la prórroga de las medidas temporales terminará efectivamente el 31 de diciembre de 2010, dado que la última subasta a doce meses fue formalizada el día 17 de diciembre de 2009, con vencimiento el 23 de diciembre de 2010.

**TARGET2: actualización de su normativa**

Se han publicado la *Orientación BCE/2009/21, de 17 de septiembre* (DOUE del 3 de octubre), que modifica la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre el sistema automatizado trans-europeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)<sup>5</sup>, y la *Resolución de 7 de octubre de 2009* (BOE del 22), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 20 de julio de 2007<sup>6</sup>, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE), para adaptarla a la citada Orientación.

La Orientación actualiza la normativa de TARGET2 a la nueva versión de la plataforma compartida única, aclara los principios de vigilancia específicos relativos a la ubicación que deben cumplir las entidades que ofrecen servicios en euros, introduce una excepción respecto de las relaciones bilaterales con sistemas vinculados<sup>7</sup> que abran cuentas del módulo de pagos y no puedan ser objeto de pignoración o de compensación de derechos, recoge algunas mejoras técnicas y de redacción, y elimina las disposiciones relativas a la migración a TARGET2 que ya no son aplicables.

Por su parte, la Resolución, además de incorporar las novedades de la Orientación BCE/2009/21, aprovecha para introducir en el clausulado algunas modificaciones puntuales.

La Orientación entró en vigor el 22 de septiembre, y algunas de las modificaciones introducidas por la Resolución se aplicarán desde el 23 de octubre, y el resto, desde el 23 de noviembre.

**Banco Central Europeo: modificación de la normativa relativa a la obtención de información estadística**

Se ha publicado el *Reglamento 951/2009 del Consejo, de 9 de octubre* (DOUE del 14), que modifica el Reglamento 2533/98 del Consejo, de 23 de noviembre, sobre la obtención de información estadística por el BCE, con el fin de revisar su alcance para que este pueda realizar las funciones de obtención de información del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Se concreta el elenco de información estadística que el BCE, asistido por los bancos centrales nacionales (BCN), tendrá derecho a recoger dentro de los límites de la población informadora. En particular, podrá recopilarse información relativa a las estadísticas monetarias y financieras, a los billetes de banco, a los pagos y sistemas de pago, a la estabilidad financiera, a las balanzas de pagos y a la posición de inversión internacional. Cuando sea necesario para realizar las tareas asignadas al SEBC, se podrá también recoger información adicional en otras áreas, en casos debidamente justificados.

Por otro lado, se amplía la población informadora de referencia, al incluir a las sociedades financieras y, en particular, a las empresas de seguros y los fondos de pensiones, que son el segundo subsector más grande de las sociedades financieras de la zona del euro en cuanto a activos financieros. También se añaden las personas físicas y jurídicas residentes en un Estado miembro participante, en la medida en que mantengan posiciones financieras frente a residentes de otros Estados miembros participantes o hayan llevado a cabo transacciones financieras con residentes de otros Estados miembros participantes. En ciertos supuestos (por ejemplo, en estadísticas de estabilidad financiera), el BCE tendrá derecho a recoger de las personas físicas y jurídicas información estadística sobre una base consolidada, incluidas las entidades controladas por tales personas.

---

5. El sistema TARGET2 se caracteriza por ser una plataforma compartida única, por medio de la cual se cursan y se procesan todas las órdenes de pago. 6. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 128 y 129. 7. Un sistema vinculado es un sistema gestionado por una entidad establecida en el EEE, sujeta a la supervisión o vigilancia de una autoridad competente, y que cumple las exigencias de vigilancia relativas a la ubicación de las infraestructuras que ofrecen servicios en euros, según se publican en la dirección del BCE en Internet, en el que se intercambian o se compensan pagos o instrumentos financieros, mientras que las obligaciones dinerarias resultantes se liquidan en TARGET2.

Respecto al régimen de confidencialidad, se revisa el uso de la información estadística confidencial garantizando un elevado nivel de protección. A tal fin, el BCE definirá reglas comunes y aplicará estándares mínimos para impedir la divulgación ilegal y el uso no autorizado de información estadística confidencial. Asimismo, se estrecha la cooperación del SEBC con el Sistema Estadístico Europeo (SEE) para fomentar el intercambio de información estadística confidencial entre ambos sistemas, que no debe utilizarse para fines que no sean exclusivamente estadísticos, tales como fines administrativos o fiscales o de procedimiento judicial.

El Reglamento entró en vigor el 15 de octubre.

#### **Modificación del régimen de las participaciones significativas en las entidades financieras**

La Ley 5/2009, de 29 de junio<sup>8</sup>, modificó determinadas disposiciones financieras<sup>9</sup> para reformar el régimen de las participaciones significativas<sup>10</sup> en las entidades financieras, con la finalidad de transponer parcialmente la Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007, por la que se modificaron ciertas directivas comunitarias<sup>11</sup> en lo que atañe a las normas procedimentales y a los criterios de evaluación aplicables en las adquisiciones y en los incrementos de participaciones en el sector financiero.

Recientemente, se han publicado diversas disposiciones con el fin de completar la transposición de la citada Directiva.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la nueva normativa en relación con las disposiciones anteriores.

En el ámbito de las entidades de crédito, el *Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre), que modifica el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio<sup>12</sup>, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril<sup>13</sup>, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

En el área de las IIC, el *Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre), que modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>14</sup>.

En el terreno de las ESI, el *Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre), que modifica el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, y el Real Decreto

---

8. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 188-190. 9. La Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre. 10. Desde el punto de vista cuantitativo, la participación significativa surgirá al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad (el anterior porcentaje era del 5%), aunque se mantiene el aspecto cualitativo que identifica la participación significativa con la posibilidad de ejercer una influencia notable en la entidad adquirida. 11. Las directivas 92/49/CEE, del Consejo, de 18 de junio de 1992; la 2002/83/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002; la 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004; la 2005/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005; y la 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). 12. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1995», *Boletín Económico*, octubre de 1995, Banco de España, pp. 83-90. 13. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1996», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1996, Banco de España, pp. 64-66. 14. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129.

RÉGIMEN ANTERIOR (b)	RÉGIMEN ACTUAL (c)
Determinación del límite cualitativo de participación significativa	
Salvo en las entidades de crédito, en el resto de las entidades financieras no se contemplaba esta presunción, que quedaba pendiente de fijar reglamentariamente.	La participación significativa tiene tal consideración cuando, sin llegar al porcentaje cuantitativo (10%), permita ejercer una influencia notable en la entidad, que se determina cuando esta tiene la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración.
Cómputo de las participaciones a efectos de determinar lo que se considera una participación significativa	
<p>a) Los adquiridos directamente por una persona física o jurídica.</p> <p>b) Los adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona física.</p> <p>c) Los adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica, o participadas por entidades del grupo.</p> <p>d) Los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o con sociedades de su grupo.</p>	<p>Además, se añaden nuevos casos:</p> <p>e) Los que posea el adquirente potencial vinculados a acciones adquiridas a través de persona interpuesta.</p> <p>f) Los derechos de voto que puedan controlarse, declarando expresamente la intención de ejercerlos, como consecuencia del depósito de las acciones correspondientes como garantía.</p> <p>g) Los derechos de voto que puedan ejercerse en virtud de acuerdos de constitución de un derecho de usufructo sobre acciones.</p> <p>h) Los derechos de voto que estén vinculados a acciones depositadas en el adquirente potencial, siempre que este pueda ejercerlos discrecionalmente en ausencia de instrucciones específicas por parte de los accionistas.</p> <p>i) Los derechos de voto que el adquirente potencial pueda ejercer en calidad de representante, cuando los pueda ejercer discrecionalmente en ausencia de instrucciones específicas por parte de los accionistas.</p>
No se contempla.	<p>No se incluirán en el cómputo de una participación, entre otras:</p> <p>a) Las acciones adquiridas exclusivamente a efectos de compensación y liquidación dentro del ciclo corto de liquidación habitual.</p> <p>b) Las acciones que se puedan poseer por haber proporcionado el aseguramiento o la colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme, siempre que los derechos de voto correspondientes no se ejerzan, y se cedan en el plazo de un año desde su adquisición.</p>
No se contempla.	<p>Se prevé que las autoridades supervisoras elaboren y publiquen una lista en la que se determine el contenido de la información que debe aportar el adquirente potencial para que el supervisor pueda evaluar la adquisición de una participación significativa.</p>

FUENTES: BOE y Banco de España.

- a. Se completa la transposición de la Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007, iniciada por la Ley 5/2009, de 29 de junio.
- b. El Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio (entidades de crédito); el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (IIC); el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo (ESI), y el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre (entidades aseguradoras).
- c. El Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre (entidades de crédito); el Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre (IIC); el Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre (ESI), y el Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre (entidades aseguradoras).

217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las 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.

En el campo de las entidades aseguradoras, el *Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre), que modifica el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre<sup>15</sup>, en materia de participaciones significativas.

<sup>15</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», *Boletín Económico*, enero de 1999, Banco de España, pp. 90-93.

En todas estas normas se introducen novedades similares. Así, a efectos de considerar la existencia de una participación significativa, se determina reglamentariamente que se puede ejercer una influencia notable en una entidad cuando exista la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración<sup>16</sup>.

Se amplía la casuística para el cómputo de las participaciones (acciones, aportaciones o derechos de voto) de las entidades a efectos de determinar lo que se considera una participación significativa. De este modo, además de los casos establecidos en las normas predecesoras (véase cuadro 1), se añaden otros nuevos, como son: los derechos de voto que posea el adquirente potencial vinculados a acciones adquiridas a través de una persona interpuesta; los que puedan controlarse, declarando expresamente la intención de ejercerlos, como consecuencia del depósito de las acciones correspondientes como garantía; los que puedan ejercerse en virtud de acuerdos de constitución de un derecho de usufructo sobre acciones; los derechos que estén vinculados a acciones depositadas en el adquirente potencial, siempre que este pueda ejercerlos discrecionalmente en ausencia de instrucciones específicas por parte de los accionistas; los que el adquirente potencial pueda ejercer en calidad de representante, cuando los pueda ejercer discrecionalmente en ausencia de instrucciones específicas por parte de los accionistas, etc.

También se detallan los casos en los que no se incluirán en el cómputo de una participación. Entre otros, cabe mencionar los siguientes: cuando las acciones son adquiridas exclusivamente a efectos de compensación y liquidación dentro del ciclo corto de liquidación habitual, o se posean para proporcionar el aseguramiento o la colocación de instrumentos financieros, y siempre que los derechos de voto correspondientes no se ejerzan para intervenir en la administración de la entidad de crédito y se cedan en el plazo de un año desde su adquisición.

Por otro lado, se prevé la elaboración y publicación de una lista por la autoridad supervisora respectiva<sup>17</sup>, en la que se determinará el contenido de la información que debe aportar el adquirente potencial para que el supervisor pueda evaluar la adquisición de una participación significativa, a la vez que se enumeran los aspectos fundamentales que deberá incluir, como son: la honorabilidad profesional y comercial del adquirente potencial y, en su caso, la estructura del accionariado, la composición de los órganos de administración, y la situación patrimonial y financiera del adquirente potencial; la finalidad y cuantía de la adquisición; y la existencia de una acción concertada con terceros o con otros accionistas de la entidad objeto de la adquisición.

En caso de que las participaciones significativas produzcan cambios en el control de la entidad, se detallarán además, entre otros aspectos, el plan de negocio y el impacto que la adquisición tendrá en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales, incluyendo información sobre el plan de desarrollo estratégico de la adquisición, los estados financieros y otros datos afines.

Si no se producen cambios en el control de la entidad, se informará sobre la política del adquirente potencial en relación con la adquisición y sus intenciones respecto a la entidad adquirida; en particular, sobre su participación en el gobierno de la entidad.

Adicionalmente, el Real Decreto 1817/2009 introduce una serie de modificaciones puntuales en el Real Decreto 1245/1995, relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, en conso-

---

**16.** Ya se contemplaba en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. **17.** El Banco de España para las entidades de crédito; la CNMV para las IIC, las ESI y las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores; y el Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, para las entidades aseguradoras.

nancia con la Directiva 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).

Los reales decretos entraron en vigor el 8 de diciembre.

**Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro: modificación de sus aportaciones**

Se ha promulgado la *Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre* (BOE del 31), por la que modifican las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro, en virtud de las facultades otorgadas por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre<sup>18</sup>, al Ministerio de Economía y Hacienda<sup>19</sup>.

Así, a la vista de la situación patrimonial alcanzada por el Fondo y las perspectivas del sector, se ha reducido del 2% al 1% de su base de cálculo, establecida en el mencionado Real Decreto. La Orden entró en vigor el 31 de diciembre, siendo de aplicación a las aportaciones que se desembolsen a partir de esa fecha.

**Entidades de crédito: información sobre su estructura de capital, sobre sus oficinas, y sobre los altos cargos de dichas entidades y de otras supervisadas**

INFORMACIÓN SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Se ha publicado la *CBE 1/2009, de 18 de diciembre* (BOE del 31), sobre la información de la estructura de capital y de las cuotas participativas de las entidades de crédito, sobre sus oficinas, y sobre los altos cargos de dichas entidades y de otras supervisadas, con objeto de actualizar su normativa y de armonizar los datos que deben declararse para facilitar su tratamiento y gestión informática<sup>20</sup>.

Los bancos, las cooperativas de crédito, los establecimientos financieros de crédito y, por primera vez, las EDE<sup>21</sup> comunicarán al Banco de España, tan pronto como lo conozcan, y como máximo en el plazo de diez días hábiles desde la anotación en el libro registro de acciones o aportaciones nominativas, las adquisiciones y cesiones de acciones o aportaciones que determinen que el porcentaje de participación o derechos de voto de una persona física o jurídica traspase los porcentajes de participaciones significativas establecidos en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, modificada por la Ley 5/2009, de 29 de junio<sup>22</sup>; es decir, alguno de los niveles siguientes: 10%, 20%, 30% o 50%, y aquellas que, sin llegar al 10%, permitan ejercer una influencia notable en la entidad<sup>23</sup>.

Además, continuarán informando de los incrementos o reducciones de acciones o aportaciones que impliquen la adquisición por una persona física o jurídica, en una o varias operaciones, de un porcentaje igual o superior al 1% del capital social de la entidad.

Asimismo, seguirán remitiendo trimestralmente una relación de todos los accionistas o tenedores de aportaciones que tengan la consideración de entidades financieras<sup>24</sup> y de los que, no siéndolo,

**18.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 106-109. **19.** El Ministerio de Economía y Hacienda estaba facultado para reducir esas aportaciones cuando el Fondo alcanzara una cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines. **20.** Anteriormente, estas materias estaban reguladas en la CBE 6/1995, de 31 de octubre, de información sobre la estructura del capital de las entidades de crédito, y en la CBE 13/1988, de 27 de octubre, sobre altos cargos de entidades de crédito, que ahora se derogan; y, en lo relativo a oficinas de las entidades de crédito, en la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, que se deroga parcialmente. **21.** Respecto a las cajas de ahorros, se tratará en el apartado siguiente. **22.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 188-190. **23.** La participación significativa surge al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad, o, sin llegar a ese porcentaje, cuando permita ejercer una influencia notable en la entidad, entendiéndose esta como la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración. **24.** Tienen la consideración de entidades financieras las siguientes: las entidades de crédito, las ESI, las sociedades de inversión de capital variable, las SGIIIC, las sociedades gestoras de fondos de titulización, las entidades de capital riesgo, las entidades aseguradoras y las reaseguradoras, y las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, salvo que se trate de sociedades financieras mixtas de cartera sometidas una supervisión en el nivel de conglomerado financiero.

tengan inscritas a su nombre acciones o aportaciones que representen un porcentaje del capital social de la entidad igual o superior al 0,25% en el caso de los bancos, al 1% en el de las cooperativas de crédito, o al 2,5% en el de los establecimientos financieros de crédito y las EDE.

INFORMACIÓN SOBRE LA  
ESTRUCTURA DE LAS CUOTAS  
PARTICIPATIVAS

Se regula, por primera vez, la información que tienen que comunicar las cajas de ahorros que emiten cuotas participativas, conforme a lo establecido en el Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero<sup>25</sup>. Así, cada trimestre, remitirán al Banco de España una relación de todos los cuotapartícipes que tengan la condición de entidades financieras y de los que, no siéndolo, tengan a su nombre cuotas que representen un porcentaje igual o superior al 0,5% del volumen total en circulación.

INFORMACIÓN SOBRE OFICINAS  
DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Las entidades de crédito continuarán informando al Banco de España, tan pronto como se produzcan, y como máximo en el plazo de 15 días naturales, de la apertura, cesión, traspaso o cierre de sus oficinas en España<sup>26</sup>. Como novedad, comunicarán además las oficinas operativas en los países en los que haya sido autorizada la apertura de sucursal, y las oficinas de representación. De estos dos últimos apartados quedan excluidas las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras. Además, deberán remitir telemáticamente, antes del 16 de julio de 2010, la relación de las oficinas abiertas a 30 de junio de dicho año.

INFORMACIÓN SOBRE ALTOS  
CARGOS

Se amplía la obligación de información sobre altos cargos, ya que, además de a los administradores o miembros de sus órganos de Administración, directores generales o asimilados, y las personas que dirijan las sucursales de entidades de crédito extranjeras en España<sup>27</sup>, se extiende, a efectos meramente informativos, a aquellas personas que, reuniendo los requisitos de apoderamiento general y de dependencia establecidos legalmente para los directores generales o asimilados, limiten sus funciones de alta dirección a un área de actividad específica, siempre que se integren en una estructura organizativa de dirección que asuma al máximo nivel la gestión diaria de la entidad. En caso de que los administradores sean personas jurídicas, las obligaciones establecidas se referirán igualmente a la persona física que actúe como su representante.

Otra de las novedades de la Circular es la modificación del régimen de presentación de toda la información, que, salvo en casos excepcionales y debidamente justificados, se efectuará por medios telemáticos.

Por último, se efectúan distintas precisiones en relación con la regulación relativa a la firma electrónica contenida en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La Circular entró en vigor el 20 de enero, salvo su capítulo III, relativo a los altos cargos, que lo hará el 30 de junio de 2010.

**Sociedades y servicios  
de tasación homologados:  
información que deben  
remitir al Banco de España**

Se ha publicado la CBE 2/2009, de 18 de diciembre (BOE del 31), que modifica la CBE 3/1998, de 27 de enero<sup>28</sup>, sobre la información que deben rendir al Banco de España las sociedades y servicios de tasación homologados, con el propósito de actualizarla y armonizarla con la del resto de entidades supervisadas.

Se adaptan los formatos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias reservados a los cambios contables derivados del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se

**25.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 88 y 89. **26.** Anteriormente regulado en la norma 29.<sup>a</sup> de la CBE 8/1990. **27.** Establecido en el artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito. **28.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1998», *Boletín Económico*, abril de 1998, Banco de España, p. 123.

aprueba el PGC, o, en su caso, del Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre<sup>29</sup>, por el que se aprueban el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas. Dichos estados deberán remitirse cada año al Banco de España antes del 28 de febrero (antes disponían de plazo hasta el 31 de marzo).

Respecto a la información requerida sobre sus accionistas, se introducen determinados ajustes. Así, tan pronto como sean conocidas, y como máximo en el plazo de diez días hábiles desde la anotación en el libro registro de acciones nominativas, se comunicarán las transmisiones (adquisiciones y cesiones) de acciones que determinen que el porcentaje de participación o los derechos de voto en poder de una persona física o jurídica o grupo iguale o traspase, de manera directa o indirecta, el umbral del 10% (antes era el 20%), o que, sin llegar a dicho porcentaje, le permitan ejercer una influencia notable en la misma. Esta información se actualizará cada vez que se produzcan variaciones netas en la participación que representen, al menos, el 5% (antes no se contemplaba este umbral).

Se mantiene la remisión anual de una relación de los accionistas que tengan inscritas a su nombre acciones en un porcentaje igual o superior al 5% del capital social (antes era el 10%), que ahora debe hacerse dentro del primer mes del año (antes el plazo concluía el 31 de marzo).

Asimismo, se actualiza el régimen de presentación de la información, que, salvo en casos excepcionales y debidamente justificados, se hará por medios telemáticos.

Por último, las sociedades de tasación remitirán, antes del próximo 16 de julio, los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias reservados correspondientes a los ejercicios de 2008 y 2009, utilizando para su confección los formatos y criterios de esta Circular, y la relación de las participaciones significativas existentes a 30 de junio.

La Circular entró en vigor el 20 de enero.

**Establecimientos  
de cambio de moneda:  
modificación de su  
normativa**

Se ha publicado la *CBE 3/2009, de 18 de diciembre* (BOE del 31), que modifica la CBE 6/2001, de 29 de octubre<sup>30</sup>, sobre titulares de establecimientos de cambio de moneda. Su propósito, al igual que el de la circular anterior, es simplificar e incorporar diversas mejoras técnicas en la información exigida a los establecimientos de cambio, así como dotarla de cierta uniformidad con la exigida a otras entidades supervisadas.

Se adaptan los formatos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias reservados a los cambios contables derivados del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el PGC, o, en su caso, del Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre<sup>31</sup>, por el que se aprueban el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas. Dichos estados deberán remitirse al Banco de España, por aquellos titulares que realizan operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior, antes del 28 de febrero de cada año (antes disponían de plazo hasta el 31 de marzo).

Respecto a la información sobre su estructura de capital, se introducen ciertas novedades. Así, tan pronto como sean conocidas, y como máximo en el plazo de diez días hábiles desde la anotación en el libro registro de acciones nominativas, el titular del establecimien-

---

29. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 155-158. 30. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2001», *Boletín Económico*, enero de 2002, Banco de España, pp. 98-102. 31. Véase nota 29.

to de cambio comunicará las transmisiones (adquisiciones y cesiones) de acciones que determinen que el porcentaje de participación o de los derechos de voto que quede en poder de una persona física o jurídica o grupo iguale o traspase, de manera directa o indirecta, el umbral del 10%, o que, sin llegar a dicho porcentaje, le permitan ejercer una influencia notable en el establecimiento (antes, cuando se alcanzara alguno de los siguientes porcentajes: 10%, 25% o 50%). Esta información se actualizará cada vez que se produzcan variaciones netas en la participación que representen, al menos, el 5% (antes no se contemplaba este umbral).

Se mantiene la remisión anual de una relación de los accionistas que tengan inscritas a su nombre acciones en un porcentaje igual o superior al 5% del capital social (antes era el 10%), que ahora debe hacerse dentro del primer mes del año (antes había de plazo hasta el 31 de marzo).

Se actualiza el régimen de presentación de la información, que, salvo en casos excepcionales, se hará por medios telemáticos, y se centraliza en sus oficinas centrales la recepción de cuanta documentación guarde relación con los titulares de establecimientos.

Por último, los titulares de establecimientos de cambio de moneda remitirán, antes del 16 de julio, los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias reservados correspondientes a los ejercicios de 2008 y 2009, utilizando para su confección los formatos y criterios de esta Circular; un estado-resumen que recoja las operaciones realizadas por el titular en todos sus locales; las oficinas abiertas a 30 de junio, y la relación de las participaciones significativas existentes a esa fecha.

La Circular entró en vigor el 20 de enero.

#### **Servicios de pago: nueva normativa**

Se ha publicado la Ley 16/2009, de 13 de noviembre (BOE del 14), de servicios de pago, con el objeto de incorporar al ordenamiento jurídico español la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior<sup>32</sup>. Asimismo, se deroga la Ley 9/1999, de 12 de abril, que regula el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE.

En el cuadro 2 se resumen las principales novedades de la norma.

#### **ÁMBITO Y OBJETO DE APLICACIÓN**

El objeto de la Ley es la regulación de los servicios de pago que se presten en territorio español, y en especial el régimen jurídico de las nuevas entidades de pago. Cuando el usuario no sea un consumidor o los instrumentos sean de escasa cuantía, las partes podrán convenir que no se apliquen determinados aspectos de la norma, en las condiciones que se determinen reglamentariamente.

Los servicios de pago están enumerados de una manera exhaustiva en la Ley. Entre otros, cabe señalar los siguientes: a) los servicios que permiten el ingreso y la retirada de efectivo de una cuenta de pago, así como las operaciones necesarias para la gestión de dicha cuenta; b) la ejecución de operaciones de pago como los adeudos domiciliados, las operaciones mediante tarjetas de pago o dispositivos similares, las transferencias de fondos, incluidas las órdenes permanentes; c) la emisión y adquisición de instrumentos de pago, y d) el envío de dinero.

---

**32.** El objetivo de la Directiva 2007/64/CE es garantizar que los pagos realizados en el ámbito de la UE puedan realizarse con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los pagos nacionales internos de los Estados miembros, sin olvidar el reforzamiento y la protección de los derechos de los usuarios de los servicios de pago.

<p>Regulados por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre (BOE del 14). Entró en vigor el 4 de diciembre</p>	
Ámbito y objeto de la norma	La regulación de los servicios de pago y, en especial, de las nuevas entidades de pago. Su objetivo es el establecimiento de normas uniformes en las condiciones y en los requisitos de información de los servicios de pago, y de un sistema común de derechos y obligaciones para proveedores y usuarios.
Prestación y ejecución de servicios de pago	
Servicios de pago	El ingreso y la retirada de efectivo de una cuenta de pago, los adeudos domiciliados, las operaciones mediante tarjeta de pago, las transferencias de fondos, la emisión y adquisición de instrumentos de pago, y el envío de dinero, entre otros.
Proveedores de servicios de pago	Las entidades de crédito, las EDE, las entidades de pago, Correos y Telégrafos. También el Banco de España y las Administraciones Públicas cuando no actúen en su condición de autoridades públicas.
Transparencia de las condiciones y requisitos de información	<p>Se aplicará a las operaciones de pago único, a los contratos marco y a las operaciones de pago afectadas por dichos contratos.</p> <p>El proveedor facilitará toda la información y condiciones de los servicios de pago de modo gratuito y fácilmente accesible. En algunos casos podrá cobrar gastos, aunque serán proporcionados a los costes.</p> <p>El usuario podrá resolver el contrato marco en cualquier momento, a menos que exista preaviso, cuyo plazo no podrá exceder de un mes.</p>
Derechos y obligaciones	<p>En la prestación de servicios de pago, el beneficiario pagará los gastos cobrados por su proveedor y el ordenante los percibidos por el suyo. En las operaciones de conversión en divisas se aplicará, salvo pacto en contrario, igual criterio de distribución de gastos.</p> <p>Obligaciones del usuario: utilizar el instrumento de pago conforme a las condiciones que regulen su emisión y utilización. En caso de extravío o utilización no autorizada del instrumento de pago, deberá notificarlo sin demora al proveedor.</p> <p>Obligaciones del proveedor: entre otros, cerciorarse de que los elementos de seguridad del instrumento de pago solo sean accesibles para el usuario, y garantizar que estén disponibles medios adecuados y gratuitos que permitan al usuario efectuar la comunicación indicada en caso de extravío o utilización no autorizada del instrumento de pago.</p> <p>El momento de recepción de una orden de pago será cuando es recibida por el proveedor de servicios de pago del ordenante. La fecha de valor del cargo en la cuenta de pago del ordenante no será anterior al momento en que el importe de la operación de pago se cargue en dicha cuenta.</p> <p>En operaciones de pago realizadas en euros dentro de la UE, el proveedor del ordenante se asegurará de que los fondos son abonados en la cuenta del proveedor del beneficiario, como máximo, al final del día hábil siguiente. El proveedor del beneficiario se asegurará de que los fondos estén inmediatamente a disposición del beneficiario. La fecha de valor del abono será el mismo día hábil en que el importe de la operación de pago se abonó en la cuenta del proveedor del beneficiario.</p>
Ejecución de una orden de pago	<p>Los proveedores de servicios de pago y todos los posibles intermediarios que intervengan deberán transferir la totalidad del importe de la operación de pago, sin deducir gasto alguno de la cantidad transferida, salvo acuerdo explícito.</p> <p>En las restantes operaciones de pago, el usuario y su proveedor de servicios de pago podrán acordar un plazo de ejecución superior, que, en el caso de operaciones intracomunitarias realizadas en moneda distinta del euro, no excederá de cuatro días hábiles desde el momento de la recepción de la orden.</p>
Régimen jurídico de las entidades de pago	
Autorización	La creación de las entidades de pago, así como el establecimiento en España de sucursales de dichas entidades no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, son autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.
Requisitos de garantía	Las entidades de pago deberán salvaguardar los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, bien mediante una adecuada separación y su depósito en entidades de crédito o su inversión en activos líquidos y seguros, bien mediante la suscripción de una póliza de seguros u otra garantía comparable.
Capital y recursos propios	Mantener un capital mínimo y un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio. Se puede exigir una cifra de fondos propios hasta un 20% superior o inferior, sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos y de los mecanismos de control interno de la entidad de pago.
Ejercicio del derecho de establecimiento y libre prestación de servicios	Pueden prestar servicios de pago en otro Estado miembro mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios, previa comunicación al Banco de España. La prestación de servicios de pago en terceros países queda sujeta a la autorización del Banco de España. Las entidades de pago autorizadas en otro Estado miembro de la UE podrán prestar iguales servicios en nuestro país, bien mediante la apertura de una sucursal, bien en régimen de libre prestación de servicios, salvo que en su constitución se hubieran acogido a alguna de las excepciones previstas en la Directiva 2007/64/CE. .
Supervisión y régimen sancionador	El control y la inspección le corresponden al Banco de España. También les será de aplicación el régimen sancionador previsto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen.

FUENTES: BOE y Banco de España.

Además, se incluyen otras actividades auxiliares vinculadas a los citados servicios, como la garantía de la ejecución de operaciones de pago, los servicios de cambio de divisas, las actividades de custodia y almacenamiento y tratamiento de datos, y la gestión de sistemas de pago. Asimismo, se detallan las actividades que quedan fuera de su ámbito de aplicación.

La Ley establece que los proveedores de servicios de pago podrán ser las entidades de crédito, las EDE, las nuevas entidades de pago, y Correos y Telégrafos, así como el Banco de España, la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales, cuando no actúen en su condición de autoridades públicas.

TRANSPARENCIA DE LAS  
CONDICIONES Y REQUISITOS  
DE INFORMACIÓN

El proveedor de los servicios de pago facilitará al usuario, de modo gratuito y fácilmente accesible, toda la información y las condiciones relativas a la prestación de dichos servicios que se fijen en la Ley y sus posteriores desarrollos, tanto para las operaciones de pago único como para las reguladas por un contrato marco<sup>33</sup>.

El usuario podrá resolver el contrato marco en cualquier momento, a menos que las partes hayan convenido un preaviso, cuyo plazo no podrá exceder de un mes. Si el contrato marco es por un período indefinido o superior a doce meses, la resolución del mismo será gratuita para el usuario de servicios de pago si se efectúa una vez transcurridos los doce meses. En todos los demás casos, los gastos derivados de la resolución serán apropiados y estarán en consonancia con los costes.

El proveedor podrá proponer cualquier modificación de las condiciones contractuales de manera individualizada, y con una antelación no inferior a dos meses respecto de la fecha en que entre en vigor. No obstante, se podrán aplicar de manera inmediata si las modificaciones resultan más favorables para los usuarios.

DERECHOS Y OBLIGACIONES EN  
LA PRESTACIÓN Y UTILIZACIÓN  
DE SERVICIOS DE PAGO

En la prestación de estos servicios, se introduce como regla general que el ordenante y el beneficiario de la operación han de asumir cada uno el coste que les corresponda y que les imputarán sus proveedores de servicios de pago (en la normativa anterior, salvo orden en contrario, era libre de gastos para el beneficiario). En las operaciones que incluyan una conversión en divisas, se aplicará, salvo pacto en contrario, igual criterio de distribución de gastos. Los gastos de conversión, excepto por indicación de las partes, serán satisfechos por quien los demande.

El usuario se compromete a utilizar el instrumento de pago conforme a las condiciones que regulen su emisión y utilización. En caso de extravío, sustracción o utilización no autorizada del instrumento de pago, deberá notificarlo sin demora al proveedor de servicios de pago o a la entidad que este designe, en cuanto tenga conocimiento de ello.

El proveedor asume, entre otros compromisos, el de cerciorarse de que los elementos de seguridad personalizados del instrumento de pago solo sean accesibles para el usuario facultado para utilizar dicho instrumento, y el de garantizar que estén disponibles medios adecuados y gratuitos que permitan al usuario efectuar la comunicación indicada en caso de extravío, sustracción o utilización no autorizada del instrumento de pago.

Cabe reseñar que, en caso de que se ejecute una operación de pago no autorizada, el proveedor de servicios de pago del ordenante le devolverá de inmediato el importe de la opera-

---

33. El contrato marco es un contrato de servicio de pago que rige la ejecución futura de operaciones de pago individuales y sucesivas, y que puede estipular la obligación de abrir una cuenta de pago y las correspondientes condiciones.

ción. No obstante, el ordenante soportará, hasta un máximo de 150 euros, las pérdidas derivadas de operaciones de pago no autorizadas que fueran resultantes de la utilización de un instrumento de pago extraviado o sustraído, llegando, incluso, a soportar el 100% de las pérdidas si las operaciones no autorizadas son fruto de su actuación fraudulenta, del incumplimiento deliberado de sus obligaciones o de negligencia grave.

#### EJECUCIÓN DE UNA ORDEN DE PAGO

El momento de recepción de una orden de pago será cuando es recibida por el proveedor de servicios de pago del ordenante, con independencia de que haya sido transmitida directamente por el ordenante o indirectamente a través del beneficiario. Si el momento de la recepción no es un día hábil para el proveedor, la orden de pago se considerará recibida el siguiente día hábil. La fecha de valor del cargo en la cuenta de pago del ordenante no será anterior al momento en que el importe de la operación de pago se cargue en dicha cuenta.

En operaciones de pago realizadas en euros dentro de la UE, el proveedor del ordenante se asegurará de que el importe de la operación de pago es abonado en la cuenta del proveedor del beneficiario, como máximo, al final del día hábil siguiente, que podrá prolongarse un día hábil más para las operaciones de pago iniciadas en papel<sup>34</sup>. Una vez haya sido abonada en la cuenta del proveedor del beneficiario, este se asegurará de que los fondos estén inmediatamente a disposición del beneficiario. La fecha de valor del abono será el mismo día hábil en que el importe de la operación de pago se abonó en la cuenta del proveedor del beneficiario<sup>35</sup>.

Con carácter general, los proveedores de servicios de pago, tanto del ordenante como del beneficiario, y todos los posibles intermediarios que intervengan, deberán transferir la totalidad del importe de la operación de pago, absteniéndose de deducir gasto alguno de la cantidad transferida. No obstante, el beneficiario y su proveedor de servicios de pago podrán acordar que este deduzca sus propios gastos del importe transferido antes de abonárselo al beneficiario. Las órdenes de pago son, en general, irrevocables, salvo determinadas excepciones contempladas en la Ley.

En las restantes operaciones de pago, el usuario y su proveedor de servicios de pago podrán acordar un plazo de ejecución superior, que, en el caso de operaciones intracomunitarias realizadas en moneda distinta del euro, no excederá de cuatro días hábiles desde el momento de la recepción de la orden.

Asimismo, la norma recoge una amplia casuística con relación a las operaciones de pago no ejecutadas o ejecutadas defectuosamente, así como las indemnizaciones correspondientes.

#### PROCEDIMIENTOS DE RECLAMACIÓN EXTRAJUDICIAL PARA LA RESOLUCIÓN DE LITIGIOS

Los proveedores de servicios de pago estarán sometidos a los mecanismos previstos en la legislación sobre protección de los clientes de servicios financieros y, concretamente, a lo establecido en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. En este sentido, dichos proveedores deberán contar con un departamento de atención al cliente, encargado de atender y resolver las quejas y reclamaciones. En aquellos casos en que los usuarios de servicios de pago ostenten la condición de consumidor<sup>36</sup>, las partes podrán acudir, cuando así lo acuerden, al arbitraje de consumo.

---

**34.** No obstante, hasta el 1 de enero de 2012 el ordenante y su proveedor de servicios de pago podrán acordar un plazo no superior a tres días hábiles y, en el caso de operaciones originadas y recibidas en España, no superior a dos días hábiles. Ambos plazos podrán prolongarse en un día hábil para las operaciones de pago iniciadas en papel. **35.** Este mismo plazo regirá para que el proveedor ponga los fondos a disposición del beneficiario cuando este no sea titular de una cuenta de pago en el proveedor. **36.** Conforme al Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado mediante Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS  
ENTIDADES DE PAGO

Las entidades de pago son personas jurídicas a las cuales se les ha otorgado autorización para prestar y ejecutar todos o algunos de los servicios de pago contemplados anteriormente. La denominación «entidad de pago», así como su abreviatura «EP», quedará reservada a estas entidades, en la forma en que reglamentariamente se determine.

La creación de las entidades de pago, así como el establecimiento en España de sucursales de entidades de pago no autorizadas en un Estado miembro de la UE, corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias en los aspectos de su competencia. Deberán contar con una serie de requisitos, como una buena organización administrativa y contable y unos procedimientos de control interno adecuados, la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa, la honorabilidad comercial y profesional de sus directivos, y los requisitos de capital mínimo que se establezcan reglamentariamente.

Las entidades de pago no podrán llevar a cabo la captación de depósitos u otros fondos reembolsables del público, ni emitir dinero electrónico, y deberán prestar los servicios de pago a través de unas cuentas, denominadas *cuentas de pago*, que están sujetas a unas condiciones restrictivas reguladas normativamente. No obstante, podrán realizar actividades económicas distintas a la prestación de servicios de pago. También podrán conceder créditos en relación con los servicios de pago si se cumplen ciertas condiciones, como que sean concedidos con fondos ajenos a los recibidos para otras operaciones y que se reembolsen dentro de un plazo corto, que en ningún caso supere los doce meses.

REQUISITOS DE GARANTÍA

Las entidades de pago deberán salvaguardar los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, bien mediante una adecuada separación y su depósito en entidades de crédito o su inversión en activos líquidos y seguros, o bien mediante la suscripción de una póliza de seguros u otra garantía comparable.

CAPITAL Y RECURSOS PROPIOS

Las entidades de pago deberán mantener en todo momento, además del capital mínimo, un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio, en los términos que reglamentariamente se establezcan. El Banco de España podrá exigir que la entidad de pago posea una cifra de fondos propios hasta un 20% superior o inferior a la que resulte de las exigencias mínimas de capital requeridas, sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos y de los mecanismos de control interno de la entidad de pago.

Si la entidad de pago no alcanza los niveles mínimos de recursos propios, deberá destinar a la formación de reservas los porcentajes de sus beneficios o excedentes líquidos que reglamentariamente se determinen, sometiendo a tal efecto su distribución a la previa autorización del Banco de España.

EJERCICIO DEL DERECHO  
DE ESTABLECIMIENTO Y LIBRE  
PRESTACIÓN DE SERVICIOS

Las entidades de pago españolas pueden operar en otro Estado miembro de la UE, mediante el establecimiento de una sucursal o en régimen de libre prestación de servicios, previa comunicación al Banco de España, acompañando la documentación que figura en la norma<sup>37</sup>. No obstante, su actividad en terceros países, incluso mediante la creación o adquisición de filiales, quedará sujeta a la autorización del Banco de España en los términos que reglamentariamente se determinen.

<sup>37</sup>. Entre ellas, un programa de actividades, los nombres de las personas responsables de la gestión de la sucursal, así como su estructura organizativa y su dirección previsible, y el tipo de servicios de pago que se pretende prestar.

Por su parte, las entidades de pago autorizadas en otro Estado miembro de la UE podrán operar en España, bien mediante la apertura de una sucursal, bien en régimen de libre prestación de servicios, salvo que en su constitución se hubieran acogido a alguna de las excepciones previstas en la Directiva 2007/64/CE.

SUPERVISIÓN Y RÉGIMEN  
SANCIONADOR

El control y la inspección de las entidades de pago corresponderán al Banco de España, siendo de aplicación el marco establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen. Dicho régimen alcanzará también a las personas físicas o jurídicas que posean una participación significativa en una entidad de pago. La supervisión podrá alcanzar, igualmente, a las personas españolas que controlen entidades de pago de otros Estados miembros de la UE, dentro del marco de la colaboración con las autoridades responsables de la supervisión de dichas entidades.

El Banco de España colaborará, e incluso podrá suscribir acuerdos de colaboración, con las autoridades que tengan encomendadas funciones semejantes en otros Estados miembros. En caso de que no pertenezcan a la UE, se exigirá que exista reciprocidad y que las autoridades competentes se hallen sujetas al deber de secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las leyes españolas.

RÉGIMEN TRANSITORIO  
DE LOS SERVICIOS DE PAGO

La Ley establece un régimen transitorio para los establecimientos de cambio de moneda autorizados, al término del cual deberán haberse transformado en entidad de pago o deberán cesar en la prestación de servicios de pago.

Asimismo, los contratos que las entidades de crédito que operan en España tienen suscritos con su clientela deberán adaptarse a lo previsto en la norma en un plazo de doce meses, o de dieciocho meses para los relativos a tarjetas de crédito o débito, desde su fecha de entrada en vigor, que fue el 4 de diciembre. Ello sin perjuicio de la aplicación inmediata a las personas físicas de las condiciones más ventajosas que puedan derivarse de la propia Ley.

ENTIDADES DE DINERO  
ELECTRÓNICO: NUEVA DIRECTIVA

Se ha publicado la *Directiva 2009/110/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 10 de octubre), que actualiza y sustituye a la Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre<sup>38</sup>, sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades (en adelante, la Directiva). Además, modifica las directivas 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, y la 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio<sup>39</sup>, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

La Directiva revisa las normas a las que están sujetas las EDE<sup>40</sup>, al objeto de eliminar los obstáculos de entrada al mercado y facilitar el acceso a la actividad de emisión de dinero electrónico<sup>41</sup>, y su ejercicio, y de garantizar la igualdad de condiciones a todos los proveedores de servicios de pago, en coherencia con la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del

---

**38.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2000», *Boletín Económico*, enero de 2001, Banco de España, pp. 79-81. **39.** Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2006, Banco de España, pp. 170-172. **40.** La EDE es una persona jurídica a la que se le ha otorgado autorización para emitir dinero electrónico. **41.** El dinero electrónico es definido por la Directiva como todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que representa un crédito sobre el emisor. Se emite a la recepción de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago, y es aceptado por una persona física o jurídica distinta del emisor de dinero electrónico.

Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior<sup>42</sup>, de la que asume una parte importante de su articulado.

El cuadro 3 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales elementos contemplados en la Directiva con el tratamiento otorgado a los mismos en la Directiva que sustituye.

#### ÁMBITO DE APLICACIÓN

Su ámbito de aplicación son los proveedores de servicios de pago que emitan dinero electrónico, que son los siguientes: las EDE, las entidades de crédito, las oficinas de cheques postales facultadas para emitir dinero electrónico, el BCE, los bancos centrales nacionales y otras autoridades públicas cuando no actúen en su condición de autoridades públicas.

No deberá aplicarse al valor monetario almacenado en instrumentos prepagados específicos, diseñados para satisfacer necesidades precisas y cuyo uso esté limitado, ya sea porque el titular del instrumento solo pueda adquirir bienes o servicios en los locales del emisor del mismo, ya sea porque solo puede utilizarlo para la adquisición de un conjunto limitado de bienes o servicios dentro de una red limitada de proveedores de servicios que hayan celebrado un acuerdo comercial directo con un emisor profesional.

La Directiva excluye a las EDE de la definición de entidad de crédito recogida en la Directiva 2006/48/CE, ya que no pueden aceptar depósitos del público, ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público, quedando, a partir de ahora, integradas dentro del grupo de entidades financieras.

#### CONDICIONES PARA LA ACTIVIDAD, EL EJERCICIO Y LA SUPERVISIÓN PRUDENCIAL DE LAS EDE

Los trámites y requisitos para la solicitud y la concesión de autorización son idénticos a los establecidos para las entidades de pago reguladas en la Directiva 2007/64/CE. Entre las condiciones para la concesión de autorización a las EDE, y su mantenimiento, se encuentra, por tanto, la existencia de unos métodos de gestión empresarial y unos mecanismos de control interno que sean proporcionales a los riesgos operativos y financieros que afrontan este tipo de entidades en el ejercicio de sus actividades. Además, deberá aportarse la descripción de la organización estructural, junto con la identidad de las personas que posean participaciones cualificadas, y de los responsables de la EDE.

Los Estados miembros establecerán que, en el momento de la autorización, las EDE posean un capital inicial no inferior a 350.000 euros (antes era de un millón de euros). Asimismo, se deberá informar previamente a las autoridades competentes en caso de que cualquier persona física o jurídica haya adoptado la decisión de adquirir o ceder, directa o indirectamente, una participación cualificada<sup>43</sup> en una EDE, o de seguir aumentando o reduciendo, directa o indirectamente, dicha participación cualificada hasta un 20%, 30% o 50%, o que la EDE pase a ser su sucursal o deje de serlo.

En el caso de que la influencia ejercida por las personas que hayan adquirido la participación cualificada pueda ir en detrimento de una gestión prudente y sana de la entidad, las autoridades competentes manifestarán su oposición o adoptarán otras medidas apropiadas para poner fin a dicha situación.

---

**42.** La Directiva 2007/64/CE crea un marco jurídico moderno y coherente para los servicios de pago, que comprende la coordinación de las disposiciones nacionales sobre los requisitos prudenciales de una nueva categoría de proveedores de servicios de pago; en concreto, las entidades de pago. Como se comenta en epígrafes anteriores, ha sido transpuesta al ordenamiento jurídico español por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago. **43.** La participación cualificada se alcanza cuando se posea en una EDE, directa o indirectamente, al menos un 10% del capital o de los derechos de voto, o la posibilidad de ejercer una influencia notable en la gestión de dicha empresa.

