

# BOLETÍN ECONÓMICO

07-08/20! ž

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





**BOLETÍN ECONÓMICO JULIO-AGOSTO 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 Pùblicas	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	NEDD	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
FAAF	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
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	SME	Indirectamente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TAE	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del mercado monetario	TEDR	Tasa anual equivalente
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE	Tipo Efectivo Definición Restringida
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE 15	Unión Europea
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de activos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	Republika Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlinha)
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	30
4 La economía española	46
5 Evolución financiera	65
<b>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010</b>	81
<b>La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas</b>	95
<b>El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica</b>	109
<b>La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis</b>	125
<b>La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010</b>	133
<b>Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009</b>	147
<b>Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009</b>	165
<b>Regulación financiera: segundo trimestre de 2010</b>	177
<b>Indicadores económicos</b>	1*
<b>Artículos y publicaciones del Banco de España</b>	67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española mostró en el primer trimestre del año un leve incremento del PIB, del 0,1% en términos de su tasa intertrimestral, tras seis trimestres consecutivos de descenso. Su tasa de variación interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, se redujo un 1,3%, por el retroceso en la demanda nacional (2,4%), que fue parcialmente compensado por una aportación positiva de la demanda exterior neta equivalente a 1,2 puntos porcentuales (pp) del PIB.

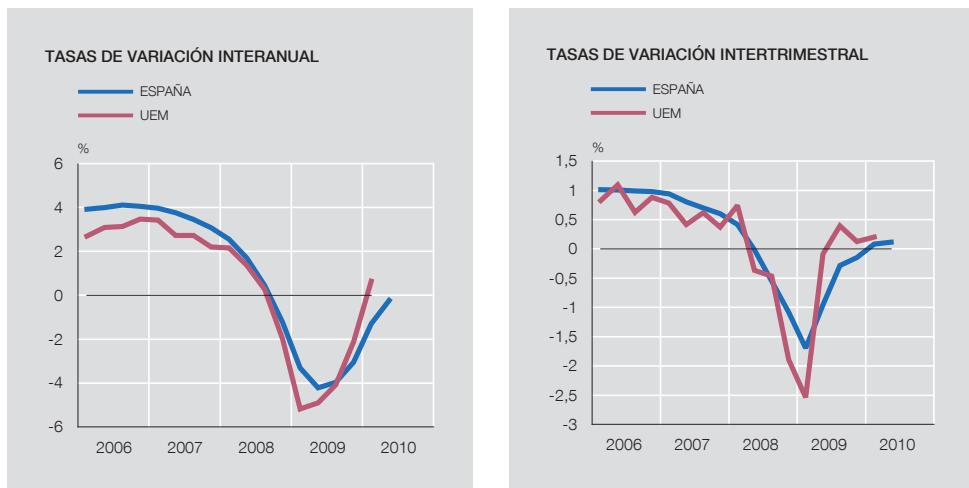
Durante el segundo trimestre la actividad mantuvo una pauta de recuperación similar a la del primero, en un entorno de acusada volatilidad en los mercados financieros y de crisis de confianza muy aguda, tras la propagación de los efectos de la crisis fiscal griega hacia otras economías europeas. En el ámbito doméstico, la evolución económica estuvo marcada, adicionalmente, por algunos elementos de naturaleza transitoria, como la inminente finalización de algunos programas de apoyo público al gasto y la subida del IVA programada para el 1 de julio, que contribuyeron a adelantar algunas decisiones de gasto de los agentes privados, o la erupción volcánica en Islandia, que tuvo efectos significativos sobre el tráfico aéreo. Por último, en el transcurso de estos meses, el Gobierno tomó importantes medidas de política económica en los ámbitos fiscal, laboral y financiero, cuyo contenido se detalla a lo largo de este informe<sup>1</sup>.

Con este trasfondo, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural señalan que el producto habría mantenido un moderado crecimiento intertrimestral, del 0,2%, si bien, en términos interanuales, aún habría descendido un 0,2%. Por el lado del gasto, el retroceso de la demanda nacional se atenuó notablemente (-0,8% interanual), como consecuencia, sobre todo, del repunte del consumo privado, al tiempo que la aportación positiva de la demanda exterior neta se reducía hasta 0,6 pp del PIB. Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad mostraron un comportamiento algo más favorable, aunque con distinto grado de intensidad, al igual que el empleo, que recortó su ritmo de descenso interanual. Según la EPA, la ocupación cayó un 2,5% y la tasa de paro repuntó levemente, hasta el 20,1%, en un entorno de recuperación de la población activa. Por su parte, la tasa de variación interanual de los precios de consumo se elevó a lo largo del trimestre, hasta alcanzar el 1,5% en junio, como consecuencia, principalmente, del encarecimiento de la energía, de modo que la de la inflación subyacente se situó en el 0,4%. El indicador adelantado del IAPC correspondiente a julio mostró un repunte adicional, elevando la tasa interanual del IAPC hasta el 1,9%, por el impacto de la subida del IVA sobre los precios finales.

En el panorama económico internacional, el deterioro de la situación financiera en Europa desde finales de abril desembocó en una grave crisis de confianza que afectó con intensidad a varias economías de la UEM, en particular a aquellas que mostraban mayores vulnerabilidades debido al rápido deterioro de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios acumulados. En sus fases iniciales, las tensiones se focalizaron en los mercados de deuda soberana, pero, con posterioridad, se propagaron hacia los mercados bursátiles, cambiarios y de financiación mayorista del sistema bancario, en los que la pérdida de confianza generó un

---

1. Real Decreto-Ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público; Real Decreto-Ley 10/2010, de 16 de junio, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo, y Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de junio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.



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

a. Series ajustadas de estacionalidad.

problema severo de falta de liquidez. La intensidad y la complejidad de este episodio, surgido casi tres años después de que se desencadenara la crisis financiera mundial, han revelado la existencia de importantes carencias en la gobernanza económica de la UEM y los riesgos que comporta la asunción de elevados déficits fiscales durante prolongadas fases de bajo crecimiento, como ha ocurrido en estos años.

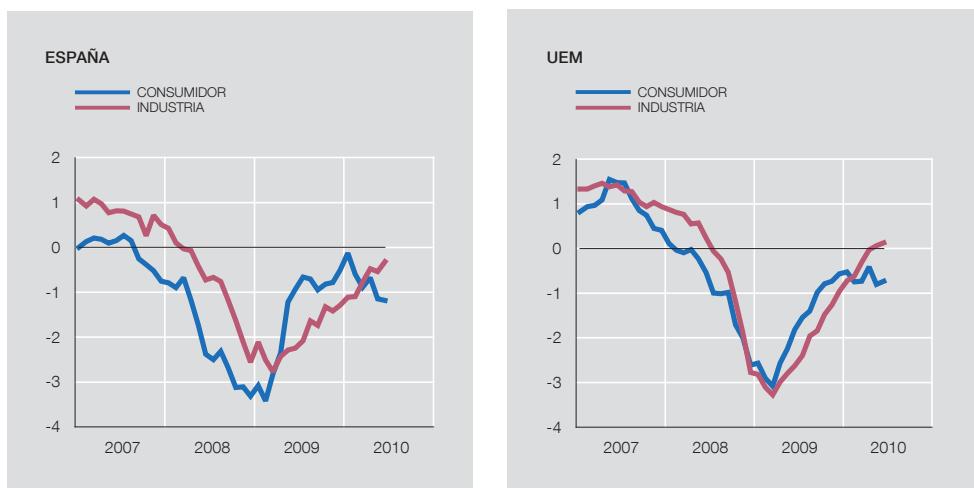
Con todo, la incidencia de este nuevo brote de inestabilidad sobre la actividad económica internacional del segundo trimestre fue reducida. El proceso de reactivación económica mundial continuó liderado por los países de Asia emergente, si bien los países desarrollados registraron ritmos de crecimiento similares, en su conjunto, a los del período previo. Por su parte, la inflación permaneció en cotas moderadas, mientras que, en los países emergentes, las presiones inflacionistas fueron superiores y dieron lugar a un tensionamiento progresivo de la política monetaria en un número creciente de países.

Como consecuencia de estos acontecimientos, la economía mundial afronta los próximos trimestres en un entorno de mayor incertidumbre y los riesgos a la baja que rodean a las perspectivas de recuperación se han acentuado, sobre todo en la zona del euro. Solo el logro de avances profundos en la gobernanza europea, el éxito de los programas de consolidación fiscal emprendidos y la instrumentación de reformas ambiciosas permitirán aliviar de forma duradera las tensiones surgidas, consolidando la mejoría de las últimas semanas, y evitar la materialización de los riesgos a la baja.

Las autoridades económicas europeas reaccionaron de forma contundente frente a la gravedad de la situación y desplegaron una batería de medidas sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera del área. Al nivel del Consejo Europeo y del Consejo ECOFIN se acordó la instauración del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la de la Facilidad Europea de Estabilidad financiera, diseñados para la resolución de crisis en la UEM y cuya activación estará sujeta a estrictos criterios de condicionalidad (véase recuadro 3). Adicionalmente, se consensuaron nuevas vías para fortalecer la gobernanza de la UE y de la zona del euro, que se irán desarrollando en los próximos meses en torno a tres líneas maestras: reforzamiento de los compromisos en materia de finanzas públicas, establecimiento de un nuevo procedimiento de vigilancia macroeconómica para evitar la acumulación de des-

## INDICADORES DE CONFIANZA (a)

GRÁFICO 2



FUENTE: Comisión Europea.

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

equilibrios y desarrollo de mecanismos de resolución de crisis. Por último, se tomaron medidas para fortalecer el sistema bancario europeo mediante la extensión de programas públicos de apoyo y se acordó la realización de pruebas de resistencia sobre las entidades bancarias, cuyos resultados se difundieron el pasado 23 de julio.

Al nivel del Euroistema se adoptó, con carácter transitorio, el Programa para el Mercado de Valores, con el fin de normalizar el funcionamiento de los mercados de deuda pública y privada, cuyas distorsiones obstaculizaban la correcta transmisión de la política monetaria, y se restableció el apoyo a la liquidez, mediante la reactivación de las subastas a tipo fijo para las inyecciones de liquidez a tres meses y plena adjudicación, la introducción de una nueva subasta a seis meses y la reapertura de líneas de liquidez coordinadas en dólares. Por último, a nivel de los Gobiernos nacionales se reforzaron los planes de consolidación fiscal, con carácter inmediato en algunos países como Portugal y España y, algo más diferido, en Italia, Alemania y otros países de la zona del euro, donde los planes de austeridad comenzarán a aplicarse en 2011 (véase recuadro 4).

En este contexto se enmarcan las medidas que aprobó el Gobierno español el 20 de mayo y que entraron en vigor el pasado 1 de junio. Este conjunto de medidas adelanta a los años 2010 y 2011 una parte significativa del esfuerzo presupuestario previsto en la actualización del Programa de Estabilidad para el período 2010-2013 e introduce actuaciones adicionales de reducción del gasto, muchas de ellas de corte estructural, entre las que cabe destacar el descenso en la inversión y en la remuneración de los asalariados públicos a partir del 1 de junio de este año o la congelación de los salarios públicos y de las pensiones en 2011. En conjunto, este paquete fiscal supone un recorte del gasto de algo más de 15.000 millones de euros (alrededor del 1,5% del PIB) entre 2010 y 2011 (véase recuadro 1), de modo que la senda de recorte del déficit ha quedado establecida en el 9,3% del PIB en 2010, 6% en 2011, 4,4% en 2012 y 3% en 2013.

En el ámbito del mercado de trabajo, el Gobierno aprobó el 16 de junio una serie de disposiciones dirigidas a incentivar la contratación indefinida y a incrementar la flexibilidad interna de las empresas, que se encuentran en fase de tramitación parlamentaria. En el terreno financiero, el Banco de España prácticamente dio por concluida la reestructuración bancaria realizada a lo

## DESCRIPCIÓN DE LAS MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL INCORPORADAS EN EL PLAN DE ACCIÓN INMEDIATA Y EN EL PAQUETE DE 20 DE MAYO DE 2010

RECUADRO 1

Desde finales del año 2009 la política fiscal ha ido adquiriendo un tono restrictivo. Así, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2010 incorporaron subidas de impuestos y una cierta moderación de las pautas de gasto público en relación con la tendencia de los años anteriores. También los Presupuestos de las CCAA para 2010 comportaron una considerable moderación del gasto. En esta misma línea incidieron los objetivos plurianuales contenidos en la Actualización del Programa de Estabilidad (APE), publicados el 29 de enero de 2010, que fijaron una importante senda de consolidación presupuestaria hasta 2013. Desde la publicación de la APE, el Gobierno ha puesto en marcha dos paquetes de medidas que conciernen parte del ajuste fiscal anunciado para los años 2010 y 2011.

Por una parte, el Gobierno aprobó en marzo de 2010 el llamado «Plan de Acción Inmediata», que recorta el gasto público en 5.000 millones de euros (un 0,5% del PIB) en 2010, afectando a las partidas de transferencias de capital, inversión pública, compras de bienes y servicios y subvenciones (véase cuadro adjunto). Además, se aprobó la reducción, sin excepciones, de la Oferta de Empleo Público en 2010 al 10% de la tasa de reposición, así como la decisión de no realizar ninguna nueva contratación de personal interino.

Por otra parte, el 20 de mayo el Gobierno aprobó el Real Decreto-Ley 8/2010, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público. Se trata de un conjunto de medidas de gran calado, que, además, vinieron acompañadas de un adelantamiento de los planes de consolidación incorporados inicialmente en la APE, de manera que se anticipa a los años 2010 y 2011 parte del esfuerzo fiscal que inicialmente estaba previsto que se realizara en el año 2012, y se refuerza el compromiso con los nuevos objetivos presupuestarios. En consecuencia, los objetivos para el déficit de las AAPP quedarían establecidos en el 9,3% del PIB en 2010, 6% en

2011, 4,4% en 2012 y 3% en 2013 (frente al 9,8%, 7,5%, 5,3% y 3%, respectivamente). El paquete de mayo contiene un conjunto de medidas que, de aplicarse en su totalidad, supondrían un ahorro de algo más de 15.000 millones de euros (alrededor del 1,5% del PIB) en términos acumulados entre 2010 y 2011. Las principales partidas de gasto afectadas por los recortes son la remuneración de los empleados públicos, determinadas prestaciones sociales y la inversión pública. Asimismo, se incorpora un recorte del gasto corriente por parte de las CCAA.

Además de las medidas mencionadas con impacto en 2010 y 2011, el Gobierno estableció el 28 de mayo de 2010 el límite de gasto no financiero del Estado para 2011, que se determina en términos de caja y que, en términos homogéneos (excluyendo las transferencias del Fondo de Suficiencia a las CCAA), supondría una caída del 7,7% en el gasto no financiero del Estado con respecto al límite fijado en 2010. Este límite podría resultar en una reducción adicional del gasto público en el entorno del 1% del PIB en 2011, según las estimaciones de la Comisión Europea.

Las medidas tomadas son adecuadas y suponen un paso importante para la consecución de los objetivos presupuestarios fijados para 2010 y 2011. En primer lugar, porque se han instrumentado como recortes permanentes del gasto público. En esta línea, cabe mencionar que la composición del ajuste, centrada principalmente en el gasto corriente, es apropiada. En segundo lugar, porque suponen un adelanto de los objetivos fiscales inicialmente fijados en la APE, de forma que las dos terceras partes del ajuste se concentrarían en los dos primeros años de la senda de consolidación (2010 y 2011). En tercer lugar, porque la adopción rápida de las medidas ha permitido contrarrestar las expectativas adversas de los mercados financieros sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en España que se

### MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

#### Plan de Acción Inmediata y Medidas de 20.5.2010

Millones de euros y porcentaje del PIB

	Millones de euros		Porcentajes del PIB	
	2010	2011	2010	2011
PLAN DE ACCIÓN INMEDIATA (recorte en gastos)	5.000		0,48	
Compras de bienes y servicios	1.540		0,15	
Subvenciones	210		0,02	
Inversiones	850		0,08	
Transferencias de capital	2.400		0,23	
PAQUETE DE MEDIDAS DE 20.5.2010	5.250	10.000	0,50	0,94
Recorte en gastos de personal	2.300	2.200	0,22	0,21
Ahorro por congelación de pensiones		1.530		0,14
Ahorro en otras ayudas y gasto farmacéutico	825	2.200	0,08	0,21
Recorte de gastos en Administraciones Territoriales		1.200		0,11
Recorte adicional en inversiones	2.125	2.870	0,20	0,27
<b>TOTAL MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL</b>	<b>10.250</b>	<b>10.000</b>	<b>0,98</b>	<b>0,94</b>

FUENTES: Gobierno de España y Banco de España.

observaron a lo largo del mes de mayo. Finalmente, las medidas aprobadas recientemente han permitido cumplir con los requisitos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, de manera que la valoración de la Comisión Europea emitida el 15 de junio ha sido positiva con respecto a los objetivos fijados en el horizonte de 2013 y el esfuerzo fiscal planteado para la corrección de la situación actual de déficit excesivo.