DIRECTIVA 2000/46/CE, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 18 DE SEPTIEMBRE	DIRECTIVA 2009/110/CE, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 16 DE SEPTIEMBRE
<b>Ámbito de aplicación</b>	
Las EDE y las entidades de crédito que emitan dinero electrónico.	Además de lo anterior, se añaden las oficinas de cheques postales facultadas para emitir dinero electrónico, el BCE y los bancos centrales nacionales, y otras autoridades públicas cuando no actúen en su condición de autoridades públicas.
<b>Condiciones para la actividad, el ejercicio y la supervisión prudencial de las EDE</b>	
Existencia de métodos de gestión empresarial y mecanismos de control interno que sean proporcionales a los riesgos operativos y financieros.	Se añade, además, la descripción de la organización estructural, junto con la identidad de las personas que posean participaciones cualificadas, y de los responsables de la EDE.
Capital inicial no inferior a un millón de euros.	Capital inicial no inferior a 350.000 euros.
Los fondos propios serán equivalentes o superiores al 2% del importe corriente de sus obligaciones financieras derivadas del dinero electrónico en circulación o de la media de los seis meses precedentes del importe global de dichas obligaciones financieras, si esta última magnitud fuese superior.	Se añaden, además, los que resultan exigibles por la prestación de servicios de pago, calculados conforme a lo previsto para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE. Adicionalmente, las autoridades competentes, sobre la base de una evaluación de los procesos de gestión de riesgos y control interno, podrán exigir una cifra de recursos propios hasta un 20% superior a la mínima.
No se contempla.	Se deberá informar a las autoridades competentes para adquirir o ceder, directa o indirectamente, una participación cualificada, o seguir aumentando o reduciendo, directa o indirectamente, dicha participación cualificada hasta un 20%, 30% o 50%, o que la EDE pase a ser su sucursal o deje de serlo.
No se contempla.	Distribución y reembolso de dinero electrónico por intermediación de personas físicas o jurídicas.
No se contempla.	Emisión de dinero electrónico por intermediación de agentes.
No se contempla.	Además de la emisión de dinero electrónico, las EDE estarán habilitadas para llevar a cabo otras actividades empresariales, como la prestación de los servicios de pago, la concesión de créditos en relación con los servicios de pago, la prestación de servicios operativos y servicios auxiliares, y la gestión de sistemas de pago.
<b>Requisitos de garantía</b>	
No se contempla.	Las EDE deberán salvaguardar tanto los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico que emitan como los que reciban de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, de igual forma que la prevista para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE. No obstante, en lo que se refiere a la protección de los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico, la propia Directiva establece ya qué activos se considerarán seguros y de bajo riesgo.
<b>Relaciones con terceros países</b>	
No se contempla.	El régimen aplicado a las sucursales de EDE que tengan su domicilio social fuera de la UE no podrá ser más favorable que el previsto para las EDE comunitarias. La UE podrá celebrar acuerdos con terceros países para aplicar a las sucursales de las EDE de tales países el mismo trato dentro de la UE en el ejercicio de sus actividades.
<b>Emisión y reembolso del dinero electrónico</b>	
El portador de dinero electrónico podrá, durante el período de validez, solicitar al emisor que se le reembolse al valor nominal por monedas y billetes de banco o por transferencia a una cuenta sin otros gastos que los que resulten estrictamente necesarios para realizar la operación.	Se reembolsará a su titular cuando este lo solicite, en todo momento, y por su valor nominal. El reembolso estará sujeto a cargas solo en determinados casos y únicamente si así se estipula en el contrato, siendo, en cualquier caso, proporcionales y adecuadas a los costes reales en que incurra el emisor de dinero electrónico.
No se contempla.	Se prohíbe la concesión de intereses o cualquier otro beneficio relacionado con el tiempo en que se esté en posesión de dinero electrónico.
	Los titulares de dinero electrónico deben disponer de vías de reclamación y de recurso extrajudicial para la resolución de litigios en los mismos términos que los establecidos en la Directiva 2007/64/CE.

FUENTES: BOE y Banco de España.

Los fondos propios se calculan como la suma de los requeridos por la emisión de dinero electrónico, que supondrán, como mínimo, un 2% de la media del dinero electrónico en circulación en los seis meses precedentes, más los que resultan exigibles por la prestación de servicios de pago, calculados conforme a lo previsto para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE. Adicionalmente, las autoridades competentes, sobre la base de una evaluación de los procesos de gestión de riesgos y control interno, podrán exigir una cifra de recursos propios hasta un 20% superior a la mínima.

Además de la emisión de dinero electrónico, las EDE estarán habilitadas para llevar a cabo otras actividades empresariales; entre ellas, la prestación de servicios de pago (enumerados en el anexo de la Directiva 2007/64/CE<sup>44</sup>) o la concesión de créditos en relación con tales servicios (siempre que dichos créditos no se concedan con cargo a los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico).

Los Estados miembros permitirán a las EDE distribuir y reembolsar dinero electrónico por intermediación de personas físicas o jurídicas que actúen en su nombre. Tanto en el supuesto de que deseen distribuir dinero electrónico en otro Estado miembro contratando a una persona física o jurídica<sup>45</sup> como en el de intermediación de agentes<sup>46</sup>, las EDE deberán seguir los procedimientos establecidos en la Directiva 2007/64/CE.

#### REQUISITOS DE GARANTÍA

Las EDE deberán salvaguardar tanto los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico que emitan como los que reciban de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, en la forma prevista para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE. No obstante, en lo que se refiere a la protección de los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico, la propia Directiva establece qué activos se considerarán seguros y de bajo riesgo, aunque no contempla la posibilidad de aplicar determinadas excepciones o discrecionalidades que sí figuran en la Directiva 2007/64/CE, para los fondos recibidos en relación con la prestación de servicios de pago.

#### RELACIONES CON TERCEROS PAÍSES

El régimen aplicado a las sucursales de EDE que tengan su domicilio social fuera de la UE no podrá ser más favorable que el previsto para las EDE comunitarias. La UE podrá celebrar acuerdos con terceros países para aplicar a las sucursales de las EDE de tales países el mismo trato dentro de la UE en el ejercicio de sus actividades.

#### EMISIÓN Y REEMBOLSO DE DINERO ELECTRÓNICO

Los Estados miembros velarán para que el dinero electrónico se emita por su valor nominal al recibo de los fondos, y, en su caso, se reembolse a su titular —cuando este lo solicite— por su valor nominal. El reembolso podrá estar sujeto a cargas solo en determinados casos, y únicamente si así se estipula en el contrato, siendo, en cualquier caso, proporcionales y adecuadas a los costes reales en que incurra el emisor de dinero electrónico. Asimismo, los titulares de dinero electrónico deben disponer de vías de reclamación y de recurso extrajudicial

---

44. Entre otros, cabe reseñar los siguientes: los servicios que permiten el depósito y la retirada de efectivo en una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de una cuenta de pago; la ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos; la ejecución de operaciones de pago cuando los fondos estén cubiertos por una línea de crédito abierta para un usuario de servicios de pago, y el envío de dinero. 45. En concreto, lo comunicarán a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, y estas harán lo propio con las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, indicando el nombre y la dirección de la entidad, los nombres de las personas responsables de la gestión de la sucursal, su estructura organizativa y el tipo de servicios que pretende prestar en el territorio del Estado miembro de acogida. 46. Deberán comunicar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen los datos del agente, incluyendo, entre otros aspectos, una descripción de los mecanismos de control interno que vayan a utilizar con respecto al blanqueo de capitales y a la financiación del terrorismo, y la identidad de los responsables de la gestión. Una vez recibida la información, las autoridades competentes podrán entonces incluir al agente en un registro público conforme establece la Directiva 2007/64/CE.

para la resolución de litigios en los mismos términos que los establecidos en la Directiva 2007/64/CE<sup>47</sup>.

Los Estados miembros adoptarán y aplicarán la Directiva antes del 30 de abril de 2011. No obstante, se amplía hasta el 30 de octubre de dicho año para las EDE que hayan iniciado antes de esa fecha sus actividades con arreglo a la normativa anterior.

**Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): nueva directiva**

Se ha publicado la *Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio* (DOUE del 17 de noviembre), por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida)<sup>48</sup>, que sustituye a la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre, junto con sus modificaciones posteriores<sup>49</sup>.

La Directiva mantiene, en general, la estructura normativa de su antecesora. Las novedades más importantes son, entre otras: la introducción de la estructura de tipo principal-subordinado, tanto en la que el OICVM principal y el subordinado estén establecidos en el mismo Estado miembro como aquella otra en la que cada uno de ellos esté establecido en un Estado miembro diferente; las fusiones de los OICVM; el establecimiento de nuevas normas de conducta, y la ampliación de las obligaciones de información de los OICVM, orientadas a la protección de los inversores.

El cuadro 4 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la Directiva en relación con su antecesora.

**OBJETO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN**

Al igual que su antecesora, la Directiva se aplica a los OICVM<sup>50</sup> establecidos en el territorio de los Estados miembros, con el fin de regular unas normas mínimas comunes en lo relativo a la autorización, supervisión, estructura, actividad e información que deben publicar estas entidades. Los OICVM podrán constituirse como fondos de inversión gestionados por una sociedad de gestión, o como sociedades de inversión.

**AUTORIZACIÓN DE OICVM**

Se mantienen las mismas condiciones que en la anterior normativa y, como novedad, se establece que la orientación de la actividad deberá ser gestionada por un mínimo de dos personas que cumplan las condiciones de honorabilidad y experiencia adecuadas. En virtud del principio del reconocimiento mutuo, la autorización será válida para todos los Estados miembros.

**LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y LIBRE PRESTACIÓN DE SERVICIOS**

Los Estados miembros velarán para que los OICVM en su Estado miembro de origen puedan ejercer en toda la UE su actividad, ya sea estableciendo una sucursal o en virtud de la libre prestación de servicios. No se podrá supeditar el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios a la obligación de obtener una autorización o de dotación de capital.

Un OICVM tendrá libertad para designar una sociedad de gestión autorizada en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen, siempre y cuando dicha sociedad cumpla las disposiciones establecidas en la Directiva.

---

**47.** Los Estados miembros velarán para que se establezcan procedimientos para presentar reclamaciones a las autoridades competentes en relación con presuntas infracciones, por parte de las EDE, así como el correspondiente régimen de sanciones. **48.** Similares a las instituciones de inversión colectiva españolas. **49.** La Directiva 85/611/CEE fue modificada por las directivas 88/20/CEE, 22 de marzo; 95/26/CE, de 29 de junio; 2000/12/CE, de 20 de marzo; 2001/107/CE, de 21 de enero; 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002; 2004/39/CE, de 21 de abril; 2005/1/CE, de 9 de marzo, y 2008/18/CE, de 11 de marzo. **50.** Los OICVM tienen por objeto exclusivo la inversión colectiva de los capitales obtenidos del público en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos, y su funcionamiento está sometido al principio de reparto de riesgos. Asimismo, sus participaciones son recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, a petición de los partícipes, con cargo a los activos de estos organismos. Se exigirá que un OICVM actúe para que el valor de sus participaciones en bolsa no se separe sensiblemente de su valor de inventario neto.

DIRECTIVA 85/611/CEE, DEL CONSEJO, DE 20 DE DICIEMBRE (a)	DIRECTIVA 2009/65/CE, DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, DE 13 DE JULIO
Objeto y ámbito de aplicación	
Se aplica a los OICVM establecidos en los Estados miembros, que tienen por objeto exclusivo la inversión colectiva de capitales obtenidos del público en valores mobiliarios o en otros activos financieros líquidos.	Sin cambios significativos.
Autorización de OICVM	
Capital inicial mínimo: 125.000 euros (sociedades de gestión) o 300 000 euros (sociedades de inversión). A los anteriores importes se añadirá un importe adicional, dependiendo del valor de las carteras que posean, con un límite máximo de capital inicial y capital adicional de 10 millones de euros.	Sin cambios significativos.
Programa de actividades; identidad de accionistas o socios con una participación cualificada; contar con una buena organización y con procedimientos de control interno, y la gestión dirigida por personas con adecuada honorabilidad y experiencia.	Además, la orientación de la actividad deberá ser determinada por un mínimo de dos personas.
Libertad de establecimiento y libre prestación de servicios	
Los OICVM autorizados en su Estado miembro de origen puedan ejercer en toda la Comunidad su actividad, mediante sucursales o en virtud de la libre prestación de servicios.	Sin cambios significativos.
Política de inversión de OICVM	
Los OICVM podrán invertir en valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario admitidos o negociados en un mercado regulado; participaciones de OICVM; depósitos en entidades de crédito a la vista o con vencimiento no superior a doce meses; instrumentos financieros derivados, y en derivados OTC que cumplan determinadas condiciones, entre otros.	Sin cambios significativos.
Límites a las inversiones de los OICVM. No podrán invertir más de:	Sin cambios significativos.
a) El 5% de sus activos en valores mobiliarios o instrumentos del mercado monetario emitidos por un mismo organismo, que puede llegar al 100% si son valores emitidos o garantizados por un Estado miembro o entes públicos.	
b) El 20 % de sus activos en depósitos en un mismo organismo.	
c) El riesgo frente a una contraparte del OICVM en una transacción en derivados OTC no podrá ser superior determinados porcentajes.	
d) El 10% de sus activos en participaciones de otro OICVM u otros organismos de inversión colectiva, que pueden llegar hasta un máximo del 20%. Las inversiones en organismos de inversión colectiva que no sean OICVM no podrán exceder, en total, del 30% de los activos del OICVM.	
Estructura principal-subordinado	
No se contempla.	Se deben autorizar tanto la estructura principal-subordinado, en la que el OICVM principal y el subordinado estén establecidos en el mismo Estado miembro, como aquellas otras establecidos en Estados diferentes.
	Un OICVM subordinado es un OICVM (o uno de sus compartimentos de inversión) que ha sido autorizado a invertir, como mínimo, el 85 % de sus activos en participaciones de otro OICVM (OICVM principal o de uno de los compartimentos de inversión). Ningún OICVM subordinado debe estar autorizado a invertir en más de un OICVM principal.
Fusiones	
No se contempla.	Los Estados miembros exigirán a los OICVM fusionados que proporcionen a sus respectivos partícipes información adecuada y exacta sobre la fusión, a fin de permitirles formarse un juicio fundado sobre la incidencia de la misma en sus inversiones y ejercer sus derechos.
Normas de conducta	
Entre otras, defender los intereses que gestionan y evitar los conflictos de intereses.	Además, en caso de que el OICVM esté gestionado por una sociedad de gestión autorizada en un Estado miembro distinto del de origen del OICVM, dicha sociedad de gestión deberá adoptar procedimientos y medidas adecuados para tratar las reclamaciones de los inversores.
Información a los inversores	
Las OICVM deberán publicar, un folleto, un informe anual para cada ejercicio y un informe semestral relativo a los seis primeros meses del ejercicio, que se facilitarán gratuitamente a los inversores que lo soliciten.	Sin cambios significativos (desaparece la distinción entre folleto simplificado y completo).
No se contempla.	Además, deberán elaborar un documento denominado «datos fundamentales para el inversor», que proporcionarán a los inversores con antelación suficiente a la suscripción prevista de participaciones en esos OICVM, que comprenderá información adecuada sobre las características esenciales del OICVM.
Supervisión de las OICVM	
Los Estados miembros determinarán el régimen de sanciones aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la Directiva.	Además, se especifica que el régimen sancionador incorpore una serie de medidas, que serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.
Las autoridades competentes cooperarán entre sí, y podrán pedir la cooperación de las autoridades competentes de otro Estado miembro, en actividades de supervisión o a efectos de verificaciones in situ o investigaciones en el territorio de este último.	Sin cambios significativos.

FUENTES: DOUE y Banco de España.

a. Texto consolidado, que incluye sus modificaciones posteriores.

OBLIGACIONES DEL DEPOSITARIO	Como ya estaba regulado, la custodia de los activos de un OICVM (fondo de inversión o sociedad de inversión) deberá confiarse a un depositario, que deberá tener su domicilio social en el Estado miembro de origen del OICVM. Las funciones de sociedad de gestión o, en su caso, de sociedad de inversión y de depositario no podrán ejercerse por la misma sociedad. El depositario deberá, en el ejercicio de sus funciones, actuar exclusivamente en interés de los partícipes.
	En caso de que el Estado miembro de origen de la sociedad de gestión no coincida con el del OICVM, se establece como novedad que el depositario firmará un acuerdo por escrito con la sociedad de gestión que regule el flujo de información que se considere necesaria para permitirle desempeñar las funciones encomendadas en la norma.
POLÍTICA DE INVERSIÓN DE OICVM	Las inversiones de un OICVM y los límites a las mismas no presentan novedades sustanciales en relación con la normativa anterior (véase cuadro 4).
ESTRUCTURAS PRINCIPAL-SUBORDINADO	Con objeto de facilitar el buen funcionamiento del mercado interior y de garantizar un mismo nivel de protección de los inversores en toda la UE, la Directiva introduce la estructura de tipo principal-subordinado, de forma que los Estados miembros deben autorizarlas si el OICVM principal y el subordinado están establecidos tanto en uno como en varios Estados miembros.
	Un OICVM subordinado es un OICVM (o uno de sus compartimentos de inversión) que ha sido autorizado a invertir, como mínimo, el 85% de sus activos en participaciones de otro OICVM, denominado «OICVM principal» (o de uno de sus compartimentos de inversión). Asimismo, podrá invertir hasta un 15% en otros instrumentos, como: a) activos líquidos accesorios; b) instrumentos financieros derivados para la cobertura de riesgos, o c) bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad cuando el OICVM sea una sociedad de inversión. Ningún OICVM subordinado debe estar autorizado a invertir en más de un OICVM principal.
	Un OICVM principal se caracteriza por contar entre sus partícipes, al menos, con un OICVM subordinado, y por no poseer inversiones en un OICVM subordinado. Cuando un OICVM principal tenga, al menos, dos OICVM subordinados, no serán de aplicación determinados límites de inversión aplicables a estos organismos, de modo que el OICVM principal tenga la posibilidad de obtener capital de otros inversores.
	El OICVM subordinado y el principal deberán celebrar un acuerdo jurídicamente vinculante. Sin embargo, si ambos están gestionados por la misma sociedad de gestión, el acuerdo podrá ser sustituido por unas normas internas de ejercicio de la actividad.
	Finalmente, se establecen las normas sobre transformación que deben permitir que un OICVM existente se transforme en un OICVM subordinado, y se detallan las informaciones y las comunicaciones publicitarias de los OICVM subordinados con el objeto de garantizar un elevado nivel de protección de los inversores.
FUSIONES DE OICVM	Otras de las novedades que introduce la Directiva son la regulación de las fusiones de OICVM (y sus compartimentos de inversión), incluyendo las fusiones transfronterizas entre todo tipo de OICVM, sin necesidad de que los Estados miembros establezcan nuevas formas jurídicas de OICVM en su legislación nacional, en aras de un mejor funcionamiento del mercado interior.
	Los Estados miembros exigirán a los OICVM fusionados que proporcionen a sus respectivos partícipes información adecuada y exacta sobre la fusión, a fin de permitirles formarse un juicio

cio fundado sobre la incidencia de la misma en sus inversiones y ejercer sus derechos. Dicha información se facilitará a los partícipes una vez que las autoridades competentes del Estado miembro de origen del OICVM fusionado hayan autorizado la operación.

Los Estados miembros cuya legislación supedite las operaciones de fusión entre OICVM a la aprobación de los partícipes velarán para que dicha aprobación no requiera más del 75% de los votos emitidos por los partícipes presentes o representados en la junta general.

La legislación de los Estados miembros deberá prever el derecho de los partícipes de solicitar, sin más gastos que aquellos que los OICVM retengan para cubrir los costes de desinversión, la recompra o el reembolso de sus participaciones o, siempre que sea posible, su conversión en participaciones de otro OICVM con una política de inversiones similar y gestionado por la misma sociedad de gestión o por otra empresa a la cual la sociedad de gestión esté vinculada.

#### NORMAS DE CONDUCTA

Las sociedades de gestión y, en su caso, las sociedades de inversión deberán cumplir, en todo momento, una serie de normas de conducta orientadas a defender al máximo los intereses de los OICVM que gestionan y la integridad del mercado, y a evitar los conflictos de intereses o, cuando ello no sea posible, a velar por que los OICVM que gestionan, reciban un trato equitativo.

Como novedad, se establece que, en caso de que el OICVM esté gestionado por una sociedad de gestión autorizada en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen del OICVM, dicha sociedad de gestión deberá adoptar y establecer procedimientos y medidas adecuados para tratar las reclamaciones de los inversores. Asimismo, la sociedad de gestión deberá poner a disposición del público o de las autoridades competentes del Estado miembro de origen del OICVM, cuando lo soliciten, entre otras, la designación de una persona de contacto, entre los empleados de la sociedad de gestión, para tratar las solicitudes de información.

#### INFORMACIÓN A LOS INVERSORES

Los OICVM deberán publicar: un folleto único, desapareciendo la distinción entre folleto simplificado y completo; un informe anual para cada ejercicio, y un informe semestral relativo a los seis primeros meses del ejercicio, que se facilitarán gratuitamente a los inversores que lo soliciten.

El folleto deberá contener la información necesaria para que los inversores puedan formarse un juicio fundado sobre la inversión que se les propone, y en particular sobre el perfil de riesgo del fondo. Podrá facilitarse en un soporte duradero o a través de una página web.

Como novedad, los OICVM deberán elaborar un documento sucinto que se denominará «datos fundamentales para el inversor», que proporcionarán a los inversores con antelación suficiente a la suscripción prevista de participaciones en esos OICVM. Se distribuirá de forma gratuita en un soporte duradero o a través de una página web. Este documento proporcionará información sobre los elementos esenciales del OICVM, que vienen detallados en la norma.

#### SUPERVISIÓN DE LOS OICVM

La supervisión prudencial de los OICVM corresponderá a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen, independientemente de que la sociedad tenga sucursal o preste servicios en otro Estado miembro, sin perjuicio de las disposiciones de la presente Directiva que atribuyan esa responsabilidad a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida de la sociedad de gestión.

Los Estados miembros determinarán el régimen de medidas y sanciones aplicables a las infracciones de las disposiciones nacionales adoptadas en aplicación de la Directiva, y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su cumplimiento, que serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.

Por otro lado, las autoridades competentes de los Estados miembros cooperarán entre sí siempre que sea necesario para desempeñar las funciones que les correspondan en virtud de la Directiva o de las disposiciones legales nacionales.

Finalmente, se establece una serie de disposiciones especiales, aplicables a los OICVM que comercialicen sus participaciones en Estados miembros diferentes de aquellos en que estén establecidos.

Los Estados miembros adoptarán y aplicarán esta Directiva a partir del 1 de julio de 2011.

**Directiva sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, y su ejercicio**

**OBJETIVOS Y ÁMBITO DE APLICACIÓN**

Se ha publicado la *Directiva 2009/138/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009* (DOUE del 17 de diciembre), sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, y su ejercicio (solvencia II).

La Directiva establece un único marco legal dentro del cual las empresas de seguros y de reaseguros (en adelante, las entidades aseguradoras) desarrollen su actividad en toda la Unión Europea, siendo un instrumento esencial para la realización del mercado interior en este sector.

Asimismo, se integra en un solo texto la regulación relativa al acceso a la actividad de seguro<sup>51</sup> y de reaseguro, así como las normas referentes a la supervisión de los grupos de seguros, a los procedimientos de saneamiento y liquidación de las empresas de seguros, entre otras, derogando un amplio elenco de directivas que regulaban hasta la fecha este sector<sup>52</sup>.

Por otro lado, asume la filosofía comunitaria de sus antecesoras, en consonancia con el resto de la normativa del sector financiero, que consiste en establecer la armonización necesaria y suficiente para lograr el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y los sistemas de supervisión, y, por ende, una autorización única válida en la UE, que haga posible la supervisión de la entidad por el Estado miembro de origen, y el desarrollo de alguna o todas sus actividades, mediante el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios.

De forma similar a las entidades de crédito, la Directiva incorpora en el campo asegurador el nuevo enfoque supervisor contenido en Basilea II<sup>53</sup>, con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde con su perfil de riesgos global. De hecho, la columna vertebral de su articulado se dirige al establecimiento de un adecuado régimen de solvencia y de supervisión de las entidades, con el fin de mejorar la protección tanto de los tomadores como de los beneficiarios de seguros.

---

**51.** Tanto del seguro de vida como del distinto de vida. **52.** Entre otras, las directivas 64/225, de 25 de febrero; 73/239, de 24 de julio (primera directiva de seguro directo distinto del de vida); 73/240, de 24 de julio; 78/473, de 30 de mayo; 87/344, de 22 de junio; 88/357, de 22 de junio (segunda directiva de seguro directo distinto del de vida); 92/49, de 18 de junio (tercera directiva de seguro directo distinto del de vida); 98/78, de 27 de octubre; 2001/17, de 19 de marzo, y 2002/83, de 5 de noviembre. **53.** El Acuerdo de Capital de Basilea II, de 2004, firmado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como «Basilea II»), estableció un conjunto de medidas estructuradas sobre la base de tres pilares que se refuerzan mutuamente: la adopción de reglas uniformes para la determinación de los requerimientos mínimos de recursos propios en función de los riesgos asumidos (pilar 1); la revisión supervisora con el objetivo de fomentar la mejora de la gestión interna de los riesgos de las entidades (pilar 2), y la información al mercado sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo (pilar 3).

Se establece un nuevo régimen de solvencia similar a otras entidades financieras, adoptando un enfoque basado en el riesgo económico, que permite una correcta evaluación y gestión de riesgos, así como la introducción de normas específicas de valoración de los activos y pasivos, incluidas las provisiones técnicas.

En los recursos propios, se establece una clasificación en tres niveles, que dependerá de si se trata de elementos de fondos propios básicos o complementarios, y en qué medida están disponibles, o pueden ser exigidos, para absorber pérdidas, tanto si la entidad está en funcionamiento como en caso de liquidación.

Define el denominado *capital de solvencia obligatorio*, que debe reflejar un nivel de fondos propios que permita a las entidades absorber pérdidas significativas, y que ofrezca a los tomadores y beneficiarios de seguros una garantía razonable de que se efectuarán los pagos al vencimiento. Debe corresponderse con el capital económico que han de poseer las entidades, de modo que, con una probabilidad del 99,5% como mínimo, estén en situación de cumplir sus obligaciones frente a los tomadores y beneficiarios de seguros en los doce meses siguientes. Ese capital económico debe calcularse, al menos, una vez al año, sobre la base del perfil de riesgo de dichas empresas, o siempre que dicho perfil se altere significativamente<sup>54</sup>.

Se contempla una fórmula estándar para calcular el capital de solvencia obligatorio<sup>55</sup>, aunque se establece la posibilidad de utilizar, en circunstancias específicas, modelos internos completos o parciales para su cálculo, que deben estar sujetos a la aprobación previa de las autoridades de supervisión con arreglo a procesos y normas armonizados.

Asimismo, se fija otra magnitud denominada *capital mínimo obligatorio*, que debe garantizar un nivel mínimo por debajo del cual no deben descender los recursos financieros, de forma que, en el supuesto de que las entidades no puedan volver a alcanzar el citado importe en un breve plazo, debe revocarse la autorización de dichas empresas. Se determinará en función del valor en riesgo de los fondos propios básicos de una entidad, con un nivel de confianza del 85%, a un horizonte de un año. Además, se fijan unos límites cuantitativos: no será inferior al 25%, ni excederá del 45% del capital de solvencia obligatorio de la entidad.

Asimismo, las entidades deberán asumir como práctica habitual, integrándola en su estrategia comercial, la evaluación periódica de sus necesidades globales de solvencia, atendiendo a su perfil de riesgo específico (en lo sucesivo, «evaluación interna de los riesgos y de la solvencia»). Esta evaluación no requiere la elaboración de un modelo interno, ni sirve para calcular un capital obligatorio distinto del capital de solvencia obligatorio o del capital mínimo obligatorio. Los resultados de cada evaluación deben comunicarse a las autoridades de supervisión dentro de la información que se ha de facilitar con fines de supervisión.

Para reforzar el régimen de solvencia, las entidades dispondrán de un sistema eficaz de gestión de riesgos y de control interno, que constará, como mínimo, de procedimientos administrativos y contables, de un marco de control interno, de mecanismos adecuados de información a todos los niveles de la empresa y de una función de verificación del cumplimiento.

Además, contarán con un sistema de auditoría interna, que se ocupará de comprobar la adecuación y eficacia del sistema de control interno y de otros elementos del sistema de gobernanza.

---

54. Las autoridades supervisoras podrán imponer una adición sobre el capital de solvencia obligatorio en los casos enumerados en la Directiva, tras el proceso de revisión supervisora. 55. Para las pequeñas y medianas entidades, se establecen métodos simplificados para el cálculo del capital de solvencia obligatorio conforme con la fórmula estándar.

Se establece la convergencia de la actividad supervisora en los Estados miembros, no solo en lo que respecta a los instrumentos, sino también a las prácticas de supervisión, conforme a la aplicación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas adoptadas en la Directiva. En caso de que las entidades formen parte de un grupo, se evaluará la solvencia a nivel de grupo, en cuyo caso el capital de solvencia obligatorio debe tener en cuenta la diversificación general de los riesgos existentes en todas las entidades integrantes.

Por otro lado, la directiva refleja un modelo de supervisión innovador en el que se asigna un papel clave a un supervisor de grupo, designado entre las autoridades de supervisión implicadas; se establece el intercambio de información entre las autoridades de supervisión de los Estados miembros, y los acuerdos de cooperación con terceros países.

Finalmente, se regula un régimen de participaciones cualificadas<sup>56</sup> análogo al resto de las entidades financieras, y se establecen las medidas de saneamiento y los procedimientos de liquidación de las entidades, similares a los establecidos en la Directiva 2001/17/CE, de 19 de marzo.

La Directiva deberá ser transpuesta a la normativa de los Estados miembros antes del 31 de octubre de 2012. Entró en vigor el 6 de enero.

**Fusiones y escisiones:  
modificación de las  
obligaciones de  
información**

Se ha publicado la *Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 2 de octubre), que modifica las directivas 77/91/CEE, del Consejo, de 13 de diciembre de 1976; 78/855/CEE, del Consejo, de 9 de octubre; 82/891/CEE, del Consejo, de 17 de diciembre, y 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

La Directiva revisa las obligaciones de información y reduce las cargas administrativas en la constitución de una nueva sociedad por fusión o escisión. Concretamente, se podrá eximir a las sociedades de la obligación de presentar un informe pericial independiente sobre el proyecto de fusión o escisión. Asimismo, se podrá permitir que tanto el informe del proyecto de fusión o escisión como el informe pericial sobre dicho proyecto puedan ser redactados por el mismo perito, así como eximir de la presentación de informes detallados e información respecto de las fusiones o escisiones de sociedades si todos los accionistas de las sociedades afectadas por la operación acuerdan que puede prescindirse de tales requisitos.

Las sociedades que se fusionen quedarán exentas del requisito de publicidad si ponen a disposición del público de forma gratuita en su sitio web dicho proyecto de fusión, al menos durante un mes antes del día fijado para la junta general convocada al efecto. No obstante, los Estados miembros podrán exigir que la publicidad se realice a través de la plataforma electrónica central, o en cualquier otro sitio web designado por ellos a tal efecto. Dicha referencia deberá incluir la fecha de publicación del proyecto de fusión en el sitio web y será accesible para el público de forma gratuita.

Finalmente, se reduce la presentación de informes cuando se lleve a cabo una fusión transfronteriza por absorción y la sociedad matriz es titular de, al menos, el 90 % de las acciones y otros títulos de la filial que confieren el derecho a voto. Lo mismo ocurre con ciertas escisiones.

---

**56.** La Directiva, en consonancia con el resto de la normativa comunitaria, determina la existencia de una participación cualificada cuando se posea, directa o indirectamente, al menos un 10 % del capital o de los derechos de voto, o cualquier otra posibilidad de ejercer una influencia notable en la gestión de una entidad.

nes, particularmente cuando las sociedades se dividen en nuevas sociedades cuya propiedad ostentan los accionistas proporcionalmente a sus derechos en la sociedad escindida.

La Directiva entró en vigor el 23 de octubre, y los Estados miembros la aplicarán antes del 30 de junio de 2011.

#### **Agencias de calificación crediticia: nuevo reglamento comunitario**

Se ha publicado el *Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 17 de noviembre), sobre las ACC, con el fin de establecer unas normas mínimas y homogéneas para las establecidas y registradas en la UE.

El Reglamento se aplicará a las calificaciones crediticias que sean emitidas por ACC registradas en la UE, con el objeto de mejorar la integridad, la transparencia y la fiabilidad de las actividades de calificación. Las entidades de crédito, empresas de inversión, etc., que usen calificaciones crediticias a efectos regulatorios solo podrán hacer uso de ellas si estas han sido emitidas por entidades establecidas en la UE y registradas de acuerdo con el Reglamento<sup>57</sup>. Quedan fuera de su ámbito de aplicación determinadas calificaciones crediticias, como las que se realicen en virtud de un encargo individual y que no estén destinadas a la divulgación pública, así como los informes de inversiones o las recomendaciones en materia de inversión y otras opiniones acerca de un valor o del precio de un instrumento u obligación financiera.

Si un folleto de emisión de valores contiene una referencia a una calificación crediticia, el emisor deberá incluir en el folleto la información clara y destacada sobre si dicha calificación crediticia ha sido emitida o no por una ACC establecida y registrada en la UE.

#### REGISTRO DE LAS ACC

Las ACC establecidas en la UE que deseen registrarse en alguno de los Estados miembros presentarán una solicitud de registro al Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV)<sup>58</sup>. La solicitud contendrá determinada documentación que figura en los anejos del Reglamento, que incluye, entre otra, la siguiente información: la estructura organizativa, los recursos financieros, el personal de la ACC y sus cualificaciones, un programa de actividades en el que figure el lugar donde desarrollarán sus actividades, y las sucursales que desean establecer y el tipo de actividad que se prevé desarrollar.

Asimismo, deberán garantizar que quienes integren la alta dirección gozan de la debida honrabilidad y poseen la capacidad y la experiencia suficientes para una gestión sana y prudente de la ACC. Además, al menos, un tercio de los componentes del consejo de administración o de supervisión —que no podrán ser, en ningún caso, menos de dos personas— han de ser independientes, y no deben participar en actividades de calificación crediticia.

Las ACC dispondrán de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y procesos eficaces de salvaguardia de sus sistemas informáticos, así como medios adecuados para detectar, eliminar y hacer públicos los posibles conflictos de intereses.

Las ACC que hayan sido registradas por la autoridad competente de un Estado miembro gozarán de pasaporte comunitario.

---

**57.** Cabe destacar que las ACC establecidas en la UE y registradas de acuerdo con este Reglamento podrán, bajo una serie de condiciones, «refrendar» (o revalidar) aquellas calificaciones crediticias que hayan sido emitidas por otras ACC extracomunitarias de su mismo grupo. Estas recibirán la misma consideración que las emitidas en origen por la ACC registrada que las refrenda. **58.** Creado mediante la Decisión 2009/77/CE, de la Comisión, de 23 de enero.

RÉGIMEN DE LAS  
CALIFICACIONES CREDITICIAS

Las ACC adoptarán todas las medidas necesarias para que sus calificaciones crediticias no se vean afectadas por ningún conflicto de intereses y velarán, en todo momento, por la calidad, solidez y rigor del proceso de calificación y de revisión crediticias. Además, harán públicos los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia, y adoptarán las medidas necesarias para que la información que empleen a efectos de la asignación de una calificación crediticia sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables.

Por otro lado, revisarán sus calificaciones crediticias y sus métodos de manera permanente, al menos, una vez al año, o cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a sus calificaciones. Del mismo modo, establecerán mecanismos internos para controlar el impacto que tengan los cambios en las condiciones macroeconómicas y de los mercados financieros sobre las calificaciones crediticias.

Cuando una ACC califique instrumentos de financiación estructurada, velará para que las categorías de calificación que se atribuyan a estos instrumentos estén claramente diferenciadas de las categorías utilizadas para cualquier otro tipo de entidades, instrumentos u obligaciones.

Las ACC comunicarán a un registro central, establecido por el CERV, información acerca de sus resultados históricos, incluida la frecuencia de la transición de las calificaciones e información sobre calificaciones crediticias emitidas en el pasado y sobre los cambios de las mismas.

RÉGIMEN DE EQUIVALENCIA PARA  
ACC ESTABLECIDAS EN UN  
TERCER PAÍS

Este régimen permite que ciertas calificaciones crediticias emitidas por ACC establecidas en un tercer país puedan usarse a efectos regulatorios, siempre y cuando tales calificaciones hagan referencia a instrumentos financieros emitidos, o entidades establecidas, en el mismo país donde esté establecida la ACC. No obstante, para ello deberán cumplirse determinadas condiciones; entre otras, que la ACC haya verificado y demostrado que las actividades de calificación crediticia de la ACC del tercer país cumple unos requisitos, como mínimo, y a juicio de la Comisión Europea, tan rigurosos como los establecidos en este Reglamento, y que exista un acuerdo de cooperación apropiado entre las autoridades competentes de ambos países.

SUPERVISIÓN DE LAS ACC

Las ACC deberán ser supervisadas por las autoridades competentes del Estado miembro de origen en colaboración con las autoridades competentes de los demás Estados miembros<sup>59</sup>. En este sentido, los Estados miembros designarán las autoridades competentes para supervisar a las ACC antes del 7 de junio de 2010.

Se establece una serie de medidas de supervisión de las autoridades competentes, que, en caso de incumplimiento, pueden llevar a la prohibición temporal de emisión de calificaciones crediticias, e incluso a su baja registral. También se especifican las medidas de supervisión de las autoridades competentes distintas de la autoridad competente del Estado miembro de origen sobre una ACC establecida en su territorio.

Por otro lado, los Estados miembros podrán celebrar acuerdos de cooperación para el intercambio de información con las autoridades competentes de terceros países, siempre y cuando la información divulgada goce de una garantía de secreto profesional.

El Reglamento entró en vigor el 7 de diciembre.

---

**59.** Para facilitar el intercambio de información, tras recibir una solicitud de registro de una ACC, los Estados miembros deberán constituir «colegios» de autoridades competentes.

Reguladas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE del 27). Entró en vigor el 28 de octubre	
Objeto social	La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y la adquisición de otras participaciones.
Requisitos de inversión	En el activo del balance: al menos, el 80% del valor del activo en inmuebles urbanos destinados al arrendamiento, o en tenencia de los activos que configuran su actividad principal. En la cuenta de resultados: al menos el 80% de las rentas deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles o de las tenencias de activos de su objeto social principal.
Capital social	Capital mínimo de 15 millones de euros. La reserva legal no podrá exceder del 20% del capital social. Las acciones deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la UE o del EEE de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo.
Distribución de dividendos	a) Al menos el 90% de los beneficios obtenidos de los arrendamientos; b) al menos el 50% de los beneficios obtenidos de la transmisión de inmuebles y de acciones o participaciones que posean de otras entidades afectas a su objeto social principal, y c) el 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades que constituyen su objeto social.
<b>Fiscalidad:</b>	
De las SOCIMI	Tipo del 19% en el impuesto sobre sociedades. Si no se cumplen las condiciones establecidas, los beneficios tributarán al régimen general del impuesto sobre sociedades (actualmente, el tipo de gravamen es del 30%).
De los socios	<p>- <i>Dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas beneficiados del régimen fiscal especial:</i> para los contribuyentes del IRPF o del impuesto sobre la renta de no residentes sin establecimiento permanente, el dividendo percibido se considerará renta exenta. Si es contribuyente del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de no residentes con establecimiento permanente, la renta que se ha de integrar en la base imponible será el resultado de multiplicar por 100/81 el ingreso contabilizado correspondiente a los dividendos percibidos. Sobre dicha renta no será de aplicación la deducción para evitar la doble imposición.</p> <p>- <i>Dividendos distribuidos con cargo a las rentas obtenidas en la transmisión de participaciones:</i> las ganancias o pérdidas patrimoniales se determinarán conforme establecen los impuestos por los que tributan los contribuyentes, con las peculiaridades específicas detalladas en la norma.</p>

FUENTES: BOE y Banco de España.

**Instituciones de inversión colectiva: SOCIMI**

Se ha publicado la Ley 11/2009, de 26 de octubre (BOE del 27), por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). En el cuadro 5 se resumen las principales novedades de la norma.

Las SOCIMI son sociedades mercantiles<sup>60</sup> cuya actividad principal es: a) la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento<sup>61</sup>; b) la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sujetas al mismo régimen que las SOCIMI, y c) la tenencia de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Junto al objeto social principal, las SOCIMI podrán desarrollar otras actividades accesorias, siempre que el conjunto de sus rentas representen menos del 20% de las rentas de la sociedad en cada período impositivo.

**REQUISITOS DE INVERSIÓN**

Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, o en tenencia de activos (acciones o par-

**60.** Estas sociedades se regirán por lo dispuesto en esta Ley y, subsidiariamente, por lo establecido en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. **61.** Incluyendo viviendas, locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones.

ticipaciones) que configuran su actividad principal. Además, al menos el 80% de las rentas del período impositivo correspondientes a cada ejercicio deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de las acciones o participaciones de su objeto social principal.

Los bienes inmuebles que integren su activo deberán permanecer arrendados durante, al menos, tres años. Tratándose de bienes inmuebles que hayan sido promovidos por la SOCIMI, el plazo será de siete años. Además, para garantizar una adecuada diversificación de las inversiones inmobiliarias, deberán tener, al menos, tres inmuebles en su activo, sin que ninguno de ellos pueda representar más del 40% del activo de la entidad en el momento de la adquisición.

#### CAPITAL SOCIAL

Las SOCIMI tendrán un capital social mínimo de 15 millones de euros. La reserva legal no podrá exceder del 20% del capital social. Las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la UE o del EEE de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo. Esta misma obligación se exigirá a las participaciones representativas del capital de las entidades no residentes sometidas a un régimen similar que están en poder de las SOCIMI.

#### DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS

El beneficio obtenido en el ejercicio deberá distribuirse dentro de los seis meses posteriores a la conclusión de cada ejercicio, de la forma siguiente: a) al menos el 90% de los beneficios obtenidos de los arrendamientos, así como los beneficios que se correspondan con rentas procedentes de las actividades accesorias; b) al menos el 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y de acciones o participaciones que posean de otras entidades afectas a su objeto social principal. El resto deberá reinvertirse en otros inmuebles o en participaciones afectos al cumplimiento de dicho objeto en el plazo de los tres años posteriores a la fecha de transmisión. En su defecto, dichos beneficios deberán distribuirse en su totalidad conjuntamente con los beneficios, en su caso, que procedan del ejercicio en que finaliza el plazo de reinversión, y c) el 100% de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios distribuidos por las entidades que constituyen su objeto social.

#### FINANCIACIÓN AJENA

El saldo de la financiación ajena no podrá superar el 70% del activo de la entidad. En el cálculo de dicho límite no se incluirá la cuantía de la financiación que pueda obtenerse en virtud de lo establecido en la normativa del régimen de protección pública de la vivienda.

#### OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

En la memoria de las cuentas anuales, las SOCIMI que hayan optado por la aplicación del régimen fiscal especial crearán un apartado con la denominación «Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI, Ley 11/2009», en el que se incluirá una exhaustiva información detallada en la norma, como la aplicación de los beneficios aplicados a reservas, la distribución de dividendos con cargo a beneficios, diferenciando la parte que procede, en su caso, de rentas gravadas al tipo general de gravamen, etc.

#### RÉGIMEN FISCAL ESPECIAL

Las SOCIMI podrán optar por la aplicación de un régimen fiscal especial regulado en esta Ley, el cual también será de aplicación a sus socios, siempre que se cumplan ciertos requisitos; en especial, los que se refieren a inversión, a distribución de dividendos y a obligaciones de información, comentados anteriormente<sup>62</sup>.

---

**62.** Se establece un régimen fiscal con unos efectos económicos similares a los existentes en el tradicional régimen de REITS (*Real Estate Investment Trusts*) en otros países, basados en una ausencia de tributación en la sociedad y en la tributación efectiva en sede del socio.

El régimen fiscal especial de las SOCIMI se construye sobre la base de una tributación a un tipo del 19%<sup>63</sup> en el impuesto sobre sociedades. No obstante, si los beneficios proceden de transmisión de inmuebles o de participaciones en las que se haya incumplido el requisito de permanencia, o si el adquirente es una entidad vinculada que forma parte del mismo grupo que la SOCIMI, o en el caso de alquileres de dichos inmuebles cuando el arrendatario sea una entidad que forme parte del mismo grupo, tributarán al régimen general del impuesto sobre sociedades (cuyo tipo de gravamen actual es del 30%).

Asimismo, estará exento el 20% de las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas, siempre que más del 50% del activo de la SOCIMI esté formado por viviendas.

Los dividendos distribuidos por la sociedad no estarán sometidos a retención o ingreso a cuenta, cualquiera que sea la naturaleza del socio que perciba los dividendos.

En cuanto al régimen fiscal especial de los socios, la norma distingue varios supuestos:

En cuanto a los dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas de ejercicios en los que haya sido de aplicación el régimen fiscal especial, si el perceptor es un contribuyente del IRPF o del impuesto sobre la renta de no residentes sin establecimiento permanente, el dividendo percibido se considerará renta exenta de dicho impuesto. Si es contribuyente del impuesto sobre sociedades o del impuesto sobre la renta de no residentes con establecimiento permanente, la renta que se ha de integrar en la base imponible será el resultado de multiplicar por 100/81<sup>64</sup> el ingreso contabilizado correspondiente a los dividendos percibidos. Sobre dicha renta no será de aplicación la deducción establecida para evitar la doble imposición. En este caso, de la cuota íntegra podrá deducirse el 19%<sup>65</sup> (o el tipo de gravamen del sujeto pasivo, de ser inferior) de la renta integrada en la base imponible.

Los dividendos distribuidos con cargo a las rentas obtenidas en la transmisión de las participaciones en el capital de las SOCIMI recibirán el siguiente tratamiento: las ganancias o pérdidas patrimoniales se determinarán conforme establecen los impuestos por los que tributan los contribuyentes, con las peculiaridades específicas detalladas en la norma.

La pérdida del régimen fiscal especial, pasando en consecuencia a tributar por el régimen general del impuesto sobre sociedades, se produce en determinadas circunstancias, como la exclusión de negociación en mercados regulados, el incumplimiento sustancial de las obligaciones de información, o la falta de acuerdo de distribución y pago, total o parcial, de los dividendos en los términos y plazos establecidos.

Por último, se establecen unas reglas especiales de entrada y salida de sociedades de este régimen especial, con el objeto de garantizar una adecuada tributación de las rentas que se generan, especialmente en la transmisión de inmuebles que han pertenecido a la sociedad tanto en períodos impositivos en que ha tributado en este régimen especial como en períodos impositivos en que ha tributado en otro régimen fiscal.

La Ley entró en vigor el 28 de octubre, siendo de aplicación a los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2010.

---

**63.** Inicialmente fue del 18%, pero fue modificado por la Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010, que lo aumentó al 19%. **64.** Inicialmente fue del 100/82, pero fue modificado por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010, que lo aumentó a 100/81. **65.** Véase nota 63.

**Sistemas de indemnización de los inversores: modificación de la normativa**

Se ha publicado el *Real Decreto 1819/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 28), que modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto<sup>66</sup>, sobre sistemas de indemnización de los inversores, para realizar una adaptación puntual en su normativa, derivada del incremento de los importes garantizados de 20.000 euros a 100.000 euros por titular y entidad, introducido por el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre.

Como consecuencia de ese incremento, se vieron alteradas sustancialmente las aportaciones anuales que deben hacer las entidades adheridas al Fondo de Garantía de Inversiones, dado que, a la hora de fijar esas aportaciones, la letra c) del artículo 8.2 del citado Real Decreto 948/2001 empleaba como elemento de cálculo un porcentaje sobre el importe garantizado<sup>67</sup>. Ahora, la novedad consiste en modificar el apartado c) del artículo 8.2, de forma que el cálculo sea el resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por la garantía por tres euros.

El nuevo importe establecido se aplicará a los presupuestos que se aprueben a partir de la entrada en vigor del Real Decreto, que fue el 29 de noviembre. Asimismo, la sociedad gestora podrá realizar los ajustes técnicos necesarios para recalcular las aportaciones, considerando los importes garantizados durante el ejercicio 2008.

**Mercado de valores: comunicación de información relevante**

Se ha publicado la *Circular 4/2009 de la CNMV, de 4 de noviembre* (BOE del 12), sobre comunicación de información relevante que los emisores de valores deben difundir al mercado y a la CNMV. Esta Circular, de conformidad con la habilitación otorgada a la CNMV por la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio<sup>68</sup>, concreta el modo de efectuar tales comunicaciones a la CNMV.

La Circular establece un canal de comunicación directo entre los emisores y la CNMV, a través de la nueva figura del *interlocutor*. Además, incluye como anexo una lista indicativa de supuestos<sup>69</sup> que se consideran información relevante, con la intención de facilitar su identificación y posterior valoración por parte de los emisores. Para su utilización habrán de tenerse en cuenta los tipos de instrumentos financieros emitidos por cada emisor, distinguiendo, entre otras cuestiones, si se trata de valores de renta fija o variable.

Se detallan el contenido y los criterios para la cumplimentación de las comunicaciones. Así, por ejemplo, cuando se incorporen varias informaciones relevantes, se dará prioridad en el resumen a aquella que destaque sobre las demás por su probable impacto en el mercado. En caso de que la comunicación tuviera que ser rectificada, se realizará una nueva comunicación, en la que se identificarán con claridad la comunicación original que se rectifica y en qué aspectos lo hace, no suponiendo en ningún caso la sustitución de la comunicación original por la nueva.