No obstante, el plan de consolidación fiscal está sujeto a riesgos apreciables. Por una parte, algunas de las medidas anunciadas tie-

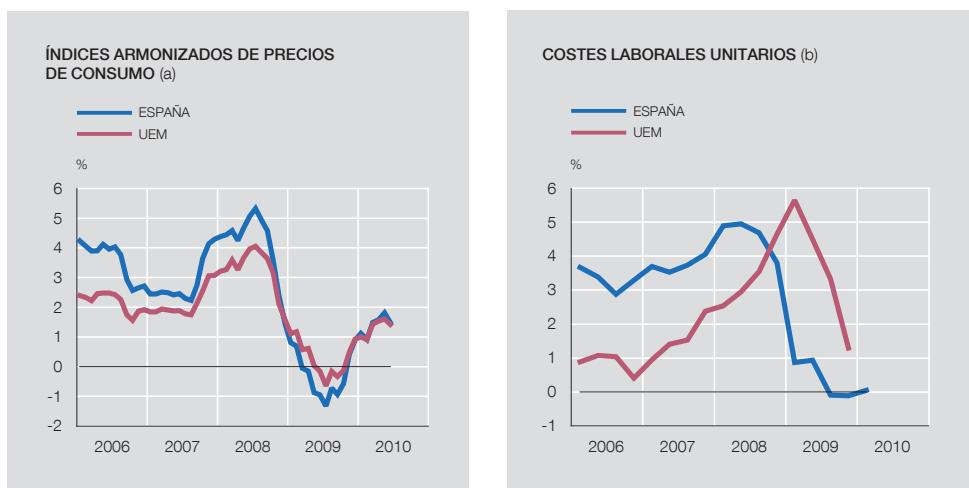
nen que ser todavía detalladas, en particular las relativas a la consecución del techo de gasto para 2011 y todas las que afectan a los recortes que deben implementar las Administraciones Territoriales, sobre todo para el año 2011. En este sentido, el Gobierno debe estar preparado para instrumentar medidas fiscales restrictivas adicionales si la consecución de los objetivos presupuestarios se viera en peligro. Así, el seguimiento de la ejecución presupuestaria y la rápida puesta en práctica de las medidas ya aprobadas resultan cruciales en la coyuntura actual, de manera que se garantice la credibilidad de la senda de ajuste en el medio plazo.

largo del último año a través del FROB y, para despejar las dudas que todavía rodeaban a algún segmento del mismo y que añadían elementos de desconfianza sobre la economía española, anunció su intención de publicar las pruebas de resistencia de todos los bancos y cajas españoles. Dicha iniciativa fue asumida en el ámbito europeo por el Consejo Europeo celebrado bajo presidencia española, y los resultados del ejercicio, armonizado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, fueron publicados el 23 de julio. En el caso de las entidades bancarias españolas, las pruebas de resistencia han cubierto prácticamente la totalidad del sistema financiero y se han llevado a cabo con mayor detalle y un elevado grado de transparencia. Finalmente, se puso en marcha una reforma en profundidad de la regulación de las cajas de ahorros, que completa la reestructuración del sector y facilita la consolidación de una base de capital sólida en el mismo. La adopción de este conjunto de medidas y muy singulamente la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades financieras contribuyeron a que en las últimas semanas remitieran las tensiones en los mercados financieros de manera significativa.

El área del euro participó de las tendencias generales de reactivación, impulsada por la fortaleza del comercio mundial y, de modo transitorio, por un crecimiento de la inversión en construcción inusualmente elevado. La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto de recuperación económica débil determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta agosto, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se mantuvo en el 1%, nivel en el que permanece desde mayo de 2009, mientras que los tipos correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo hicieron en cotas del 1,75% y el 0,25%, respectivamente.

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior en el que se desenvolvió la economía española continuó mejorando, si bien el episodio de inestabilidad mencionado afectó a las condiciones de financiación del sector privado, que se tornaron más restrictivas a lo largo del trimestre. En efecto: si bien los costes de financiación bancaria de los hogares y de las sociedades siguieron reduciéndose, en general, durante el segundo trimestre, tanto el coste para las empresas de las emisiones de valores a corto plazo como las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados se elevaron. Por su parte, los criterios de concesión de préstamos bancarios habrían vuelto a endurecerse durante el mismo período.

No obstante, a lo largo del mes de julio se ha detectado una atenuación de las tensiones, observándose descensos apreciables en las primas de riesgo crediticio y en las rentabilidades negociadas en los mercados de bonos, de modo que el diferencial de tipos de interés de la deuda pública a diez años con la referencia alemana se situaba por debajo de los 150 puntos



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

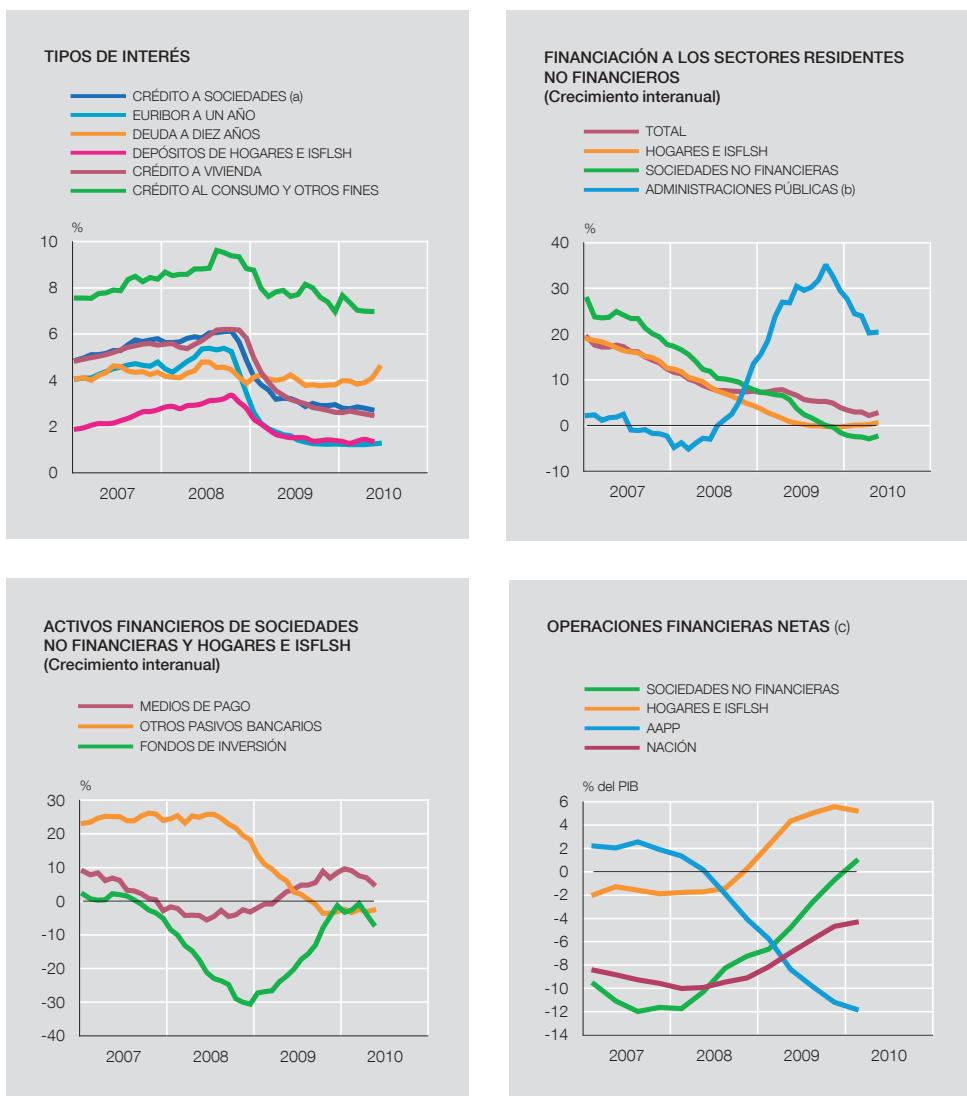
- a. Tasas de variación interanual.  
 b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

básicos (pb) a finales de julio (tras haber alcanzado niveles máximos de 220 pb a mediados del mes precedente), y el IBEX 35 perdía en relación con el cierre de marzo un 2,1%. Por otra parte, las subastas del Tesoro se resolvieron de manera favorable y se produjo el retorno al mercado de algunos emisores privados (véase recuadro 7). Con todo, las condiciones de financiación a las que se enfrentan las entidades de crédito, las empresas y las AAPP siguen siendo sustancialmente más restrictivas que las existentes en trimestres anteriores.

En las condiciones descritas, el gasto en consumo de los hogares mantuvo la tónica de recuperación de los meses previos, estimándose una tasa intertrimestral para el período abril-junio del 0,7%, que situaría la tasa de variación interanual en el 1,5%. Esta recuperación del gasto de las familias está suponiendo una cierta inflexión en la trayectoria de la tasa de ahorro, que se redujo ligeramente ya en el primer trimestre, tras casi dos años de aumentos sucesivos, situándose en el 18,5% de la renta disponible, con datos acumulados de cuatro trimestres.

La incidencia del plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles continuó impulsando este componente del gasto, al igual que otros elementos con efectos transitorios, como el cese de las emisiones analógicas de televisión o el adelanto de compras ante la eventual subida del IVA, que alentaron la adquisición de otros bienes de consumo duradero. A medida que se vayan agotando estos efectos, el consumo podría atenuar su ritmo de avance, en un contexto de descenso de la renta disponible, como consecuencia del menor crecimiento de las rentas salariales y de la aportación más reducida de otras fuentes de renta, en particular de la proveniente de la actuación de las AAPP, que empieza a reflejar la retirada de algunos de los impulsos instrumentados durante la fase recesiva. El restablecimiento de la confianza y un panorama menos incierto sobre las perspectivas del mercado laboral, al hilo de la reforma laboral en marcha, serían ingredientes fundamentales de una recuperación sostenida del consumo.

La inversión residencial continuó inmersa en su trayectoria de ajuste, si bien su ritmo de descenso se atenuó ligeramente, estimándose un retroceso del 18% en términos de su tasa interanual. Al igual que había ocurrido en los meses iniciales del ejercicio, esta evolución fue compatible con una cierta estabilización de algunos indicadores de demanda de vivienda,



FUENTE: Banco de España.

- Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- Datos acumulados de cuatro trimestres.

como el número de transacciones o el de hipotecas, lo que podría vincularse a la mejora de los indicadores de accesibilidad, y también al adelanto en las decisiones de adquisición de inmuebles por los cambios previstos en la imposición indirecta o a la eliminación de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual a partir de enero de 2011. Posiblemente estos últimos factores han influido en la reciente ralentización del descenso de los precios de la vivienda, cuya tasa interanual se situó en el segundo trimestre de este año en el -3,7%.

La contención del gasto de los hogares sigue propiciando una mejoría en su capacidad de financiación, que se situó en el 7,4% del PIB en el primer trimestre, en tasa acumulada de cuatro trimestres, lo que resulta coherente con un ligero aumento del saldo del crédito a hogares, que creció un 0,5% interanual en mayo, como resultado de un moderado incremento de la financiación para adquisición de vivienda (0,9%) y de un pequeño retroceso de la otorgada para consumo y otros fines.

A pesar del comportamiento más expansivo de algunos componentes de la demanda interna y de la recuperación de las exportaciones, la inversión empresarial mantuvo un perfil contracíclico, aunque algo más atenuado, en un entorno de acusada incertidumbre sobre las condiciones de acceso a la financiación, de exceso de capacidad acumulada y de necesidad de desapalancamiento de algunos sectores empresariales. Con todo, la tasa interanual de la inversión en bienes de equipo podría haber recuperado tasas de variación positivas en términos interanuales, en el entorno del 2%, reflejando el impacto expansivo del plan de estímulo a la adquisición de vehículos industriales desde su entrada en vigor en junio del año pasado. El componente de inversión no residencial tuvo un comportamiento algo más negativo, pues se vio afectado adicionalmente por el impacto de los recortes en la inversión en infraestructuras, la finalización de las obras realizadas bajo el Fondo Estatal de Inversión Local y el posible retraso en el inicio de los proyectos que se van a ejecutar con cargo al Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Ambiental, dotado con un importe inferior al de aquel.

El retroceso de la inversión y la mejora del ahorro de las sociedades no financieras, a través del intenso descenso de los pagos por intereses, moderaron notablemente la necesidad de financiación de este sector, situándola en el 1,2% del PIB en el primer trimestre de 2010, con datos acumulados de cuatro trimestres. En paralelo, la deuda del sector empresarial prosiguió su senda de descenso a un ritmo del 2% interanual, con datos del mes de mayo. En este contexto, el retorno a una situación de normalidad en los mercados financieros es imprescindible para la recuperación de este componente de la demanda.

En el ámbito de actuación de las AAPP, los planes de consolidación fiscal han comenzando a frenar el impulso expansivo del sector público sobre la demanda agregada, si bien su reflejo sobre las cuentas públicas es todavía incipiente. En el caso de la Administración central, la información disponible relativa al segundo trimestre aporta algunos signos de mejoría del déficit del Estado, por la reducción de los gastos de personal y el repunte de la recaudación presupuestaria.

En lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la aportación positiva de la demanda exterior neta en el segundo trimestre (0,6 pp del PIB) siguió mitigando el retroceso del gasto sobre la actividad, aunque en menor medida que en trimestres anteriores. La recuperación de la actividad y del comercio mundial y el comportamiento más favorable de la competitividad en términos de los precios relativos con nuestros competidores contribuyeron a impulsar un intenso avance de las exportaciones. Este desarrollo estuvo acompañado de un comportamiento muy expansivo de las importaciones de bienes, en parte vinculado al propio repunte de las exportaciones, pero también a cierta mejora de la actividad industrial y a la recuperación de algunos componentes de la demanda interna, como es la adquisición de bienes duraderos, que podría estar motivada por los factores de naturaleza temporal ya citados. Cuando expiren estos factores cabría prever un comportamiento menos dinámico de las importaciones, de modo que la demanda exterior neta podría recuperar un mayor protagonismo en su contribución al crecimiento, basado en el avance de las exportaciones. Para asegurar este resultado es necesario perseverar en la consolidación de las mejoras en la competitividad que se han ido alcanzando en el ámbito de los costes y los precios en estos últimos trimestres y afianzarlas con ganancias genuinas de productividad.

Por su parte, el comercio de servicios mantuvo la tónica de recuperación del primer trimestre, con una evolución relativamente favorable del turismo, a pesar de los efectos de las cancelaciones de vuelos en abril y mayo provocadas por la erupción volcánica en Islandia (véase recuadro 5). Como resultado de esta evolución, las necesidades de financiación de la nación prolongaron su trayectoria de corrección en el segundo trimestre, después de haberse situa-

do en el 4,3% del PIB en el período de enero-marzo, con datos acumulados de cuatro trimestres.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado volvió a suavizar su ritmo de retroceso interanual, al igual que lo hizo el empleo. Esta evolución habría sido compatible con un leve repunte de la productividad, que se habría cifrado en el 2,5% para el conjunto de la economía. En comparación con el trimestre anterior, tanto el valor añadido de los servicios de mercado como la actividad industrial habrían mostrado crecimientos positivos, aunque en este último caso habría continuado el proceso de destrucción de puestos de trabajo, a diferencia de ocurrido en los servicios, donde, por segundo trimestre consecutivo, la ocupación repuntó moderadamente. La actividad en la construcción mostró un comportamiento similar al del trimestre precedente, con descensos más acusados tanto en el valor añadido como en el empleo, como consecuencia del comportamiento más contractivo del segmento de edificación no residencial, por las razones ya apuntadas.

La información más reciente sobre la evolución de los costes laborales muestra que en el segundo trimestre se habría intensificado el proceso de moderación salarial que se observó a principios del ejercicio. Los convenios salariales acordados hasta junio reflejan un impacto medio de las tarifas del 1,3%. En conjunto, se estima un aumento de la remuneración por asalariado de la economía de mercado en el segundo trimestre, en el entorno del 1%, lo que, en combinación con el comportamiento todavía relativamente expansivo de la productividad, habría propiciado un descenso de los costes laborales por unidad de producto, singularmente acusado en la industria.

Cabe prever que el proceso de moderación salarial se prolongue en lo que resta de año, a medida que los resultados de la negociación vayan incorporando los convenios de nueva firma, todavía en un número muy reducido, pero que incorporan incrementos salariales en el entorno del 1%, inferiores a los de los convenios plurianuales (1,4%). Asimismo, las medidas que se han tomado en relación con el recorte de los salarios públicos podrían ejercer un cierto efecto demostración sobre los salarios privados. La utilización de las vías para facilitar el descuelgue salarial de las empresas con dificultades que proporciona la reforma del mercado laboral en marcha también podría redundar en beneficio de esto mismo.

Por último, la inflación repuntó en el segundo trimestre hasta alcanzar el 1,6% en el promedio del trimestre (1,2% en el período de enero-marzo), lo que se explica fundamentalmente por los incrementos en los precios de los productos energéticos en relación con los de un año antes, cuando registraron avances acusadamente bajos. La inflación subyacente permaneció en cotas moderadas, con un ritmo de avance del IPSEBENE del 0,2% en el conjunto del trimestre, similar al del período previo, al igual que el diferencial de precios con la UEM, que se mantuvo en 0,1 pp. En conjunto, las presiones de precios se mantienen contenidas en línea con la relativa debilidad de la recuperación del gasto interno. Cabe prever que este factor atenúa el grado de traslación de la subida del IVA hacia los precios finales, sobre todo en aquellos casos en los que el impacto de los cambios en la imposición indirecta en el pasado fue mayor (energía y servicios). Esta pauta es decisiva para consolidar las ganancias de competitividad que empiezan a producirse.

En resumen, la consolidación de la recuperación que ha iniciado la economía española, con tasas de crecimiento que seguirán siendo débiles todavía durante algunos trimestres más, requiere, en todo caso, una pronta y firme instrumentación de los planes de consolidación fiscal comprometidos y de las reformas estructurales aprobadas o anunciadas que tienen una importancia capital para restablecer la confianza e impulsar el crecimiento a largo plazo.