---

**66.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín Económico*, octubre de 2001, Banco de España, pp. 101-105. **67.** El artículo 8.2 del Real Decreto 948/2001 (modificado por la Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social) fija las aportaciones anuales que las entidades adheridas deben realizar, que será un importe equivalente a la suma de las siguientes cantidades: a) un importe fijo, que se corresponde con la siguiente escala: 20.000 euros para las empresas de servicios de inversión cuyos ingresos brutos por comisiones sean inferiores a 5 millones de euros; 30.000 si se encuentran entre 5 y 20 millones de euros, y 40.000 cuando sean superiores a 20 millones de euros; b) el 2% del dinero, más el 0,05% del valor efectivo de los valores e instrumentos financieros en ellas depositados o gestionados, correspondientes a clientes cubiertos por la garantía, y c) el resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por la garantía por el 0,15% del importe mínimo garantizado. **68.** La Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio, estableció, entre otros aspectos, las normas generales de identificación de información relevante, los sujetos obligados, el contenido de las mismas y los criterios para la cumplimentación de las comunicaciones. **69.** Algunos de los supuestos que pueden considerarse información relevante son, entre otros: los acuerdos estratégicos; las transformaciones, fusiones o escisiones; la solicitud de concurso de acreedores; la oferta pública de adquisición de valores; los pactos parasociales o que supongan cambios en el control, y las adquisiciones o ventas de participaciones en otras empresas.

Finalmente, las comunicaciones de información relevante y las personas designadas para actuar como interlocutores autorizados serán remitidas por los emisores de valores admitidos a negociación a la CNMV por vía telemática<sup>70</sup>.

La Circular entró en vigor 2 de diciembre.

**Servicios de inversión:  
informe anual del auditor  
sobre protección de  
activos de clientes**

Se ha publicado la *Circular 5/2009, de 25 de noviembre, de la CNMV* (BOE del 8 de diciembre), que regula el informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes (en adelante, IAAPAC)<sup>71</sup>, de conformidad con lo que establece el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión (en lo sucesivo, ESI y entidades asimiladas)<sup>72</sup>.

La Circular fija el contenido y los criterios que deben seguir los auditores externos en la elaboración del IAAPAC. En particular, especifica el ámbito de actuación de estos profesionales, identificando las áreas de revisión que les son de aplicación. El alcance de su revisión se determinará en función del tamaño y escala de actividades de las ESI y entidades asimiladas, atendiendo a criterios de proporcionalidad, para lo cual deberán utilizar, en la mayoría de los casos, técnicas estadísticas de selección muestral que les permitan razonablemente fundamentar su opinión. La metodología empleada deberá estar a disposición de la CNMV. En el caso de entidades de crédito, la opinión del auditor se referirá, exclusivamente, a la adecuación de los sistemas y controles establecidos por estas para cumplir con las reglas referidas a la custodia y administración de los instrumentos financieros.

Además, la norma incorpora varios anejos: en el *anejo I* se define la estructura del IAAPAC, que consta de un cuerpo principal de opinión y de cuatro secciones. En el primero se incluirá la opinión del auditor sobre la existencia y adecuación de los sistemas y controles implantados por las ESI y entidades asimiladas para cumplir con las normas sobre protección de activos. En las secciones primera y segunda, deberá resumir, respectivamente, las pruebas realizadas sobre los instrumentos financieros y los fondos de los clientes; en la tercera, deberá señalar las debilidades significativas y excepciones identificadas, así como las limitaciones al alcance producidas, y en la cuarta, deberá incluir las recomendaciones puestas de manifiesto por el auditor. En los *anejos II* y *III* se especifican las áreas que el auditor externo deberá revisar para comprobar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa en relación con la protección de los instrumentos financieros y fondos de los clientes, respectivamente<sup>73</sup>.

Por último, el auditor deberá remitirlo a la CNMV en los cinco primeros meses del ejercicio mediante transmisión telemática. Para el primer IAAPAC, que corresponde al 31 de diciembre de 2009, se amplía el plazo de cierre hasta el 30 de abril, y se retrasa su remisión hasta el 30 de junio.

La Circular entró en vigor el 9 de diciembre.

---

**70.** Solo podrán presentarse por otras vías de forma excepcional o cuando se realizan por personas físicas o jurídicas distintas de los emisores. **71.** El IAAPAC recoge la opinión de un auditor externo sobre la adecuación de los procedimientos y sistemas de control implantados por las ESI y entidades asimiladas en relación con la custodia de los instrumentos financieros y de los depósitos de fondos de los clientes. **72.** Las entidades que pueden prestar servicios de inversión son: las ESI, las entidades de crédito y las SGIIC. Dentro de las ESI se incluyen las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero. **73.** Cuando se trate de entidades de crédito, la opinión del auditor se referirá exclusivamente a la adecuación de los sistemas y controles establecidos por estas para cumplir con las reglas referidas a la custodia y administración de los instrumentos financieros, por lo que solo les serán de aplicación las áreas de revisión incluidas en el anexo II.

**Control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de las sociedades de inversión**

Se ha publicado la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la CNMV (BOE del 21), sobre el control interno de las SGIIC y de las sociedades de inversión<sup>74</sup>.

La Circular realiza un desarrollo de los requisitos organizativos y obligaciones de control interno que la normativa exige tanto a las SGIIC como a las sociedades de inversión autogestionadas (en adelante, las sociedades), en el desarrollo de la actividad de gestión de IIC, en línea con lo establecido en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre<sup>75</sup>, de IIC, y en su Reglamento, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre<sup>76</sup>.

Se aborda la responsabilidad del consejo de administración de las sociedades en la implantación y mantenimiento de unos procedimientos y políticas de control interno y de una estructura y organización interna que garanticen el correcto funcionamiento de las funciones de gestión de riesgos. Asimismo, se concreta el contenido de los manuales de políticas y procedimientos de control interno de estas sociedades.

Por otro lado, se exigen la creación y el mantenimiento de tres unidades de control interno, que funcionen de manera independiente: una dedicada a gestión de riesgos<sup>77</sup>, otra a cumplimiento normativo<sup>78</sup>, y una tercera a auditoría interna<sup>79</sup>. Además, se establecen de manera exhaustiva los requisitos de organización interna, las funciones que deben llevar a cabo cada una de las citadas unidades, y los requisitos a los que debe someterse, en su caso, la delegación de sus respectivas funciones.

La Circular prevé que, cuando las sociedades de inversión encomiendan la gestión de sus activos a alguna de las entidades habilitadas para la prestación del servicio de inversión consistente en la gestión individualizada de carteras (entre ellas las entidades de crédito), los requisitos de control interno serán los establecidos en su normativa específica.

Adicionalmente, prevé que la CNMV pueda exigir a las sociedades la subsanación de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, así como la dotación de los medios adecuados para el ejercicio de sus actividades.

Finalmente, se incluye una norma final, que establece de plazo hasta el 31 de diciembre de 2010 para que las sociedades adapten sus sistemas de control a los requisitos exigidos por la Circular, así como una norma derogatoria de la actual<sup>80</sup>.

La Circular entró en vigor el 22 de diciembre.

**Presupuestos Generales del Estado para el año 2010**

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la Ley 26/2009, de 23 de diciembre (BOE del 24), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

---

**74.** Se refiere a las sociedades de inversión que no hayan encomendado su gestión, administración y representación a una SGIIC. **75.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85. **76.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129. **77.** Debe garantizar una adecuada gestión de los compromisos contraídos en el ejercicio de la actividad de las IIC gestionadas y de los riesgos derivados de los activos que integran sus inversiones, así como de los riesgos asociados a las actividades de la propia SGIIC o, en su caso, de la sociedad de inversión. **78.** Debe garantizar el desarrollo de la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia con respecto a las áreas o unidades que desarrollen las actividades sobre las que gire el ejercicio de aquella función. **79.** Debe apoyar al consejo de administración de la SGIIC o de la sociedad de inversión en su responsabilidad de supervisión de los sistemas y procedimientos de gestión de riesgos y de cumplimiento normativo y gobierno corporativo. **80.** Concretamente, se derogan la norma sexta y el anexo 3 de la Circular 3/1997, de 29 de julio, y la norma undécima de la Circular 4/1997, de 26 de noviembre, ambas de la CNMV.

Se introduce una modificación puntual de la Ley 13/1994, de 1 de junio<sup>81</sup>, de Autonomía del Banco de España, en lo que se refiere al régimen jurídico aplicable a las garantías constituidas a favor del Banco de España, del BCE o de otros BCN de la UE, en el ejercicio de sus funciones de política monetaria.

En concreto, en lo que respecta a las garantías constituidas por activos negociables en un mercado organizado, su ejecución se hacía a través del organismo rector correspondiente, o, en su caso, mediante subasta organizada por el Banco de España. La novedad que ahora se incorpora es que la ejecución también podrá realizarse mediante su apropiación por el Banco de España, el BCE o el BCN de la UE que corresponda del objeto sobre el que se constituyó la garantía y compensación de su valor o aplicación de su valor al cumplimiento de las obligaciones garantizadas, siempre y cuando se hubiera pactado con la entidad que aporta los activos de garantía, y se hubiera previsto entre las partes las modalidades de valoración de los mismos.

Se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2010, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 78.136 millones de euros (50.247 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior), permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

En lo relativo a los avales del Estado, merece especial mención la autorización de avales públicos para garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial, para lo cual se establece una cuantía de 3 mm de euros (que es la misma cantidad que la fijada en el presupuesto anterior).

Por lo que se refiere al IRPF, a partir de 2010 se suprime la deducción de 400 euros por obtención de rendimientos del trabajo o de actividades económicas superiores a 12.000 euros anuales. Por debajo de esa cantidad se establece la siguiente escala: a) cuando la base imponible sea igual o inferior a 8.000 euros anuales, se mantiene dicha deducción; b) cuando la base imponible esté comprendida entre 8.001 y 12.000 euros anuales, la deducción se obtiene restando a 400 euros el resultado de multiplicar por 0,1 la diferencia entre la base imponible y 8.000 euros anuales.

Además, la base liquidable del ahorro, en la parte que no corresponda con el mínimo personal y familiar, se gravará al 19% hasta 6.000 euros de base liquidable, y al 21% desde 6.000 euros en adelante (anteriormente, el tipo de gravamen estaba establecido en el 18% para cualquier importe de la base). De igual modo, cabe reseñar el incremento del porcentaje de retención y de ingresos a cuenta de determinados rendimientos; en especial, de los derivados del capital mobiliario, que pasa del 18% al 19%.

Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF, regulada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre. La primera establece para el año 2009 una compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que la hubiesen adquirido con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la deducción

---

<sup>81</sup> Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 86-92.

resultante de la aplicación de la anterior normativa de IRPF (recogida en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo<sup>82</sup>), que estuvo vigente hasta finales de 2006, y la que se obtendría con la Ley 35/2006<sup>83</sup>.

La segunda compensación fiscal afectará a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2009. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006 se les aplicará una reducción del 40%, al igual que se hacía con la anterior Ley del IRPF. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006, al que se aplicará una reducción del 40% o del 75%, tal como estaba previsto en la anterior Ley del IRPF.

Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 1% (antes era al 2%).

Por lo que se refiere al impuesto de sociedades, una de las principales novedades es la reducción del tipo de gravamen aplicable a las pymes por mantenimiento o creación de empleo. Concretamente, para cada uno de los períodos impositivos 2009, 2010 y 2011, los contribuyentes que ejerzan actividades económicas cuyo importe neto de la cifra de negocios para el conjunto de ellas sea inferior a 5 millones de euros y tengan una plantilla media inferior a 25 empleados, tributarán al 20% por la parte de la base imponible hasta 120.202,41 euros, y al 25% por la base restante<sup>84</sup>.

Esta medida se extiende en el IRPF a los empresarios y profesionales individuales que cumplen los mismos requisitos, ya que podrán reducir en un 20% el rendimiento neto positivo declarado, si mantienen o crean empleo.

En la imposición indirecta cabe destacar la elevación de los tipos impositivos general y reducido del IVA, que pasan del 16% y 7% al 18% y 8%, respectivamente, que se comenzará a aplicar a partir del segundo semestre de 2010. En materia de tributos locales, se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 1%.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora. El primero se mantiene en el 4% y el segundo se reduce del 7% al 5%.

**Plan General de Contabilidad: modificación de su normativa**

La reforma de la normativa contable española, dentro del proceso de convergencia con las NIIF-UE<sup>85</sup>, calificó el capital de las sociedades cooperativas (integrado por las aportaciones de los socios) como un pasivo si su consejo rector carece del derecho incondicional de impedir su reembolso. Por su parte, con el fin de realizar los ajustes necesarios en la legislación estatal y autonómica sobre las cooperativas en relación con las competencias de sus consejos rectores, se estableció un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 2009 para poder seguir aplicando los criterios de delimitación entre fondos propios y fondos ajenos, recogidos

**82.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95. **83.** Durante 2009 se puede deducir, en términos generales, el 15% de las cantidades satisfechas por la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con un máximo de 9.015,18 euros anuales. Mientras que en 2006, aunque se establecía la misma deducción en términos generales, cuando la adquisición se hacía con financiación ajena, en los dos años siguientes a la adquisición la deducción era del 25% sobre los primeros 4.507,59 euros y del 15% sobre el exceso hasta 9.015,18 euros. Con posterioridad, los porcentajes anteriores eran del 20% y del 15 %, respectivamente. **84.** Siendo el tipo general del 30%. **85.** Las normas internacionales de información financiera adoptadas por la UE.

en la Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas.

Dado que hasta la fecha no se han realizado estos ajustes, el *Real Decreto 2003/2009, de 23 de diciembre* (BOE del 29), modifica el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el PGC, que amplía, de forma excepcional, hasta el 31 de diciembre de 2010 la vigencia de los criterios por los que se establece la delimitación entre fondos propios y fondos ajenos.

La norma entró en vigor el 1 de enero.

15.1.2010.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es/webbde/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/webbde/es/estadis/caldif.html>).

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 E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD	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).

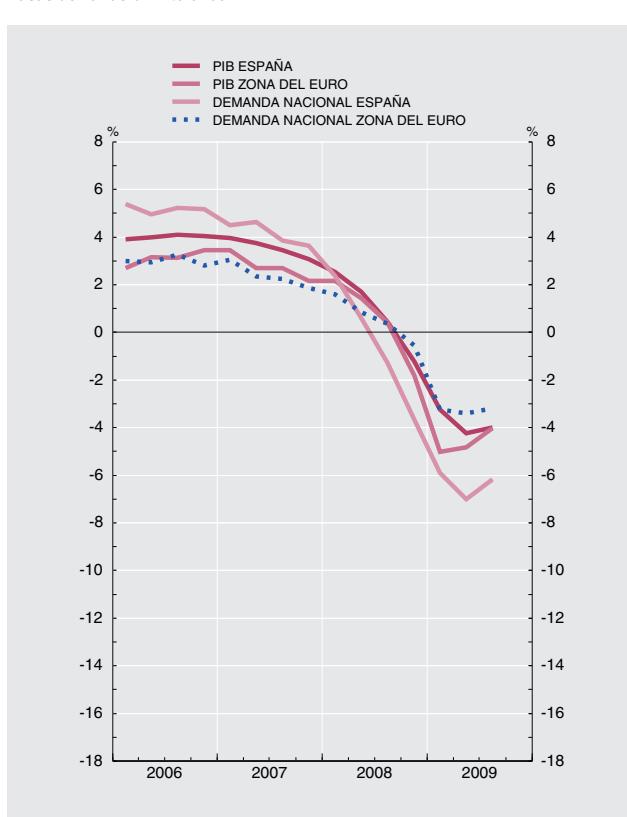
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

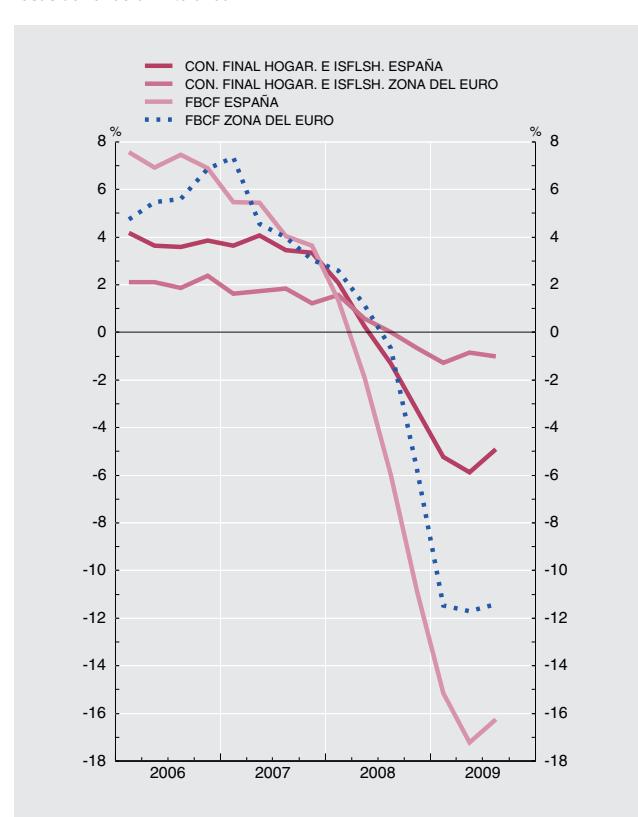
Tasas de variación interanual

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	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
06	P	4,0	3,1	3,8	2,1	4,6	2,1	7,2	5,7	5,2	3,0	6,7	8,7	10,2	8,7	984	8 559	
07	P	3,6	2,8	3,6	1,6	5,5	2,3	4,6	4,7	4,2	2,4	6,6	6,3	8,0	5,5	1 053	9 006	
08	P	0,9	0,5	-0,6	0,4	5,4	2,0	-4,4	-0,7	-0,5	0,6	-1,0	0,9	-4,9	0,9	1 089	9 260	
06	/V	P	4,0	3,5	3,9	2,4	4,7	2,5	6,9	6,9	5,2	3,5	8,3	9,7	11,4	8,2	253	2 181
07	/	P	4,0	3,4	3,7	1,6	5,4	2,3	5,5	7,4	4,5	3,4	7,8	7,5	8,8	6,6	257	2 219
	II	P	3,8	2,7	4,1	1,7	5,9	2,4	5,4	4,6	4,6	2,7	6,3	6,5	8,7	5,7	262	2 241
	III	P	3,5	2,7	3,5	1,9	5,7	2,4	4,0	4,0	3,8	2,7	8,8	7,2	9,0	6,2	265	2 264
	/V	P	3,1	2,2	3,3	1,2	5,1	2,0	3,7	3,1	3,6	2,2	3,8	4,2	5,5	3,5	269	2 282
08	/	P	2,5	2,2	2,1	1,6	4,6	1,6	1,3	2,6	2,4	2,2	3,9	5,5	3,1	4,2	272	2 314
	II	P	1,7	1,4	0,2	0,6	5,1	2,1	-1,9	1,1	0,6	1,4	2,4	3,8	-1,3	2,5	274	2 326
	III	P	0,4	0,4	-1,3	0,0	5,8	2,1	-6,0	-0,6	-1,3	0,4	-2,9	1,0	-7,6	0,9	273	2 325
	/V	P	-1,2	-1,8	-3,3	-0,7	6,3	2,4	-10,9	-5,8	-3,7	-1,8	-7,1	-6,9	-13,5	-4,0	270	2 295
09	/	P	-3,2	-5,0	-5,2	-1,3	6,4	2,5	-15,1	-11,5	-5,9	-5,0	-16,9	-16,6	-22,6	-12,8	267	2 240
	II	P	-4,2	-4,8	-5,9	-0,9	5,2	2,5	-17,2	-11,7	-7,0	-4,8	-15,1	-17,2	-22,0	-14,3	263	2 238
	III	P	-4,0	-4,0	-4,9	-1,0	4,9	2,5	-16,2	-11,4	-6,2	-4,0	-11,1	-13,5	-17,0	-11,8	261	2 252

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

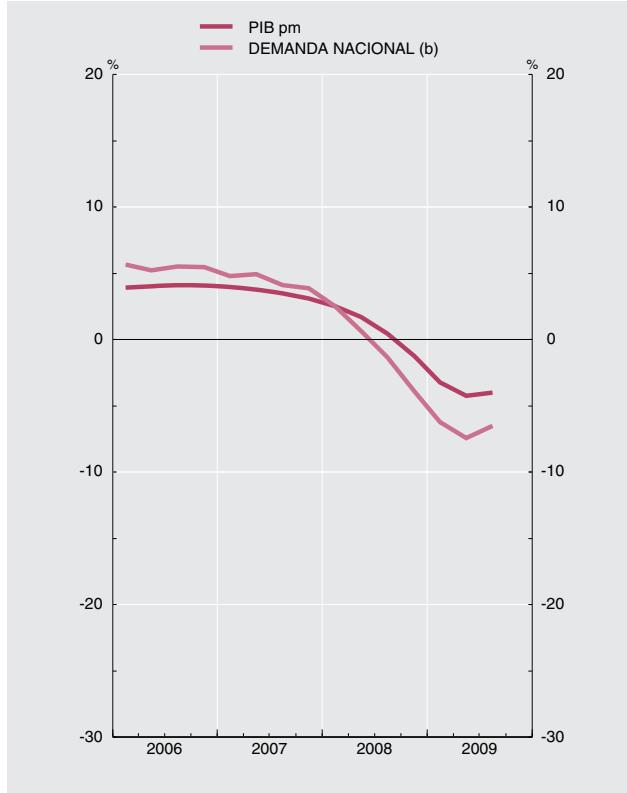
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

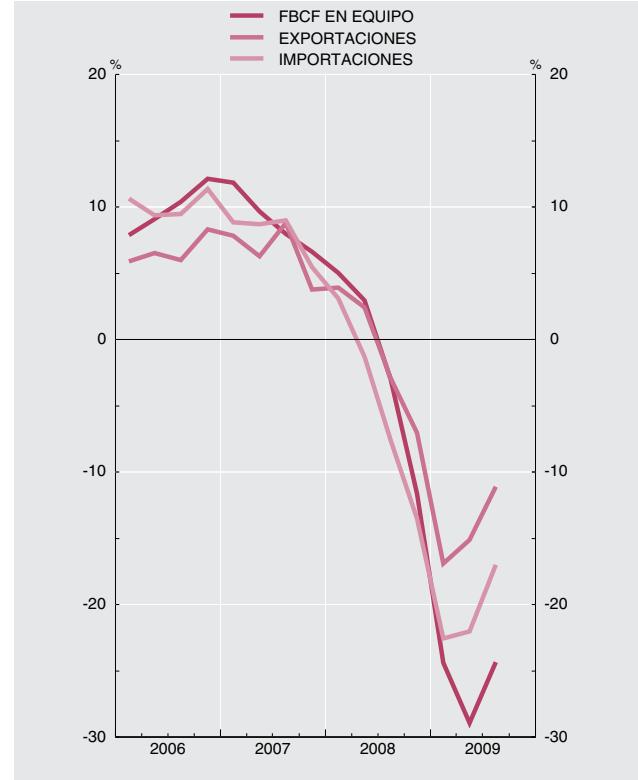
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
	Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos			Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demandada nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06	P	7,2	9,9	6,0	7,5	0,4	6,7	6,6	1,6	12,3	10,2	10,2	5,9	11,5	5,5	4,0
07	P	4,6	9,0	3,2	3,6	-0,1	6,6	7,4	-0,7	10,7	8,0	7,7	7,2	9,5	4,4	3,6
08	P	-4,4	-1,8	-5,5	-4,3	0,1	-1,0	-1,7	-4,3	4,8	-4,9	-5,6	-6,3	-1,3	-0,5	0,9
06 /V	P	6,9	12,1	5,1	5,6	0,4	8,3	7,3	0,1	21,3	11,4	10,7	7,0	15,7	5,5	4,0
07 /	P	5,5	11,8	3,7	2,6	0,0	7,8	9,0	1,0	9,9	8,8	9,0	11,4	7,7	4,8	4,0
//	P	5,4	9,7	4,1	4,0	-0,1	6,3	7,9	-2,7	8,4	8,7	8,7	8,0	8,7	4,9	3,8
///	P	4,0	8,0	2,8	2,9	-0,1	8,8	8,1	-1,2	21,9	9,0	8,0	6,6	14,6	4,1	3,5
/V	P	3,7	6,6	2,1	5,0	-0,1	3,8	4,7	0,2	3,4	5,5	5,2	3,1	7,3	3,9	3,1
08 /	P	1,3	5,0	-0,5	2,4	0,1	3,9	3,3	1,0	9,0	3,1	2,7	2,8	5,1	2,5	2,5
//	P	-1,9	2,9	-4,1	-1,2	0,2	2,4	1,5	-3,0	11,1	-1,3	-1,2	-3,2	-1,2	0,6	1,7
///	P	-6,0	-3,0	-7,2	-6,1	0,2	-2,9	-2,0	-4,9	-4,7	-7,6	-8,6	-11,4	-2,6	-1,4	0,4
/V	P	-10,9	-11,6	-10,2	-11,8	0,1	-7,1	-9,4	-10,3	4,9	-13,5	-15,1	-13,1	-6,2	-3,9	-1,2
09 /	P	-15,1	-24,4	-11,3	-14,2	0,1	-16,9	-20,2	-14,4	-6,3	-22,6	-25,0	-19,8	-11,7	-6,2	-3,2
//	P	-17,2	-28,9	-11,8	-17,5	-0,0	-15,1	-17,1	-9,5	-12,2	-22,0	-24,1	-12,8	-14,1	-7,4	-4,2
///	P	-16,2	-24,3	-11,5	-19,9	-0,0	-11,1	-10,2	-9,5	-15,7	-17,0	-17,6	-12,4	-15,2	-6,5	-4,0

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



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



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

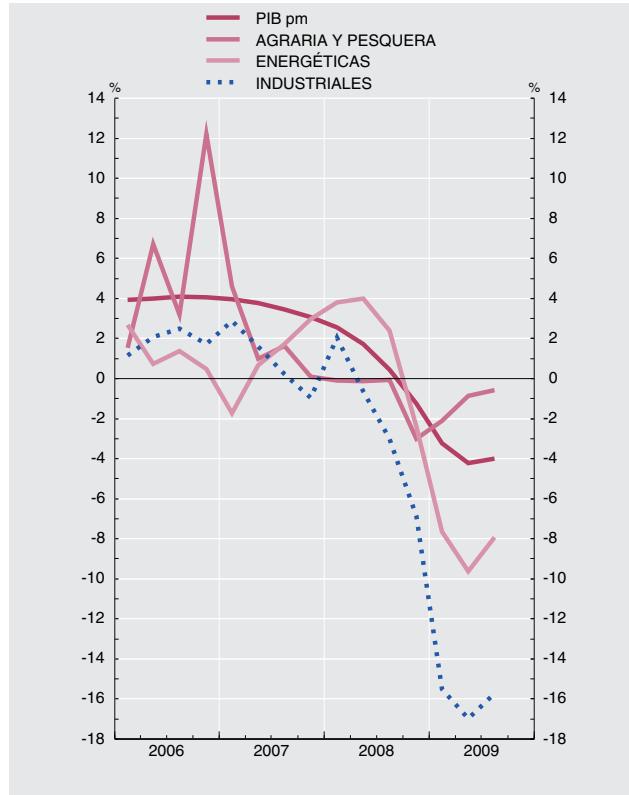
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

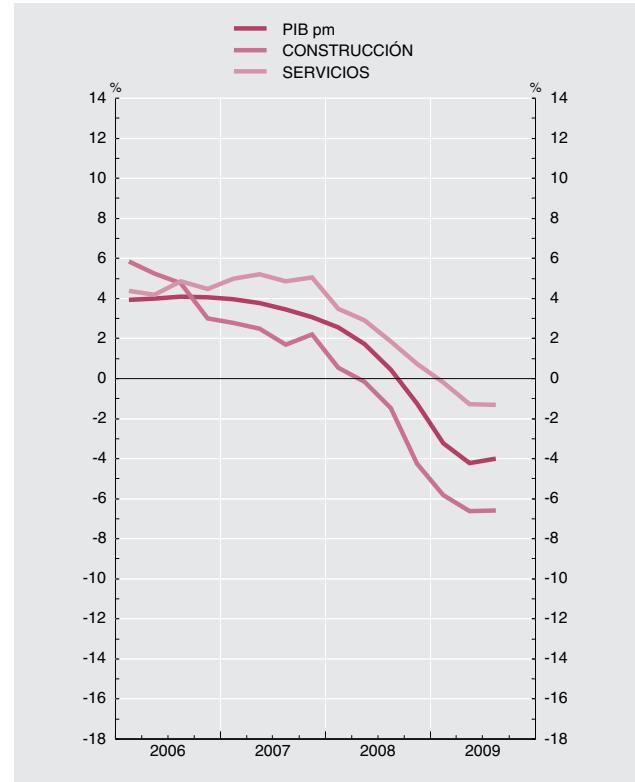
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			Tasas de variación interanual		
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
06	P	4,0	5,8	1,3	1,9	4,7	4,5	4,6	4,0	4,2	6,9	2,8
07	P	3,6	1,8	0,9	0,9	2,3	5,0	5,1	4,8	2,8	3,3	-1,6
08	P	0,9	-0,8	1,9	-2,1	-1,3	2,2	1,6	4,4	-1,4	-1,0	-0,5
06 /V	P	4,0	12,2	0,5	1,7	3,0	4,5	4,5	4,3	3,8	5,5	5,2
07 /	P	4,0	4,6	-1,7	2,9	2,8	5,0	5,1	4,6	3,5	2,2	-0,2
//	P	3,8	1,0	0,7	1,6	2,5	5,2	5,3	4,7	2,9	2,7	-1,4
/II	P	3,5	1,6	1,7	0,2	1,7	4,9	4,9	4,7	2,9	4,3	1,4
/V	P	3,1	0,1	3,0	-1,0	2,2	5,0	5,0	5,1	1,9	3,9	-6,0
08 /	P	2,5	-0,1	3,8	2,1	0,5	3,5	3,2	4,5	0,5	4,6	-0,6
//	P	1,7	-0,1	4,0	-0,7	-0,2	2,9	2,3	5,1	-0,4	1,6	-0,5
/II	P	0,4	-0,1	2,4	-3,0	-1,5	1,8	1,2	4,3	-2,0	-3,9	-1,4
/V	P	-1,2	-3,0	-2,4	-6,9	-4,3	0,7	-0,1	3,6	-3,5	-6,2	0,4
09 /	P	-3,2	-2,1	-7,6	-15,5	-5,8	-0,2	-1,0	2,9	-3,7	-9,7	2,1
//	P	-4,2	-0,9	-9,6	-17,0	-6,6	-1,3	-2,5	3,2	-4,9	-10,4	1,6
/II	P	-4,0	-0,6	-7,9	-15,7	-6,6	-1,3	-2,4	2,6	-4,6	-12,8	1,1

**PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD**  
Tasas de variación interanual



**PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD**  
Tasas de variación interanual



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

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

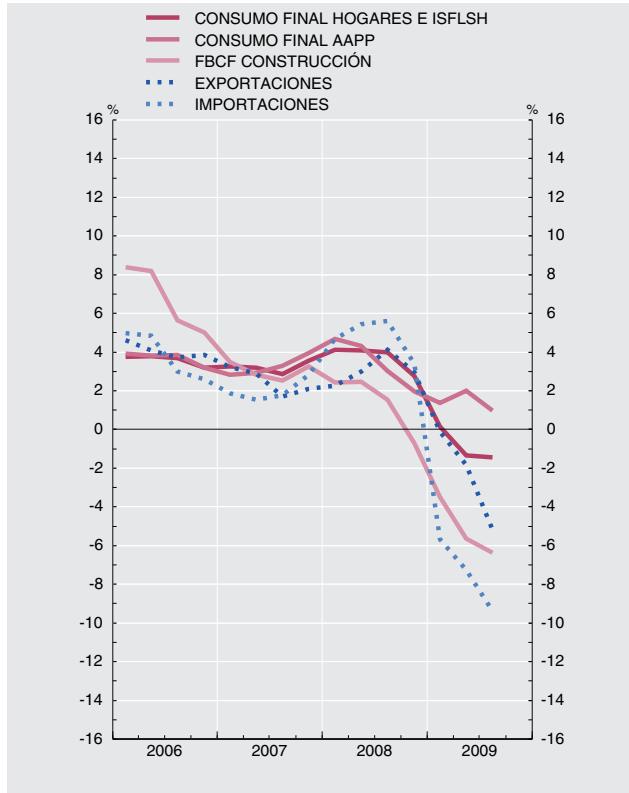
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

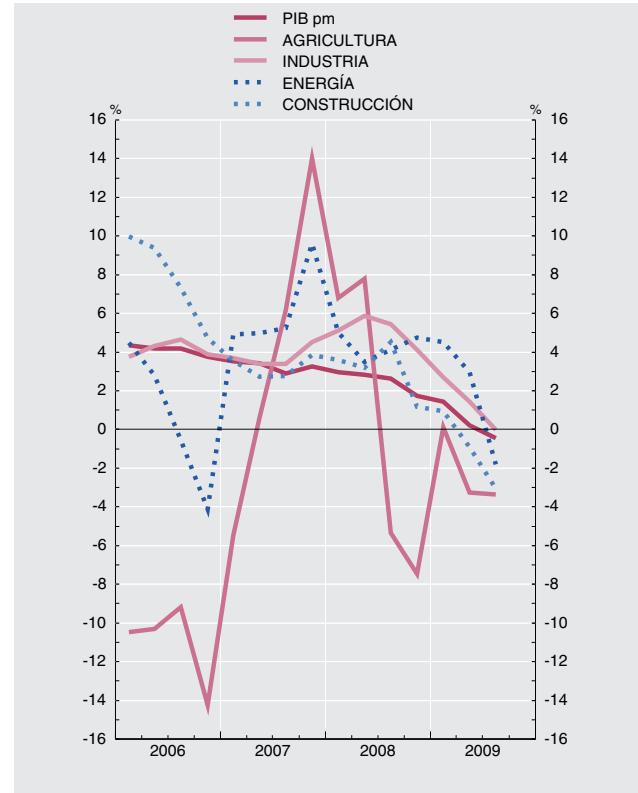
Tasas de variación interanual

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

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

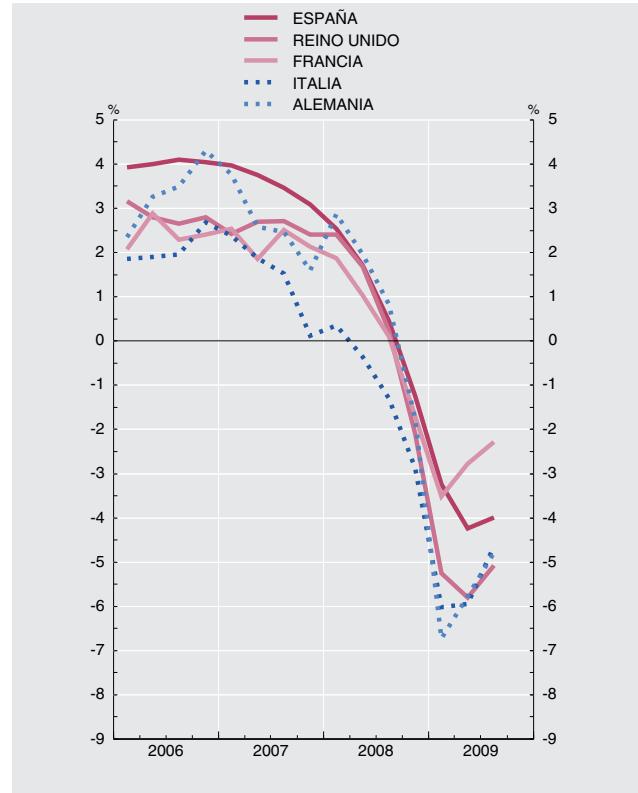
■ Serie representada gráficamente.

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

### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



### PRODUCTO INTERIOR BRUTO Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

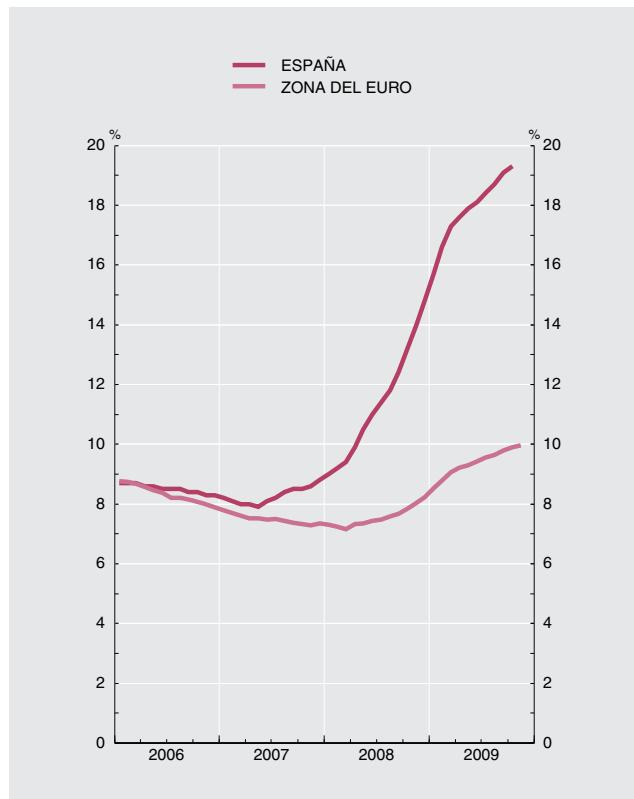
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

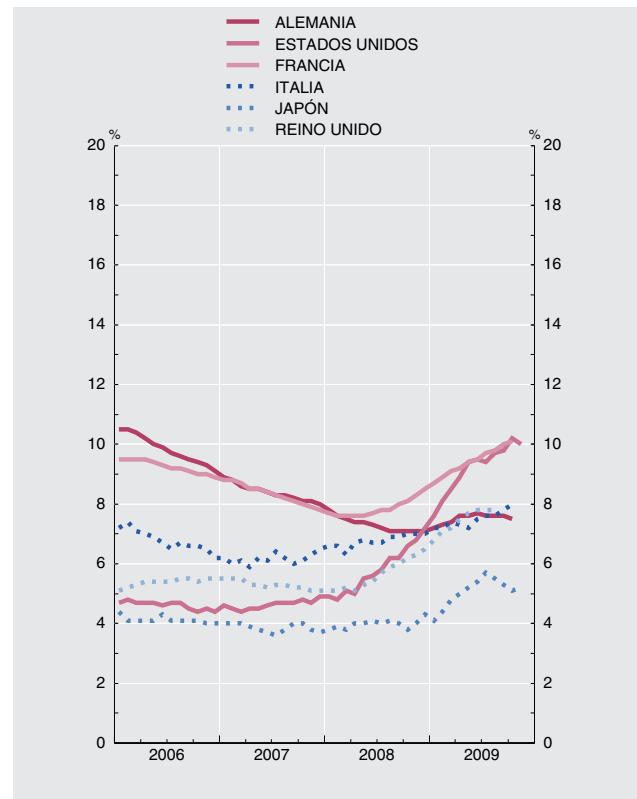
■ Serie representada gráficamente.

	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	9,3	6,8	4,1	5,4	
07	5,7	7,1	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,9	5,3	
08	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,9	6,8	4,0	5,7	
08 Jun	6,0	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,7	4,1	5,4	
Jul	6,1	7,0	7,5	7,2	11,4	5,8	7,8	6,7	4,0	5,7	
Ago	6,3	7,0	7,6	7,1	11,8	6,2	7,8	6,9	4,1	5,9	
Sep	6,3	7,1	7,7	7,1	12,4	6,2	8,0	6,9	4,0	6,0	
Oct	6,5	7,3	7,8	7,1	13,2	6,6	8,1	7,0	3,8	6,2	
Nov	6,7	7,5	8,0	7,1	14,0	6,8	8,3	7,0	4,0	6,3	
Dic	6,9	7,6	8,2	7,1	14,8	7,2	8,5	7,0	4,3	6,5	
09 Ene	7,2	8,0	8,5	7,2	15,7	7,6	8,7	7,2	4,1	6,8	
Feb	7,6	8,2	8,8	7,3	16,6	8,1	8,9	7,2	4,4	7,1	
Mar	7,9	8,5	9,1	7,4	17,3	8,5	9,1	7,4	4,8	7,2	
Abr	8,1	8,7	9,2	7,6	17,6	8,9	9,2	7,3	5,0	7,5	
May	8,4	8,8	9,3	7,6	17,9	9,4	9,4	7,2	5,2	7,7	
Jun	8,5	8,9	9,4	7,7	18,1	9,5	9,5	7,5	5,4	7,8	
Jul	8,5	9,0	9,5	7,6	18,4	9,4	9,7	7,6	5,7	7,8	
Ago	8,6	9,1	9,6	7,6	18,7	9,7	9,8	7,6	5,5	7,8	
Sep	8,7	9,2	9,8	7,6	19,1	9,8	10,0	7,8	5,3	...	
Oct	8,8	9,3	9,9	7,5	19,3	10,2	10,1	8,0	5,1	...	
Nov	...	...	10,0	...	...	10,0	...	...	5,2	...	

### TASAS DE PARO



### TASAS DE PARO



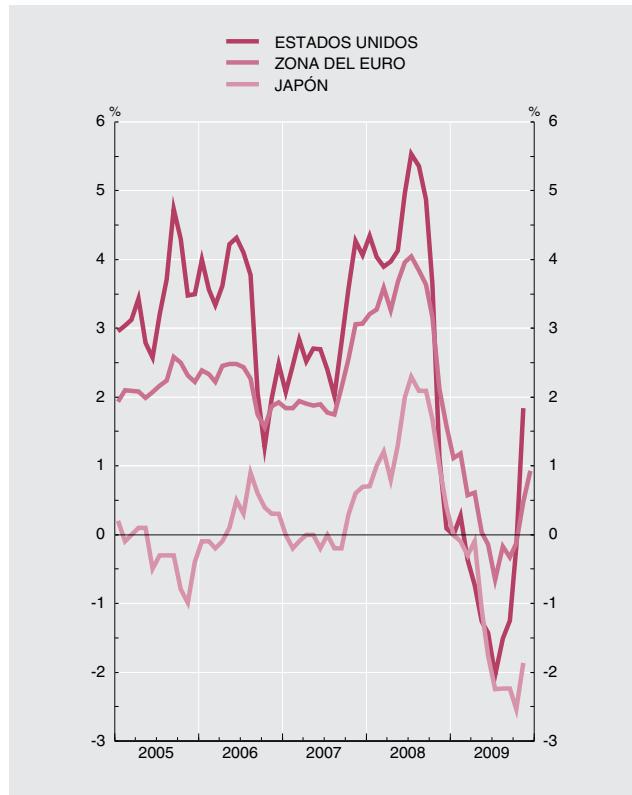
FUENTES: BCE y OCDE.

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

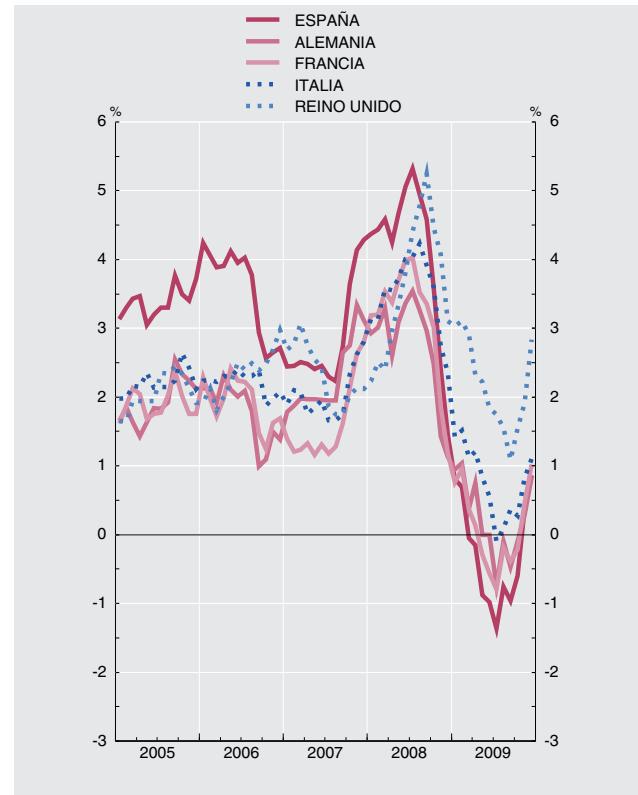
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 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	11	
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	
08 Jul	4,8	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4	
Ago	4,7	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8	
Sep	4,5	4,2	3,6	3,0	4,6	4,9	3,4	3,9	2,1	5,2	
Oct	3,7	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5	
Nov	2,3	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1	
Dic	1,5	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1	
09 Ene	1,2	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	0,9	1,4	0,6	0,4	-0,1	-0,4	0,4	1,1	-0,3	2,9	
Abr	0,6	1,3	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,1	1,2	-0,1	2,3	
May	0,1	0,8	0,0	-	-0,9	-1,3	-0,3	0,8	-1,1	2,2	
Jun	-0,2	0,6	-0,1	-	-1,0	-1,4	-0,6	0,6	-1,8	1,8	
Jul	-0,5	0,2	-0,7	-0,7	-1,4	-2,0	-0,8	-0,1	-2,2	1,7	
Ago	-0,3	0,6	-0,2	-0,1	-0,8	-1,5	-0,2	0,1	-2,2	1,5	
Sep	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	-1,0	-1,3	-0,4	0,4	-2,2	1,1	
Oct	0,3	0,5	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2	0,3	-2,5	1,5	
Nov	1,3	1,0	0,5	0,3	0,4	1,8	0,5	0,8	-1,9	1,9	
Dic	...	1,4	0,9	0,8	0,9	...	1,0	1,1	...	2,8	

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.