## 2 Entorno exterior del área del euro

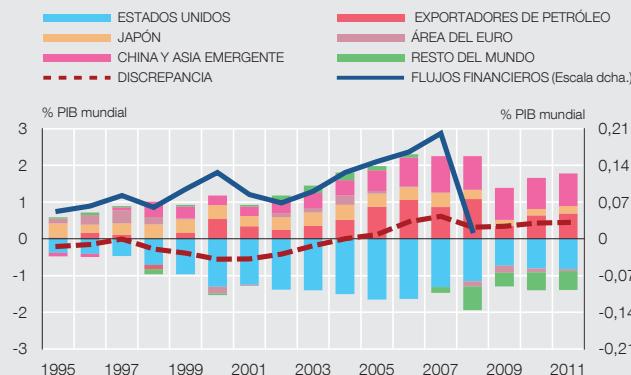
En el segundo trimestre del año, la recuperación de los mercados financieros internacionales se vio interrumpida por el impacto de los problemas fiscales en el área del euro, que generaron un fuerte aumento de la volatilidad, una mayor aversión global al riesgo y huidas de los inversores hacia activos seguros. Pese a esta inestabilidad en los mercados, los indicadores de actividad publicados apuntan al mantenimiento del vigor en la recuperación de la economía mundial en este período, aunque probablemente a tasas inferiores a las del trimestre precedente y con notables divergencias entre las economías desarrolladas, que se recuperan a menor ritmo, y las emergentes, mucho más dinámicas. En cualquier caso, el posible impacto sobre la actividad de los problemas fiscales y financieros en Europa coincide con el momento en el que la demanda privada de las economías desarrolladas debería tomar el relevo de los estímulos fiscales y del incremento de existencias como motor de la recuperación, lo que añade incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica. La reciente evolución desfavorable del mercado laboral y del mercado de la vivienda en Estados Unidos y la pérdida de impulso de las encuestas empresariales en numerosos países sugieren una cierta moderación del ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año; en el caso de las economías emergentes, la desaceleración podría venir inducida por el propio endurecimiento del tono de las políticas monetarias en esos países. Los acontecimientos recientes han condicionado, además, las estrategias de salida de las políticas económicas: en particular, han precipitado el inicio del proceso de consolidación fiscal en algunos países, sobre todo en Europa, y han retrasado las expectativas de subida de tipos de interés oficiales en las economías avanzadas. Todos estos elementos configuran unas perspectivas más inciertas y con mayores riesgos a la baja para la economía mundial en los próximos trimestres, que también pueden afectar a la evolución de los desequilibrios globales, como se analiza en el recuadro 2.

El comportamiento de los *mercados financieros internacionales* durante el segundo trimestre vino caracterizado por un acusado aumento de la inestabilidad, que ha tendido a amortiguarse en el mes de julio. Al principio del trimestre, las incertidumbres en torno a la situación fiscal en el área del euro afectaron únicamente a ese mercado, pero paulatinamente adquirieron una dimensión global. En ese contexto, los títulos de deuda pública de países como Estados Unidos o el Reino Unido, pero también de Alemania, actuaron como activos refugio, recogiendo descensos en las rentabilidades de largo plazo. Esta inestabilidad se exacerbó por la mayor incertidumbre sobre el vigor de la recuperación en economías como Estados Unidos y China, y se transmitió a los mercados interbancarios, particularmente a las operaciones denominadas en dólares, y a los índices bursátiles, que registraron claros retrocesos y un aumento de la volatilidad. Las emisiones de renta fija del sector privado disminuyeron significativamente —especialmente las de entidades financieras—, en contraste con el dinamismo que habían presentado a comienzos de año. Las autoridades económicas adoptaron diversas medidas para hacer frente a la inestabilidad financiera, entre las que destaca, fuera del área del euro, la reactivación de las líneas de *swaps* en moneda extranjera. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció en el conjunto del trimestre frente a las principales monedas, tanto de economías desarrolladas como emergentes —con la excepción del yen, que registró una mayor fortaleza—, si bien en julio esta tendencia se ha revertido parcialmente. También cabe destacar la flexibilización del régimen cambiario chino, que abandonó la paridad con el dólar a mediados de junio, aunque la apreciación del yuan frente a esta divisa ha sido inferior al 1%. Finalmente, los mercados financieros de las economías emergentes se movieron en línea con los de las desarrolladas, lo que se tradujo en una ampliación de los diferenciales soberanos, aunque, de nuevo, en las últimas semanas los indicadores han mostrado una sensible mejoría.

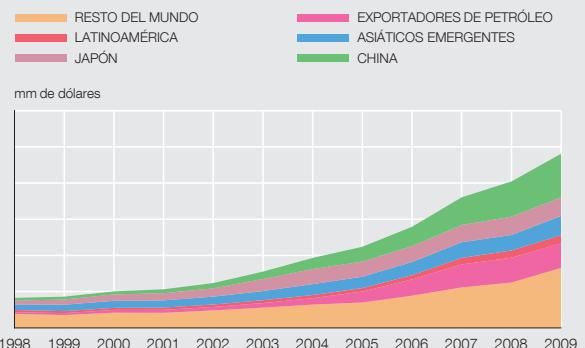
Los desequilibrios globales eran considerados uno de los factores de mayor riesgo para la economía mundial en los años previos a la crisis. En general, se pensaba que no eran sostenibles a medio plazo y se temía que su corrección pudiera producirse de un modo desordenado, generando una elevada inestabilidad financiera. Los desequilibrios globales se asocian a la existencia de elevados y persistentes déficits por cuenta corriente en determinados países, en particular Estados Unidos, que tienen como contrapartida superávits muy amplios en un conjunto diverso de países, en particular China, otras economías emergentes asiáticas y los exportadores de materias primas (véase gráfico 1). Así, el valor absoluto de los saldos por cuenta corriente, que suponía menos del 1% del PIB mundial a mediados de los años noventa, alcanzó el 5% en el año 2008. La contribución de los desequilibrios globales a la crisis aún es un aspecto controvertido. Aunque no fueron el factor desencadenante, sí se considera que reforzaron los excesos financieros que abocaron a la crisis. En cualquier caso, el ajuste económico y financiero tras la crisis ha supuesto una notable corrección de estos desequilibrios, que en gran parte puede resultar transitoria. A continuación, se exponen los principales determinantes de los desequilibrios globales, se describe el impacto de la crisis económica sobre su ajuste y se evalúa su posible evolución a medio plazo.

El desarrollo y persistencia de los desequilibrios globales antes de la crisis fue el resultado de un conjunto amplio de factores, tanto reales como financieros, y de decisiones de política económica, que concurrieron a lo largo de esos años en la economía mundial. En primer lugar, la creciente dispersión de los saldos de balanzas por cuenta corriente coincidió con un fuerte incremento de los flujos financieros entre países, como se observa en el gráfico 1, en una fase de intensa globalización financiera. La ampliación de las necesidades de financiación exterior reflejó la evolución divergente de las tasas de ahorro e inversión en los distintos países. Así, en Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente llegó a alcanzar el 6% del PIB —y un 1,6% del PIB mundial— en 2006, la ampliación de la brecha negativa entre inversión y ahorro en los últimos años se debió a la paulatina caída del ahorro privado —asociada a un patrón de crecimiento caracterizado por el elevado dinamismo del consumo—, que vino acompañada de un deterioro del déficit público (véase gráfico 3). La principal contrapartida fue el importante superávit por cuenta corriente en China y las economías asiáticas emergentes —que llegó al 1% del PIB mundial en 2007—, reflejo de una tasa de ahorro muy alta y creciente, no igualada por el dinamismo de la inversión (véase gráfico 4). Más recientemente, en los años 2007 y 2008, los elevados precios del petróleo y otras materias primas contribuyeron a ampliar notablemente los superávits por cuenta corriente de los países exportadores

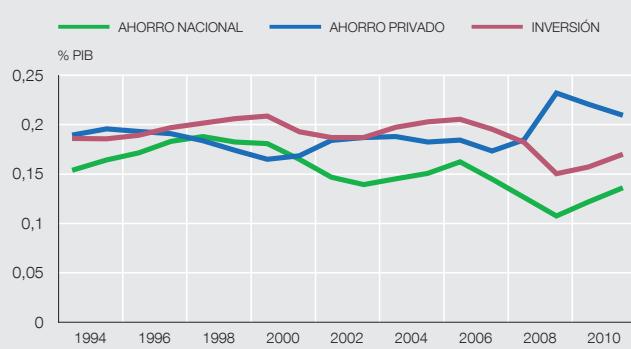
#### 1 CUENTAS CORRIENTES Y FLUJOS FINANCIEROS BRUTOS (a)



#### 2 RESERVAS INTERNACIONALES



#### 3 TASA DE AHORRO E INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS. PORCENTAJE DEL PIB (a) (b)



#### 4 TASA DE AHORRO E INVERSIÓN EN ASIA EMERGENTE. PORCENTAJE DEL PIB (a) (b)



FUENTES: World Economic Outlook (abril de 2010) e International Financial Statistics.

a. Años 2010 y 2011. Previsión WEO.

b. Ahorro nacional es la suma de ahorro público y ahorro privado.

de estos productos, que alcanzaron el 1,1% del PIB mundial en 2008, produciendo un deterioro paralelo del saldo exterior de los países importadores.

La persistencia de los desequilibrios globales se vio favorecida por determinadas políticas económicas. En las economías emergentes, se produjo una acumulación de reservas (véase gráfico 2), en parte derivada de motivos precautorios, pero también —muy especialmente en el caso de China— por el deseo de mantener la estabilidad del tipo de cambio y preservar un modelo de crecimiento basado en las exportaciones. Muchos países exportadores de petróleo también adoptaron políticas de tipo de cambio fijo, aunque la acumulación de activos exteriores en estos casos se materializó a través de fondos de riqueza soberana. De este modo, un notable conjunto de países emergentes canalizaron su financiación exterior hacia los países deficitarios, en especial Estados Unidos, a través de inversiones de titularidad pública.

La crisis económica y financiera ha propiciado una corrección parcial de los desequilibrios globales, que pasaron a representar algo más del 3% del PIB mundial en 2009, 2 pp menos que el año anterior, pero todavía 2 pp más que a mediados de los años noventa. El fuerte desplome de la demanda mundial y de los flujos comerciales, así como del precio de las materias primas, fueron los principales factores de ajuste. En Estados Unidos, donde la corrección había comenzado antes de la crisis, el déficit exterior se redujo hasta el 2,6% de su PIB en 2009 (un 0,65% del PIB mundial), mientras que en los países exportadores de petróleo el superávit se redujo en un 70%, hasta representar solo el 0,3% del PIB mundial; en China, la reducción fue menor, de un 30%, de manera que su superávit supuso el 0,5% del PIB mundial. Desde una perspectiva más financiera, durante la crisis se produjo un retraimiento de los flujos internacionales de capital (característico de las crisis financieras) y una caída de la inversión y un significativo incremento del ahorro privado en las economías desarrolladas, que fue más que compensado por el fuerte incremento del desahorro público en la mayoría de estas economías.

Algunos de los factores que explican la disminución de los desequilibrios globales están asociados a la fuerte contracción económica y comercial, por lo que se espera un cierto aumento de los desequilibrios con la recuperación y la previsible reactivación de los flujos de capitales. En todo caso, no es probable que retornen a niveles tan elevados como antes de la crisis. Así, no cabe esperar que la demanda privada interna en las economías desarrolladas alcance un dinamismo semejante al de antes de la crisis. De hecho, se ha producido un notable aumento de la tasa de ahorro privado en Estados Unidos (véase gráfico 3) y otros países, como respuesta al fuerte endeudamiento previo, y los elevados déficits públicos acumulados durante la crisis impondrán un sesgo restrictivo a medio plazo sobre las economías desarrolladas. Tampoco es probable que los precios del petróleo y de otras materias primas recuperen los niveles previos a la crisis. Por otro lado, sin embargo, la crisis financiera puede haber reforzado la estrategia de acumulación de reservas por motivos precautorios, un factor que podría tender a ampliar los desequilibrios. El posible impacto de los recientes problemas fiscales en el área del euro es difícil de determinar. Si tuvieran un efecto significativo sobre su demanda externa y de materias primas, ello ralentizaría la ampliación de los superávits en los países que los mantienen, mientras que la depreciación del euro frente al dólar puede afectar negativamente al déficit por cuenta corriente de este país. Por último, hay dudas de que la tímida flexibilización del tipo de cambio en China modifique sustancialmente la política cambiaria y apoye la corrección del amplio superávit exterior de ese país.

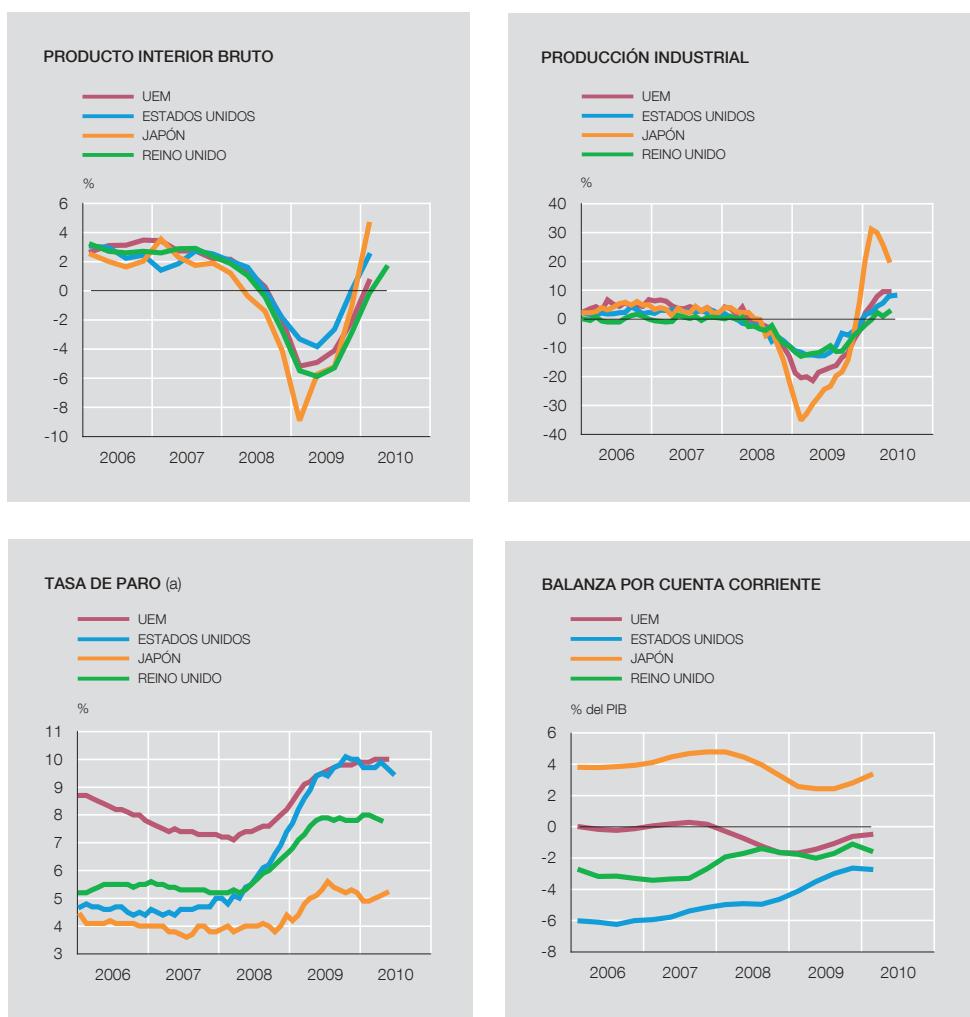
En definitiva, cabe esperar que los desequilibrios globales se amplíen en la fase de recuperación, aunque a menor escala que antes de la crisis. Hay que señalar, además, que los desequilibrios son ahora de naturaleza sustancialmente diferente: los países con superávit han pasado de financiar un proceso de intenso endeudamiento privado en los países deficitarios a cubrir las elevadas necesidades de financiación de sus sectores públicos, que absorberán una notable cantidad de recursos financieros durante un período prolongado de tiempo.

Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron una corrección, como consecuencia del episodio de turbulencia financiera de mayo y de la mayor incertidumbre sobre la evolución de la demanda mundial, aunque recientemente también han recuperado parte de las caídas. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de 75 dólares/barril, 10 dólares menos que a finales de abril.

En Estados Unidos, el avance del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento del 0,6% trimestral (3,2% interanual), gracias a la contribución positiva de la inversión (incluida la residencial), el consumo privado y el gasto público, y a pesar de la menor contribución de las existencias y la fuerte aportación negativa de la demanda externa. El dato supone una desaceleración del crecimiento de tres décimas respecto al primer trimestre. Los indicadores más recientes avivan las dudas sobre la fortaleza de la recuperación, dada la debilidad de los datos de consumo privado, de empleo y del mercado inmobiliario residencial.

**PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS**  
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

Las ventas al por menor descendieron en mayo y junio, al tiempo que el sentimiento del consumidor se desplomó a primeros de julio. Los datos de empleo de mayo y junio, una vez descontadas las contrataciones para elaborar el censo, fueron muy decepcionantes, a pesar de la disminución en dos décimas de la tasa de paro, hasta el 9,5%, que se debió a la reducción de la fuerza laboral por efecto desánimo. Por su parte, el mercado inmobiliario residencial experimentó una recaída durante el segundo trimestre, al desaparecer las ayudas fiscales para la compra de vivienda a finales de abril, con nuevos descensos en viviendas iniciadas y ventas de viviendas. Por el lado de los precios de consumo, la tasa de inflación disminuyó nueve décimas en junio, hasta el 1,1% interanual, mientras que la subyacente se mantuvo en el 0,9%. En este contexto, en su reunión de junio, la Reserva Federal dejó inalterado el tipo de interés oficial —entre el 0% y el 0,25%— y reiteró que lo mantendrá en niveles reducidos por un tiempo prolongado, en función de la evolución de la economía. Las previsiones del FOMC revisan a la baja el crecimiento esperado en 2010 y aumentan la tasa de desempleo prevista para 2011 y 2012. Por último, cabe destacar la aprobación definitiva de la Reforma Financiera, que modifica sustancialmente el aparato regulatorio y supervisor de las entidades financieras y los mercados de capitales, aunque aún está pendiente de desarrollo buena parte de su contenido.