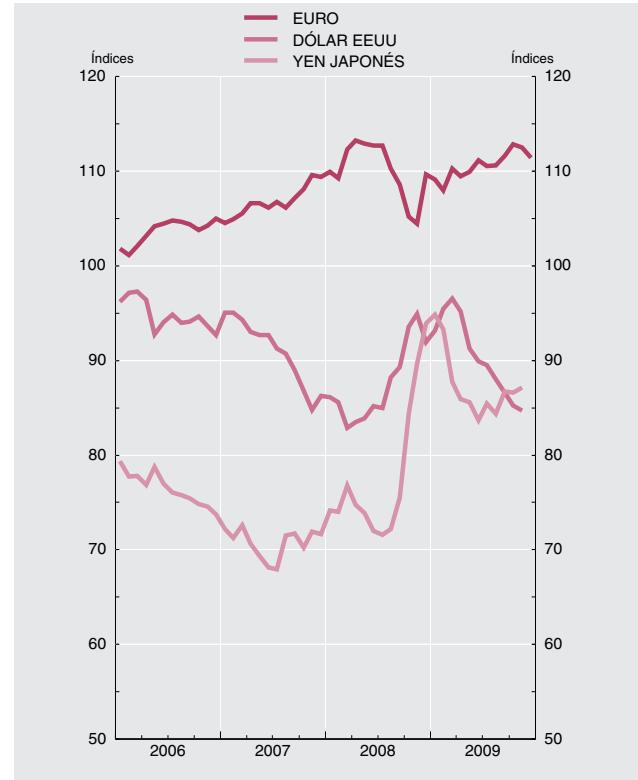
Media de cifras diarias

	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
06	1,2561	146,09	116,32	102,7	86,7	93,6	103,7	94,8	76,5	101,9	97,5	74,4
07	1,3710	161,26	117,74	106,4	82,2	88,7	106,8	90,9	70,8	105,2	93,9	69,1
08	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	99,5	110,1	87,5	77,7	107,4	91,8	75,8
08 E-D	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	99,5	110,1	87,5	77,7	107,4	91,8	75,8
09 E-D	1,3940	130,30	93,57	111,7	80,7	113,5	110,6	90,5	87,4	105,9	94,2	86,2
08 Oct	1,3322	133,52	100,11	105,8	83,6	107,8	105,2	93,5	84,4	102,0	97,8	82,3
Nov	1,2732	123,28	96,82	105,0	86,0	114,2	104,5	94,9	89,6	101,2	98,5	88,5
Dic	1,3449	122,51	91,16	110,2	83,9	119,3	109,7	92,0	93,9	106,0	94,8	93,5
09 Ene	1,3239	119,73	90,42	109,8	84,1	121,1	109,2	93,1	94,9	105,0	96,2	93,1
Feb	1,2785	118,30	92,54	108,7	86,2	120,1	108,0	95,5	93,3	103,6	98,0	92,7
Mar	1,3050	127,65	97,84	111,1	87,1	112,9	110,3	96,5	87,7	105,6	98,6	87,5
Abr	1,3190	130,25	98,74	110,3	85,8	110,8	109,5	95,2	85,9	104,7	98,2	84,8
May	1,3650	131,85	96,61	110,8	82,3	110,8	109,9	91,3	85,6	105,3	95,4	84,4
Jun	1,4016	135,39	96,60	112,0	80,5	109,1	111,1	89,9	83,7	106,2	94,4	82,1
Jul	1,4088	133,09	94,47	111,6	79,9	111,4	110,5	89,5	85,4	105,8	93,1	84,7
Ago	1,4268	135,31	94,84	111,7	78,6	109,9	110,6	88,0	84,3	106,0	92,5	82,9
Sep	1,4562	133,14	91,44	112,9	77,3	113,1	111,6	86,6	86,7	106,8	90,7	85,6
Oct	1,4816	133,91	90,38	114,3	76,0	113,5	112,8	85,3	86,6	108,0	89,4	85,4
Nov	1,4914	132,97	89,16	114,0	75,5	114,6	112,5	84,7	87,1	107,4	89,5	85,8
Dic	1,4614	131,21	89,81	113,0	76,2	114,8	111,4	...	...	106,1	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

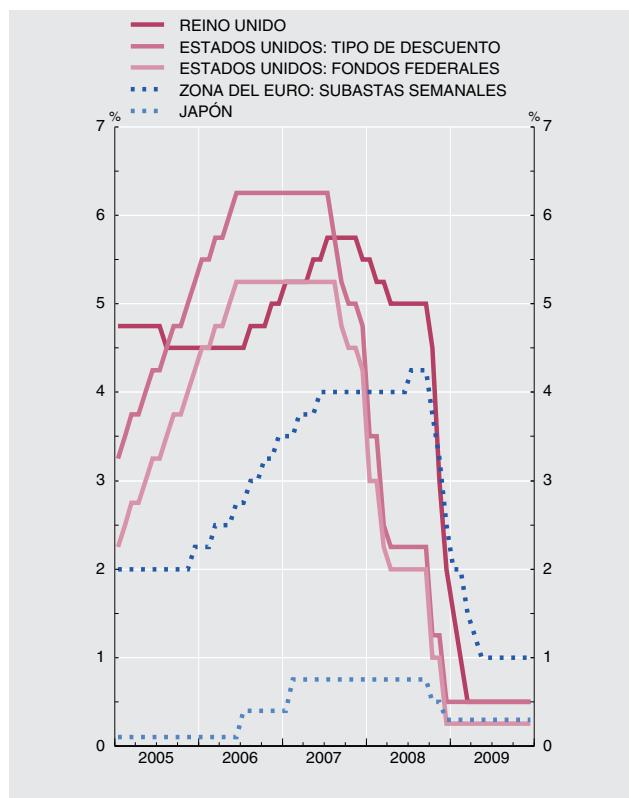
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

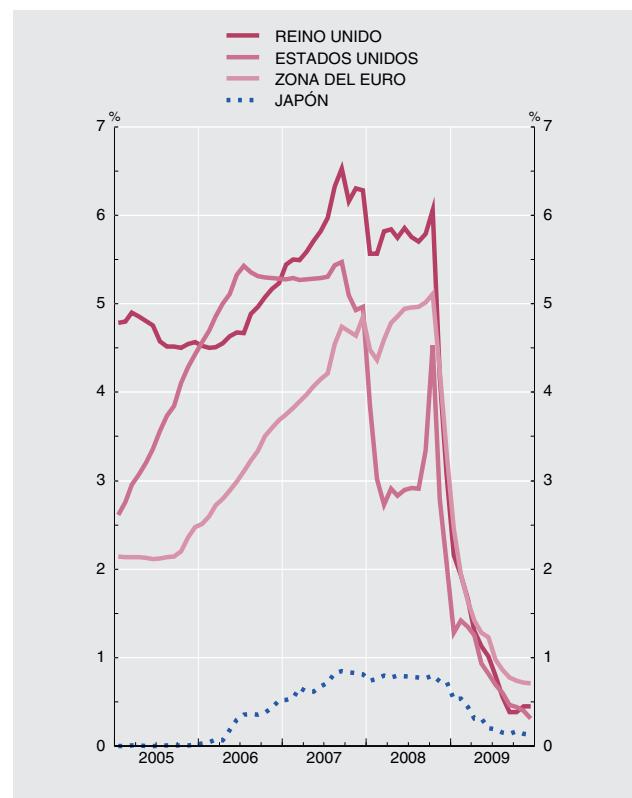
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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
08 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
Apr	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
May	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
Jun	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
Jul	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
Ago	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
Sep	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
Oct	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
Nov	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
Dic	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45

### 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).

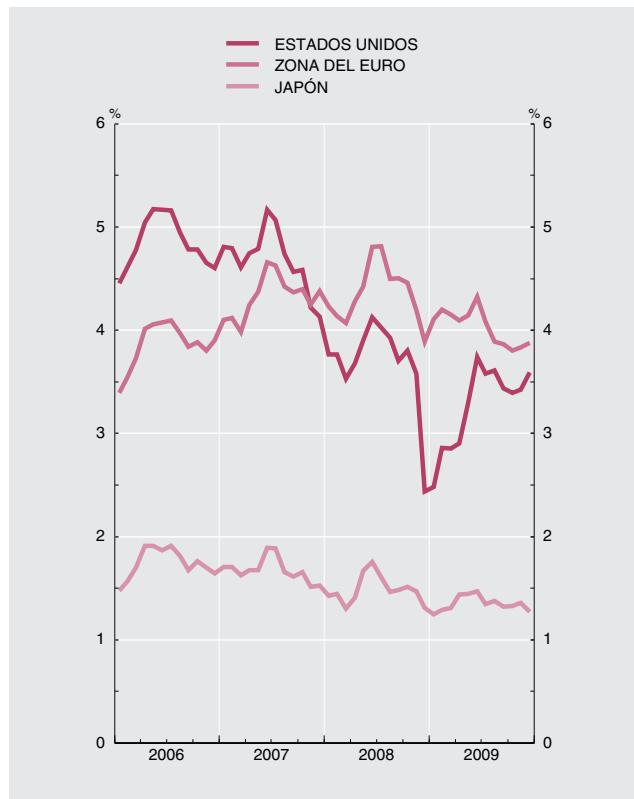
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

## 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	
08 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	
Abr	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38	
May	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66	
Jun	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86	
Jul	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85	
Ago	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72	
Sep	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69	
Oct	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57	
Nov	3,23	3,65	3,83	3,28	3,79	3,42	3,56	4,01	1,36	3,74	
Dic	3,28	3,65	3,88	3,23	3,80	3,59	3,47	4,02	1,27	3,86	

### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



### RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					Total	Agrícolas no alimenticios	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-D	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07						
09 E-D	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	...	61,7	348,9	973,3	22,42						
08 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	166,3	46,8	331,3	924,3	22,78						
Abr	117,4	167,3	189,9	138,0	120,0	147,8	178,1	50,2	319,1	890,2	21,70						
May	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	205,8	57,5	332,9	928,6	21,87						
Jun	122,9	186,7	210,4	155,9	128,4	170,9	244,8	68,8	339,0	945,7	21,71						
Jul	119,3	181,8	196,6	162,6	132,5	179,0	229,0	64,7	334,9	934,2	21,33						
Ago	126,4	194,7	202,0	185,1	144,0	207,6	253,7	73,0	340,3	949,4	21,41						
Sep	121,2	190,7	195,0	185,0	145,8	206,5	242,2	67,7	357,2	996,6	22,01						
Oct	122,4	196,3	199,6	192,1	153,5	213,2	262,4	73,2	373,9	1 043,2	22,62						
Nov	126,1	202,6	206,2	198,1	165,5	215,8	274,7	76,9	404,0	1 127,0	24,28						
Dic	134,4	210,9	211,6	212,6	177,2	231,9	...	74,4	407,7	1 137,3	24,90						

**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.

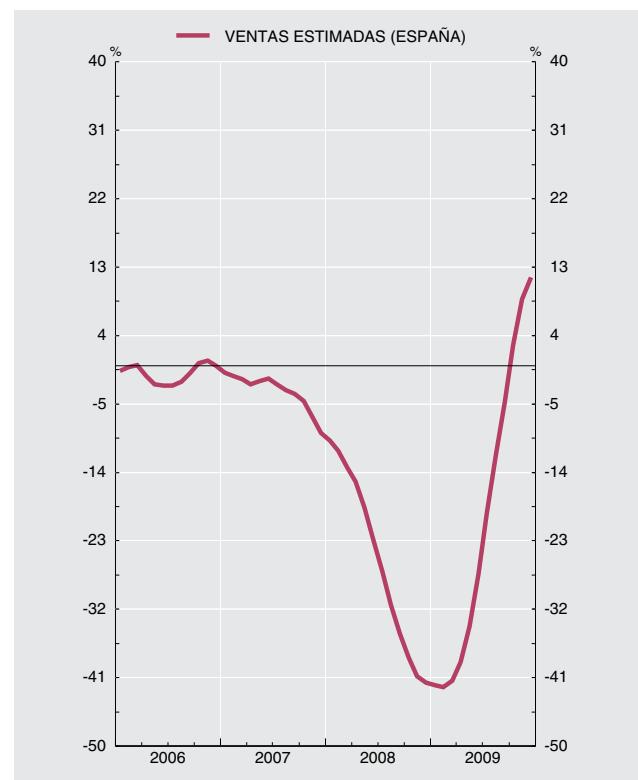
Tasas de variación interanual

	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				Del cual	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unocalificadas	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	2,5	1,9	1,8	0,9	...	1,2	-0,8	2,4	
07		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	2,9	2,5	1,3	1,9	6,4	3,4	0,7	1,9
08	P	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,8
08 E-D	P	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,8
09 E-D	P	-28	-26	-13	-24	-25	-15	-18,1	-10,7	-17,9	4,9	...	...	...	...	...	...	...	...
09 Ene	P	-44	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-29,4	-6,3	-5,0	-2,1	0,4	2,7	-10,4	-9,0	-1,8
Feb	P	-48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-19,0	-11,7	-10,8	-8,9	-11,8	-7,2	-12,5	-10,9	-4,0
Mar	P	-42	-47	-22	-27	-34	-17	-39,0	-30,3	-38,7	11,9	-7,6	-6,1	-6,0	-10,7	-3,6	-6,3	-4,5	-2,3
Abr	P	-37	-42	-18	-29	-31	-20	-46,0	-42,5	-45,6	-11,2	-8,6	-6,8	-3,1	-5,1	-0,2	-10,0	-8,7	-1,3
May	P	-25	-23	-12	-22	-28	-14	-38,8	-33,0	-38,7	0,0	-8,2	-6,6	-6,4	-7,7	-2,6	-8,0	-6,3	-2,8
Jun	P	-22	-23	-10	-22	-25	-17	-15,7	-7,9	-15,9	11,6	-2,6	-0,8	-1,2	1,4	4,8	-1,7	-4,2	-1,7
Jul	P	-20	-16	-8	-22	-23	-13	-10,7	-1,3	-10,9	6,8	-4,4	-2,6	-2,9	-3,1	2,1	-5,3	-4,3	-1,2
Ago	P	-20	-15	-8	-23	-22	-14	-0,6	1,7	-0,0	14,5	-4,1	-3,1	-4,5	-4,5	-0,5	-4,8	-6,6	-1,8
Sep	P	-22	-16	-8	-22	-19	-15	-17,8	20,6	18,0	9,6	-3,4	-2,3	-2,5	-3,3	0,4	-1,2	-2,9	-2,5
Oct	P	-21	-15	-7	-21	-18	-15	26,4	28,6	26,7	10,8	-4,0	-3,1	-1,7	-2,7	0,8	-4,4	-4,2	-0,5
Nov	P	-21	-14	-7	-22	-17	-11	37,5	37,3	37,3	33,6	-4,3	-3,8	-2,4	-7,6	-0,3	-2,8	-4,1	-3,3
Dic	P	-18	-12	-4	-24	-16	-10	26,6	30,4	25,1	19,3	...	...	...	...	...	...	...	...

#### 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.

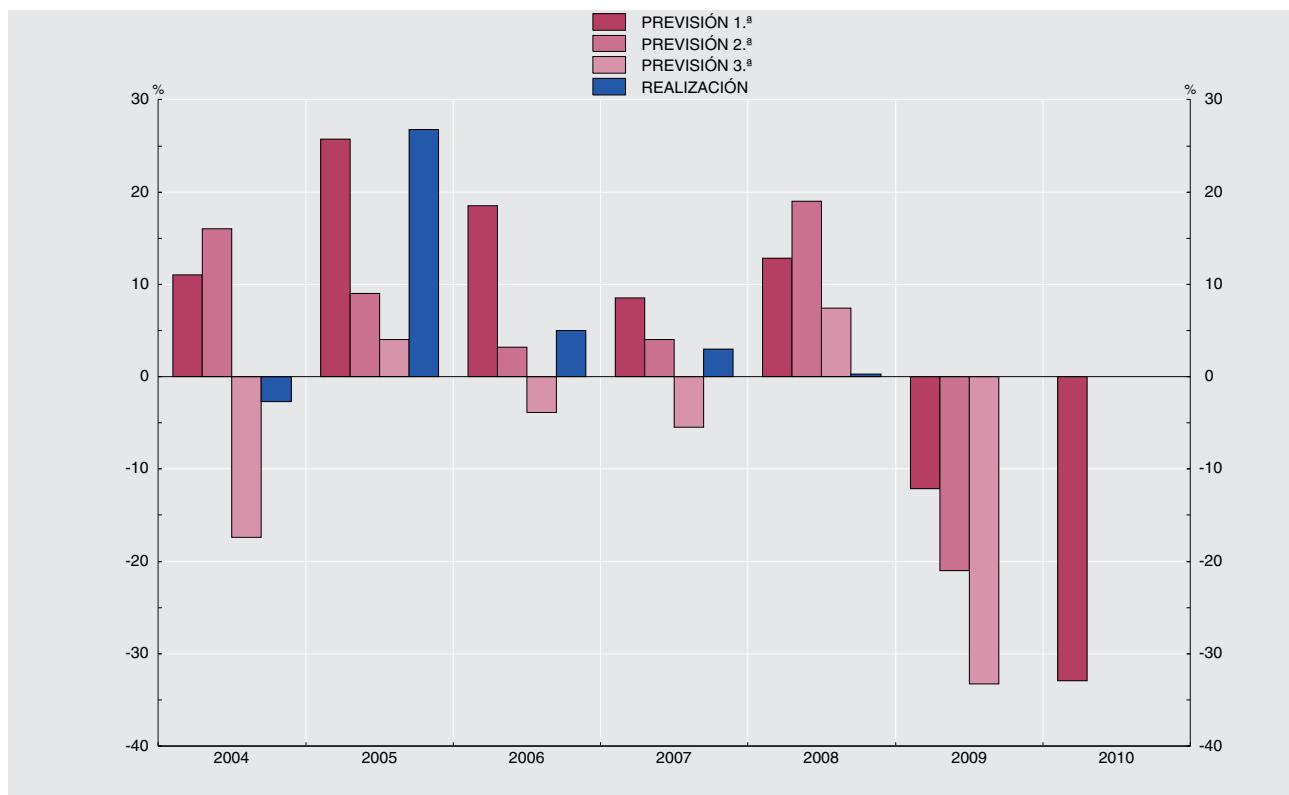
a. Índice corregido de efecto calendario.

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

■ Serie representada gráficamente.

	Tasas de variación interanual a precios corrientes			
	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
04	-3	11	16	-17
05	27	26	9	4
06	5	19	3	-4
07	3	9	4	-6
08	0	13	19	7
09	...	-12	-21	-33
10	...	-33	...	...

**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.

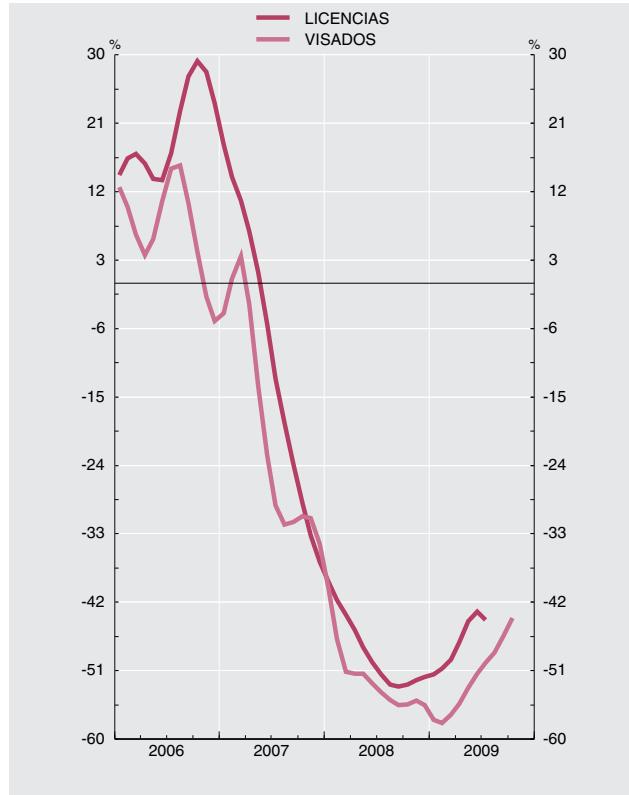
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

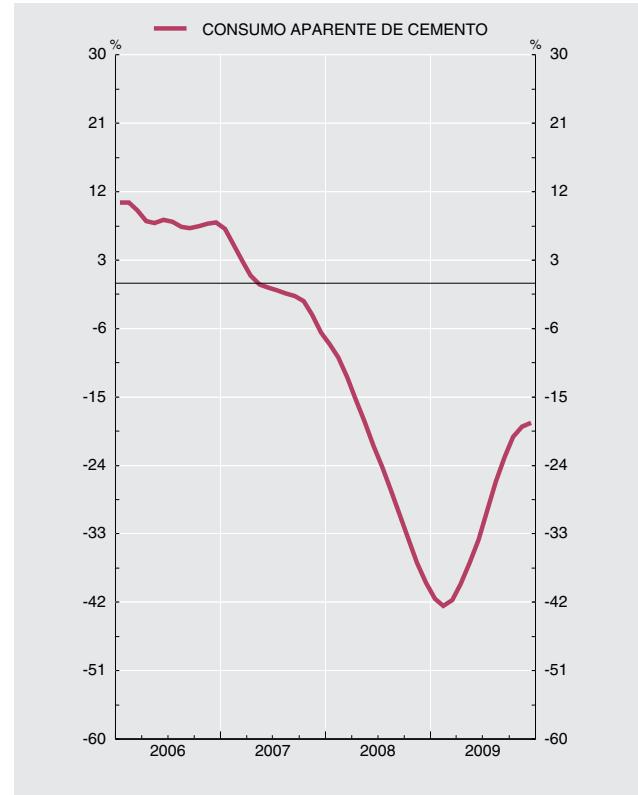
Tasas de variación interanual

	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	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	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2		
08	P	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	3,0	3,0	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8		
08	E-D	P	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	3,0	3,0	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8	
09	E-D	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-32,9	
08	Sep	P	-49,4	-50,3	-50,0	-47,4	-50,7	-57,5	41,3	0,0	17,5	30,7	230,2	13,9	50,9	-24,6
Oct	P	-53,5	-59,2	-59,9	-28,2	-56,8	-62,1	-12,4	-1,2	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,1	
Nov	P	-58,0	-61,7	-62,7	-44,9	-57,9	-63,6	29,5	1,0	45,7	227,9	377,2	4,7	22,8	-41,1	
Dic	P	-41,3	-41,8	-42,4	-40,4	-44,5	-46,3	22,0	3,0	-14,8	-18,2	-44,3	-13,8	33,8	-39,6	
09	Ene	P	-61,6	-63,1	-63,4	-56,9	-62,9	-63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,1	-55,4
Feb	P	-44,7	-54,1	-52,3	-16,4	-63,4	-65,3	57,3	13,7	87,1	28,1	30,0	100,8	47,3	-46,9	
Mar	P	-56,7	-63,1	-62,0	-35,4	-47,7	-57,4	-27,0	-5,3	49,4	7,5	8,5	59,7	-40,4	-35,3	
Abr	P	-45,8	-48,5	-46,8	-37,3	-62,6	-66,8	-49,1	-17,5	-55,8	-39,2	-21,7	-60,2	-45,4	-45,3	
May	P	-42,3	-43,9	-43,5	-38,3	-49,0	-55,6	46,0	-13,0	147,9	139,5	-6,0	151,1	25,1	-39,1	
Jun	P	-22,2	-42,9	-44,1	38,1	-52,8	-57,5	92,1	-6,4	87,4	-14,1	49,0	138,6	94,8	-20,6	
Jul	P	-47,8	-49,1	-51,0	-44,6	-45,9	-51,0	-0,0	-5,5	41,6	358,7	255,2	-0,1	-11,4	-32,3	
Ago	P	...	...	...	...	-52,7	-54,6	8,2	-4,3	-13,8	-33,6	-51,3	-4,3	22,6	-21,2	
Sep	P	...	...	...	...	-46,8	-52,5	-12,8	-4,9	-7,3	-44,8	-68,0	4,5	-14,5	-23,9	
Oct	P	...	...	...	...	-42,4	-45,6	-33,4	-7,4	-7,5	-12,8	-24,1	-6,5	-39,9	-21,1	
Nov	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-9,3	
Dic	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,0	

#### 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.

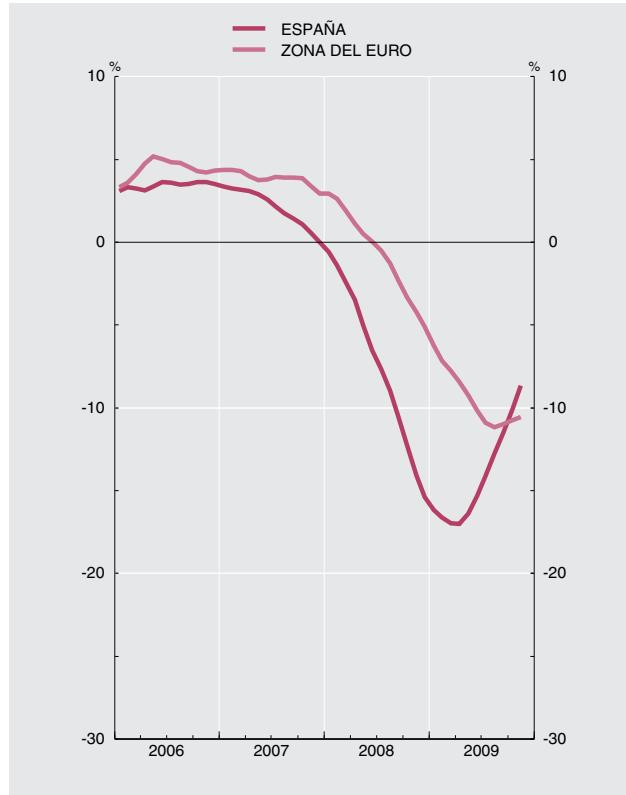
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

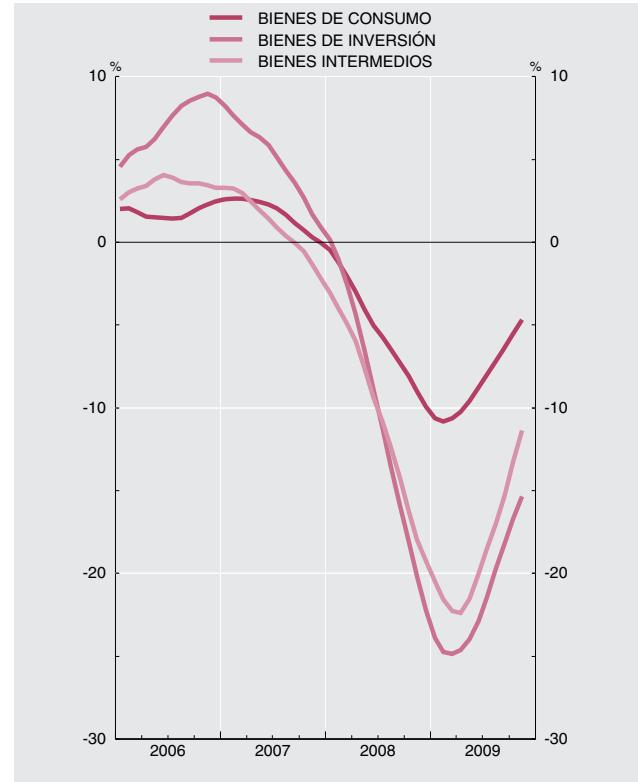
Tasas de variación interanual

	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	
		1	2	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	4,2	4,4	3,0	6,0	4,9	
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	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	-2,0	-0,1	-3,3	
08	E-N	100,3	-6,4	-4,4	-7,9	-9,7	2,0	-13,4	-7,0	1,4	-0,7	-0,9	-1,7	0,9	-1,8	
09	E-N	82,9	-17,3	-9,6	-23,6	-22,9	-8,6	-24,0	-18,2	-7,6	-15,8	...	-5,4	-21,6	-20,4	
08	Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-1,0	-0,9	-2,9	0,6	-0,7
	Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,3	-2,4	-2,3	-1,2	-4,0
	Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,7	-5,7	-4,4	-5,5	-7,4
	Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,0	-9,2	-4,9	-8,8	-12,6
	Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,4	-13,1	-4,7	-11,2	-21,3
09	Ene	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,6	-19,0	-6,3	-22,9	-24,1
	Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,3	-21,2	-8,5	-25,6	-25,8
	Mar	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-19,4	-20,4	-7,5	-23,3	-26,1
	Abr	P	79,8	-28,4	-20,8	-33,6	-36,4	-11,2	-38,3	-29,5	-13,2	-21,4	-22,0	-7,3	-27,4	-27,3
	May	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-17,8	-18,7	-5,3	-23,0	-23,4
	Jun	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,7	-17,8	-5,3	-22,2	-22,2
	Jul	P	91,8	-16,9	-10,7	-25,2	-20,5	-6,7	-28,6	-17,9	-5,1	-15,9	-16,9	-4,0	-23,5	-20,2
	Ago	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,7	-16,9	-11,5	-3,5	-15,1	-16,1	-5,4	-22,0	-19,4
	Sep	P	87,1	-12,7	-5,3	-17,5	-17,7	-7,1	-16,3	-13,6	-4,0	-12,7	-13,1	-2,9	-18,2	-15,7
	Oct	P	87,9	-12,9	-9,9	-16,5	-14,9	-8,0	-20,3	-13,3	-6,2	-10,9	-11,5	-4,5	-16,7	-12,2
	Nov	P	87,2	-4,1	1,2	-9,0	-3,3	-9,9	2,3	-3,6	-9,2	-7,0	-7,1	-2,1	-12,9	-5,9

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

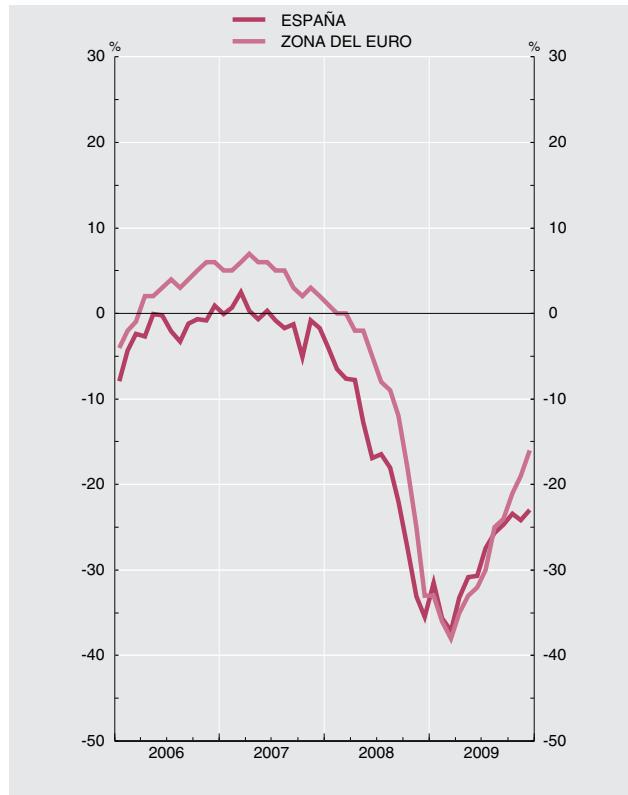
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

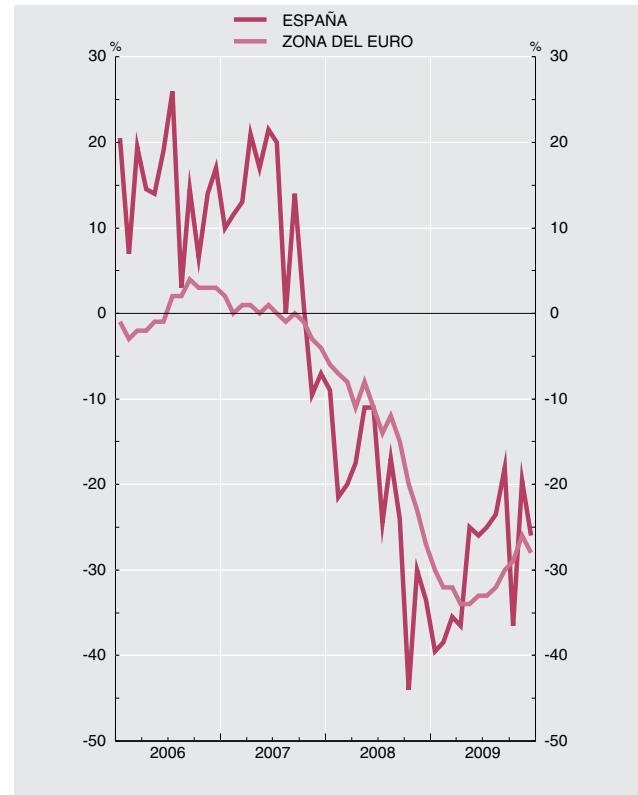
Saldo

		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		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-D	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-9	-15	-14	
09	E-D	M	-29	-33	-11	-54	-52	22	-19	-28	-37	-40	-29	-18	-30	-13	-19	-29	-56	-31
08	Sep		-22	-20	-12	-33	-27	21	-16	-6	-36	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
	Oct		-27	-20	-17	-38	-32	27	-16	-27	-38	-0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
	Nov		-33	-40	-22	-47	-38	31	-18	-26	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
	Dic		-36	-47	-24	-54	-48	29	-20	-35	-49	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09	Ene		-32	-41	-21	-48	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
	Feb		-36	-54	-23	-56	-57	29	-22	-32	-52	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32
	Mar		-37	-55	-26	-58	-60	28	-21	-37	-51	-31	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
	Abr		-33	-42	-15	-58	-58	27	-22	-33	-43	-48	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
	May		-31	-41	-12	-56	-57	25	-21	-30	-38	-50	-25	-26	-37	2	-18	-33	-61	-34
	Jun		-31	-32	-10	-57	-54	26	-18	-26	-42	-57	-26	-24	-35	-3	-34	-32	-63	-33
	Jul		-28	-25	-6	-57	-56	19	-18	-32	-33	-27	-25	-20	-22	-15	-21	-30	-61	-33
	Ago		-26	-27	-2	-56	-49	19	-17	-22	-31	-38	-24	-26	-21	-7	-3	-25	-56	-32
	Sep		-25	-25	-5	-52	-45	17	-20	-25	-26	-47	-18	-20	-24	9	-23	-24	-56	-30
	Oct		-23	-16	-5	-50	-48	16	-17	-24	-26	-51	-37	-19	-46	-25	-21	-21	-53	-29
	Nov		-24	-18	-4	-52	-46	16	-16	-24	-27	-63	-20	-13	-21	-32	-13	-19	-51	-26
	Dic		-23	-20	-6	-49	-49	14	-15	-29	-25	-56	-26	4	-27	-23	-20	-16	-47	-28

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.

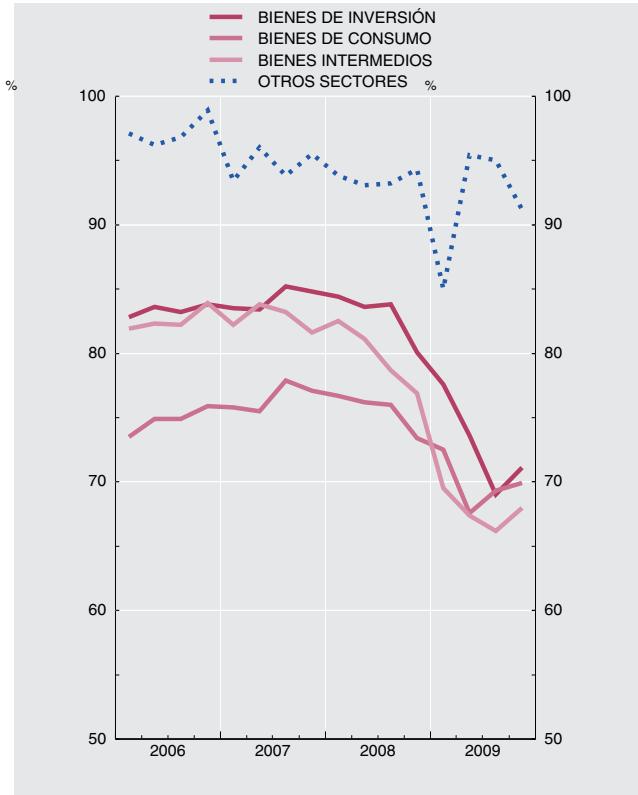
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utili- zación de la capaci- dad produc- tiva (%)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva 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-IV	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
09 I-IV	70,2	70,4	25	69,8	70,6	17	72,8	72,7	24	67,8	67,7	34	91,7	92,6	1	71,3
07 II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,5
///	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
II	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,7
///	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
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	85,0	86,1	-	74,7
II	69,5	69,7	27	67,6	68,6	18	73,6	73,2	23	67,4	67,3	39	95,4	96,0	-	70,3
///	68,5	69,4	30	69,3	70,7	18	69,0	69,3	34	66,2	66,9	38	95,0	96,0	2	69,6
IV	69,9	70,1	25	69,9	71,1	22	71,1	72,7	22	68,0	66,5	29	91,2	92,2	-	70,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

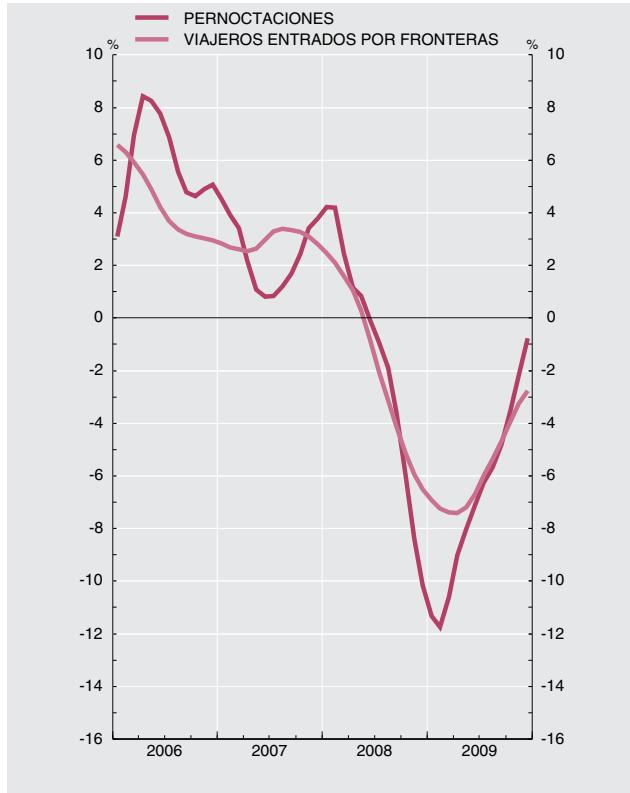
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

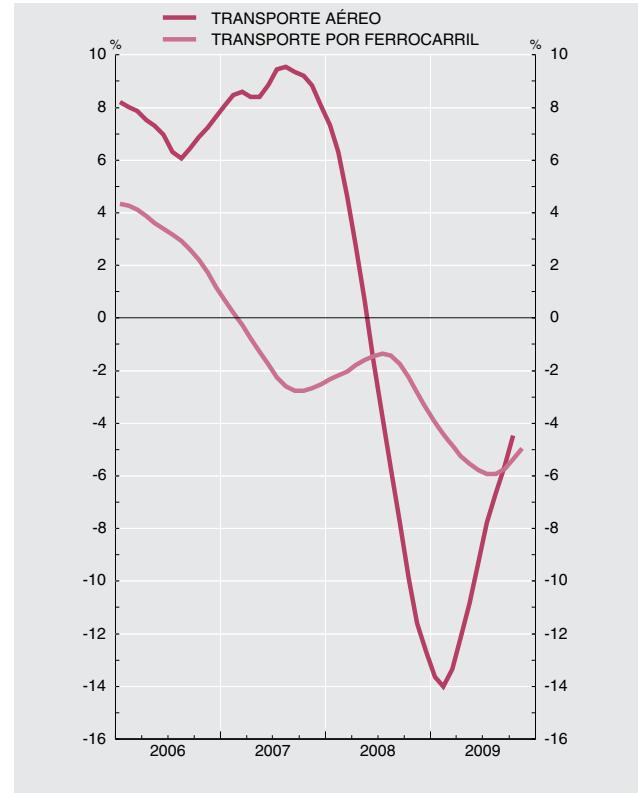
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,9	3,7	4,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1	
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	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	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-1,0	-10,3	
08 E-D	P	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-1,0	-10,3
09 E-D	P	-6,6	-9,9	-6,6	-9,1	-5,7	-8,7	-1,6	...	...	...	...	...	...	...	...
08 Sep		-3,0	-2,1	-2,8	-2,2	-6,4	-5,8	-7,2	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	0,6	-4,8
Oct		-6,7	-3,6	-5,2	-2,9	-5,9	-4,9	-7,4	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	-1,1	-5,7	-0,8	-14,2
Nov		-12,0	-11,5	-10,5	-8,6	-7,9	-11,4	-3,6	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	-4,4	-26,8
Dic	P	-9,3	-12,3	-10,6	-11,0	-10,4	-12,8	-7,8	-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	-9,8	-0,0	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	-5,1	-23,1	-6,5	-38,7
Feb	P	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-8,7	-15,7	0,3	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-33,1
Mar	P	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,3	-20,8	-12,5	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-13,0
Abr	P	-1,2	-8,3	2,0	-5,9	-2,6	-1,7	-3,9	-5,0	-9,3	-1,6	-23,0	23,5	-19,6	-6,1	-40,5
May	P	-8,2	-10,4	-8,9	-10,2	-11,1	-11,7	-10,3	-11,9	-13,0	-11,2	-19,9	-5,1	-18,0	-3,8	-32,1
Jun	P	-7,2	-9,5	-6,4	-7,1	-9,4	-10,0	-8,4	-8,7	-9,2	-8,4	-21,4	-2,6	-12,9	-7,7	-28,1
Jul	P	-5,2	-9,0	-5,5	-9,0	-3,2	-6,1	1,5	-4,8	-2,5	-6,1	-9,4	4,0	-15,9	-6,3	-29,4
Ago	P	-4,9	-10,9	-5,0	-10,6	-4,3	-8,1	0,2	-5,4	-1,4	-7,7	-10,4	-10,3	-11,4	-8,4	-28,3
Sep	P	-6,4	-9,7	-6,6	-8,8	-7,3	-9,5	-3,6	-5,1	-1,3	-7,3	-2,9	-3,6	-10,8	-7,0	-19,1
Oct	P	0,1	-3,8	-1,7	-5,4	1,7	-3,6	10,5	-2,7	-0,2	-4,1	0,1	...	...	-6,7	-17,7
Nov	P	-2,9	-3,9	-3,6	-5,6	-0,1	-3,1	3,4	...	...	...	...	...	...	-2,7	...
Dic	P	2,2	-0,4	0,0	-2,5	0,7	-3,6	5,0	...	...	...	...	...	...	...	...

#### 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 temporal de recogida de la información a todos los días del mes.

En junio de 2009 se ha actualizado el directorio de establecimientos hoteleros de Canarias.

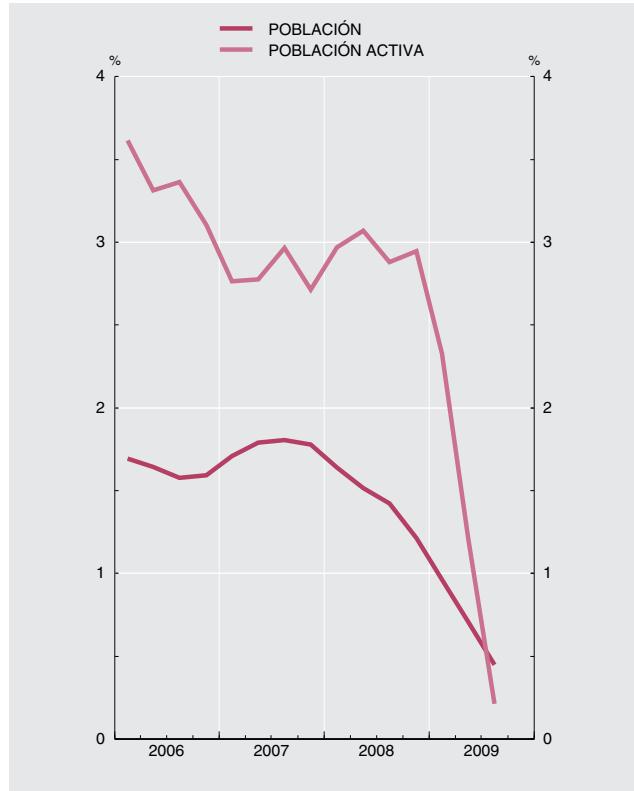
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

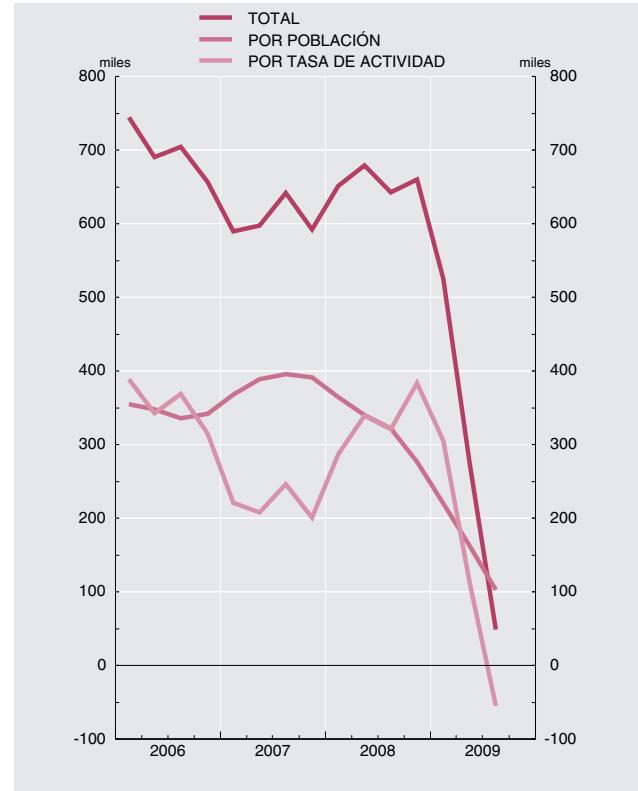
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	5		Variación interanual (b)				
						Miles de personas (a)	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
	1	2	3	4		5	6	7	8	9
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
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0
08 I-III	M	38 158	573	1,5	59,69	22 776	1 973	1 027	947	3,0
09 I-III	M	38 428	269	0,7	60,01	23 059	849	485	364	1,2
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
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2

#### 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 general a los cuadros de la EPA: 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).

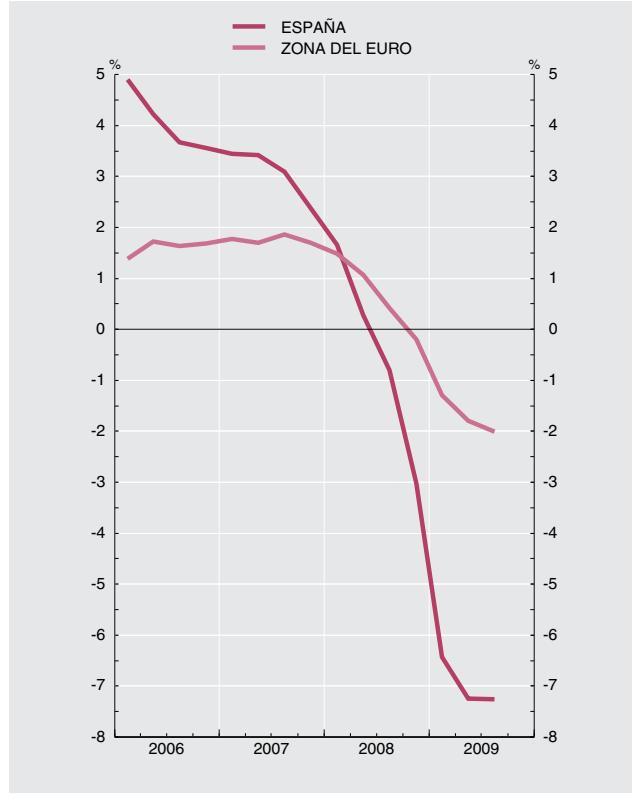
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

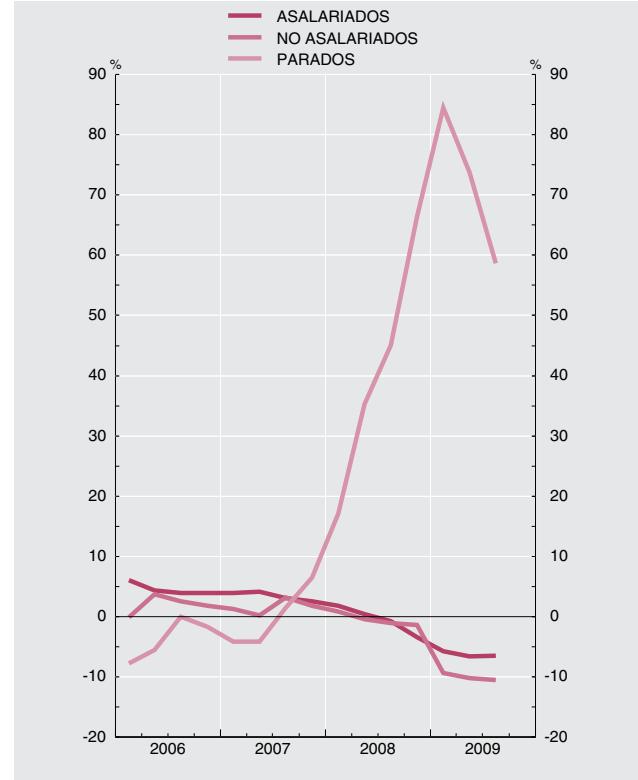
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro			
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Tasa de paro (%) (a)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas (a)							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
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	8,34		
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	7,49		
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,7	7,55		
08 I-III	M	20 391	76	0,4	16 806	84	0,5	3 586	-9	-0,2	2 385	582	32,3	10,47	1,0	7,39		
09 I-III	M	18 969	-1 423	-7,0	15 743	-1 062	-6,3	3 225	-360	-10,1	4 091	1 706	71,5	17,74	-1,7	9,25		
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,70		
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,51		
III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,44		
IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,33		
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,23		
II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,37		
III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,4	7,58		
IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,2	8,03		
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,3	8,79		
II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,8	9,31		
III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,0	9,66		

### OCUPADOS Tasas de variación interanual



### POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE Tasas de variación interanual



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 general a los cuadros de la EPA: 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)

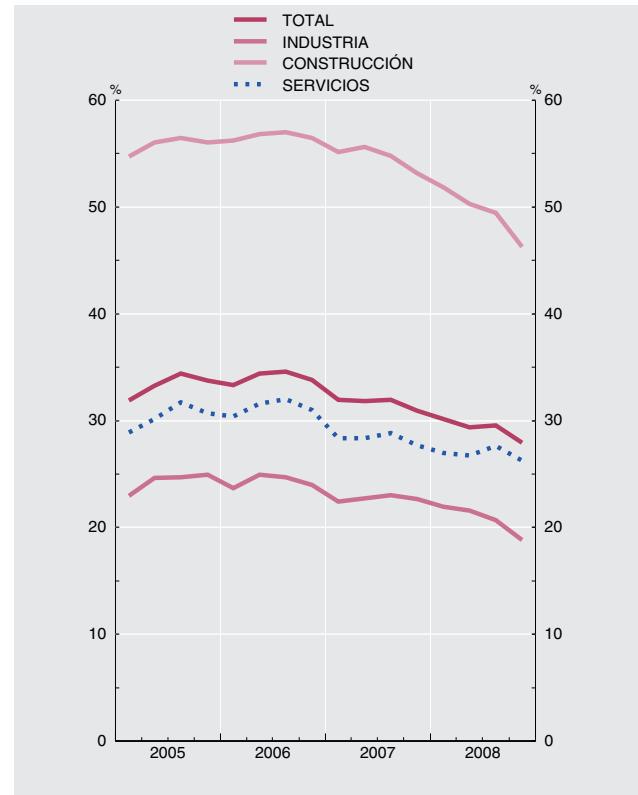
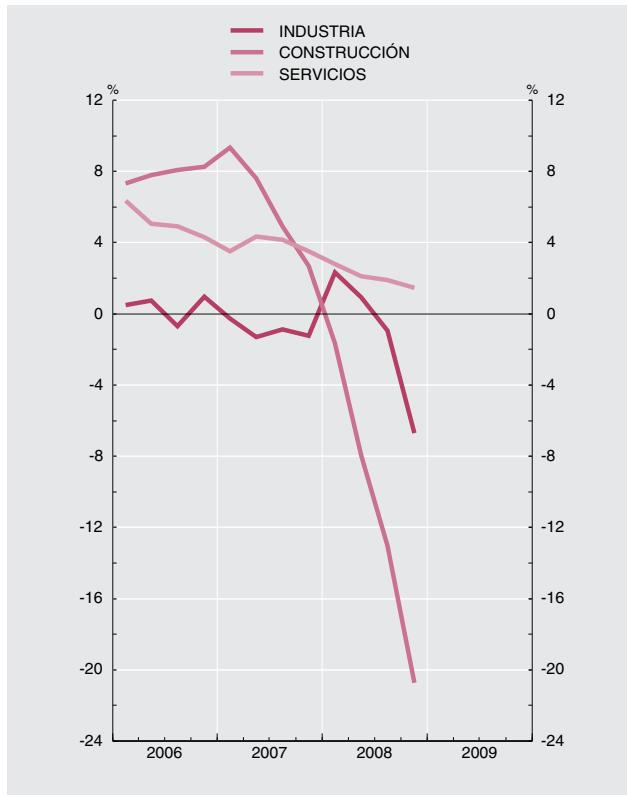
■ Serie representada gráficamente.

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
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,2	59,0	0,4	0,5	24,5	8,0	8,2	56,3	5,0	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,3	3,8	3,8	28,4	3,3
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
08 I-III	M	0,4	0,5	29,7	-5,2	-9,5	57,4	0,5	0,9	21,4	-7,2	-8,3	49,9	2,2	2,6	27,2	-0,6
09 I-III	M	-7,0	-6,3	25,5	-4,5	0,4	59,0	-13,7	-13,6	15,8	-24,7	-27,0	42,1	-2,3	-1,1	24,2	-7,3
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,2	63,1	-0,4	-0,3	22,7	9,4	10,0	54,7	3,5	3,8	28,4	3,6
II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,3	58,6	-1,3	-0,8	22,8	7,5	8,9	55,2	4,3	4,7	28,4	3,8
III		3,1	3,1	31,9	-3,1	0,3	55,6	-0,9	-0,7	23,2	4,8	5,4	54,4	4,1	3,7	28,9	3,4
IV		2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,1	27,8	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,1	21,9	-1,4	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3

**Ocupados**  
Tasas de variación interanual

**RATIOS DE TEMPORALIDAD**  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: 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 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).

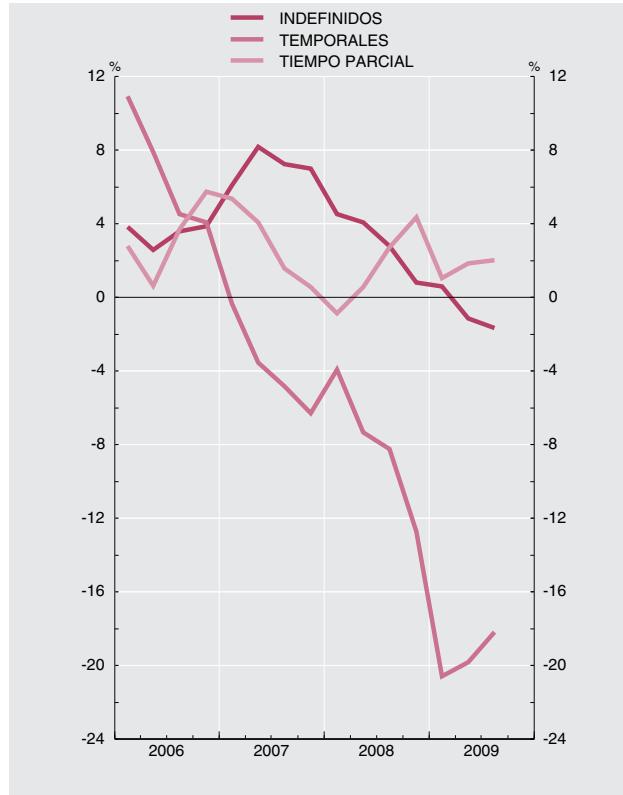
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

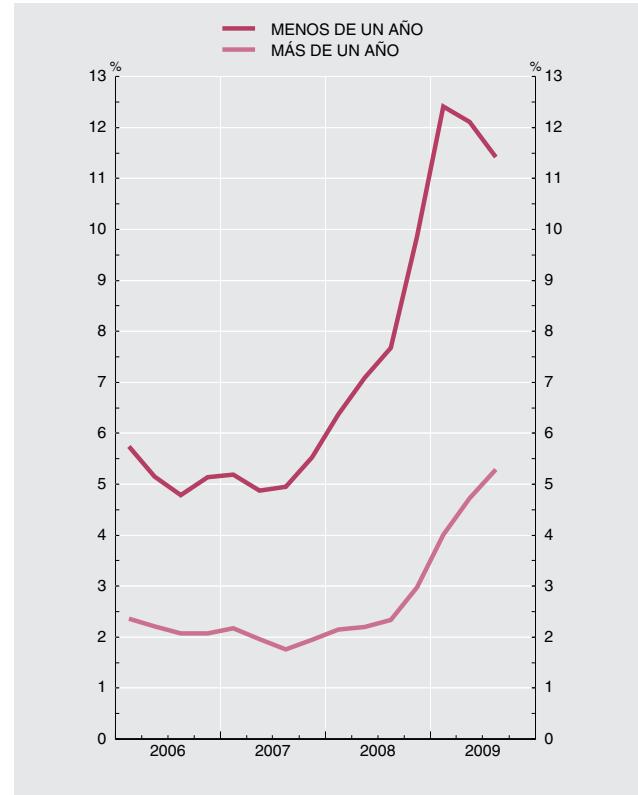
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
08 I-III	M	431	3,8	-347	-6,5	29,69	-175	-1,2	15	0,7	12,13	7,04	45,0	2,23	16,9
09 I-III	M	-87	-0,7	-975	-19,5	25,50	-1 136	-7,7	34	1,6	13,16	11,98	72,2	4,67	112,3
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2

#### 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 general a los cuadros de la EPA: 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

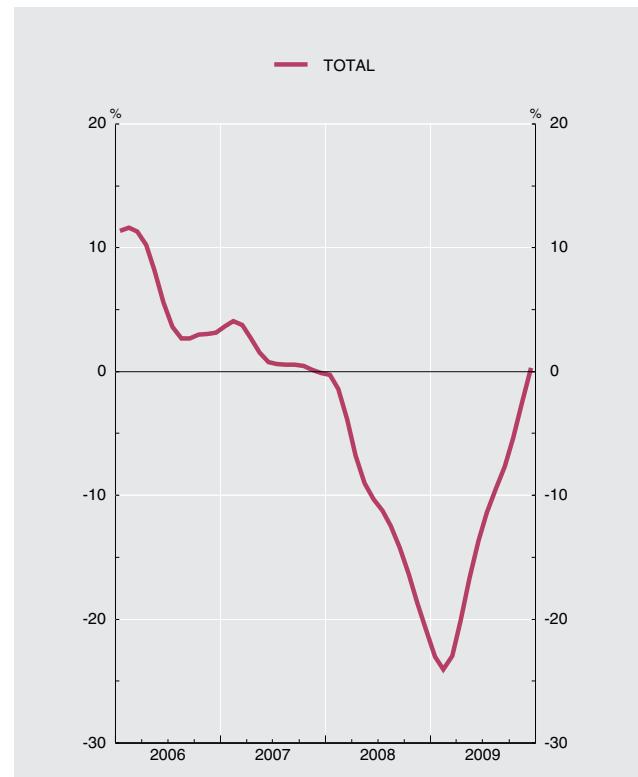
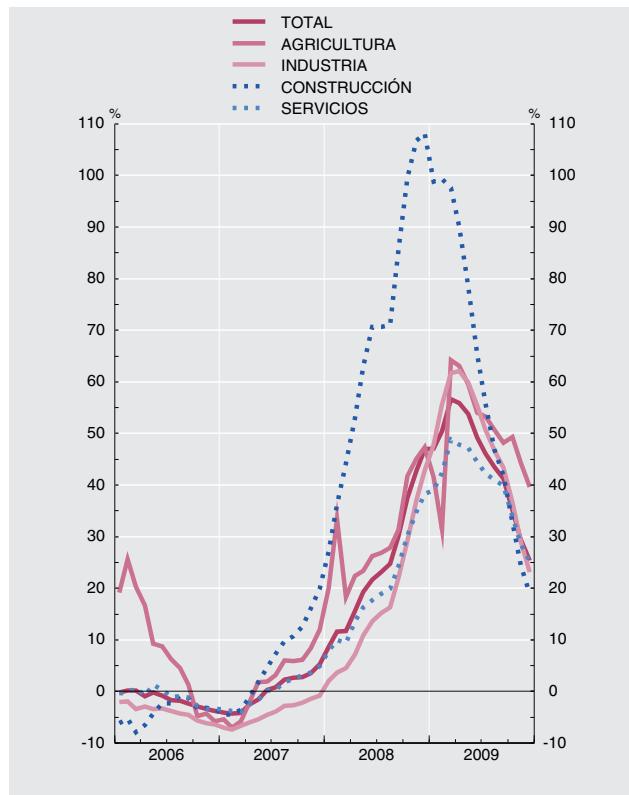
■ Serie representada gráficamente.

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	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0		
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0		
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-D	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	
09	E-D	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
08	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	1 047	-16,8	
	Abr		3 645	1 306	55,9	33,3	57,7	63,1	57,6	62,1	90,0	47,8	1 031	-29,3	10,81	27,08	89,19	1 031	-27,2	
	May		3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	47,2	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2	
	Jun		3 565	1 174	49,1	35,7	50,3	54,0	50,3	55,3	65,3	44,5	1 275	-10,2	8,45	27,70	91,55	1 260	-8,8	
	Jul		3 544	1 117	46,0	41,7	46,4	53,3	46,2	50,7	55,8	42,2	1 403	-13,7	7,92	29,98	92,08	1 383	-12,5	
	Ago		3 629	1 099	43,4	46,2	43,2	50,7	43,0	46,7	46,9	40,9	945	-10,0	7,27	26,95	92,73	963	-6,5	
	Sep		3 709	1 084	41,3	45,3	41,0	48,2	40,8	43,3	41,8	39,9	1 355	-9,8	9,48	30,88	90,52	1 398	-7,3	
	Oct		3 808	990	35,1	43,6	34,5	49,4	34,1	36,6	32,8	33,9	1 358	-14,3	9,32	32,90	90,68	1 380	-12,1	
	Nov		3 869	880	29,4	46,2	28,2	44,4	27,8	29,1	24,5	28,6	1 204	3,6	8,92	29,75	91,08	1 189	4,8	
	Dic		3 924	795	25,4	49,0	23,9	39,6	23,4	23,1	18,9	25,2	1 138	1,8	7,54	28,34	92,46	1 106	1,1	

#### PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

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



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

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

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

#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

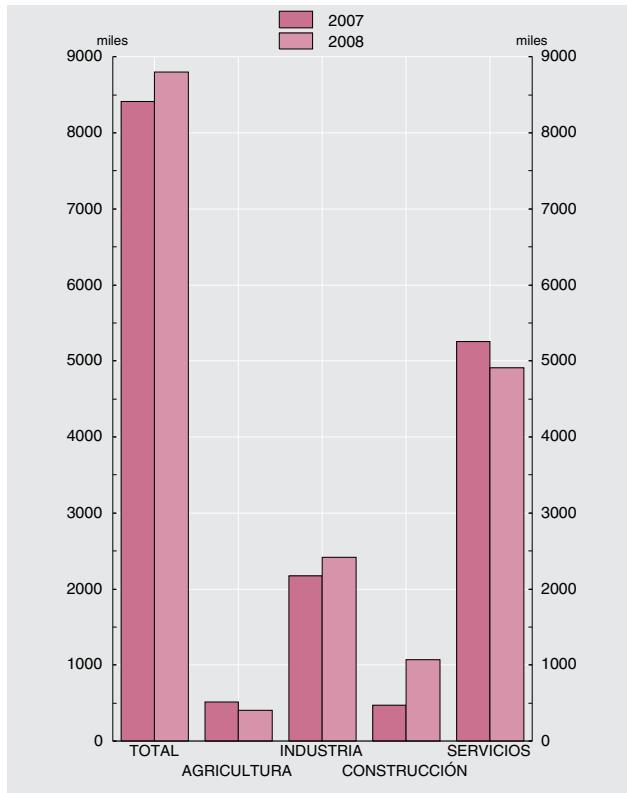
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
		Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado									
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	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	11 606	4,21	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	11 547	3,59	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
08 Jul	11 381	3,57	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	11 382	3,57	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	11 504	3,59	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	11 544	3,59	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	11 545	3,59	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	11 547	3,59	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	8 452	2,61	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,70	3,54	2,77	
Feb	8 457	2,61	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	8 458	2,61	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
Abr	8 638	2,59	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
May	8 640	2,59	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53
Jun	8 647	2,59	7 042	343	7 385	135	440	1 913	1 114	3 918	2,66	2,99	2,67	2,45	2,51	3,56	2,52
Jul	8 651	2,59	7 069	367	7 436	-30	445	1 939	1 114	3 939	2,66	2,92	2,67	2,44	2,51	3,58	2,52
Ago	8 652	2,59	7 070	376	7 446	-207	447	1 942	1 114	3 944	2,66	2,90	2,67	2,45	2,51	3,58	2,52
Sep	8 675	2,59	7 350	478	7 828	-162	455	1 973	1 114	4 287	2,64	2,65	2,64	2,44	2,50	3,58	2,48
Oct	8 675	2,59	7 491	895	8 386	19	480	2 005	1 146	4 755	2,63	2,30	2,59	2,40	2,48	3,58	2,42
Nov	8 676	2,59	7 537	1 052	8 589	4	481	2 038	1 158	4 913	2,63	2,35	2,60	2,40	2,48	3,57	2,44
Dic	8 676	2,59	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43

#### 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

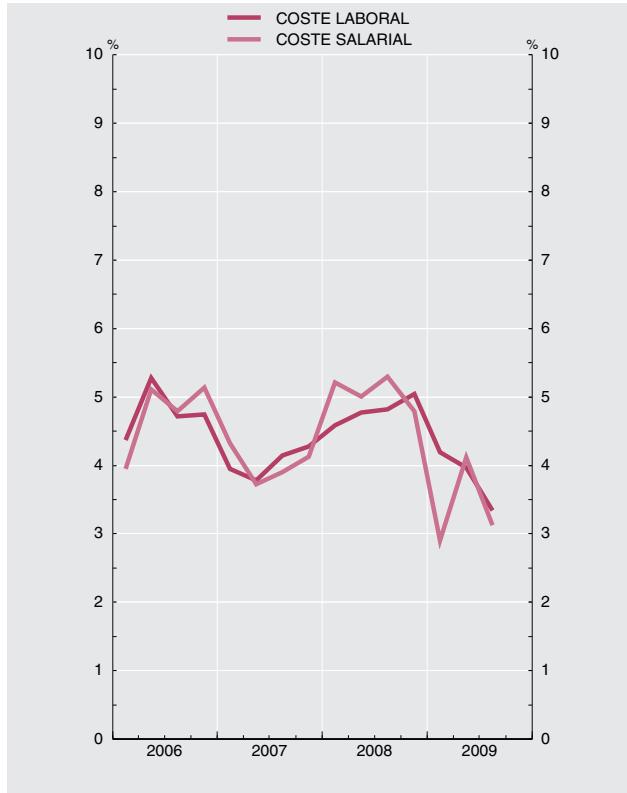
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva				
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
06	MP	4,8	3,8	3,0	6,3	5,7	4,8	3,4	2,4	6,3	5,7	4,8	2,3		
07	MP	4,0	3,5	4,9	4,1	4,6	4,0	3,4	4,6	4,2	4,5	4,1	2,3		
08	MP	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	3,3		
08 I-III	MP	4,7	4,4	5,8	4,9	5,2	5,2	4,9	6,2	5,0	5,7	3,5	3,0		
09 I-III	MP	3,8	3,3	5,9	3,9	5,8	3,4	1,9	5,1	3,5	5,4	5,1	...		
07 I	P	4,0	4,1	4,8	3,9	4,3	4,3	3,9	5,0	4,5	4,7	3,0	2,1		
II	P	3,8	2,5	4,3	4,1	4,2	3,7	3,3	3,7	3,9	4,2	3,9	2,4		
III	P	4,1	3,7	5,1	4,2	5,2	3,9	2,9	4,2	4,2	4,9	4,8	2,2		
IV	P	4,3	3,8	5,3	4,3	4,5	4,1	3,3	5,4	4,1	4,4	4,7	2,5		
08 I	P	4,6	3,6	5,4	4,9	8,6	5,2	5,3	5,5	5,0	9,3	2,9	4,9		
II	P	4,8	5,5	6,1	4,5	1,8	5,0	4,9	7,1	4,7	2,0	4,1	0,9		
III	P	4,8	3,9	5,8	5,2	5,4	5,3	4,5	6,1	5,4	6,0	3,5	3,5		
IV	P	5,0	4,6	7,9	5,0	3,0	4,8	4,5	6,6	4,7	2,7	5,8	4,2		
09 I	P	4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,5	3,0	2,4	7,8	4,0		
II	P	4,0	3,2	6,3	4,1	9,6	4,1	2,5	5,8	4,3	9,8	3,6	...		
III	P	3,3	2,9	4,9	3,5	4,2	3,1	2,0	4,8	3,2	3,9	3,9	...		

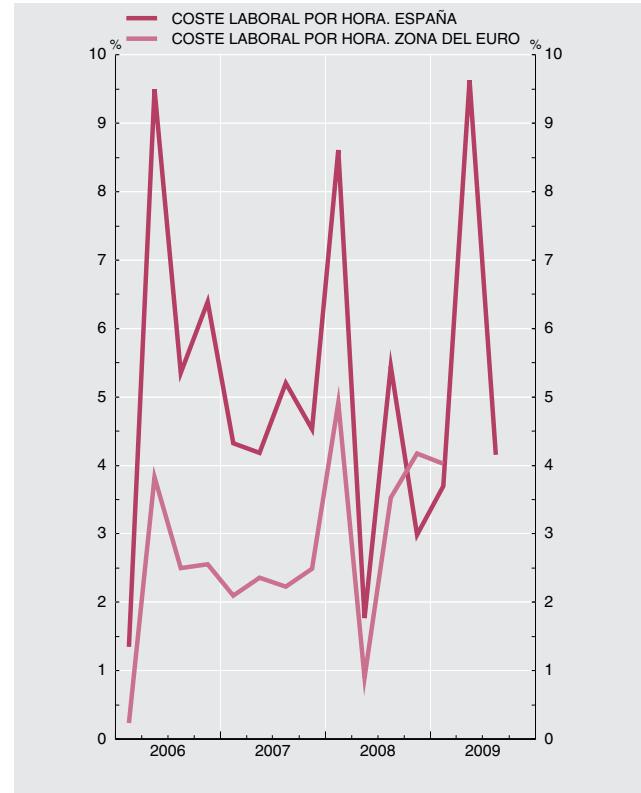
#### POR TRABAJADOR Y MES

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.

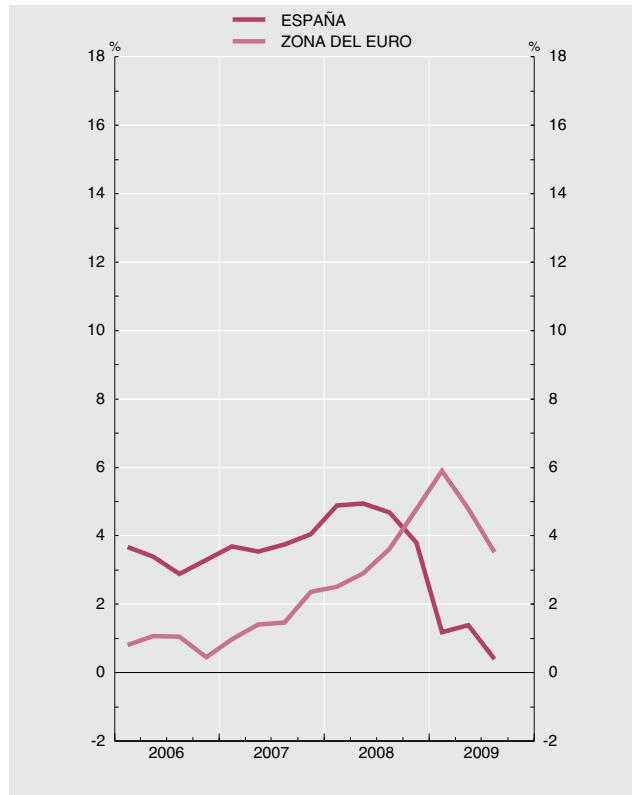
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

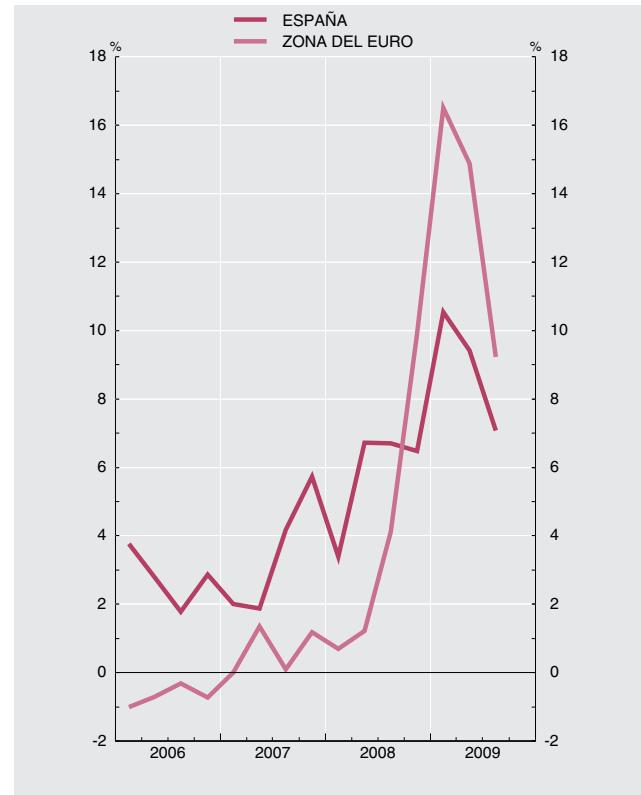
Tasas de variación interanual

	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)	
							7	8	9	10			
	1	2	3	4	5	6					11	12	
06	P	3,3	0,8	4,0	2,3	0,7	1,5	4,0	3,1	3,3	1,6	2,8	-0,7
07	P	3,8	1,6	4,5	2,5	0,7	1,0	3,6	2,7	2,8	1,8	3,4	0,7
08	P	4,6	3,5	6,1	3,2	1,5	-0,2	0,9	0,5	-0,6	0,7	5,7	4,0
06 /V	P	3,3	0,5	4,3	2,2	1,0	1,7	4,0	3,5	3,1	1,7	2,9	-0,7
07 /	P	3,7	1,0	4,4	2,6	0,7	1,6	4,0	3,4	3,3	1,8	2,0	-
//	P	3,5	1,4	4,2	2,4	0,7	1,0	3,8	2,7	3,1	1,7	1,9	1,3
///	P	3,7	1,5	4,5	2,3	0,7	0,8	3,5	2,7	2,8	1,9	4,2	0,1
/V	P	4,0	2,4	4,9	2,8	0,9	0,4	3,1	2,2	2,2	1,7	5,7	1,2
08 /	P	4,9	2,5	6,0	3,2	1,0	0,6	2,5	2,2	1,5	1,5	3,4	0,7
//	P	5,0	2,9	6,4	3,2	1,4	0,3	1,7	1,4	0,3	1,1	6,7	1,2
///	P	4,7	3,6	6,2	3,6	1,4	-0,1	0,4	0,4	-1,0	0,4	6,7	4,1
/V	P	3,8	4,8	6,0	3,0	2,1	-1,7	-1,2	-1,8	-3,2	-0,2	6,5	9,9
09 /	P	1,2	5,9	4,5	1,9	3,2	-3,8	-3,2	-5,0	-6,3	-1,3	10,5	16,5
//	P	1,4	4,8	4,7	1,6	3,2	-3,1	-4,2	-4,8	-7,2	-1,8	9,4	14,9
///	P	0,4	3,5	3,9	1,4	3,4	-2,0	-4,0	-4,0	-7,2	-2,0	7,1	9,2

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



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



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

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

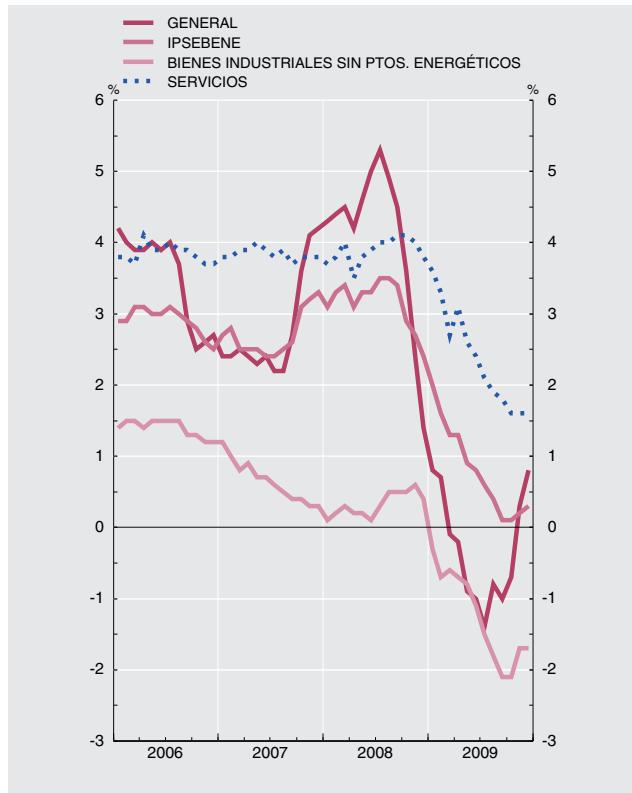
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)					Tasa de variación interanual ( $\frac{1}{12}$ )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)		
	Serie original	m <sub>1</sub> (a)	1 T <sub>12</sub> (b)	s/ T 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	98,3	-1,7	
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7	
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1	
08	E-D	M	107,0	0,1	4,1	1,5	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,7	4,2
09	E-D	M	106,7	0,1	-0,3	-0,2	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	...	...
08	Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	105,1	-0,8
	Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	104,1	-7,6
	Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	101,7	-10,5
	Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	100,5	-10,3
09	Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	101,0	-7,2
	Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	1,6	102,9	-5,4
	Mar		105,8	0,2	-0,1	-1,1	0,8	1,2	-0,6	-11,6	2,7	1,3	105,4	-7,1
	Abr		106,8	1,0	-0,2	-0,1	-	0,7	-0,7	-12,4	3,1	1,3	107,8	-7,7
	May		106,8	-	-0,9	-0,1	-0,6	-	-0,8	-15,3	2,6	0,9	101,8	-15,1
	Jun		107,2	0,4	-1,0	0,3	-2,7	0,4	-1,1	-14,2	2,4	0,8	93,7	-17,2
	Jul		106,3	-0,9	-1,4	-0,5	-2,7	0,9	-1,5	-15,9	2,1	0,6	83,3	-17,9
	Ago		106,7	0,3	-0,8	-0,2	-2,5	0,8	-1,8	-10,2	1,9	0,4	84,2	-14,8
	Sep		106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	0,1	90,4	-14,0
	Oct		107,2	0,7	-0,7	0,3	-2,6	0,4	-2,1	-6,6	1,6	0,1	...	...
	Nov		107,8	0,5	0,3	0,8	-2,7	0,5	-1,7	1,9	1,6	0,2	...	...
	Dic		107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	0,3	...	...

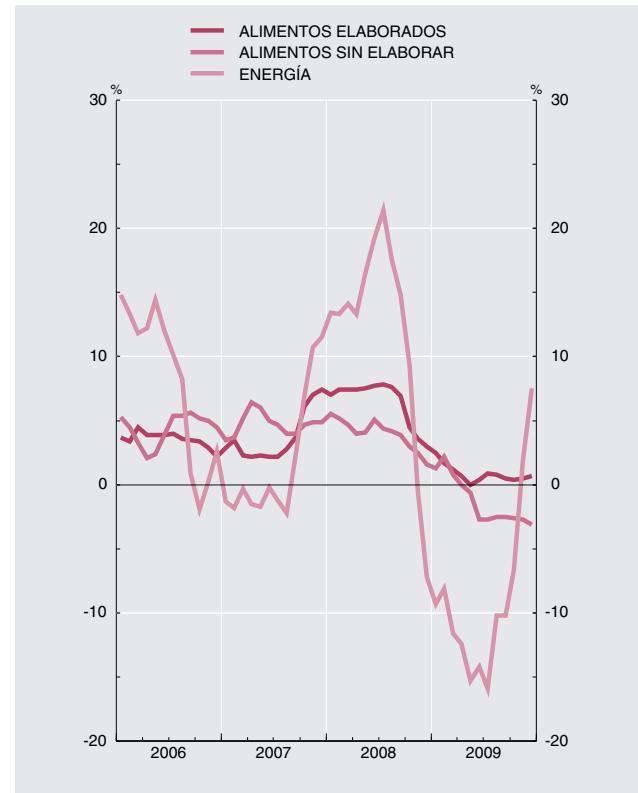
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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.

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)

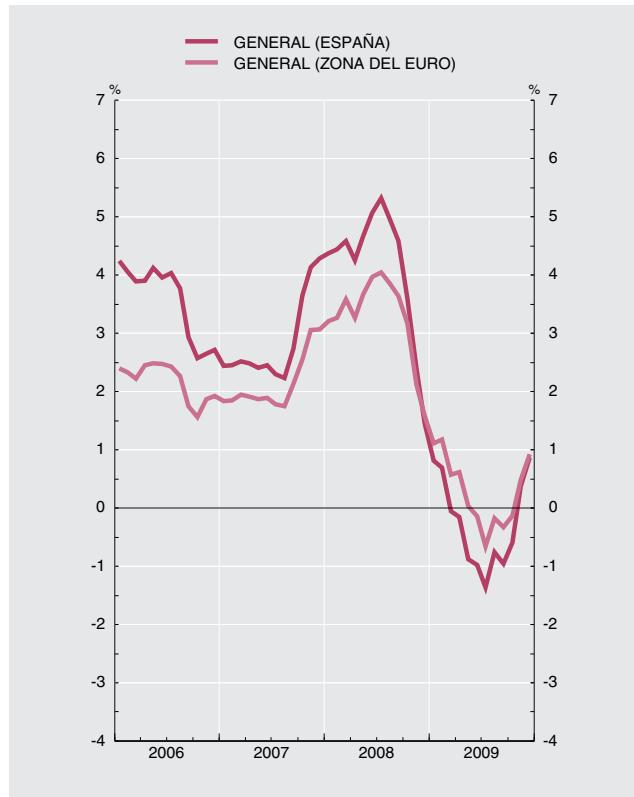
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios							
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro	España	Zona del euro				
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía									
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro								
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-D	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						
09	E-D	-0,3	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-3,0	-1,7	-1,0	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0						
09	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						
	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						
	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						
	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						
	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						
	Mar	-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						
	Abr	-0,2	0,6	-2,1	-0,7	0,5	1,4	0,6	1,2	0,3	1,6	-3,6	-1,7	-0,6	0,8	-12,3	-8,8	3,0	2,5						
	May	-0,9	-	-2,9	-1,4	-0,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-4,5	-2,5	-0,6	0,8	-15,2	-11,6	2,4	2,1						
	Jun	-1,0	-0,1	-2,9	-1,6	-0,6	0,7	0,5	1,1	-1,7	-	-4,4	-2,7	-0,9	0,6	-14,1	-11,7	2,2	2,0						
	Jul	-1,4	-0,7	-3,4	-2,4	-0,3	-	1,2	0,8	-1,8	-1,1	-5,2	-3,6	-1,2	0,5	-15,8	-14,4	1,9	1,9						
	Ago	-0,8	-0,2	-2,4	-1,5	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,6	-1,2	-3,6	-2,3	-1,4	0,6	-10,2	-10,2	1,8	1,8						
	Sep	-1,0	-0,3	-2,6	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,8	-2,6	-1,6	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8						
	Oct	-0,6	-0,1	-1,9	-1,4	-0,5	-0,4	0,8	0,3	-2,0	-1,6	-2,7	-2,0	-1,6	0,3	-6,5	-8,5	1,4	1,8						
	Nov	0,4	0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	0,5	-2,1	-1,3	-0,3	-0,4	-1,3	0,2	1,9	-2,4	1,4	1,6						
	Dic	P	0,9	0,9	0,5	0,5	-0,5	-0,2	1,3	0,7	-2,4	-1,6	1,0	0,8	-1,2	0,4	7,4	1,8	1,4	1,6					

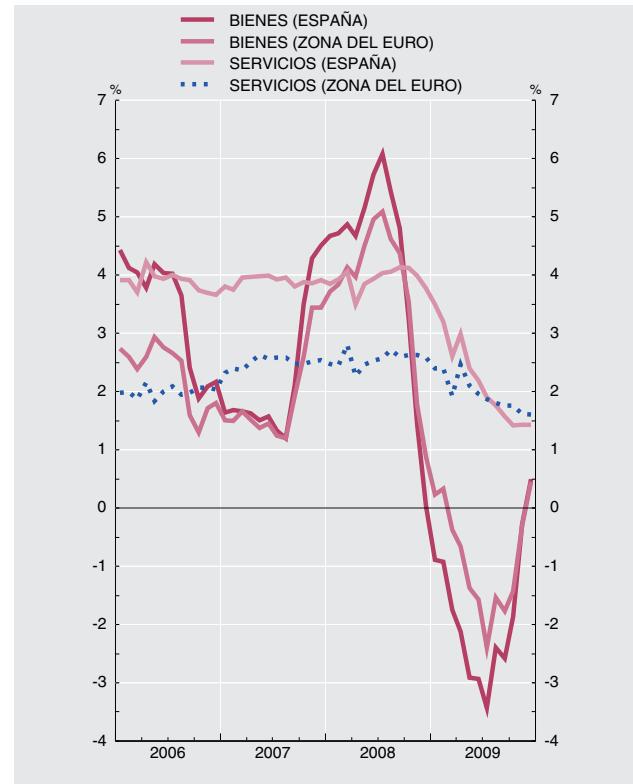
### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

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

### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

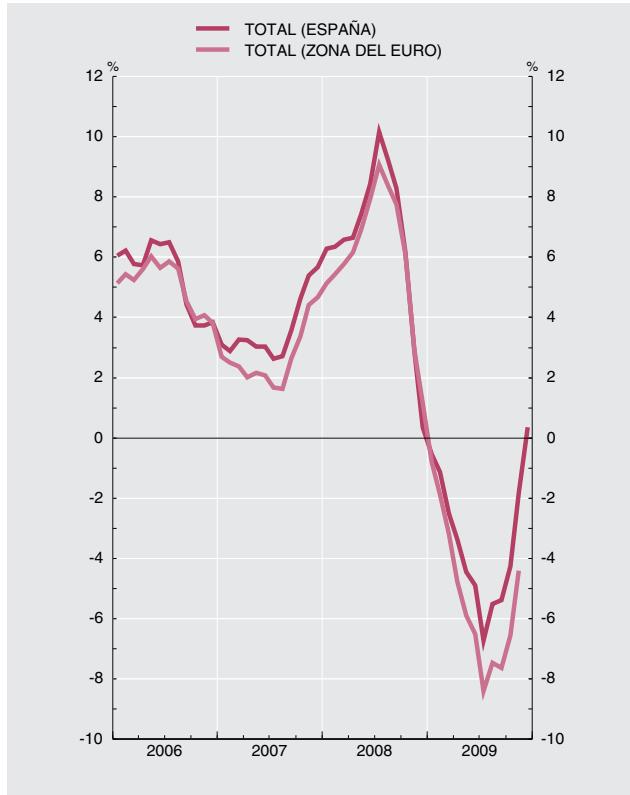
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Serie original	General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	m 1 (a)	T 12	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía		
		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	1,5	1,6	4,6	13,6	
07	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,1	2,2	4,6	1,3	
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	4,0	14,2	
08	E-D	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	4,0	14,2
09	E-D	MP	112,4	—	-3,4	—	-0,6	—	0,8	—	-5,4	—	-6,8	...	...	...	...	...
08	Sep	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,7	3,7	2,2	5,5	19,4
	Oct	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	6,1	2,8	2,8	4,1	14,5
	Nov	P	114,5	-2,5	2,9	-0,4	2,2	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	2,9	1,9	2,7	2,5	4,9
	Dic	P	112,1	-2,1	0,4	-0,2	1,6	-	2,3	-1,9	1,0	-6,5	-3,4	1,2	1,2	2,1	1,2	1,0
09	Ene	P	112,6	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,2	-1,6	3,2	-2,2	-0,8	-0,5	1,9	-1,2	-1,9
	Feb	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,1	1,6	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,9	-1,0	1,8	-2,9	-3,6
	Mar	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-0,1	1,3	-0,4	-4,3	-0,9	-5,0	-3,2	-1,6	1,5	-3,9	-6,9
	Abr	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,6	-5,5	-0,3	-6,8	-4,8	-1,8	1,1	-5,0	-11,0
	May	P	111,8	0,1	-4,4	-0,2	-1,1	-	1,1	-0,3	-6,3	1,1	-9,8	-5,9	-2,0	0,5	-5,7	-13,7
	Jun	P	112,5	0,6	-4,9	-	-1,3	-0,1	0,9	0,2	-6,9	3,2	-10,1	-6,5	-2,3	0,3	-6,4	-14,8
	Jul	P	112,3	-0,2	-6,7	0,1	-1,3	-0,1	0,5	0,2	-7,8	-1,0	-16,0	-8,4	-2,5	-0,0	-7,5	-19,8
	Ago	P	113,0	0,6	-5,5	0,5	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,6	-11,5	-7,5	-2,6	-0,2	-7,4	-16,7
	Sep	P	112,5	-0,4	-5,4	0,1	-0,7	0,2	0,4	-0,1	-7,6	-2,2	-11,5	-7,6	-2,7	-0,5	-7,3	-17,3
	Oct	P	112,4	-0,1	-4,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	-6,3	0,6	-8,4	-6,6	-2,8	-0,7	-6,4	-14,2
	Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,7	-4,8	-8,9
	Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	...	...	...	...	...