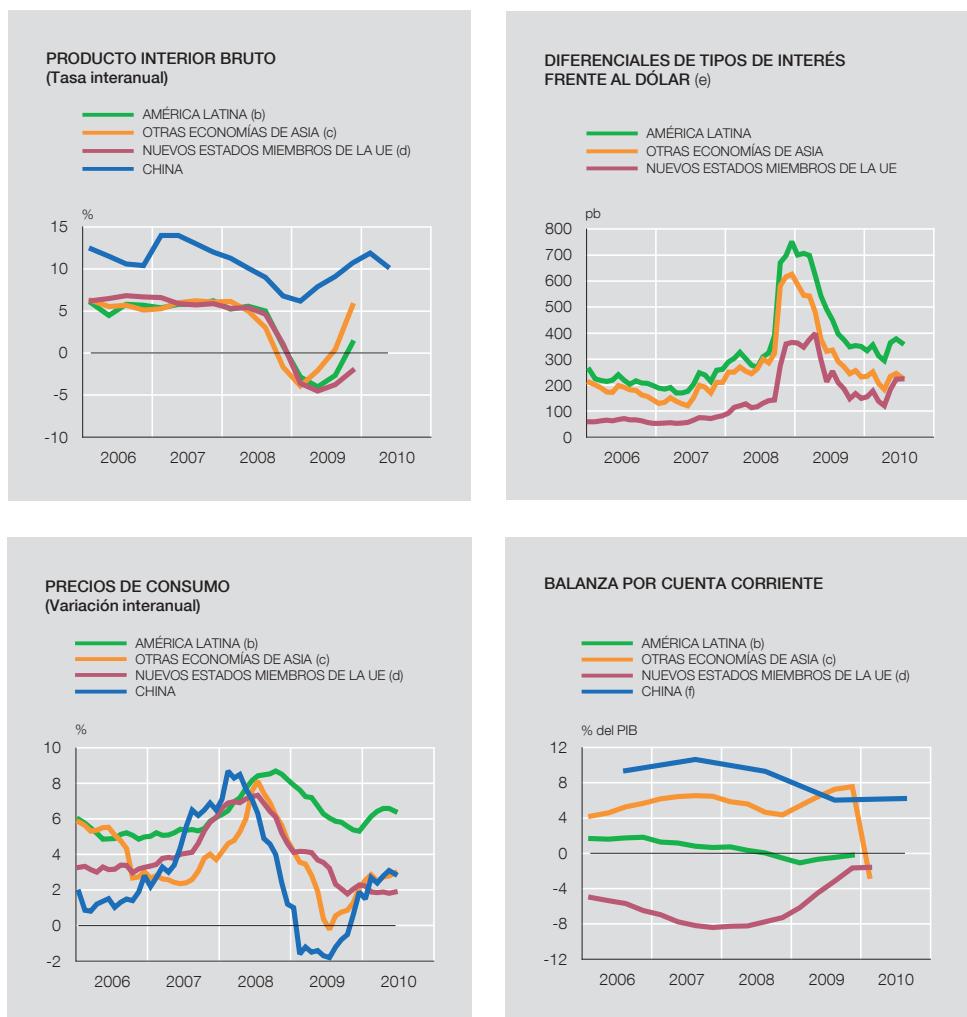
FUENTE: Banco de España.

- 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 primer trimestre creció un 1,2% trimestral, ligeramente por encima del 0,9% del trimestre anterior, elevando el crecimiento interanual hasta el 4,6%. La expansión se sustentó en el empuje de las exportaciones y la acumulación de existencias, mientras que el consumo se moderó. Los indicadores de actividad apuntan a una desaceleración en el segundo trimestre, debido a una menor fortaleza de las exportaciones y a la progresiva desaparición de los estímulos fiscales, pese a que los indicadores de confianza continúan mostrando señales positivas. En cuanto al sector exterior, el superávit de la balanza comercial se redujo en mayo, como consecuencia de la apreciación del yen. El mercado laboral registró un deterioro durante el trimestre y la tasa de paro subió tres décimas, hasta el 5,3% en junio. Por otra parte, los precios de consumo continuaron cayendo en términos interanuales, hasta el -0,7% en junio, cuatro décimas menos que al final del primer trimestre. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1%, y aprobó una nueva facilidad temporal para estimular la concesión de crédito bancario a proyectos orientados a aumentar el crecimiento potencial de la economía. Finalmente, el nuevo Gobierno anunció un programa de consolidación fiscal, con el objetivo de limitar la emisión de deuda pública y de alcanzar el equilibrio presupuestario en diez años, si bien no se han concretado los detalles.

ECONOMÍAS EMERGENTES:  
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, 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 el Reino Unido, la estimación final del PIB del primer trimestre del año situó el crecimiento en el 0,3% trimestral (-0,2% interanual), aunque el avance del PIB del segundo trimestre apunta una significativa aceleración, con un crecimiento del 1,1% trimestral. Esta cifra es superior a lo esperado, dado que los indicadores recientes de producción, sentimiento empresarial y consumo han mostrado cierta atonía, mientras el sector exterior apuntaba síntomas de debilidad. El mercado laboral no registró cambios significativos, si bien la tasa de paro se redujo ligeramente, hasta el 7,8% en junio. En el mercado inmobiliario, se observó una moderación de los precios en junio, probablemente inducida por la desaceleración de la demanda y el sólido crecimiento de la oferta. Por su parte, la inflación disminuyó dos décimas en junio, hasta el 3,2%, después del repunte de los primeros meses del año, debido, en parte, a factores temporales como la subida del IVA. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5%, sin realizar tampoco nuevas ampliaciones del programa de compra de activos. Finalmente, el nuevo Gobierno presentó un presupuesto que

contempla un ajuste fiscal de 8 pp del PIB en los próximos cinco años, y una propuesta de reforma financiera, en la que el banco central adquiere más competencias en el ámbito de la regulación macro-prudencial y la Financial Services Authority (FSA) desaparece.

En los *nuevos Estados miembros* de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 0,5% interanual en el primer trimestre, tras cuatro trimestres consecutivos de descenso, impulsado por la exportación, salvo en Polonia, donde el crecimiento se apoyó en el consumo privado. No obstante, se observan notables diferencias en la evolución por países, con crecimientos del PIB en Polonia, Hungría y la República Checa, y caídas, aunque más moderadas, en los restantes países. Los indicadores del segundo trimestre apoyan una recuperación gradual de la producción industrial, al tiempo que afloran signos de reactivación del consumo privado en algunos países. En cuanto al sector exterior, la mayoría de países registraron superávits por cuenta corriente, gracias al buen comportamiento de la balanza comercial. A lo largo del trimestre, la inflación se mantuvo en tasas moderadas y, en junio, se situó en el 2,7% interanual, en el promedio de la región. Los tipos de interés oficiales permanecieron estables, salvo en la República Checa, donde se redujeron por sorpresa a primeros de mayo, hasta el 0,75%. Finalmente, en el ámbito institucional, el 13 de julio el ECOFIN aprobó la adopción del euro por parte de Estonia, que se producirá el 1 de enero de 2011, con un tipo de conversión de 15,6466 coronas por euro, la paridad central vigente de su *currency board* dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio II.

En *China*, el PIB creció un 10,3% interanual en el segundo trimestre, lo que supone una moderación respecto al 11,9% del primero. Esta desaceleración se ha producido, en parte, por las medidas orientadas a moderar el excesivo dinamismo del mercado inmobiliario y la inversión de los Gobiernos locales. En el ámbito exterior, las exportaciones registraron un notable crecimiento durante el trimestre, tras la desaceleración del primer trimestre, mientras que se moderó el ritmo de crecimiento de las importaciones, lo que contribuyó a un aumento del superávit comercial. Por su parte, las presiones inflacionistas se moderaron a finales del trimestre y la inflación se redujo dos décimas en junio, hasta el 2,9%. El banco central incrementó de nuevo el coeficiente de reservas bancarias, lo que pudo contribuir a la ligera desaceleración del crédito bancario. Además, como ya se ha reseñado, se flexibilizó el tipo de cambio frente al dólar, retomándose el régimen previo a la crisis de 2008, con una banda de fluctuación diaria del ±0,5% frente a una cesta de monedas. En el *resto de las principales economías asiáticas*, la actividad económica mostró un gran dinamismo, destacando el crecimiento del PIB de la India, Corea del Sur o Singapur en el primer trimestre. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, en términos generales. Por su parte, la inflación aumentó moderadamente en los principales países de la región y se mantuvo muy elevada en la India, de forma que se produjeron los primeros incrementos de tipos de interés oficiales en Taiwán, Corea del Sur, Tailandia y la India, donde se incrementaron también los coeficientes de reserva.

En *América Latina*, el PIB del primer trimestre creció un 5,5% interanual (1,4% en el trimestre anterior), impulsado por la demanda interna, y pese a que la demanda externa pasó a tener una contribución negativa. El crecimiento intertrimestral se moderó, en parte por la contracción registrada en México, y pese a la aceleración de Brasil y Argentina. Los indicadores del segundo trimestre apuntan, en general, a un mantenimiento del dinamismo de la actividad, con la excepción de Brasil, donde se perciben algunos síntomas de desaceleración, desde tasas muy elevadas, y de Venezuela, que se mantendría en tasas negativas. Por otra parte, la inflación del conjunto de la región se mantuvo estable, alrededor del 6,6% interanual, con un repunte generalizado en la mayoría de los países, salvo en Brasil y, especialmente, México. Numerosos bancos centrales endurecieron el tono de la política monetaria, con incrementos

de tipos de interés en Perú, Chile, y Brasil —que había comenzado el trimestre anterior— y aumentos de los coeficientes de caja en Perú, donde se produjeron importantes intervenciones cambiarias para moderar la apreciación del tipo de cambio. En Argentina, se cerró el nuevo canje de la deuda impagada, tras el cual el porcentaje de aceptación de la deuda que se dejó de pagar en 2001 supera el 90%. Tras esta operación, la agencia de calificación crediticia Fitch pasó a considerar que la deuda soberana argentina ya no se encuentra en situación de suspensión de pagos parcial. Finalmente, Colombia introdujo una regla fiscal, que tiene como objetivo llevar a cabo una política contracíclica y estabilizar los efectos de las variaciones en los precios del petróleo.