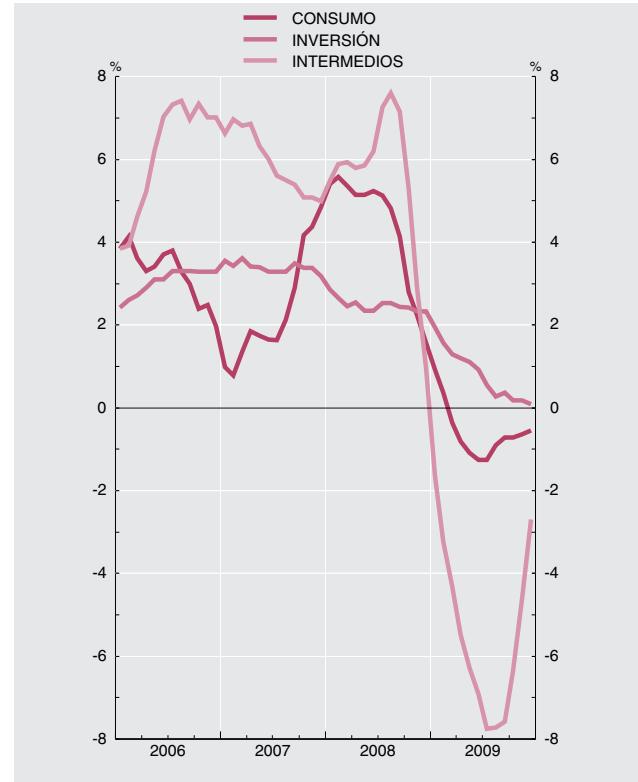
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

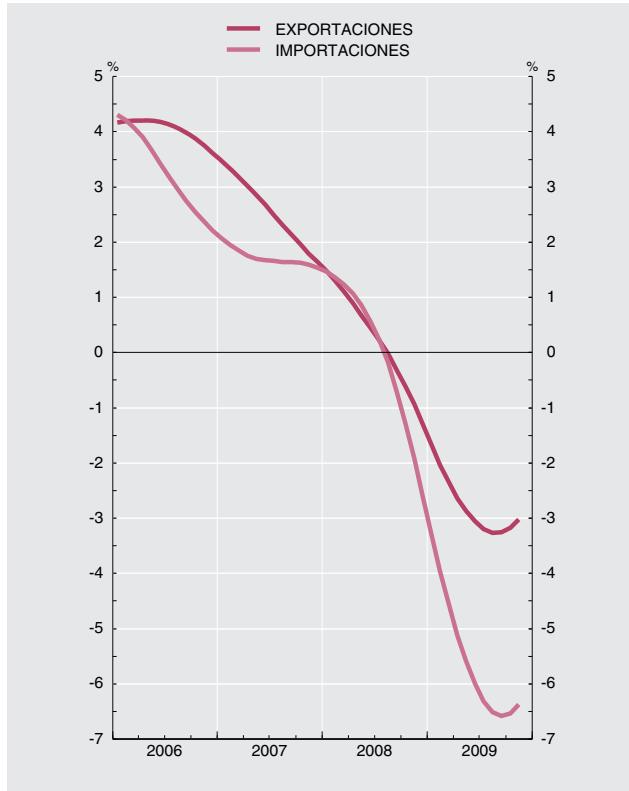
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

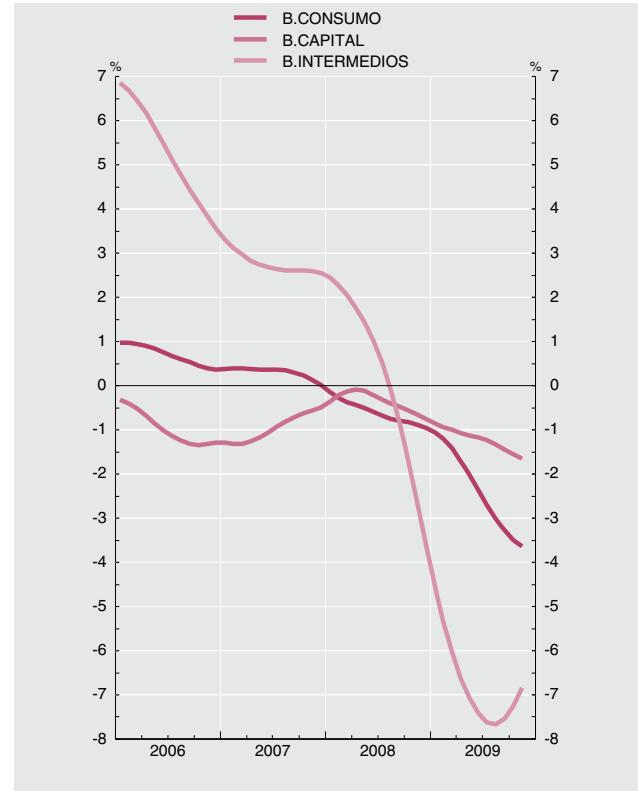
Tasas de variación interanual

	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-N	1,9	1,0	1,2	2,7	32,7	-0,1	4,0	-1,1	1,7	6,5	24,7	-0,8
09 E-N	-6,8	-2,8	-5,4	-9,7	-30,1	-7,2	-11,0	-2,8	-5,2	-15,1	-29,9	-9,0
08 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
Feb	-5,9	-4,8	-5,9	-6,7	-18,5	-6,2	-7,1	7,7	-3,7	-14,3	-29,6	-11,6
Mar	-4,6	-4,4	-5,9	-4,7	-20,7	-2,6	-7,6	4,9	2,0	-14,3	-31,0	-5,4
Abr	-5,1	-0,4	-9,6	-7,9	-23,2	-6,0	-8,6	-0,7	0,3	-13,0	-32,1	-6,2
May	-8,3	-3,5	0,2	-12,9	-34,4	-11,2	-10,1	1,4	-6,4	-15,2	-36,6	-8,6
Jun	-5,7	1,9	-8,2	-10,3	-30,2	-7,7	-10,7	-1,8	0,1	-15,2	-35,2	-6,5
Jul	-7,2	-1,0	-6,2	-11,7	-39,8	-7,5	-13,2	-5,5	5,2	-17,8	-33,6	-10,2
Ago	-11,2	-5,1	-8,5	-14,9	-42,1	-10,2	-16,4	-11,3	-15,0	-18,7	-29,7	-12,8
Sep	-8,6	-2,4	-16,6	-11,5	-37,8	-7,7	-12,9	-0,5	-17,6	-17,8	-31,3	-12,0
Oct	-6,6	-4,7	11,8	-10,7	-38,5	-7,6	-13,8	-12,1	-4,4	-15,8	-26,0	-11,7
Nov	-8,6	-5,7	-4,4	-11,4	-37,4	-7,9	-12,5	-14,5	-9,8	-12,0	-15,8	-9,8

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



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



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

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

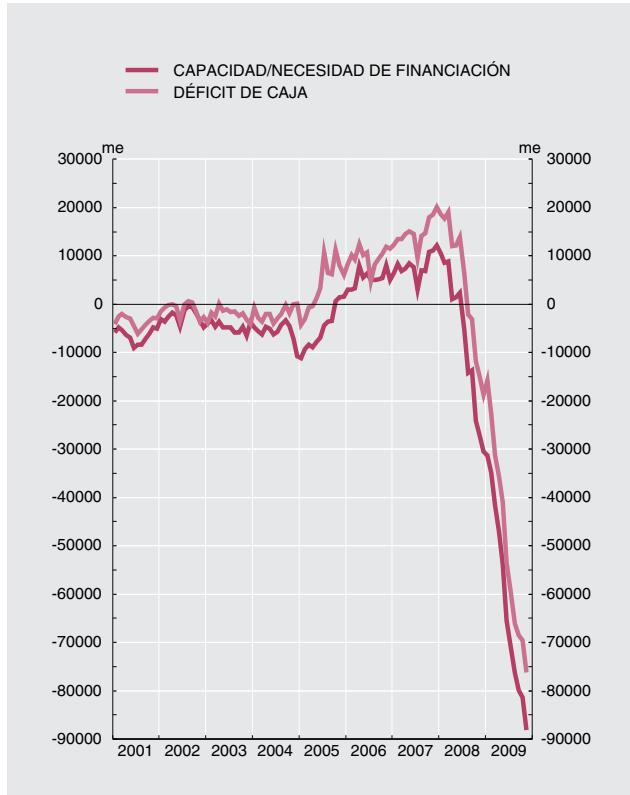
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

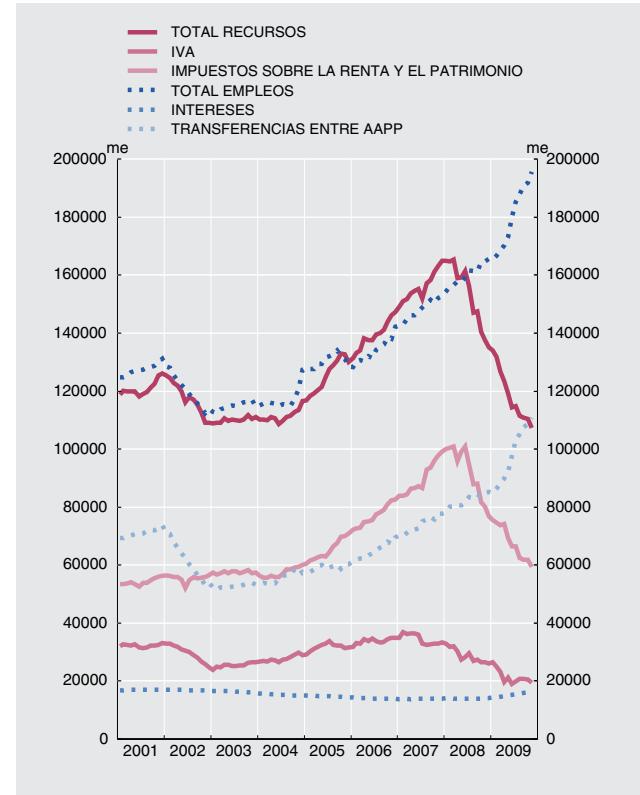
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tracio- nes Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos	
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
99	-7 303	109 643	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	108 655	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	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	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	P -30 527	135 145	26 065	12 715	6 904	76 930	12 531	165 672	19 244	14 145	85 348	5 857	41 078	-18 747	129 336	148 082
08 E-N	P -13 921	124 937	25 775	11 800	4 521	72 921	9 920	138 858	16 622	12 834	75 488	3 543	30 371	-11 038	120 150	131 188
09 E-N	A -71 572	97 194	19 093	10 633	4 780	55 325	7 363	168 766	17 349	14 892	101 097	2 621	32 807	-68 508	95 092	163 601
09 Mar	A -12 791	1 945	-1 328	687	1 020	2 205	-639	14 736	1 518	1 334	8 835	-5	3 054	-11 275	2 614	13 888
Abr	A 498	14 462	2 532	938	580	10 014	398	13 964	1 553	1 326	7 972	394	2 719	2 878	14 613	11 735
May	A -13 103	71	-1 181	927	243	-830	912	13 174	1 499	1 388	7 525	342	2 420	-10 635	-202	10 433
Jun	A -19 226	1 725	-1 377	833	457	-52	1 864	20 951	2 734	1 377	12 339	112	4 389	-17 716	673	18 389
Jul	A -10 286	11 506	3 945	845	571	5 886	259	21 792	1 442	1 435	16 025	253	2 637	-14 127	11 405	25 532
Ago	A -10 511	2 613	-5 428	1 066	410	6 081	484	13 124	1 441	1 374	7 627	185	2 497	-11 506	1 424	12 930
Sep	A -2 447	11 934	3 495	1 142	398	5 644	1 255	14 381	1 426	1 336	8 504	204	2 911	-347	11 521	11 868
Oct	A 3 460	19 712	5 791	1 163	260	11 866	632	16 252	1 511	1 416	9 401	348	3 576	5 198	18 816	13 618
Nov	A -12 224	5 132	-19	1 020	198	2 447	1 486	17 356	1 476	1 371	9 796	602	4 111	-10 907	5 575	16 482

### 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).

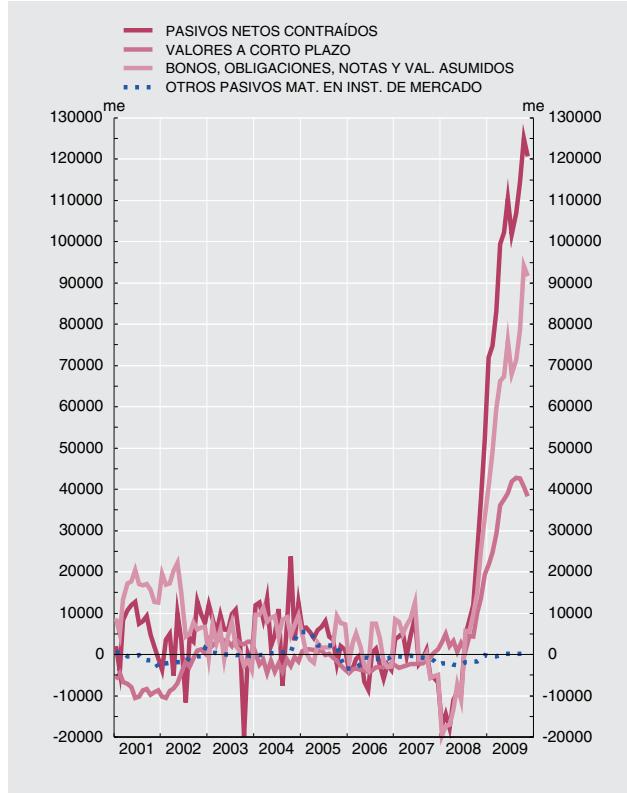
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

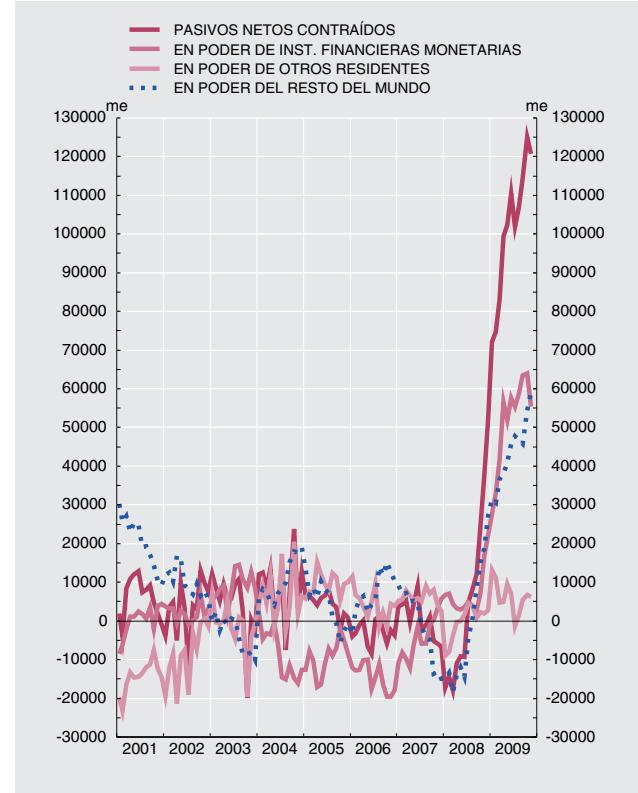
Millones de euros

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	4 212	4 574	11 515	209	-6 629	19 592	-499	-446	-503	-10 511	-7 605	-2 905	22 026	12 018
00	-6 330	4 584	5 690	10 914	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 686	-22 009	-10 117	-11 892	32 924	8 228
01	-5 076	-5 973	-20 141	-897	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 202	-10 103	4 424	-14 527	9 206	305
02	-4 780	2 783	-95	7 563	-888	346	6 655	-486	1 488	-439	1 773	3 148	-1 374	5 790	8 002
03	-3 692	-5 850	0	-2 158	-135	3 146	-3 761	-486	-254	-803	7 817	8 551	-734	-9 975	-1 354
04	-10 762	1 866	0	-12 628	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 486	-100	-6 347	-12 696	6 349	18 975	12 728
05	1 590	2 608	0	1 018	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 411	1 410	1 776	-8 257	10 033	-758	-392
06	5 005	1 295	-200	-3 710	175	-2 198	-2 976	-486	-418	2 367	-14 067	-17 968	3 901	10 357	-6 077
07	12 098	5 351	65	-6 747	-120	1 206	-4 916	-519	-2 495	-23	8 280	5 698	2 581	-15 026	-6 724
08	P -30 527	21 551	4 337	52 078	2 243	19 355	33 275	-520	-102	70	24 877	22 157	2 720	27 201	52 008
08 E-N	P -13 921	21 922	16 840	35 843	2 240	14 641	22 673	-520	-305	-647	14 537	14 684	-147	21 306	36 490
09 E-N	A -71 572	32 855	2 932	104 427	-1 500	33 632	81 096	-535	-74	-9 692	51 264	47 965	3 299	53 163	114 119
09 Mar	A -12 791	-1 846	-3 498	10 945	780	3 916	11 559	-	-56	-4 475	7 222	5 890	1 333	3 723	15 420
Abr	A 498	17 660	13 478	17 162	-14	5 475	11 321	-535	-6	909	12 417	8 345	4 073	4 745	16 254
May	A -13 103	-5 404	-6 980	7 699	2	940	8 248	-	13	-1 502	3 741	931	2 810	3 958	9 201
Jun	A -19 226	-6 075	-8 999	13 151	3	1 141	11 477	-	31	503	9 094	8 798	296	4 057	12 649
Jul	A -10 286	-14 584	-3 906	-4 298	2	2 862	-6 468	-	27	-719	-9 011	-5 441	-3 569	4 713	-3 579
Ago	A -10 511	-6 226	6	4 285	2	3 089	4 366	-	16	-3 187	3 025	2 012	1 012	1 260	7 471
Sep	A -2 447	15 200	3 900	17 647	1 714	2 076	15 354	-	-30	247	9 257	8 508	749	8 390	17 400
Oct	A 3 460	13 106	5 996	9 646	-997	2 409	8 052	-	-27	-788	2 205	2 089	116	7 441	10 434
Nov	A -12 224	1 094	-2 563	13 318	-2 998	4 190	10 654	-	-6	-1 520	3 946	4 731	-784	9 372	14 838

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

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

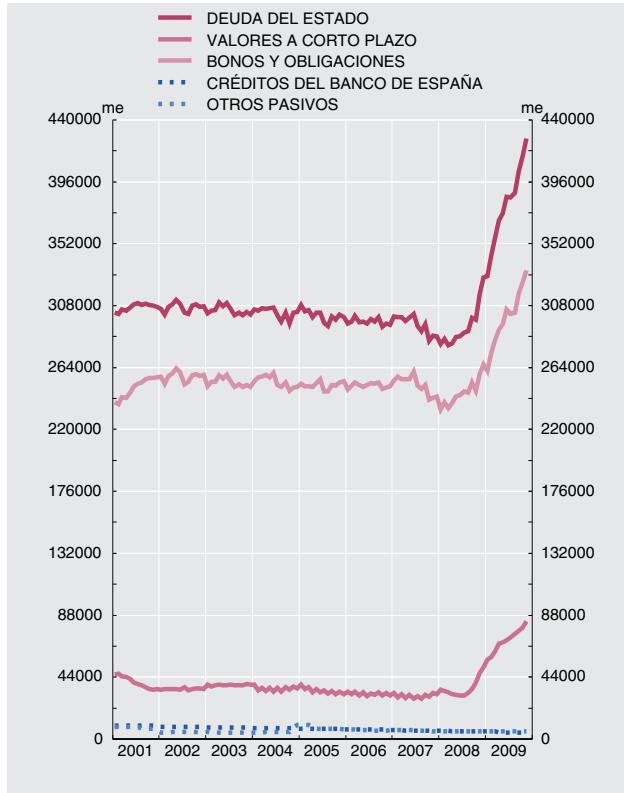
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

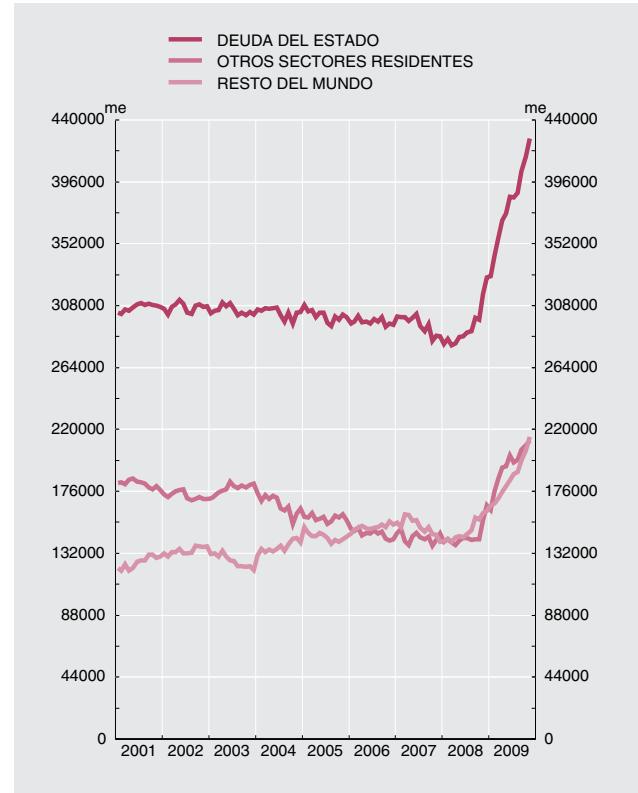
Millones de euros

Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos prestados (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	301 503	5 105	38 702	250 337	7 873	4 591	192 426	10 952	181 474	120 029	300	6 821
04	303 563	3 267	35 996	250 125	7 388	10 055	183 276	19 412	163 863	139 700	300	7 186
05	299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020
06	294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794
07	286 090	355	31 644	243 246	5 832	5 367	171 398	25 551	145 847	140 243	165	6 162
08	P 327 876	63	50 788	266 334	5 249	5 505	200 608	34 511	166 097	161 779	4 502	8 152
09 Mar	A 356 186	64	62 153	283 370	5 249	5 414	221 499	36 231	185 268	170 918	6 502	22 453
Abr	A 368 522	67	67 564	290 884	4 665	5 407	232 472	39 616	192 856	175 666	19 980	34 048
May	A 373 459	69	68 519	294 853	4 665	5 421	235 942	42 111	193 831	179 628	13 000	39 874
Jun	A 385 196	70	70 005	305 074	4 665	5 451	243 295	41 786	201 509	183 687	4 001	46 398
Jul	A 384 735	70	72 291	302 300	4 665	5 478	239 859	43 524	196 335	188 400	95	46 949
Ago	A 387 996	68	74 823	303 013	4 665	5 495	244 552	46 213	198 339	189 657	101	47 191
Sep	A 403 642	66	76 918	316 594	4 665	5 465	251 921	46 282	205 639	198 003	4 001	47 882
Oct	A 413 965	67	79 370	324 492	4 665	5 438	254 936	46 222	208 714	205 250	9 997	48 134
Nov	A 426 830	66	83 552	333 181	4 665	5 431	258 661	46 495	212 166	214 664	7 434	53 565

### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



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



FUENTE: BE.

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

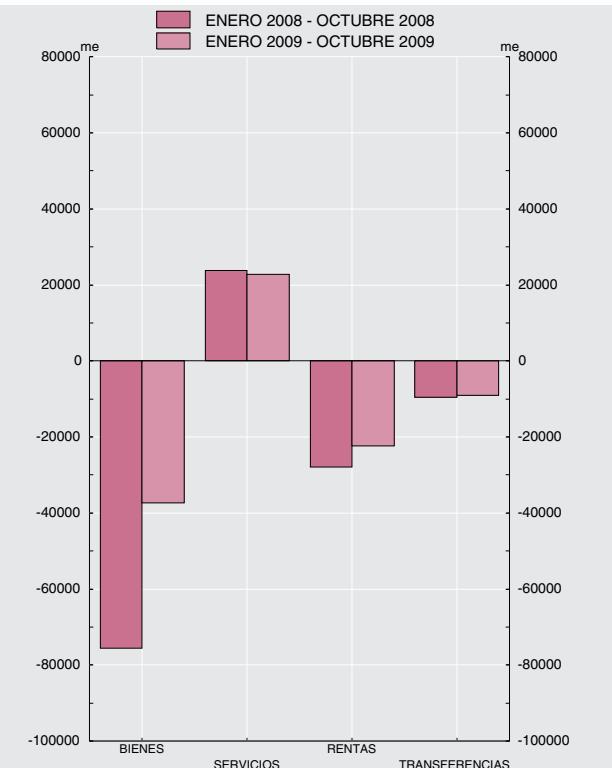
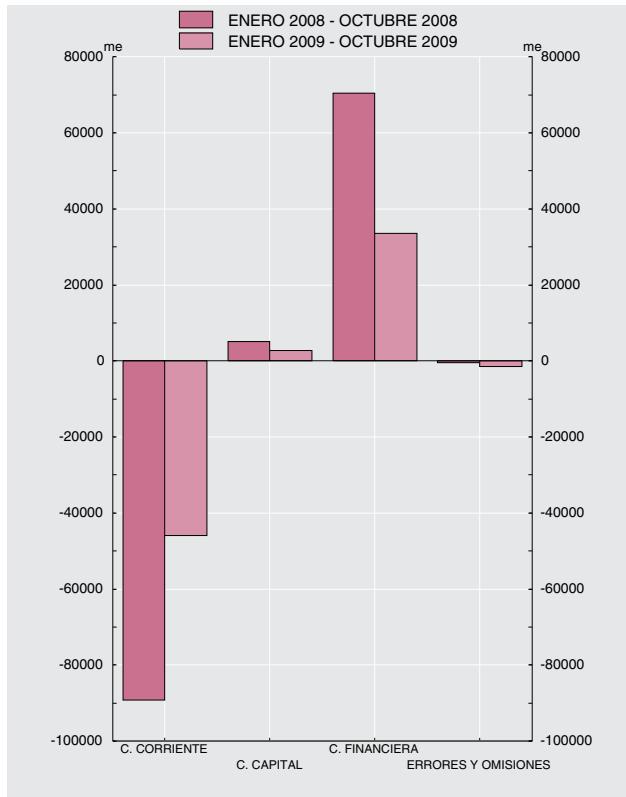
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

	Cuenta corriente (a)															Millones de euros	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias 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			Total	Turismo y viajes		Total									
	1-2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	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	P-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-104 412	-87 660	193 899	281 559	26 265	97 513	41 901	71 248	13 834	-33 782	60 991	94 773	-9 235	5 506	-98 906	95 471	3 435
08 E-O	P -89 231	-75 554	165 654	241 208	23 735	83 179	37 287	59 444	11 872	-27 867	50 417	78 285	-9 545	5 046	-84 184	84 624	-440
09 E-O	P -45 925	-37 328	134 403	171 731	22 808	75 288	33 704	52 480	10 103	-22 315	43 003	65 318	-9 090	2 771	-43 154	44 561	-1 407
08 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 -7 707	-6 093	17 194	23 286	2 503	8 964	3 852	6 461	1 298	-3 042	5 267	8 310	-1 075	212	-7 495	7 160	335
Nov	P -8 555	-5 523	14 738	20 261	1 687	6 986	2 512	5 298	1 038	-3 547	4 265	7 812	-1 173	251	-8 304	7 933	372
Dic	P -6 626	-6 583	13 506	20 090	843	7 349	2 102	6 506	924	-2 368	6 309	8 677	1 482	209	-6 417	2 914	3 503
09 Ene	P -5 917	-4 115	11 444	15 558	1 377	6 581	2 486	5 204	948	-2 765	4 650	7 415	-415	340	-5 577	6 242	-665
Feb	P -9 064	-5 492	12 782	18 275	1 196	6 326	2 077	5 130	890	-2 826	3 260	6 087	-1 941	238	-8 826	5 182	3 644
Mar	P -6 213	-3 227	14 138	17 365	1 255	6 508	2 441	5 253	829	-3 319	4 706	8 025	-922	374	-5 839	7 258	-1 419
Abr	P -4 427	-3 230	13 609	16 840	1 393	6 631	2 520	5 238	946	-1 527	5 121	6 647	-1 063	930	-3 498	2 444	1 053
May	P -3 948	-2 913	13 257	16 171	2 558	7 138	3 177	4 579	689	-3 129	4 748	7 878	-464	150	-3 798	3 322	477
Jun	P -3 191	-2 852	14 245	17 097	2 724	7 958	3 749	5 233	1 147	-2 621	4 252	6 873	-442	148	-3 043	4 517	-1 474
Jul	P -1 679	-2 823	14 894	17 717	3 630	9 661	4 716	6 031	1 181	-2 062	5 481	7 543	-424	146	-1 534	2 495	-961
Ago	P -3 025	-4 218	10 353	14 572	3 533	8 569	4 923	5 036	1 280	-1 344	3 110	4 454	-996	397	-2 628	2 924	-296
Sep	P -4 309	-5 025	14 278	19 303	2 580	7 955	4 015	5 376	1 103	-1 141	4 141	5 282	-722	57	-4 252	4 233	19
Oct	P -4 151	-3 433	15 402	18 834	2 562	7 961	3 602	5 400	1 091	-1 581	3 533	5 114	-1 700	-7	-4 159	5 944	-1 786

### 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).

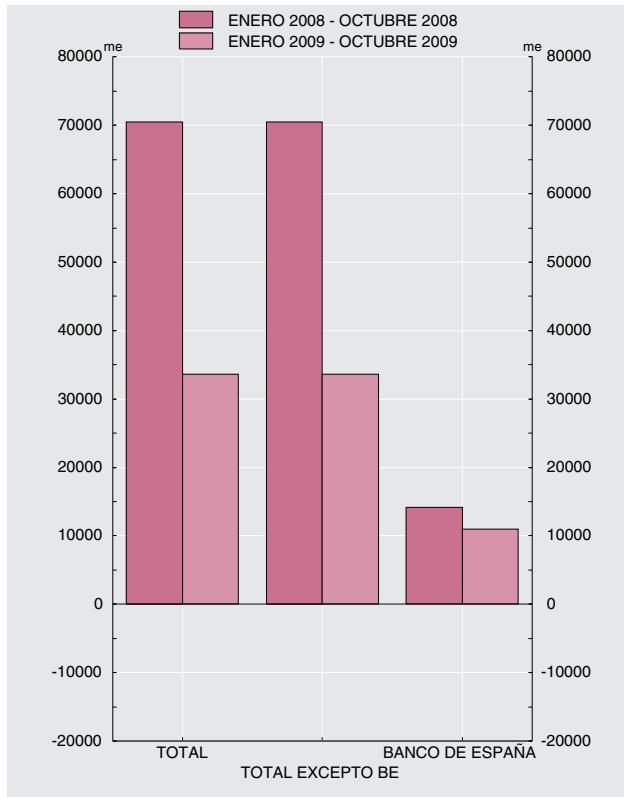
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

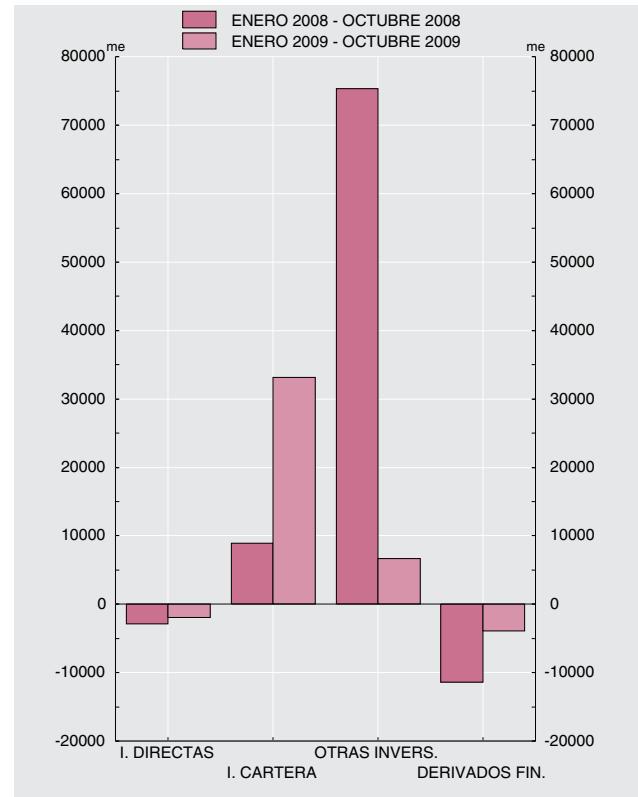
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA) (e)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA) (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+15+16	14	15
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	P101 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 95 471	65 334	-6 913	54 662	47 749	3 763	-21 869	-18 106	76 284	14 822	91 106	-7 800	30 137	-645	31 713	-931
08 E-O	P 84 624	70 497	-2 901	45 148	42 247	8 945	-22 083	-13 138	75 323	34 678	110 001	-10 871	14 127	-155	15 053	-771
09 E-O	P 44 561	33 630	-1 920	17 515	15 595	33 148	3 928	37 075	6 643	-2 601	4 042	-4 240	10 930	-1 191	6 228	5 893
08 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 7 160	15 217	-4 593	6 993	2 400	-11 047	-10 171	-21 218	30 865	-12 481	18 384	-8	-8 057	-28	-5 640	-2 389
Nov	P 7 933	289	-1 696	4 006	2 310	-2 881	-458	-3 339	1 629	-6 558	-4 928	3 236	7 643	-318	8 131	-171
Dic	P 2 914	-5 452	-2 316	5 508	3 192	-2 302	673	-1 629	-669	-13 298	-13 967	-165	8 366	-172	8 528	10
09 Ene	P 6 242	9 263	-5 387	5 632	245	10 458	-7 057	3 402	3 841	7 521	11 362	350	-3 021	-16	-2 439	-566
Feb	P 5 182	-9	-338	1 728	1 390	-4 163	-1 476	-5 639	4 895	-11 385	-6 490	-403	5 191	-84	4 972	303
Mar	P 7 258	9 945	-5 306	3 483	-1 823	2 014	1 379	3 393	13 868	-9 169	4 699	-630	-2 687	-165	-5 382	2 859
Apr	P 2 444	7 531	706	2 612	3 318	1 328	-509	819	2 564	-1 477	1 087	2 934	-5 087	-19	-6 379	1 311
May	P 3 322	1 027	-1 033	615	-417	-2 952	5 101	2 149	5 586	-4 757	830	-575	2 295	-120	1 177	1 237
Jun	P 4 517	-4 568	8 933	-46	8 887	-6 119	6 928	809	-5 999	7 630	1 631	-1 383	9 086	-187	8 321	952
Jul	P 2 495	-1 036	-2 049	1 396	-653	9 237	-4 109	5 128	-6 909	-7 497	-14 406	-1 314	3 531	-348	4 015	-136
Ago	P 2 924	-3 234	1 565	1 794	3 359	6 626	-122	6 503	-9 382	7 202	-2 180	-2 043	6 158	-220	6 099	279
Sep	P 4 233	2 576	825	-42	783	3 414	3 971	7 385	-728	7 864	7 137	-935	1 657	6	2 001	-351
Oct	P 5 944	12 136	164	342	506	13 306	-180	13 126	-1 094	1 466	373	-241	-6 191	-38	-6 159	6

**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

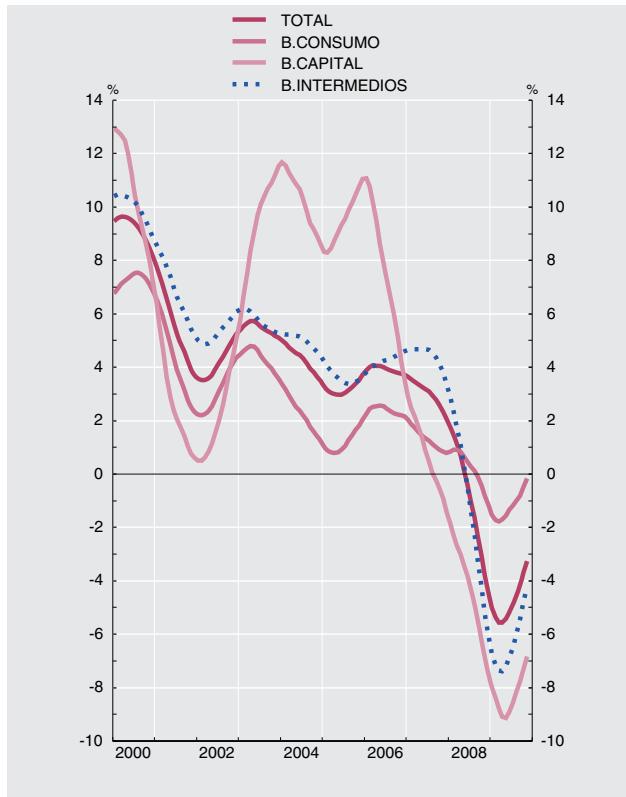
■ Serie representada gráficamente.

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	
02	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,7	1,4	3,3	2,4	9,5	-19,8	25,5	5,7	
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	189 228	2,3	0,5	2,2	-6,6	0,5	17,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	...	1,0	1,2	4,2	
08 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
08 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
08 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
09 Ene	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
09 Feb	P	12 401	-25,4	-20,7	-17,8	1,9	-26,3	-15,0	-26,7	-29,5	-27,0	-28,0	-22,1	27,3	-19,6	-27,0	2,9
09 Mar	P	13 714	-13,6	-9,5	2,1	-16,3	-16,7	-35,9	-15,6	-17,5	-16,1	-15,0	-4,4	18,9	8,1	-7,4	36,8
09 Abr	P	13 192	-26,6	-22,6	-13,8	-28,5	-27,6	-45,2	-26,7	-23,8	-21,1	-25,7	-34,3	-6,3	-26,7	-26,5	-3,6
09 May	P	12 893	-22,4	-15,4	-9,6	-34,1	-16,2	-1,7	-16,9	-23,7	-22,6	-22,4	-19,4	-2,8	-22,2	-12,6	-5,1
09 Jun	P	13 896	-10,1	-4,7	5,9	-12,5	-10,2	-20,8	-9,6	-11,7	-9,6	-10,8	-17,5	25,8	-15,8	0,1	-1,8
09 Jul	P	14 475	-15,8	-9,3	-0,1	-10,0	-15,2	-36,2	-13,9	-13,0	-12,2	-12,6	-11,4	-21,1	-20,3	-15,6	-19,7
09 Ago	P	10 072	-16,9	-6,4	2,2	-5,8	-11,3	-23,0	-10,4	-13,5	-8,5	-15,2	-40,9	-21,3	-20,5	-14,2	-22,0
09 Sep	P	13 871	-19,8	-12,2	-17,4	-1,4	-10,1	-22,1	-9,3	-18,9	-15,8	-18,4	-37,0	-24,8	-27,6	2,2	-16,4
09 Oct	P	14 918	-10,5	-4,2	0,1	-18,2	-4,4	-5,8	-4,4	-9,3	-7,0	-8,7	-27,0	-29,7	-18,4	16,9	-8,6
09 Nov	P	14 068	-1,5	7,7	7,7	-4,8	9,7	-10,9	11,0	1,7	3,0	0,1	-32,1	-26,3	-7,3	37,6	8,4

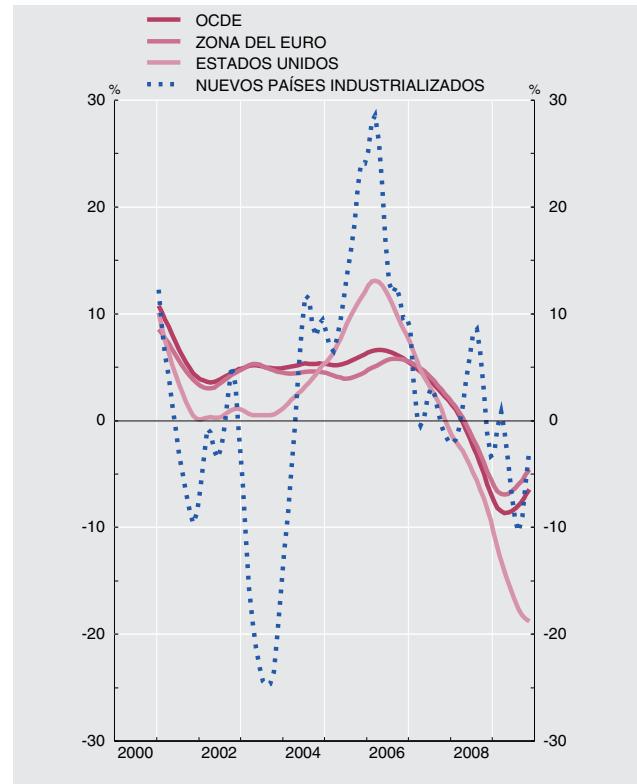
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

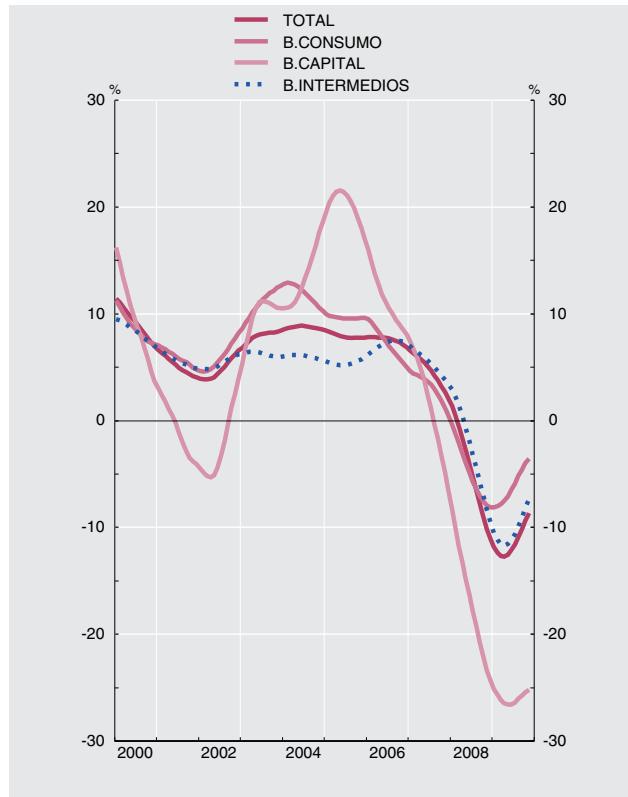
■ Serie representada gráficamente.

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	
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,7	2,0	0,9	-8,5	-9,0	5,7	13,6	2,4	
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	
08	283 388	-0,6	-4,1	-7,4	-13,7	-1,1	8,2	-2,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	...	16,6	10,8	-16,1	
08 Oct	P	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
08 Nov	P	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
08 Dic	P	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
09 Ene	P	15 591	-35,3	-30,1	-16,4	-32,3	-34,8	-32,9	-35,3	-32,5	-31,1	-33,8	-28,9	-50,0	-31,6	-28,0	-34,8
09 Feb	P	18 268	-26,0	-20,3	-3,5	-35,4	-24,9	10,6	-32,3	-26,0	-25,4	-26,1	-3,4	-7,5	-22,4	-26,2	-34,0
09 Mar	P	17 372	-31,8	-26,2	-9,0	-26,3	-32,3	-35,6	-31,3	-28,0	-28,1	-26,8	-21,5	-36,9	-7,8	-22,4	-22,5
09 Abr	P	16 828	-35,3	-29,2	-17,1	-37,6	-32,5	-21,3	-35,1	-31,8	-32,0	-32,1	-22,9	-38,6	-29,6	-35,2	-33,6
09 May	P	16 160	-34,3	-26,9	-19,8	-32,3	-29,0	-7,3	-33,4	-29,9	-30,6	-31,7	-31,1	-42,8	-45,1	-39,9	-31,3
09 Jun	P	17 131	-29,0	-20,5	-7,4	-35,2	-23,5	-19,7	-24,5	-19,8	-21,3	-22,5	-19,8	-52,5	-36,7	-35,1	-51,2
09 Jul	P	17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-24,3	-26,1	-25,1	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9
09 Ago	P	14 595	-26,0	-11,4	2,2	-15,9	-16,3	-13,4	-17,2	-19,3	-20,2	-21,5	-34,9	-43,3	-29,9	-29,8	-34,1
09 Sep	P	19 303	-21,9	-10,4	-2,0	-14,0	-13,3	-15,3	-12,8	-14,7	-17,4	-16,6	-24,0	-37,4	-14,2	-32,6	-37,9
09 Oct	P	18 828	-19,3	-6,4	6,5	-25,1	-8,9	-7,0	-9,3	-14,5	-17,5	-15,7	-11,3	-34,0	-32,4	-20,8	-31,1
09 Nov	P	18 923	-6,5	6,8	11,1	-5,3	6,8	0,6	8,4	-4,9	-6,7	-5,5	-5,5	-14,5	-20,8	-10,2	-28,2

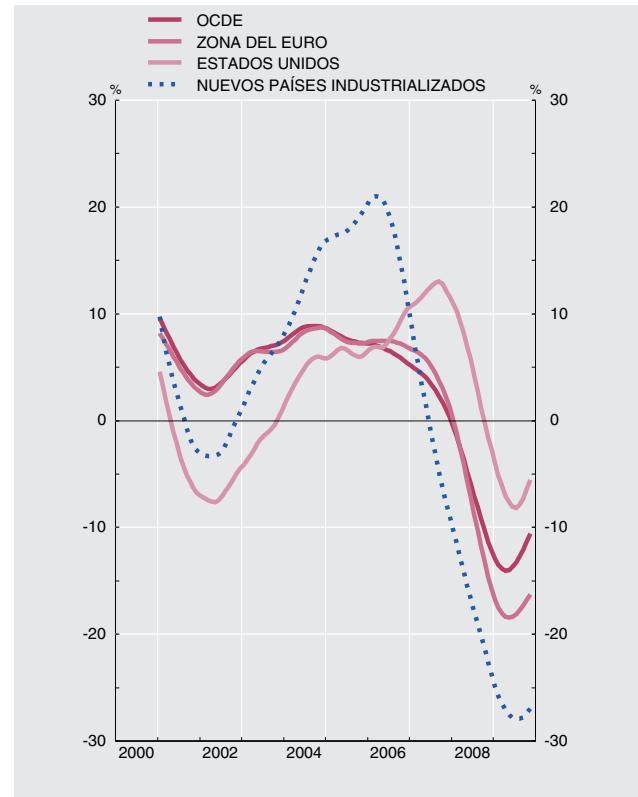
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

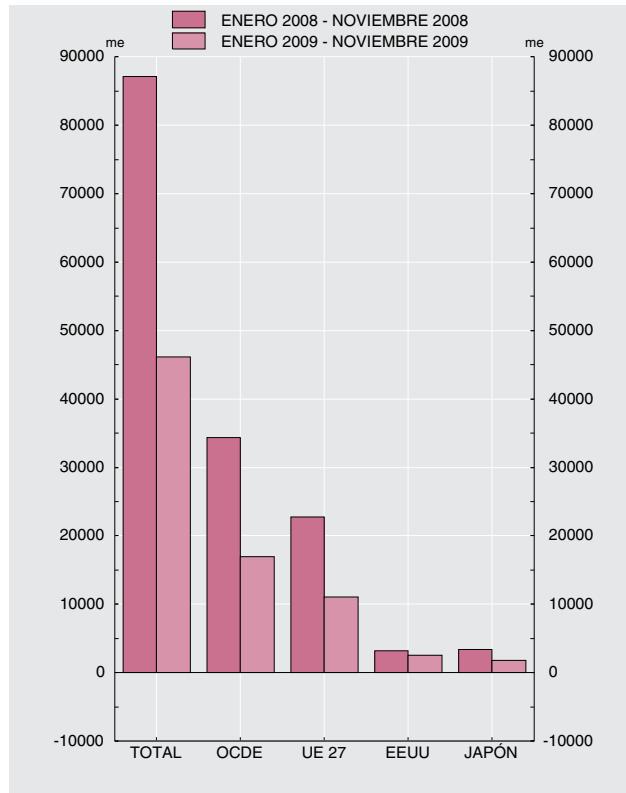
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

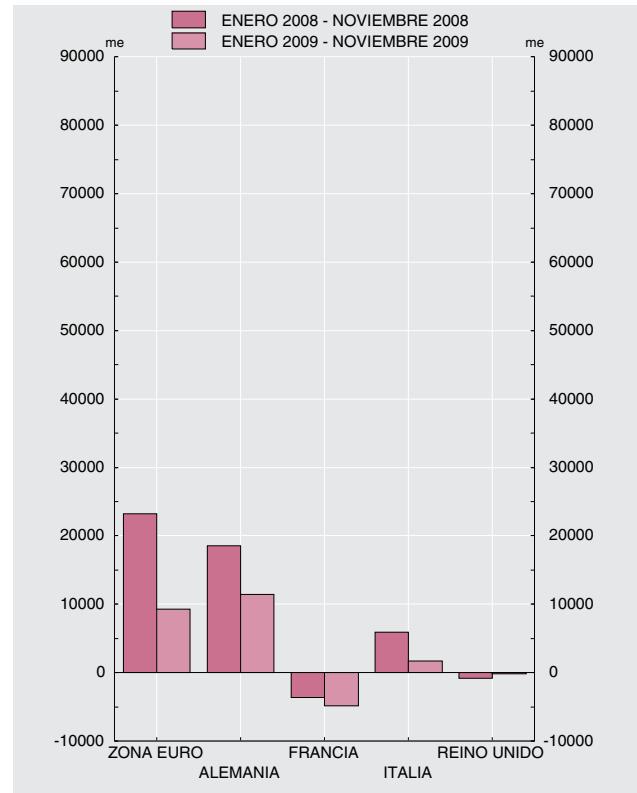
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)						OCDE			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados				
		Total	Zona del Euro			Resto de la la UE 27		Del cual:										
			Del cual:			Total	EEUU	Japón										
		Total	Alemania	Francia	Italia			Reino Unido										
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	-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	...	-4 971	-18 340	-3 296			
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	
Feb	P	-5 868	-2 335	-2 316	-1 289	-718	-271	-18	10	-3 071	-475	-125	-1 124	-199	-1 119	-130		
Mar	P	-3 657	-395	-571	-1 242	773	-109	175	188	-1 110	-274	-169	-919	-344	-870	-124		
Abr	P	-3 636	-832	-725	-1 236	659	-63	-107	20	-1 424	-293	-133	-831	-256	-884	-155		
May	P	-3 266	-785	-849	-1 343	675	-134	63	163	-1 142	-132	-156	-887	-168	-793	-139		
Jun	P	-3 235	-780	-591	-850	662	3	-190	31	-1 191	-235	-140	-829	-236	-885	-111		
Jul	P	-3 231	-298	-270	-799	670	-200	-29	116	-550	110	-161	-990	-139	-1 080	-212		
Ago	P	-4 523	-1 389	-985	-765	109	-252	-404	-14	-1 862	-160	-137	-1 100	-226	-1 085	-111		
Sep	P	-5 432	-1 590	-963	-1 187	429	-29	-627	-282	-2 101	-277	-152	-1 161	-574	-1 196	-140		
Oct	P	-3 909	-939	-533	-839	497	-146	-406	-94	-1 311	-269	-209	-1 227	-149	-1 083	-153		
Nov	P	-4 855	-1 202	-902	-879	389	-308	-299	47	-1 910	-294	-213	-1 177	-259	-1 101	-159		

**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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

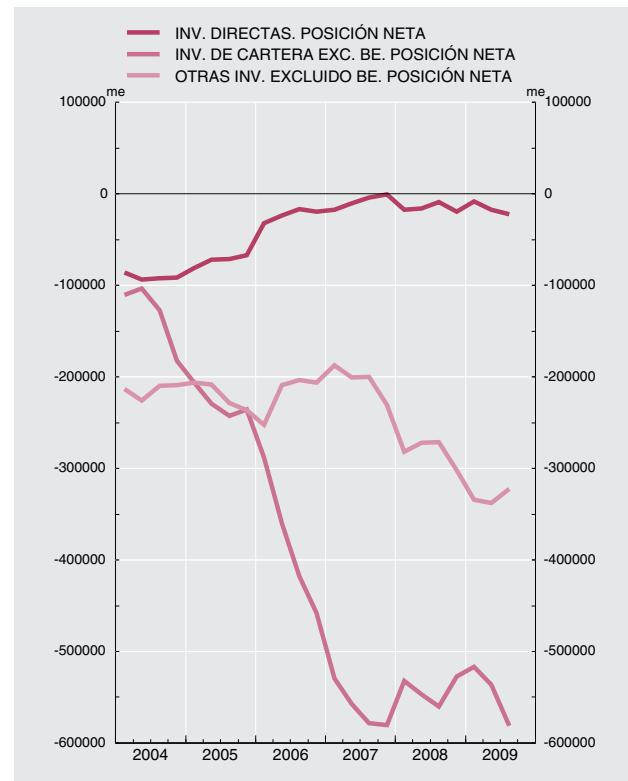
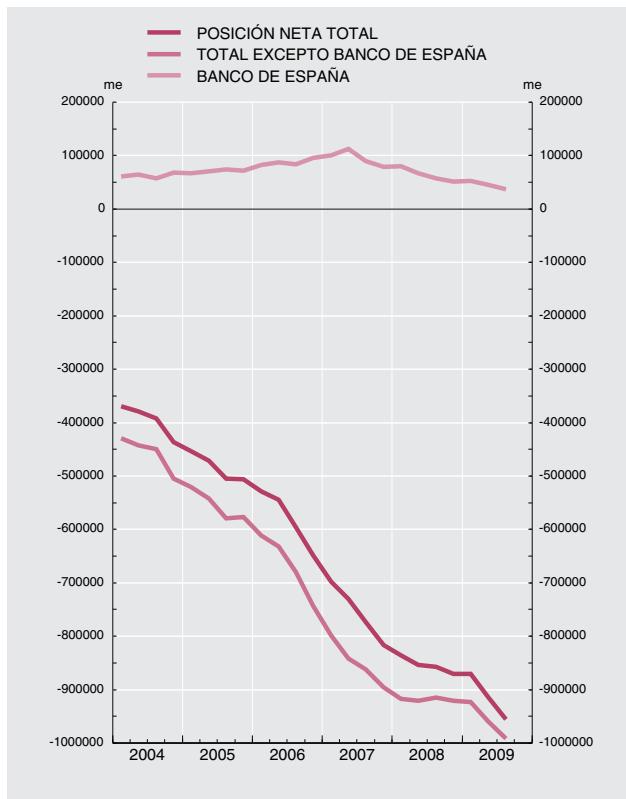
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos 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+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
01 R	-242,5	-311,0	-38,2	162,9	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-303,1	-363,7	-89,2	156,0	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	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	-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 III	-596,1	-679,5	-17,1	326,4	343,5	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	...	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-698,4	-798,8	-17,5	332,0	349,6	-582,4	461,0	1 043,3	-187,6	358,3	545,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-729,9	-842,0	-10,2	359,4	369,7	-614,9	471,0	1 085,9	-200,9	361,5	562,4	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-773,0	-862,6	-4,4	364,4	368,8	-640,2	455,2	1 095,4	-200,2	383,5	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-816,6	-895,5	-0,7	398,6	399,3	-645,0	443,3	1 088,3	-231,0	378,3	609,2	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-836,1	-916,7	-17,2	399,2	416,4	-596,7	420,7	1 017,4	-282,1	379,9	662,0	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-853,2	-920,4	-16,3	417,3	433,6	-608,6	401,2	1 009,8	-272,1	416,1	688,2	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-857,6	-914,7	-8,9	432,9	441,8	-622,9	387,7	1 010,5	-271,2	422,0	693,3	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-870,2	-921,1	-19,4	432,3	451,6	-593,1	361,6	954,7	-302,2	385,6	687,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 I	-870,6	-922,8	-8,5	445,4	453,8	-580,4	349,9	930,3	-333,9	373,8	707,8	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-913,9	-959,3	-17,8	453,0	470,7	-596,5	371,4	967,9	-337,9	369,9	707,8	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-955,1	-992,0	-22,4	451,6	474,0	-642,0	385,1	1 027,1	-322,7	364,9	687,5	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

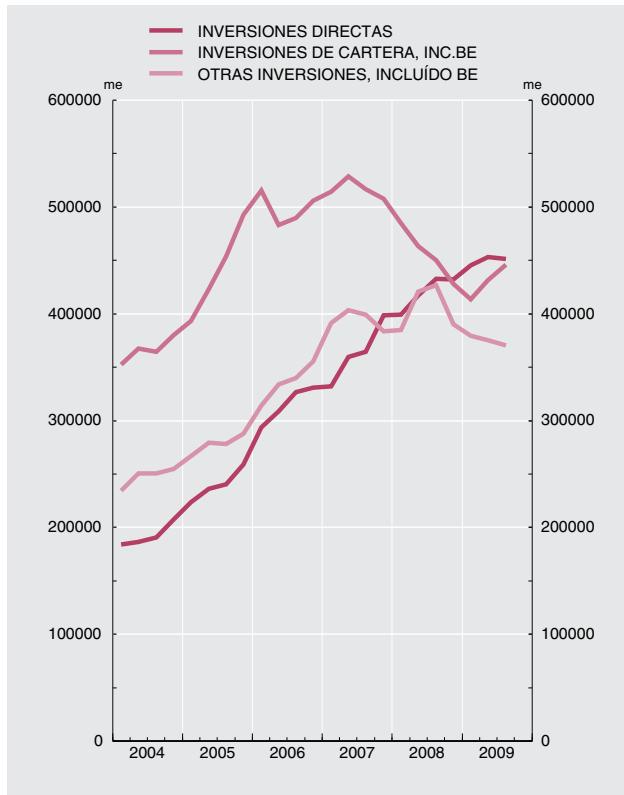
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

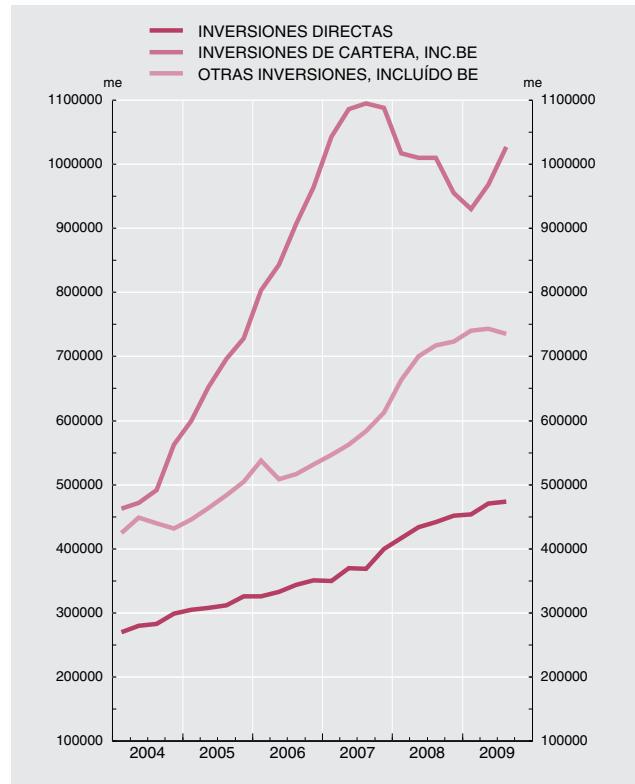
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros 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 (a)	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	
01	142 688	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	R 139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	160 519	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	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	III 304 826	21 608	264 483	79 063	126 170	363 383	232 494	674 271	339 974	516 719	-	-
	IV 307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	I 310 862	21 186	270 717	78 869	140 704	373 512	256 533	786 784	391 661	546 204	33 197	44 487
	II 343 690	15 733	283 849	85 807	153 729	374 852	267 241	818 657	403 612	562 870	39 921	55 856
	III 342 714	21 690	286 337	82 458	142 095	374 617	271 300	824 065	399 359	583 921	44 181	62 069
	IV 371 669	26 950	308 399	90 928	134 762	372 789	283 669	804 609	383 489	612 777	44 642	63 487
08	I 371 565	27 612	329 564	86 815	105 912	379 311	237 465	779 900	384 824	663 846	53 297	74 001
	II 388 452	28 822	343 172	90 408	98 479	364 805	218 475	791 341	420 895	700 556	58 579	82 016
	III 401 784	31 164	344 554	97 283	84 523	365 861	202 106	808 424	426 828	717 555	70 066	81 757
	IV 401 286	30 976	348 345	103 301	64 880	362 907	172 711	782 022	390 347	723 007	108 287	114 023
09	I 413 272	32 095	350 377	103 472	57 746	355 692	144 503	785 823	379 273	740 259	111 670	111 538
	II 420 896	32 078	351 457	119 268	65 603	366 112	178 870	789 019	375 342	743 355	92 879	100 032
	III 421 335	30 263	357 913	116 084	77 841	367 913	219 240	807 833	370 311	735 058	85 194	90 098

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

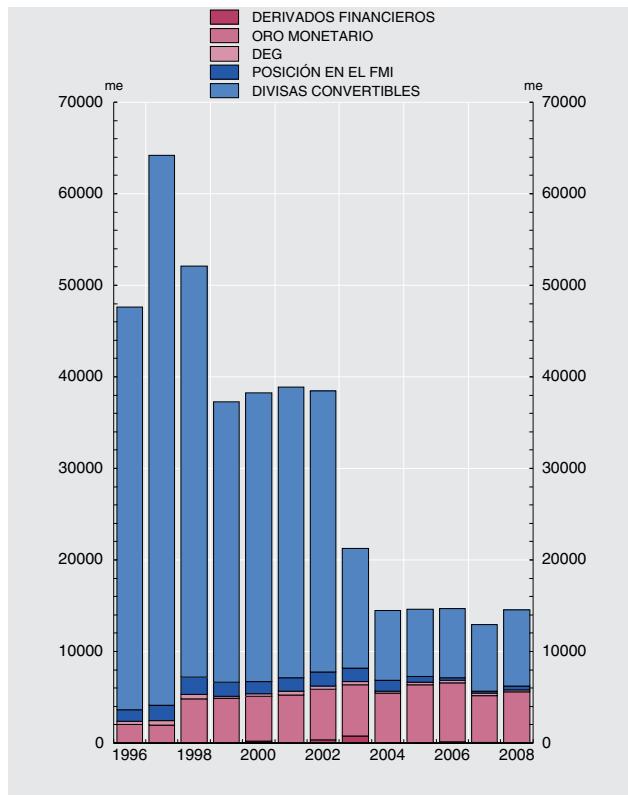
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

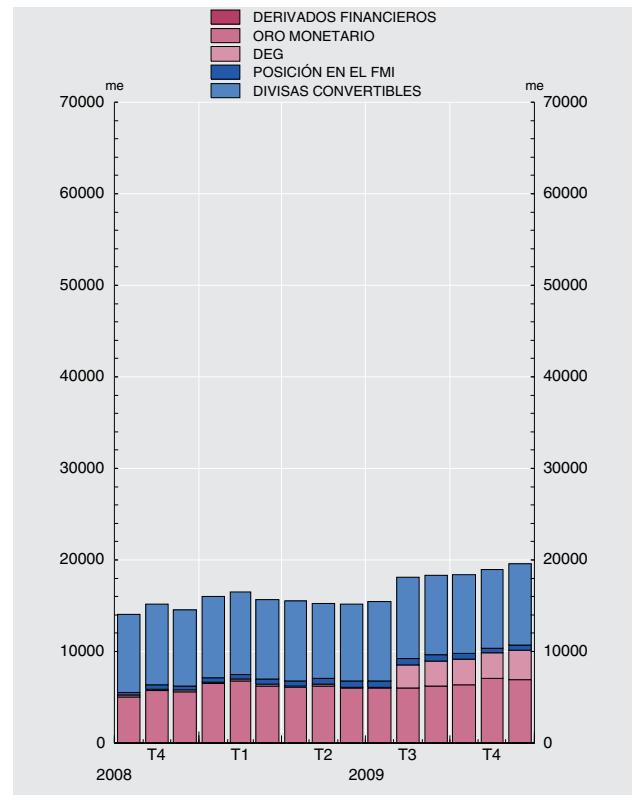
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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		
08	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1		
Jul	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1		
Ago	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1		
Sep	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1		
Oct	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1		
Nov	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1		
09	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1		
Ene	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1		
Feb	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1		
Mar	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1		
Abr	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1		
May	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1		
Jun	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1		
Jul	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1		
Ago	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1		
Sep	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1		
Oct	18 946	8 570	533	2 761	7 083	-	9,1		
Nov	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	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

Saldo 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				
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
05 /I	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	1 238 533	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115			
II	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453			
III	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232			
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352			
07 /I	1 461 696	219 410	4 901	40	195 781	18 689	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027			
II	1 522 946	215 150	5 446	443	190 503	18 759	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341			
III	1 541 137	207 161	4 820	1 329	182 455	18 557	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140			
IV	1 561 930	197 853	4 653	878	173 266	19 056	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300			
08 /I	1 587 427	194 208	6 329	558	167 692	19 629	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281			
II	1 641 752	196 200	5 594	161	170 922	19 523	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051			
III	1 680 628	212 307	9 722	493	182 155	19 937	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778			
IV	1 664 411	227 233	12 330	2 098	191 968	20 838	-	766 316	12 214	400 693	249 210	104 200			
09 /I	1 686 899	236 059	15 801	479	198 224	21 556	-	783 752	15 198	411 446	248 411	108 696			
II	1 713 644	250 263	21 626	977	204 991	22 669	-	784 190	14 200	409 692	250 957	109 341			
III	1 724 489	268 815	31 005	706	213 071	24 033	-	768 480	14 242	391 123	256 689	106 426			

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

Saldo a fin de periodo												Millones de euros			
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa			
Total (a)	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				
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
05 /I	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	322 731	2 905	19 500	417	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216		
II	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010		
III	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999		
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581		
07 /I	322	322	455 159	5 303	21 455	550	317 258	109 317	334	942	128 708	50 039	78 669		
II	423	423	481 211	5 418	26 806	1 066	336 291	110 269	331	1 029	141 419	50 483	90 936		
III	277	277	493 533	2 553	21 708	854	345 252	121 828	339	998	133 151	52 225	80 925		
IV	3 550	3 550	491 867	701	19 849	314	343 564	126 296	331	813	144 544	55 110	89 434		
08 /I	1 855	1 855	479 155	927	19 399	431	328 226	128 441	320	1 410	143 681	56 259	87 422		
II	12 326	12 326	489 285	6 217	20 681	1 369	327 505	131 945	317	1 252	149 855	61 407	88 448		
III	24 276	24 276	496 904	18 093	22 761	1 213	318 792	134 690	323	1 032	154 649	62 342	92 307		
IV	35 233	35 233	476 247	12 955	20 643	2 457	303 346	135 497	322	1 027	159 382	67 213	92 169		
09 /I	32 491	32 491	473 780	20 073	17 163	2 989	288 116	143 581	356	1 501	160 817	72 149	88 669		
II	35 596	35 596	462 326	18 632	15 952	2 076	278 613	144 940	349	1 763	181 269	92 566	88 703		
III	47 538	47 538	458 057	12 912	15 076	1 944	279 913	146 066	383	1 763	181 598	91 222	90 376		

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

### 8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto			Facilidades permanentes			Factores autónomos							
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6+7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
08 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	
Abr	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674	
May	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602	
Jun	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107	
Jul	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638	
Ago	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	70 627	121 583	428 744	104 462	209 755	
Sep	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196	
Oct	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854	
Nov	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876	
Dic	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846	

### 8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Operaciones de mercado abierto			Facilidades permanentes			Posición intrasistema		Factores autónomos						
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
08 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	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242	25 633
Abr	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
May	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400
Jun	70 703	29 661	46 695	-118	-	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177	26 966
Jul	73 283	14 765	78 806	-940	-	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583	25 574
Ago	74 820	10 000	78 007	-845	-	2	12 345	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609	26 033
Sep	79 591	11 743	72 170	-722	-	4	3 604	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481	26 427
Oct	82 534	5 940	82 025	-579	-	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257
Nov	79 011	6 453	74 472	-755	-	-	1 159	32 264	-5 447	27 120	76 566	40 008	14 921	74 533	25 073
Dic	76 105	2 801	78 640	-495	-	-	4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775

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

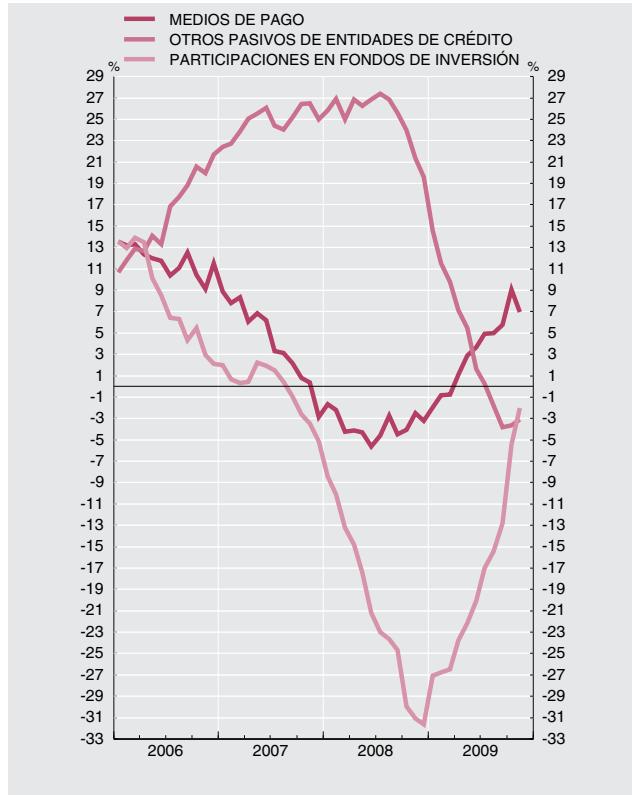
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

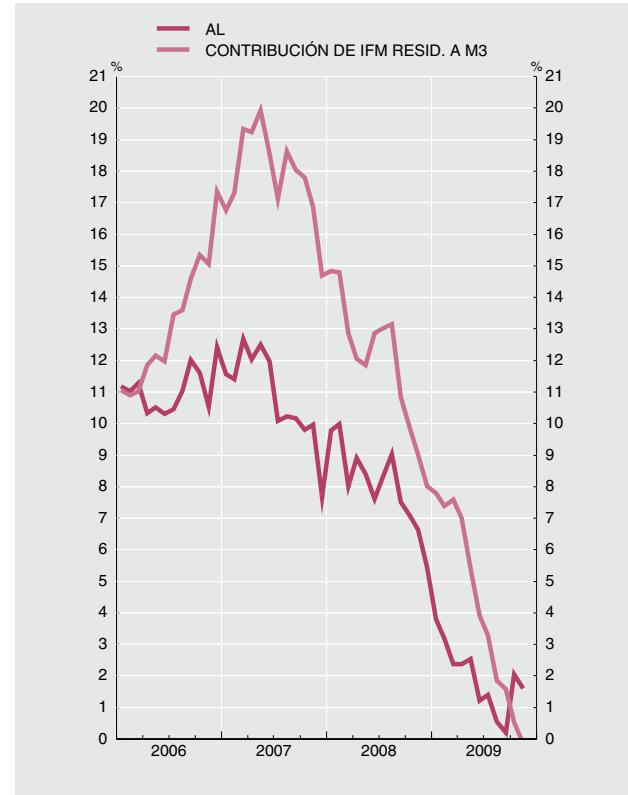
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión					Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12		
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 986	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	457 573	25,0	29,8	4,6	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,7	14,7	
08	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 264	19,6	24,3	-10,4	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,4	8,0	
<b>08 Ago</b>	<b>478 080</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>536 489</b>	<b>26,9</b>	<b>31,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-7,3</b>	<b>172 826</b>	<b>-23,6</b>	<b>-9,1</b>	<b>-34,5</b>	<b>9,0</b>	<b>13,2</b>	
<i>Sep</i>	478 656	-4,5	-3,7	-4,7	539 644	25,6	29,6	8,0	-11,7	167 508	-24,7	-10,9	-35,2	7,5	10,8	
<i>Oct</i>	465 576	-4,1	1,2	-5,4	544 605	24,0	27,5	9,1	-18,8	154 705	-30,0	-14,3	-41,6	7,1	9,9	
<i>Nov</i>	475 795	-2,5	0,9	-3,4	543 821	21,3	25,8	-1,2	-24,5	149 333	-31,1	-16,0	-42,5	6,6	9,0	
<i>Dic</i>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 264	19,6	24,3	-10,4	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,4	8,0	
<b>09 Ene</b>	<b>473 030</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>538 664</b>	<b>14,5</b>	<b>19,9</b>	<b>-19,1</b>	<b>-23,7</b>	<b>150 116</b>	<b>-27,1</b>	<b>-19,3</b>	<b>-34,3</b>	<b>3,8</b>	<b>7,8</b>	
<i>Feb</i>	476 275	-0,8	1,4	-1,4	538 479	11,5	16,8	-23,2	-22,3	148 002	-26,8	-18,3	-34,6	3,2	7,4	
<i>Mar</i>	477 051	-0,8	2,0	-1,4	537 939	9,8	15,5	-28,8	-21,3	144 862	-26,5	-19,3	-33,5	2,4	7,6	
<i>Abr</i>	476 246	1,1	3,1	0,6	538 155	7,2	11,8	-24,2	-26,4	147 716	-23,8	-16,4	-31,1	2,4	7,0	
<i>May</i>	490 903	2,9	3,6	2,7	536 808	5,4	9,7	-23,2	-25,5	147 212	-22,2	-15,0	-29,2	2,5	5,4	
<i>Jun</i>	505 785	3,7	3,7	3,7	531 569	1,6	7,2	-30,1	-48,7	143 885	-20,1	-14,3	-25,9	1,2	3,9	
<i>Jul</i>	P 503 312	4,9	4,6	5,0	530 042	0,3	5,8	-35,4	-41,4	144 943	-17,0	-10,9	-23,2	1,4	3,3	
<i>Ago</i>	P 501 924	5,0	4,9	5,0	527 045	-1,8	4,2	-41,9	-42,0	146 183	-15,4	-9,6	-21,5	0,5	1,9	
<i>Sep</i>	P 506 380	5,8	5,0	6,0	519 066	-3,8	2,6	-49,9	-35,2	146 026	-12,8	-5,8	-20,2	0,2	1,6	
<i>Oct</i>	P 507 629	9,0	0,3	11,4	524 808	-3,6	-0,3	-26,5	-31,2	146 247	-5,5	0,0	-11,4	2,0	0,5	
<i>Nov</i>	P 509 032	7,0	0,7	8,6	526 792	-3,1	-1,4	-15,4	-28,2	146 351	-2,0	1,9	-6,3	1,6	-0,1	

**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.

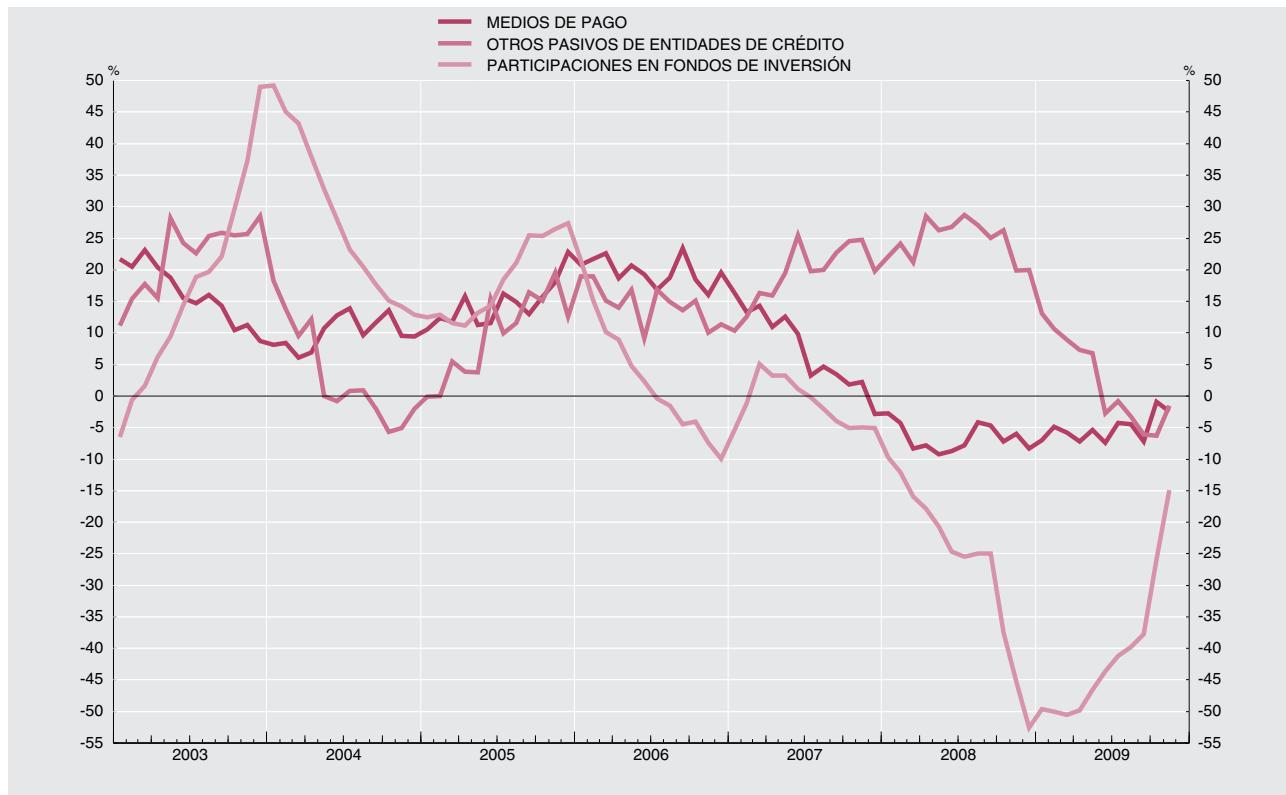
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ 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	78 255	11,4	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0	
07	133 469	-2,8	93 752	19,8	37,4	-8,8	25 188	-5,0	-2,2	-7,1	
08	122 377	-8,3	112 499	20,0	25,1	7,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
<b>08 Ago</b>	<b>120 854</b>	<b>-4,2</b>	<b>113 003</b>	<b>27,0</b>	<b>38,2</b>	<b>6,2</b>	<b>19 424</b>	<b>-25,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-35,5</b>	
<i>Sep</i>	126 336	-4,6	114 241	25,1	30,6	14,3	18 739	-25,0	-12,2	-34,8	
<i>Oct</i>	116 473	-7,2	115 831	26,2	28,9	20,3	15 780	-37,5	-24,0	-47,5	
<i>Nov</i>	121 399	-6,0	111 488	19,8	23,1	12,0	13 777	-45,3	-33,4	-54,2	
<i>Dic</i>	122 377	-8,3	112 499	20,0	25,1	7,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
<b>09 Ene</b>	<b>116 487</b>	<b>-7,0</b>	<b>106 404</b>	<b>13,1</b>	<b>20,1</b>	<b>-4,8</b>	<b>12 345</b>	<b>-49,7</b>	<b>-43,3</b>	<b>-55,4</b>	
<i>Feb</i>	118 191	-4,9	107 221	10,6	16,8	-6,1	12 173	-50,1	-43,0	-56,5	
<i>Mar</i>	116 255	-5,8	108 123	8,9	16,7	-11,9	11 915	-50,5	-44,1	-56,6	
<i>Apr</i>	110 147	-7,2	110 405	7,3	11,7	-5,6	11 600	-49,9	-46,3	-53,4	
<i>May</i>	114 696	-5,4	112 205	6,8	11,8	-7,6	11 768	-46,5	-42,8	-50,3	
<i>Jun</i>	116 041	-7,4	108 888	-2,7	8,2	-30,4	11 515	-43,6	-41,5	-45,9	
<i>Jul</i>	P 113 275	-4,2	109 017	-0,8	12,6	-34,4	11 603	-41,2	-38,3	-44,1	
<i>Ago</i>	P 115 460	-4,5	109 306	-3,3	12,3	-41,4	11 697	-39,8	-36,6	-43,1	
<i>Sep</i>	P 117 231	-7,2	107 248	-6,1	13,2	-49,6	11 661	-37,8	-33,3	-42,3	
<i>Oct</i>	P 115 435	-0,9	108 501	-6,3	7,9	-39,9	11 697	-25,9	-22,4	-29,6	
<i>Nov</i>	P 118 461	-2,4	109 830	-1,5	9,2	-29,5	11 728	-14,9	-12,7	-17,2	

**SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

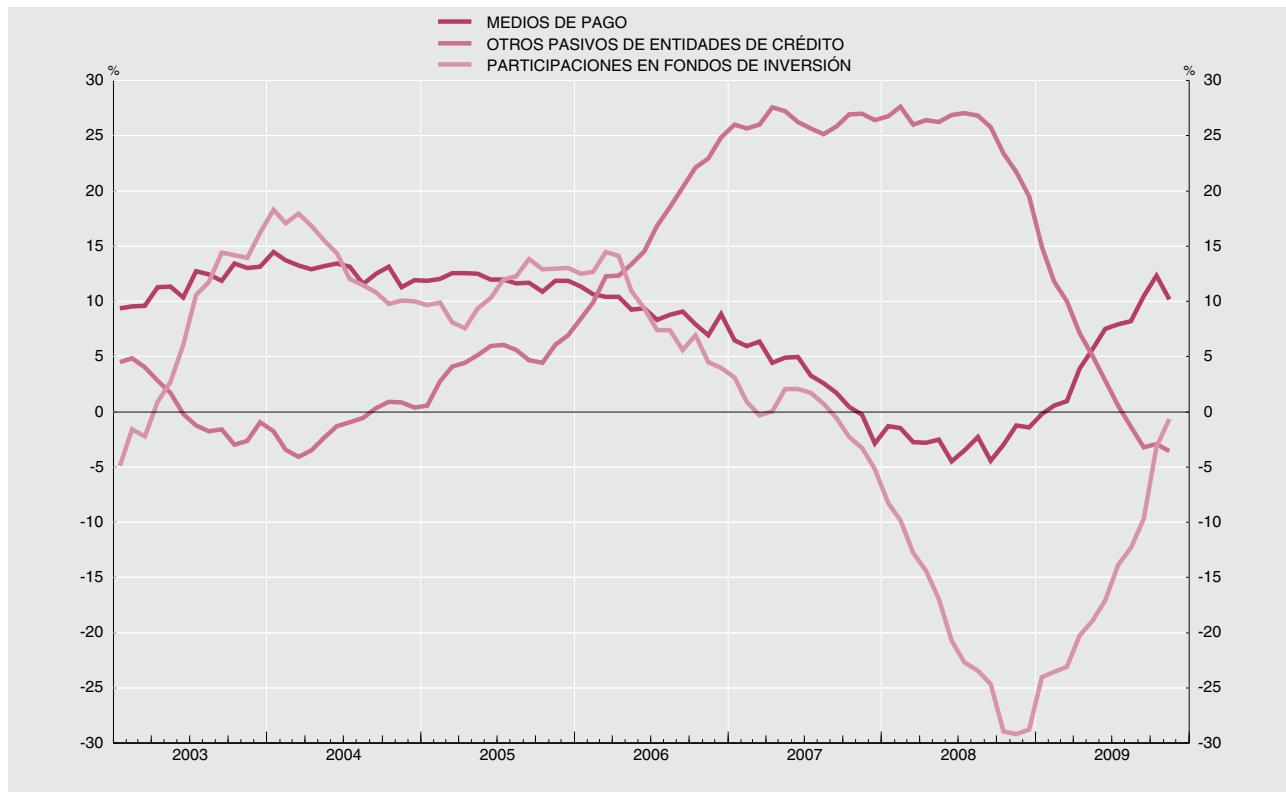
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		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
06	375 224	8,9	9,2	8,8	287 731	24,8	23,8	33,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 418	-2,9	2,9	-4,6	363 821	26,4	28,4	11,1	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 765	19,5	24,2	-23,5	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>08 Ago</b>	<b>357 226</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>423 486</b>	<b>26,8</b>	<b>30,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>153 402</b>	<b>-23,5</b>	<b>-8,8</b>	<b>-34,4</b>
<i>Sep</i>	352 319	-4,4	-1,8	-5,3	425 404	25,8	29,4	-4,7	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
<i>Oct</i>	349 103	-3,0	3,1	-5,0	428 775	23,4	27,2	-9,8	138 925	-29,0	-13,0	-40,8
<i>Nov</i>	354 396	-1,3	3,0	-2,6	432 333	21,7	26,3	-19,3	135 556	-29,2	-13,7	-41,0
<i>Dic</i>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 765	19,5	24,2	-23,5	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>09 Ene</b>	<b>356 543</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>432 260</b>	<b>14,9</b>	<b>19,8</b>	<b>-30,9</b>	<b>137 771</b>	<b>-24,0</b>	<b>-16,1</b>	<b>-31,4</b>
<i>Feb</i>	358 084	0,6	3,3	-0,3	431 259	11,8	16,7	-35,0	135 829	-23,6	-15,0	-31,6
<i>Mar</i>	360 796	1,0	3,6	0,1	429 817	10,0	15,2	-38,8	132 947	-23,1	-16,0	-30,3
<i>Apr</i>	366 099	3,9	4,9	3,6	427 750	7,1	11,8	-37,6	136 116	-20,2	-12,4	-28,0
<i>May</i>	376 207	5,7	5,5	5,7	424 604	5,1	9,3	-34,7	135 444	-19,0	-11,3	-26,5
<i>Jun</i>	389 745	7,5	5,8	8,0	422 681	2,8	7,0	-35,9	132 370	-17,0	-10,8	-23,4
<i>Jul</i>	P 390 037	7,9	6,5	8,4	421 026	0,5	4,4	-38,1	133 340	-13,9	-7,4	-20,5
<i>Ago</i>	P 386 465	8,2	6,6	8,7	417 739	-1,4	2,5	-42,4	134 485	-12,3	-6,2	-18,8
<i>Sep</i>	P 389 149	10,5	6,6	11,7	411 818	-3,2	0,5	-45,3	134 365	-9,7	-2,4	-17,3
<i>Oct</i>	P 392 195	12,3	1,8	16,0	416 308	-2,9	-2,0	-13,6	134 550	-3,1	2,5	-9,3
<i>Nov</i>	P 390 570	10,2	2,1	13,0	416 962	-3,6	-3,5	-4,4	134 623	-0,7	3,3	-5,2

**HOGARES E ISFLSH**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

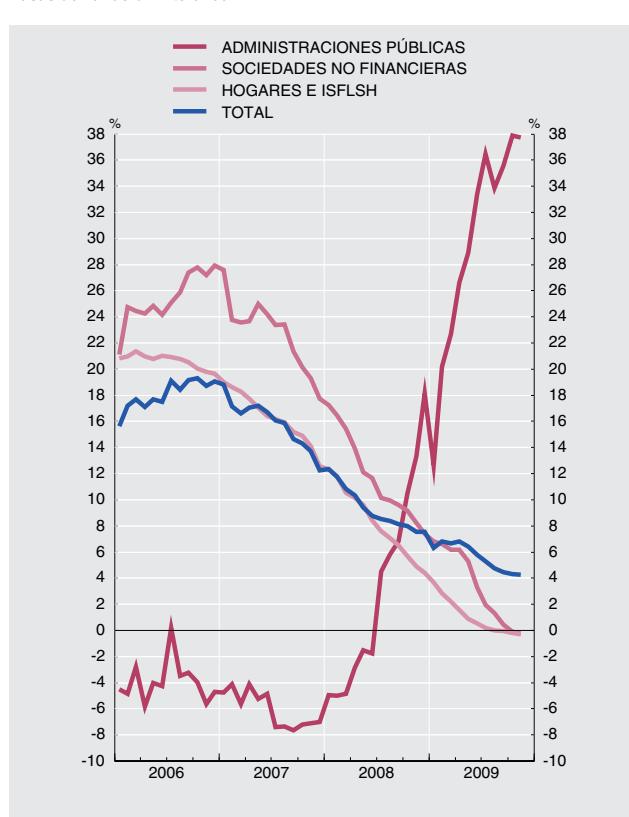
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

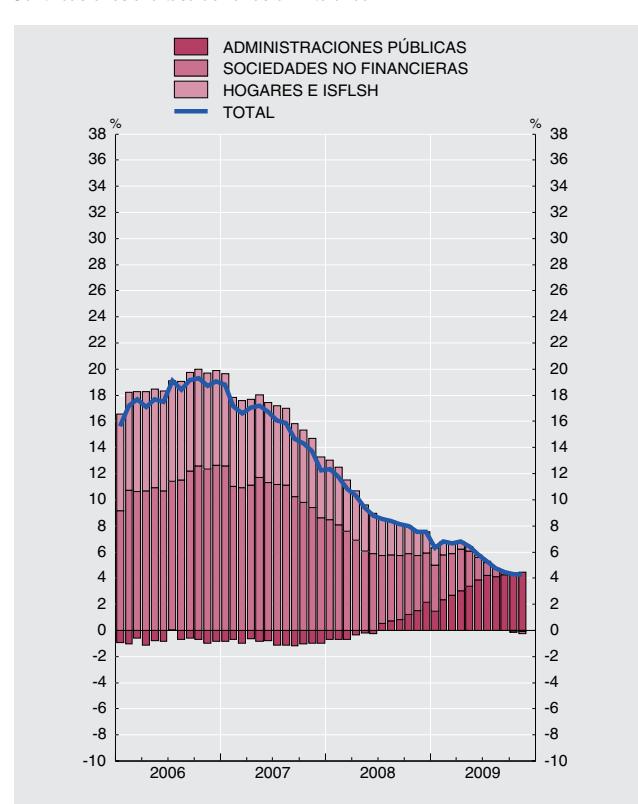
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exterior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
06	2 103 521	335 881	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	2 369 118	257 937	12,3	-7,0	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	2 547 091	179 007	7,6	18,1	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1				
08 Ago	2 485 421	14 386	8,4	5,8	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,6	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2				
Sep	2 499 345	11 242	8,1	6,8	8,3	9,6	6,5	7,8	6,8	11,8	0,8	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4				
Oct	2 502 555	1 692	8,0	10,5	7,7	9,1	5,7	7,4	6,7	9,6	1,2	6,8	4,7	2,1	5,6	0,1	1,1				
Nov	2 517 280	15 015	7,6	13,3	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,5	6,1	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0				
Dic	2 547 091	32 121	7,6	18,1	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1				
09 Ene	2 530 238	-19 677	6,3	12,6	5,5	6,8	3,7	4,9	17,8	7,7	1,5	4,9	3,5	1,4	3,7	0,3	0,9				
Feb	2 554 225	24 289	6,8	20,2	5,0	6,6	2,8	4,2	22,0	8,4	2,4	4,5	3,4	1,1	3,1	0,3	1,0				
Mar	2 567 309	13 863	6,7	22,7	4,5	6,2	2,2	3,3	26,4	9,3	2,7	4,0	3,2	0,8	2,5	0,4	1,1				
Abr	2 575 513	8 966	6,8	26,6	4,3	6,2	1,6	2,9	24,4	10,2	3,0	3,8	3,2	0,6	2,2	0,4	1,2				
May	2 587 145	11 275	6,4	28,9	3,4	5,3	0,9	2,2	18,0	9,4	3,4	3,0	2,7	0,3	1,6	0,3	1,1				
Jun	2 612 815	14 035	5,8	33,4	2,1	3,3	0,5	0,8	12,8	8,6	3,9	1,9	1,7	0,2	0,6	0,2	1,0				
Jul	P 2 617 625	3 206	5,3	36,5	1,2	1,9	0,2	-0,0	26,2	5,6	4,2	1,1	1,0	0,1	-0,0	0,4	0,7				
Ago	P 2 620 318	2 417	4,8	33,9	0,8	1,3	-0,0	-0,6	25,4	5,6	4,1	0,7	0,7	-0,0	-0,4	0,4	0,7				
Sep	P 2 623 048	4 648	4,5	35,6	0,2	0,4	-0,1	-1,0	26,9	4,5	4,3	0,2	0,2	-0,0	-0,8	0,4	0,6				
Oct	P 2 619 506	-2 561	4,3	37,9	-0,1	-0,1	-0,2	-1,5	29,5	4,4	4,4	-0,1	-0,1	-0,1	-1,1	0,5	0,5				
Nov	P 2 633 224	14 131	4,2	37,8	-0,3	-0,2	-0,3	-1,8	33,7	4,3	4,5	-0,2	-0,1	-0,1	-1,3	0,6	0,5				

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



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



FUENTE: BE.

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.

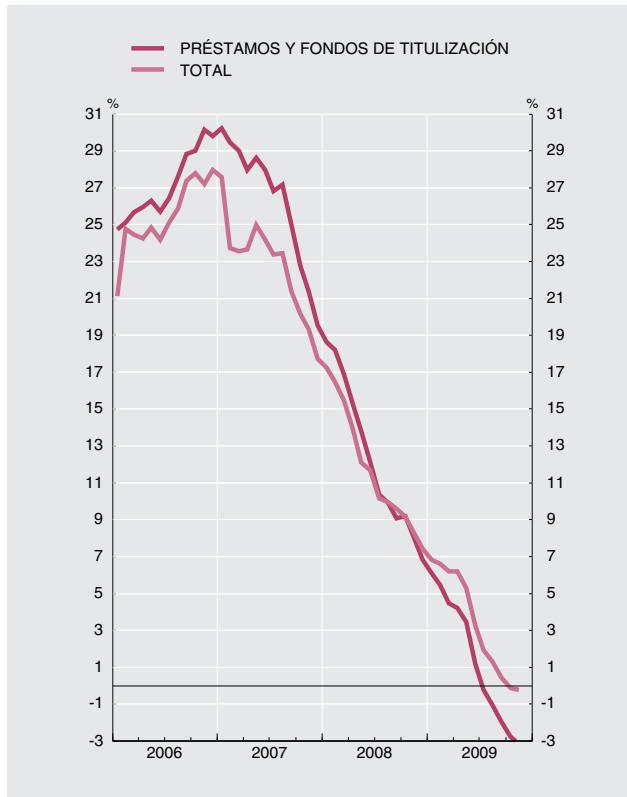
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

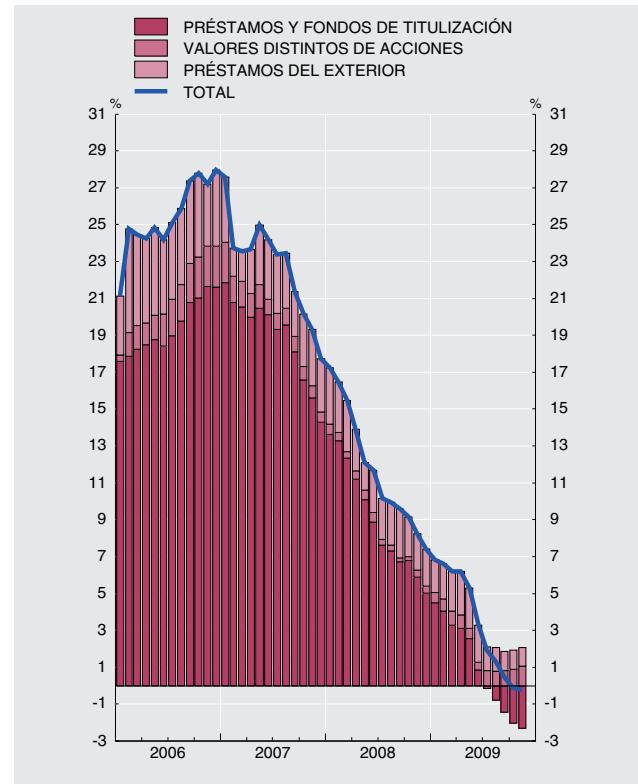
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro media: 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	
								Emissions de filial. financ. resid.	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7							
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	1 215 286	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 982	12,1	2,9	2 678
08	1 306 465	89 960	7,4	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	311 268	8,6	2,0	2 060
08 Ago	1 277 889	-1 389	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	299 016	10,0	2,3	2 205
Sep	1 291 118	10 223	9,6	946 651	9,1	6,7	38 923	24 751	6,8	0,2	305 544	11,6	2,7	2 187
Oct	1 300 739	7 940	9,1	952 803	9,2	6,8	39 262	25 132	6,7	0,2	308 674	9,4	2,2	2 103
Nov	1 303 570	2 977	8,3	952 583	8,0	5,9	41 185	26 580	12,4	0,4	309 802	8,6	2,0	2 075
Dic	1 306 465	4 729	7,4	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	311 268	8,6	2,0	2 060
09 Ene	1 311 219	1 792	6,8	954 548	6,1	4,5	43 252	27 882	17,8	0,5	313 419	7,7	1,8	1 944
Feb	1 313 082	1 975	6,6	953 408	5,5	4,0	44 675	30 002	22,0	0,7	314 998	8,3	1,9	1 900
Mar	1 315 548	2 539	6,2	952 533	4,4	3,3	45 419	30 788	26,4	0,8	317 595	9,2	2,1	1 788
Apr	1 323 480	8 669	6,2	955 133	4,2	3,1	45 769	31 893	24,4	0,7	322 578	10,2	2,4	2 798
May	1 320 210	-3 873	5,3	953 229	3,5	2,5	45 096	31 520	18,0	0,5	321 885	9,4	2,2	2 498
Jun	1 322 795	-9 650	3,3	940 241	1,2	0,9	44 470	31 731	12,8	0,4	338 084	8,5	2,0	1 560
Jul	P 1 323 586	-1 181	1,9	936 122	-0,2	-0,2	49 879	35 958	26,2	0,8	337 585	5,6	1,3	1 485
Ago	P 1 314 767	-9 353	1,3	926 637	-1,0	-0,8	49 500	35 444	25,4	0,8	338 630	5,6	1,3	1 461
Sep	P 1 312 384	-1 109	0,4	924 905	-2,0	-1,4	49 378	35 363	26,9	0,8	338 101	4,4	1,0	1 444
Oct	P 1 312 892	1 159	-0,1	922 853	-2,8	-2,0	50 839	35 330	29,5	0,9	339 201	4,3	1,0	1 402
Nov	P 1 313 952	1 182	-0,2	918 577	-3,2	-2,3	55 074	39 262	33,7	1,1	340 301	4,3	1,0	1 373

### 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.

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.

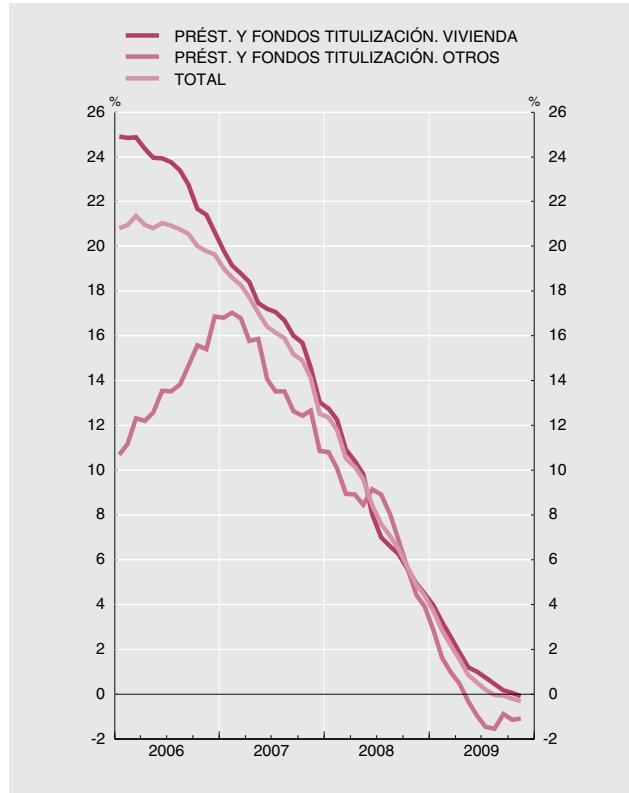
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

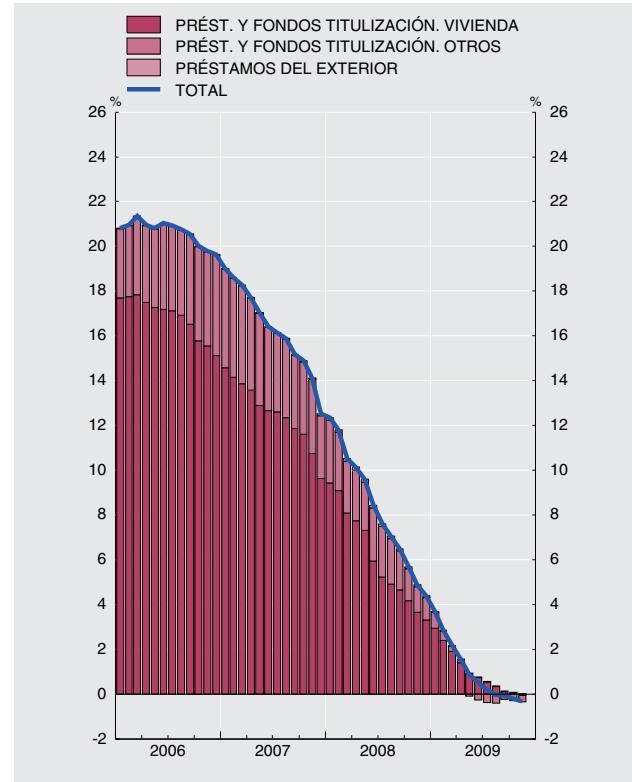
Millones de euros y porcentajes

	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	575 676	20,6	15,1	201 522	16,9	4,5	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	874 405	97 497	12,5	650 116	13,0	9,6	222 510	10,9	2,8	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08	910 537	38 386	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
08 Ago	906 864	-264	7,0	674 196	6,6	4,9	230 359	8,0	2,0	2 309	57,2	0,1	23 942	5 444
Sep	907 458	920	6,5	675 999	6,3	4,7	229 140	6,9	1,7	2 319	52,6	0,1	24 041	4 830
Oct	909 429	2 133	5,7	677 415	5,6	4,2	229 666	5,6	1,4	2 348	46,8	0,1	23 427	4 617
Nov	915 350	6 065	4,9	678 952	4,9	3,7	234 039	4,4	1,1	2 359	41,7	0,1	23 515	4 540
Dic	910 537	-4 336	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
09 Ene	907 815	-2 584	3,7	678 335	4,0	2,9	226 980	2,8	0,7	2 500	14,5	0,0	23 179	4 319
Feb	904 846	-2 779	2,8	677 745	3,2	2,4	224 579	1,6	0,4	2 522	15,2	0,0	23 054	4 217
Mar	902 736	-1 404	2,2	676 851	2,6	1,9	223 327	1,0	0,2	2 558	14,6	0,0	25 356	4 497
Abr	903 797	1 087	1,6	676 964	1,9	1,4	224 264	0,5	0,1	2 570	14,3	0,0	25 015	4 798
May	902 673	-877	0,9	675 846	1,2	0,9	224 246	-0,3	-0,1	2 581	13,1	0,0	24 000	4 480
Jun	908 465	6 391	0,5	675 955	1,0	0,7	229 919	-1,0	-0,2	2 591	12,9	0,0	24 392	4 369
Jul	P 905 592	-2 505	0,2	676 882	0,7	0,5	226 108	-1,5	-0,4	2 602	12,7	0,0	24 094	4 199
Ago	P 903 011	-2 323	-0,0	676 230	0,4	0,3	224 172	-1,5	-0,4	2 609	13,0	0,0	23 947	4 077
Sep	P 902 897	530	-0,1	676 083	0,2	0,1	224 194	-0,9	-0,2	2 620	13,0	0,0	23 649	3 966
Oct	P 903 463	897	-0,2	676 863	0,1	0,1	223 955	-1,1	-0,3	2 646	12,7	0,0	23 519	3 845
Nov	P 908 272	5 099	-0,3	677 227	-0,1	-0,1	228 374	-1,1	-0,3	2 671	13,2	0,0	23 326	3 511

### 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.

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

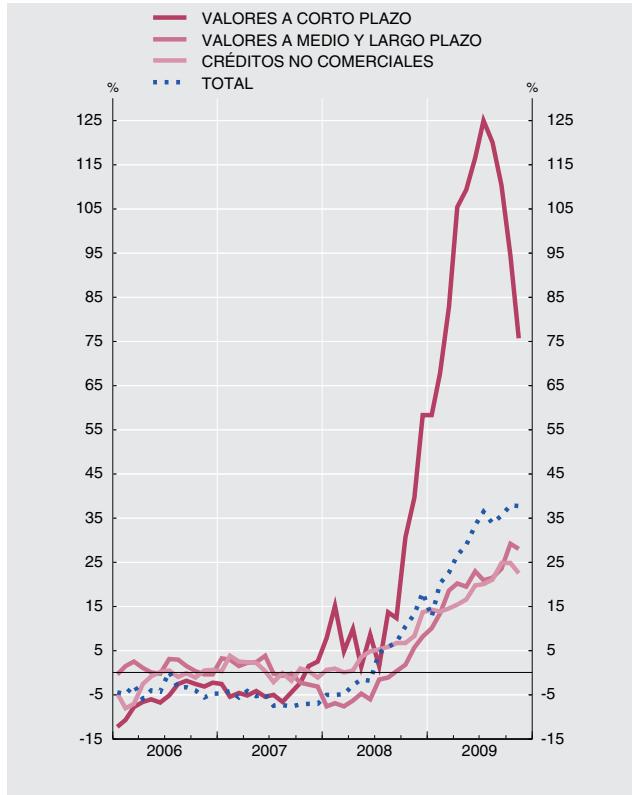
■ Serie representada gráficamente.

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			Activos	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)	Activos
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
05	315 475	-8 998	-2,8	2 382	-4 042	7 366	-942	-695	12 075	0,6	-10,8	2,6	-1,4	17,7	-1,2	2,3	-0,3	-3,5
06	300 560	-14 915	-4,7	-1 575	-770	-1 217	412	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,6	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07	P 279 427	-21 133	-7,0	-8 965	823	-9 001	-786	2 973	9 195	-2,3	2,5	-3,1	-1,2	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,0
08	P 330 088	50 661	18,1	51 481	19 479	22 784	9 218	740	79	13,5	58,3	8,1	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3
08 Jun	P 285 981	3 443	-1,7	2 132	-476	1 558	1 049	-355	-957	-3,0	8,6	-6,0	4,8	-6,5	0,9	-6,1	1,1	2,4
Jul	P 284 631	-1 351	4,5	1 729	-241	3 126	-1 156	-6 785	9 865	-0,1	1,5	-1,5	5,3	-11,0	0,2	-1,6	1,3	4,6
Ago	P 300 669	16 039	5,8	637	1 873	-899	-337	-2 929	-12 473	1,3	13,6	-1,1	5,8	-11,9	1,5	-1,1	1,3	4,1
Sep	P 300 768	99	6,8	10 353	2 530	6 843	980	2 646	7 608	2,4	12,4	0,3	6,8	-9,1	1,5	0,3	1,6	3,5
Oct	P 292 388	-8 381	10,5	-728	4 530	-5 917	659	19 739	-12 086	5,1	30,7	1,8	6,7	-7,5	3,7	1,9	1,7	3,2
Nov	P 298 361	5 973	13,3	19 539	6 851	11 820	868	4 542	9 024	9,3	39,6	5,7	8,3	0,3	5,2	6,1	2,1	-0,1
Dic	P 330 088	31 728	18,1	15 186	4 178	5 937	5 071	-21 588	5 047	13,5	58,3	8,1	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3
09 Ene	A 311 204	-18 885	12,6	1 031	5 540	-4 659	150	6 810	13 105	15,6	58,3	10,1	14,3	23,7	7,8	9,9	3,5	-8,5
Feb	A 336 298	25 094	20,2	17 022	1 871	14 068	1 083	3 922	-11 994	18,6	67,7	13,3	13,8	14,1	8,7	13,1	3,4	-5,0
Mar	A 349 026	12 728	22,7	15 189	4 118	10 244	827	-2 259	4 720	23,9	82,8	18,6	14,6	27,6	10,3	17,8	3,5	-8,8
Abr	A 348 236	-790	26,6	14 406	5 335	8 687	383	11 305	3 890	27,0	105,4	20,2	15,4	28,0	13,0	20,2	3,8	-10,5
May	A 364 261	16 025	28,9	6 426	621	3 871	1 935	-9 383	-216	26,9	109,2	19,5	16,6	21,1	13,0	19,4	4,1	-7,5
Jun	A 381 555	17 294	33,4	16 635	1 446	11 699	3 491	-3 898	3 239	30,5	116,6	23,0	19,8	22,0	13,5	22,7	4,9	-7,6
Jul	A 388 447	6 892	36,5	-1 113	2 206	-2 102	-1 217	-7 638	-367	29,6	124,9	20,9	20,1	10,5	14,4	20,9	4,9	-3,8
Ago	A 402 540	14 093	33,9	3 456	2 499	641	316	3 873	-14 509	30,3	119,9	21,5	21,1	17,9	13,9	20,3	4,8	-5,2
Sep	A 407 767	5 227	35,6	19 797	1 963	14 025	3 809	5 483	9 087	31,9	110,3	23,5	24,9	20,4	13,7	22,7	5,8	-6,6
Oct	A 403 150	-4 617	37,9	12 392	2 852	8 727	813	12 206	4 803	35,2	94,3	29,1	24,8	27,8	13,5	28,4	6,0	-10,0
Nov	A 411 000	7 850	37,8	15 681	4 195	12 051	-565	4 966	2 866	32,7	75,6	28,0	22,5	19,8	12,3	27,9	5,4	-7,9

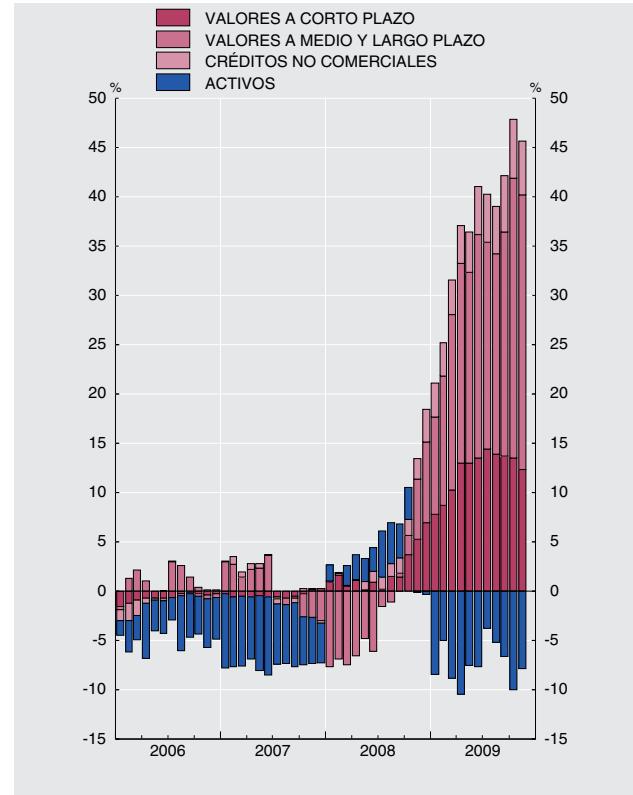
### FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

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.

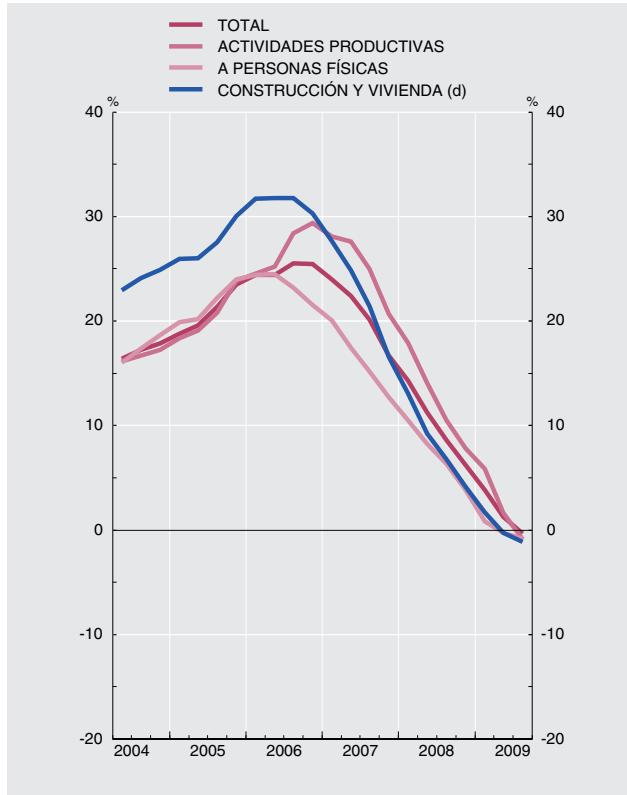
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

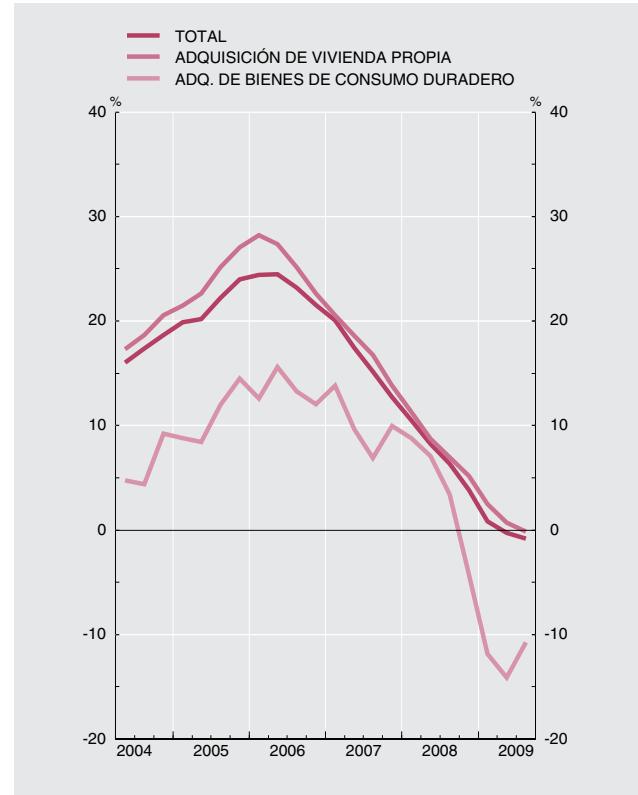
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras finan.c.a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciación a insti- tuciones 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	13	14
06	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
07	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
05 //	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
///	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
/IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	448 688	426 954	45 928	81 638	4 666	17 648	711 535
06 /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	475 038	452 318	46 320	83 520	4 788	18 813	762 711
//	1 350 190	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 697	502 002	478 158	49 161	91 535	5 109	21 077	817 195
///	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247
/IV	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479
//	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287
///	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731
/IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519
//	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062
///	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765
/IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
//	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
///	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	809 993	652 434	622 122	49 840	107 719	5 457	33 910	1 110 918

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



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



FUENTE: BE.

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

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

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

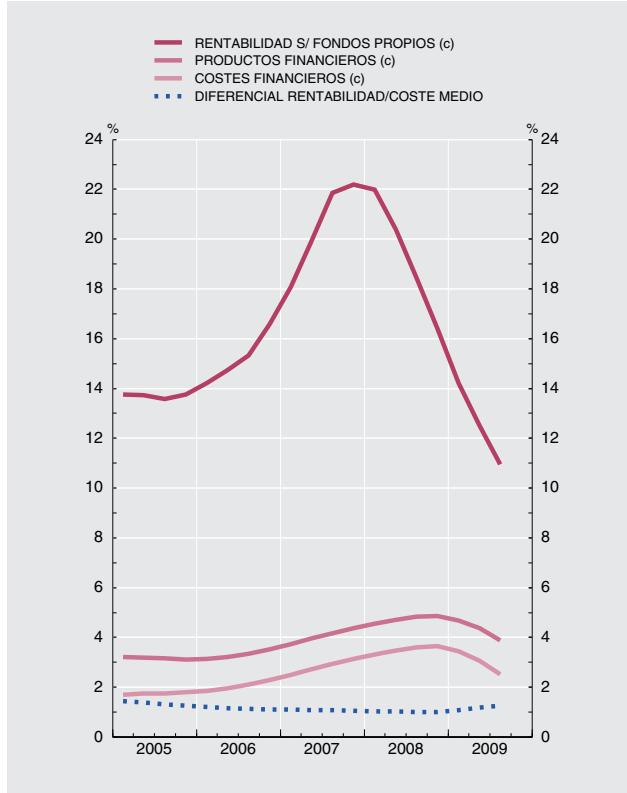
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

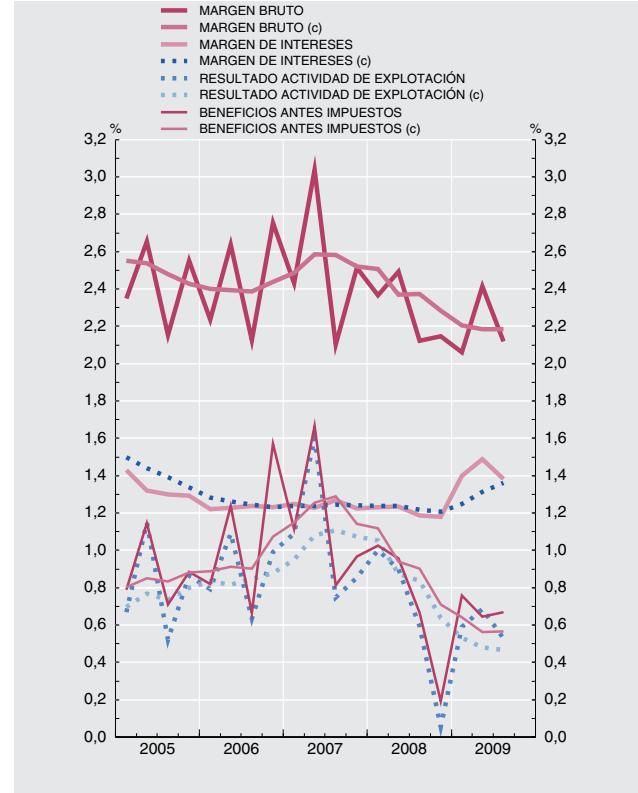
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Beneficios antes de impuestos (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
07	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
08	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
06 /I	3,6	2,4	1,2	0,9	2,1	1,1	0,7	0,4	0,6	0,0	0,7	15,9	3,5	2,4	1,1
06 /IV	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
07 /I	4,1	2,8	1,2	1,2	2,4	1,1	0,7	0,2	1,1	0,0	1,1	20,9	3,9	2,8	1,1
07 /II	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1
07 /III	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1
07 /IV	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
08 /I	4,8	3,5	1,2	1,1	2,4	1,0	0,6	0,3	1,0	0,0	1,0	20,1	4,8	3,8	1,0
08 /II	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0
08 /III	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0
08 /IV	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
09 /I	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1
09 /II	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2
09 /III	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3

### 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.

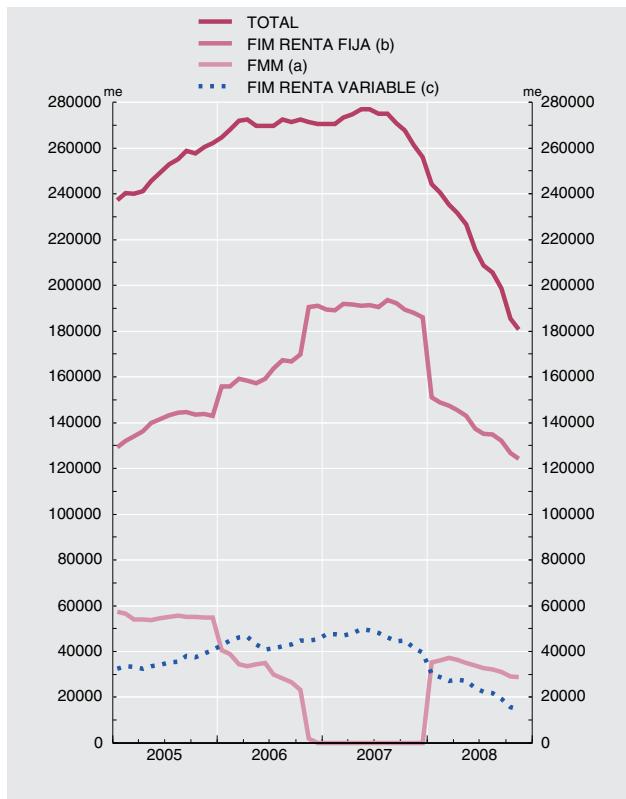
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

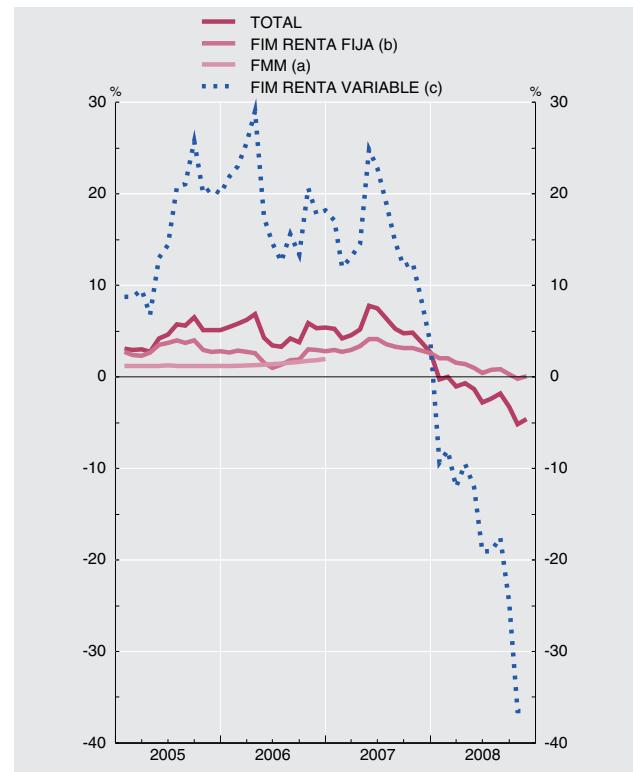
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio	Varia- ción mensual	De la cual		Patri- monio
			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses			Sus- cripción neta	Renta- bilidad últimos 12 meses	
	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
Apr	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

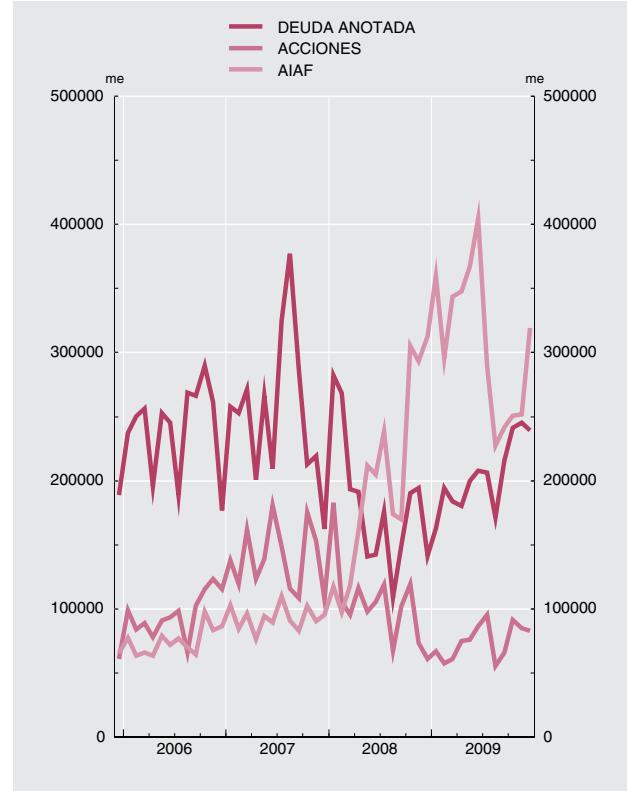
	Índices de cotización de acciones					Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil	Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)			
			Amplio	50				Acciones	Renta fija	Renta fija	Renta variable	Renta fija	
	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	P 1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 446 884	3 699 008	-	33 946	-	5 752	
<b>08</b>	<b>Sep</b>	<b>1 175,14</b>	<b>10 987,50</b>	<b>282,61</b>	<b>3 038,20</b>	<b>102 011</b>	<b>6 220</b>	<b>149 233</b>	<b>169 860</b>	<b>...</b>	<b>1 953</b>	<b>...</b>	<b>771</b>
<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</b>	<b>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>...</b>	<b>2 541</b>	<b>...</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>	820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 780	183 641	343 513	...	3 820	...	522	
<i>Abr</i>	935,85	9 038,00	220,27	2 375,34	74 828	7 017	180 362	347 866	...	2 310	...	563	
<i>May</i>	975,73	9 424,30	227,48	2 451,24	75 889	7 271	199 822	367 038	...	1 754	...	457	
<i>Jun</i>	1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	86 272	5 753	207 861	404 790	...	3 984	...	531	
<i>Jul</i>	1 131,04	10 855,10	243,92	2 638,13	95 572	5 654	206 118	289 376	...	2 363	...	516	
<i>Ago</i>	1 187,30	11 365,10	257,84	2 775,17	55 638	4 336	171 127	227 500	...	2 090	...	423	
<i>Sep</i>	1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	215 553	241 874	...	4 438	...	469	
<i>Oct</i>	1 194,17	11 414,80	256,63	2 743,50	91 389	6 713	241 093	250 942	...	3 648	...	495	
<i>Nov</i>	1 215,11	11 644,70	260,35	2 797,25	84 933	5 151	245 345	251 937	...	1 455	...	475	
<i>Dic</i>	P 1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	239 028	319 010	...	3 727	...	423	

### 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)

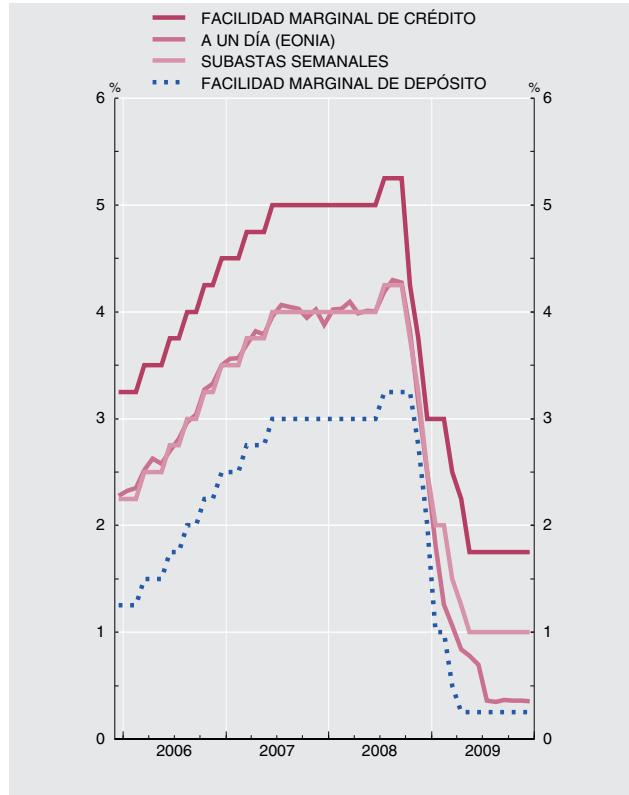
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

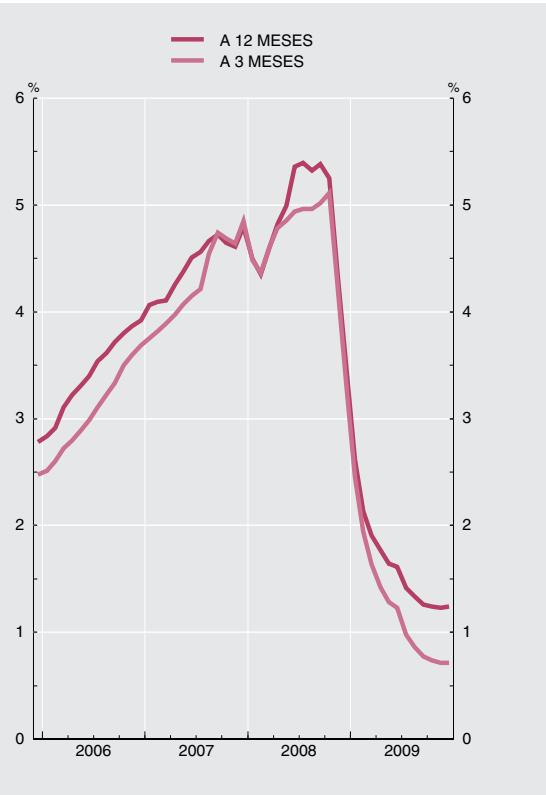
Medias de datos diarios. Porcentajes

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				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
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	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
08 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
Apr	1,25	1,25	2,25	0,25	0,842	1,01	1,42	1,61	1,77	0,82	1,12	1,47	1,61	1,76	0,73	0,79	0,81	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,782	0,88	1,28	1,48	1,64	0,71	0,96	1,30	1,49	-	0,67	0,70	0,73	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,698	0,91	1,23	1,44	1,61	0,66	0,91	1,26	1,45	1,51	0,66	0,70	0,72	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,358	0,61	0,97	1,21	1,41	0,30	0,59	0,95	1,18	1,41	0,26	0,36	0,45	0,55
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,347	0,51	0,86	1,12	1,33	0,30	0,52	0,86	1,10	1,34	0,26	0,29	0,41	-
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,363	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,359	0,43	0,74	1,02	1,24	0,30	0,43	0,75	1,00	-	0,27	0,29	0,42	0,81
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,362	0,44	0,72	0,99	1,23	0,33	0,44	0,72	0,97	1,23	0,31	0,34	0,41	0,82
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,48	0,71	1,00	1,24	0,32	0,50	0,70	0,96	1,24	0,27	0,32	0,40	0,70

### 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.

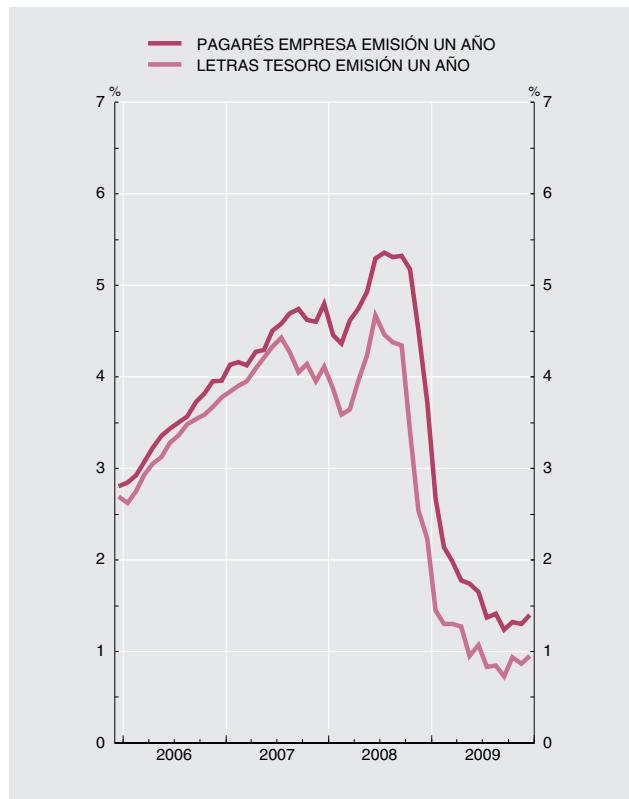
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

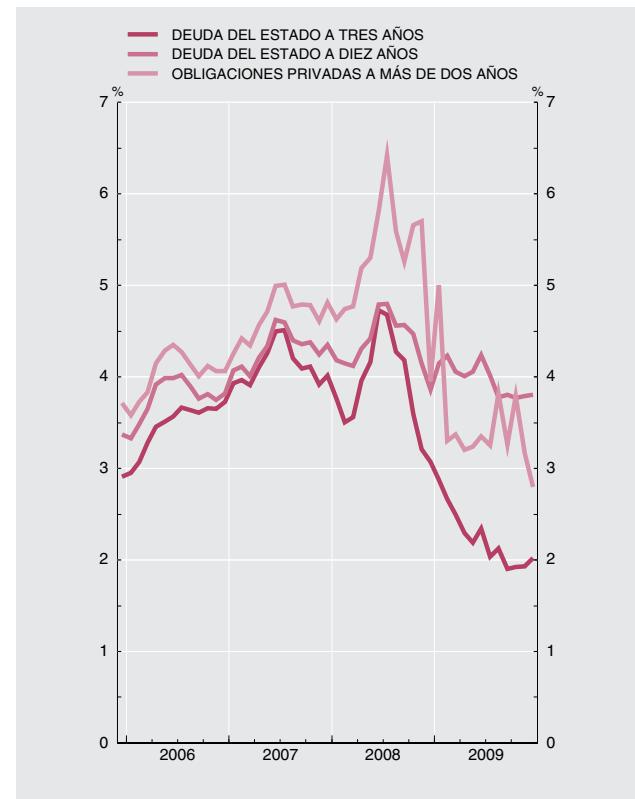
Porcentajes

	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									
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	A diez años		
	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		1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46	
08	Sep	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26	
	Oct	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66	
	Nov	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70	
	Dic	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96	
09	Ene	1,45	1,46	2,67	2,78	3,10	3,44	-	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00	
	Feb	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30	
	Mar	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37	
	Abr	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20	
	May	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24	
	Jun	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35	
	Jul	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25	
	Ago	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82	
	Sep	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26	
	Oct	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79	
	Nov	0,87	0,85	1,30	1,24	-	2,76	-	4,26	-	1,93	3,79	3,17	
	Dic	0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

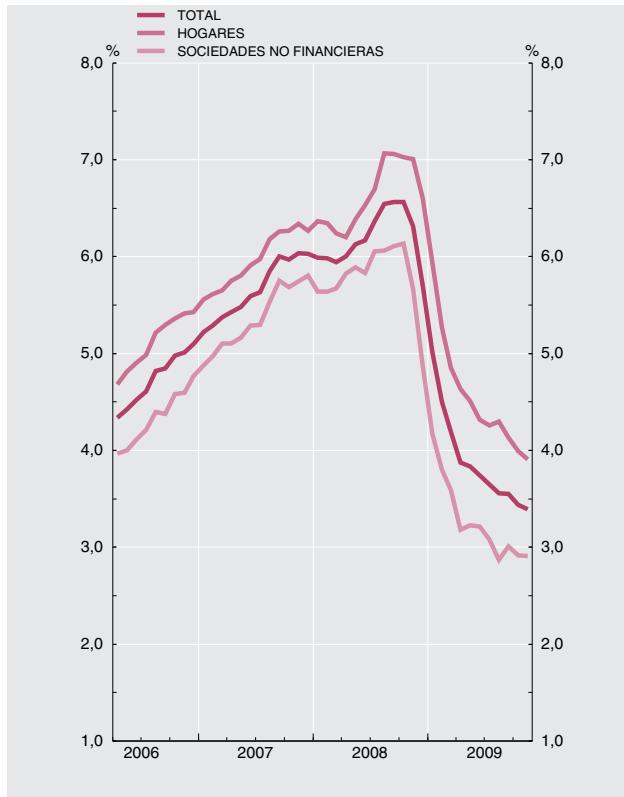
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)  
NEED/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

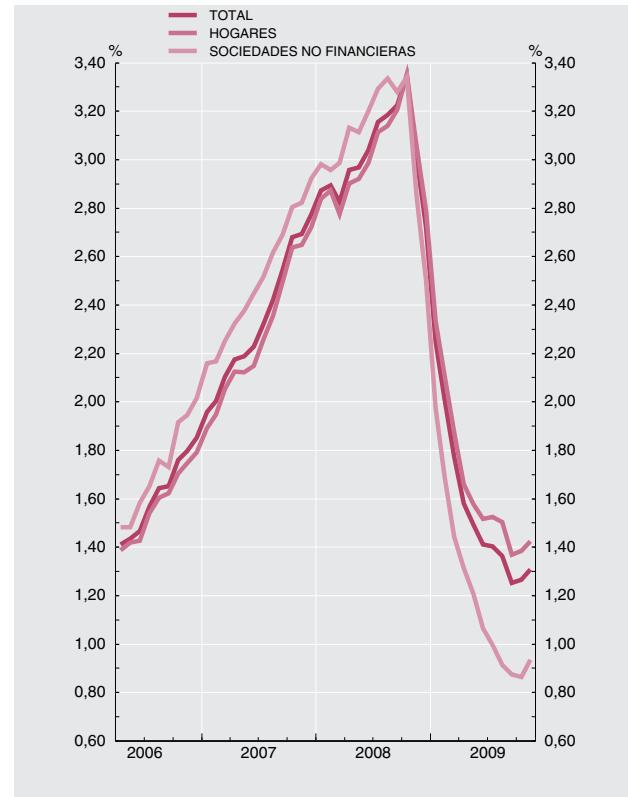
Porcentajes

Préstamos y créditos (TAE) (b)											Depósitos (TEDR) (b)								
Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras				Sociedades no financieras				
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		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	6,27	5,53	8,38	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	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29			
09	A	3,39	3,91	2,70	7,41	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35		
08	Abr	6,00	6,20	5,38	8,58	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	5,55	8,82	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	6,53	5,72	8,82	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	6,36	6,70	5,94	8,85	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	9,62	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	6,56	7,06	6,21	9,52	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	6,56	7,02	6,21	9,39	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	9,35	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	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29		
09	Ene	5,02	5,94	4,97	8,77	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	4,50	5,27	4,35	7,97	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18		
	Mar	4,19	4,85	3,91	7,63	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94		
	Abr	3,87	4,63	3,55	7,82	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76		
	May	3,84	4,51	3,36	7,90	3,23	4,62	2,57	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70		
	Jun	3,74	4,32	3,16	7,62	3,22	4,69	2,67	1,41	1,52	0,42	2,34	0,67	1,06	0,65	1,60	0,70		
	Jul	3,65	4,26	3,07	7,72	3,08	4,56	2,48	1,40	1,52	0,41	2,37	0,35	1,00	0,62	1,50	0,33		
	Ago	3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,36	1,50	0,42	2,31	0,35	0,91	0,64	1,31	0,28		
	Sep	3,55	4,13	2,82	8,01	3,01	4,60	2,27	1,25	1,37	0,37	2,13	0,37	0,88	0,54	1,34	0,32		
	Oct	3,44	3,99	2,78	7,59	2,91	4,50	2,21	1,26	1,39	0,35	2,19	0,34	0,86	0,54	1,30	0,28		
	Nov	P	3,39	3,91	2,70	7,41	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35	

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS  
TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS  
TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEED).

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

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

d. 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.

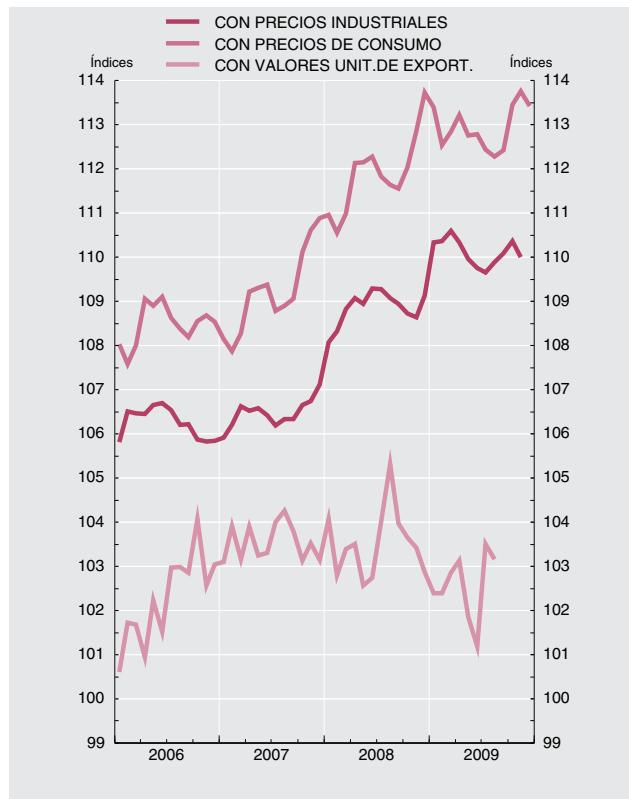
#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ 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 totales	Con costes laborales unitarios totales	
	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	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
06	106,3	108,5	109,2	102,3	100,0	106,3	108,5	109,2	102,3	106,3	108,6	110,2	117,7	103,9		
07	106,5	109,2	111,2	103,5	99,9	106,6	109,3	111,3	103,6	106,6	109,5	112,7	121,6	104,9		
08	108,9	111,9	114,3	103,5	101,5	107,3	110,2	112,6	102,0	107,7	110,6	114,2	123,4	104,7		
07 /V	106,8	110,5	112,2	103,3	100,3	106,6	110,3	111,9	103,0	106,7	110,5	113,5	124,4	104,7		
08 /	108,4	110,8	114,6	103,4	101,0	107,4	109,8	113,5	102,4	107,6	110,0	115,1	122,3	104,7		
II	109,1	112,2	115,0	102,9	101,4	107,6	110,7	113,4	101,6	108,1	111,0	115,0	125,1	104,3		
III	109,1	111,7	114,2	104,4	101,3	107,7	110,2	112,7	103,1	108,2	110,6	114,3	125,3	105,8		
IV	108,8	112,9	113,5	103,3	102,3	106,4	110,3	110,9	101,0	107,1	110,8	112,4	120,8	103,9		
09 /	110,4	112,9	112,3	102,6	103,7	106,5	108,9	108,3	98,9	107,6	109,5	109,6	115,9	103,1		
II	110,0	112,9	112,4	102,1	103,2	106,6	109,4	108,9	98,9	107,8	110,0	110,4	118,7	103,0		
III	109,9	112,4	111,0	...	102,9	106,7	109,2	107,8	...	108,0	109,9	109,4	119,6	...		
09 Mar	110,6	112,8	...	102,9	103,9	106,4	108,6	...	99,0	107,7	109,1	...	...	103,4		
Abr	110,3	113,2	...	103,1	103,5	106,6	109,4	...	99,6	107,9	110,0	...	...	104,0		
May	110,0	112,8	...	101,9	103,2	106,5	109,2	...	98,7	107,8	109,9	...	...	102,8		
Jun	109,8	112,8	...	101,2	103,0	106,6	109,5	...	98,3	107,8	110,2	...	...	102,2		
Jul	109,7	112,4	...	103,5	102,9	106,5	109,2	...	100,6	107,8	110,0	...	...	104,5		
Ago	109,9	112,3	...	103,2	102,8	106,9	109,3	...	100,4	108,2	110,0	...	...	104,4		
Sep	110,1	112,4	...	...	103,1	106,8	109,0	...	...	108,0	109,8	...	...	...		
Oct	110,4	113,4	...	...	103,5	106,7	109,6	...	...	108,0	110,4	...	...	...		
Nov	110,0	113,8	...	...	103,3	106,5	110,2	...	...	107,9	111,0	...	...	...		
Dic	...	113,4	...	...	103,3	...	109,8	...	...	...	110,6	...	...	...		

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



#### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
06	108,9	110,8	120,7	104,0	101,2	107,6	109,5	119,3	102,8	109,0	111,4	101,6	107,3	109,7		
07	110,5	113,0	125,8	106,2	102,3	108,0	110,5	122,9	103,8	110,9	113,9	103,0	107,6	110,6		
08	113,1	116,1	130,3	106,3	104,1	108,6	111,5	125,1	102,1	113,6	117,2	105,2	107,9	111,4		
07 /IV	111,5	115,0	129,5	106,4	103,1	108,1	111,5	125,5	103,2	112,0	116,1	104,1	107,6	111,5		
08 /I	113,1	115,4	128,4	106,5	103,9	108,8	111,0	123,6	102,5	113,7	116,5	105,0	108,3	111,0		
II	114,2	117,3	132,7	106,3	104,8	109,0	111,9	126,6	101,5	115,0	118,8	106,2	108,3	111,9		
III	113,8	116,4	132,9	107,5	104,5	108,9	111,4	127,1	102,8	114,3	117,6	105,7	108,1	111,2		
IV	111,2	115,3	127,1	104,9	103,2	107,7	111,7	123,2	101,6	111,3	115,9	104,0	107,0	111,5		
09 /I	112,1	114,7	123,4	103,9	103,9	107,9	110,4	118,8	99,9	112,2	115,3	104,7	107,2	110,1		
II	112,4	115,6	127,2	103,9	104,2	107,9	110,9	122,1	99,7	112,5	116,3	105,1	107,1	110,6		
III	112,8	115,5	128,3	...	104,4	108,0	110,6	122,8	...	113,1	116,5	105,6	107,1	110,3		
09 Mar	112,4	114,8	...	104,4	104,3	107,8	110,1	...	100,1	112,6	115,5	105,2	107,1	109,8		
Abr	112,4	115,5	...	104,8	104,1	107,9	110,9	...	100,6	112,4	116,1	104,9	107,2	110,6		
May	112,3	115,4	...	103,7	104,2	107,8	110,8	...	99,5	112,4	116,1	105,1	107,0	110,5		
Jun	112,5	115,8	...	103,3	104,3	107,9	111,0	...	99,1	112,8	116,7	105,3	107,1	110,8		
Jul	112,4	115,5	...	105,6	104,3	107,8	110,7	...	101,2	112,7	116,3	105,4	106,9	110,3		
Ago	112,8	115,5	...	105,4	104,3	108,1	110,7	...	101,0	113,2	116,4	105,5	107,3	110,4		
Sep	113,1	115,7	...	...	104,7	108,0	110,5	...	...	113,5	116,7	106,0	107,1	110,1		
Oct	113,4	116,8	...	...	105,1	107,9	111,1	...	...	113,9	117,8	106,4	107,1	110,7		
Nov	113,0	117,2	...	...	105,0	107,7	111,7	...	...	113,5	118,2	106,3	106,9	111,3		
Dic	...	116,7	...	...	104,8	...	111,3	...	...	...	117,5	105,9	...	111,0		

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

DIC 2008	<p>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</p>
ENE 2009	<p>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</p>
FEB 2009	<p>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 <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i>, 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</p>
MAR 2009	<p>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</p>
ABR 2009	<p>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</p>
MAY 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11          La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 31          Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas 41          Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito 57          La financiación de las sociedades no financieras en la UEM 71          Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global 85          Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2008 107</p>
JUN 2009	<p>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 2009 41</p>

	La asimilación salarial de los inmigrantes en España 59
	Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008 71
	La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera 81
	Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo 95
JUL-AGO 2009	Informe trimestral de la economía española 11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009 81
	El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España 95
	Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral 117
	Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico 129
	El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional 139
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008 153
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008 171
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2009 183
SEP 2009	Evolución reciente de la economía española 11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2009 31
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 47
	Algunas consideraciones sobre los efectos macroeconómicos de los salarios y del empleo de las Administraciones Públicas 57
	¿Afectan los cambios institucionales a los ciclos económicos? 75
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: contenido informativo sobre la evolución de los componentes del PIB 85
	La financiación del déficit exterior de Estados Unidos 95
	La economía de género: un campo de investigación en expansión 109
OCT 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11
	Informe trimestral de la economía española 21
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009 91
	Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España 105
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009 113
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2009 143
NOV 2009	Evolución reciente de la economía española 11
	Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009 31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 51
	Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios 63
	La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos 73
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2009 83
	Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera 95
DIC 2009	Evolución reciente de la economía española 11
	Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas 29
	Ánálisis del impacto del gasto en I+D sobre la actividad: un enfoque agregado 43
	Las finanzas de los hogares y la macroeconomía 55
	China en la economía internacional. Impacto e implicaciones de la crisis 65
ENE 2010	Informe trimestral de la economía española 11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010 81
	Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional 95
	Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido 107
	Un análisis de la cuota de mercado de la UEM en el período 1994-2007 121
	Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro 137
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009 147

## 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 (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
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 Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
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

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

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

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

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 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).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 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.
- 0907 LAURA HOSPIDO: Job changes and individual-job specific wage dynamics.
- 0908 M.ª DE LOS LLANOS MATEA Y JUAN S. MORA: La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas.
- 0909 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Multivariate location-scale mixtures of normals and mean-variance-skewness portfolio allocation.
- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCÍA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term INdicator of Growth.
- 0913 RAQUEL VEGAS, ISABEL ARGIMÓN, MARTA BOTELLA Y CLARA I. GONZÁLEZ: Retirement behaviour and retirement incentives in Spain.

- 0914 FEDERICO CINGANO, MARCO LEONARDI, JULIÁN MESSINA Y GIOVANNI PICA: The effect of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: Evidence from a firm-level panel of EU countries.
- 0915 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: Cash, access to credit, and value creation in M&As.
- 0916 MARGARITA RUBIO: Housing market heterogeneity in a monetary union.
- 0917 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: High-Growth Recoveries, Inventories and the Great Moderation.
- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.
- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTÓN NÁKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: Oilopoly: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (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. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.

## 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>
---------------------------------------	---