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

A lo largo del segundo trimestre, las turbulencias financieras en el área del euro cobraron una intensidad extraordinaria. Los retrasos en abordar las cuestiones de sostenibilidad fiscal en Grecia crearon una gran inestabilidad en los mercados de deuda pública, que se extendió inicialmente a aquellas economías que mostraban mayores vulnerabilidades, por la rapidez del deterioro de sus finanzas públicas o por la magnitud de los desequilibrios acumulados. Pero el contagio no se limitó a estos países, sino que se transmitió también a los mercados bursátiles y cambiarios y al sistema financiero del conjunto del área, debido a la exposición de numerosas instituciones financieras europeas a los bonos soberanos emitidos en dichos países. Además, la pérdida de confianza de los inversores internacionales acabó limitando el acceso a los mercados de financiación mayoristas, por lo que el sistema financiero, que es el que canaliza los recursos externos necesarios hacia las empresas y familias, afrontó un serio problema de liquidez.

Ante la gravedad de la situación, las autoridades europeas se reunieron el 7 de mayo y decidieron adoptar medidas de emergencia sin precedentes para salvaguardar la unidad y la integridad financiera del área. Por un lado, el ECOFIN de 9/10 de mayo estableció dos nuevos instrumentos de financiación —el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera— para ayudar a los Estados miembros en caso de dificultades en el acceso al mercado de capitales y sujetos a una estricta condicionalidad. Hasta el momento no ha sido necesaria la activación de estos instrumentos, que en caso necesario podrían verse completados con una aportación adicional del FMI (véase recuadro 3). Por otro lado, el BCE, que mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, volvió a reforzar el suministro de liquidez y lanzó, con carácter transitorio, el Programa para el Mercado de Valores con el fin de normalizar el funcionamiento de los segmentos de deuda pública y privada, cuyas distorsiones obstaculizaban la correcta transmisión de la política monetaria. También se produjeron avances significativos en el ámbito fiscal y de reformas estructurales. En particular, Grecia, Portugal y España adelantaron e intensificaron notablemente sus planes de consolidación fiscal e introdujeron algunas reformas estructurales, mientras que Italia, Alemania y otras economías del área fueron concretando sus respectivos programas de austeridad que comenzarán a aplicarse a partir de 2011 (véase recuadro 4). Asimismo, como se explica en el recuadro 3, se dieron pasos importantes en la reforma de la gobernanza europea, para mejorar los mecanismos de detección y corrección de los desequilibrios macroeconómicos y fiscales. Por último, la publicación el 23 de julio de los resultados individuales de las pruebas de resistencia a 91 bancos de la UE confirmó la robustez global del sistema bancario ante perturbaciones macroeconómicas y financieras negativas, lo que constituyó un paso importante hacia el restablecimiento de la confianza en los mercados.

El progresivo despliegue de todas estas medidas acabó marcando un punto de inflexión en la evolución de las tensiones financieras. Los diferenciales de la deuda soberana tendieron a estrecharse a partir de julio, aunque mantienen niveles elevados, y el tipo de cambio del euro se apreció desde los mínimos alcanzados a mediados de junio. Asimismo, la mayor concreción en el compromiso de consolidación fiscal tranquilizó a los inversores, tal y como se refleja en el hecho de que todas las emisiones de deuda pública concluyeran con éxito.

En este contexto, se espera que el crecimiento en la zona del euro durante el segundo trimestre sea superior al registrado en los meses de invierno y se ralentice algo en la segunda parte

La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto profundas debilidades en los mecanismos de supervisión que se diseñaron para salvaguardar la estabilidad macroeconómica y financiera de la zona del euro y ha requerido la introducción de nuevos instrumentos para hacer frente a acontecimientos tan excepcionales como los ocurridos en los últimos meses.

A finales de abril y principios de mayo, la onda expansiva de la crisis griega comenzó a adquirir dimensiones insospechadas, propagándose a otras economías del área del euro, lo que obligó a activar soluciones de emergencia de gran alcance, que se recogen en el cuadro adjunto. En una primera instancia, los esfuerzos se dirigieron a resolver la crisis de liquidez de Grecia. Así, el 2 de mayo, los países de la zona del euro establecieron un programa de asistencia financiera a esta economía con una duración de tres años y con el compromiso de conceder préstamos bilaterales a Grecia por valor de hasta 80 mm de euros, que podrán incrementarse con una aportación adicional del FMI de 30 mm. El primer desembolso se hizo a mediados de mayo, una vez que las autoridades griegas adoptaron un programa ambicioso y creíble de consolidación fiscal consensuado con el FMI, la Comisión Europea (CE) y el Banco Central Europeo (BCE).

No obstante, ante el recrudecimiento y propagación de las tensiones en los mercados de deuda soberana, el ECOFIN de 9/10 de mayo decidió establecer un mecanismo más potente para conceder asistencia financiera a cualquier Estado de la zona del euro que lo precise, que permitirá movilizar hasta 750 mm de euros (más del 8% del PIB de la UEM). Este instrumento consta de tres elementos. Por un lado, el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), al que cualquier Estado miembro de la UEM podrá acceder en caso necesario, y que dispone de 60 mm de euros, que aportará la CE financiándose en los mercados de capitales. En segundo lugar, se ha creado una sociedad denominada Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), cuya finalidad es conceder préstamos a los Estados miembros en dificultades, por importe de hasta 440 mm de euros, que obtendrá mediante la emisión de deuda. Estos préstamos contarán con la garantía de los

Estados miembros accionistas no beneficiarios de la ayuda de forma proporcional a su cuota en el capital del BCE. Para asegurar la máxima calidad crediticia de la deuda de la FEEF, cada Estado garantizará el 120% de su parte proporcional de cada emisión de títulos de la sociedad y, además, se constituirá una reserva de liquidez. Desde finales de julio la FEEF está operativa, dado que más del 90% de los Estados miembros han aprobado ya oficialmente su participación en esta facilidad y su duración prevista es de tres años. Finalmente, el FMI se comprometió a contribuir a este mecanismo de asistencia con fondos adicionales, que supondrán al menos la mitad de lo aportado por los países de la UE (con un máximo, por tanto, de 250 mm). El acceso a estos instrumentos estará sujeto a una estricta condicionalidad, referida a la introducción de medidas de ajuste fiscal y de reforma estructural.

Estas medidas de solidaridad financiera entre los países de la UEM han venido acompañadas de una respuesta muy activa por parte del BCE (que se detalla en el texto principal de este informe) y de un importante compromiso de consolidación fiscal por parte de los países europeos (véase recuadro 4), de modo que se ha evitado que la inestabilidad continuara extendiéndose. Sin embargo, la situación crítica de los últimos meses ha puesto en evidencia la necesidad de llevar a cabo un profundo replanteamiento de la gobernanza en la zona del euro, que prevenga la aparición en un futuro de situaciones que pongan en peligro la estabilidad financiera del área y que, ante su eventual aparición, permita ofrecer una respuesta más rápida y ordenada.

Las instituciones europeas están dando pasos importantes en este sentido, con la creación en abril de un grupo de trabajo en el seno del Consejo Europeo (Van Rompuy Task Force), que cuenta con las aportaciones de la CE, el BCE y todos los Estados miembros de la UE, para tratar de establecer una arquitectura política más sólida de la UEM y de la UE. Este grupo presentará sus conclusiones finales en octubre, pero sus trabajos ya están muy avanzados, tal y como se desprende de la comunicación de la CE del pasado 30 de junio, que contiene un conjunto de propuestas concretas de reforma, así como una hoja de ruta para su introducción.

## DECISIONES RECENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LA UEM Y LA UE

FECHA	INSTITUCIÓN	DECISIÓN
11 de febrero	Jefes de Estado y de Gobierno	Compromiso de toma de medidas necesarias para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro
25 de marzo	Jefes de Estado y de Gobierno	Establecimiento de principios de un eventual mecanismo de financiación a Grecia. Préstamos bilaterales Estados miembros + FMI
11 de abril	Eurogrupo	Acuerdo sobre términos concretos de un posible apoyo financiero a Grecia
2 de mayo	Eurogrupo	Aprobación del programa de apoyo a Grecia
3 de mayo	BCE	Suspensión de la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda griega
7 de mayo	Jefes de Estado y de Gobierno	Impulso de la gobernanza y las reformas estructurales en la UEM
9/10 de mayo	ECOFIN	Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera
10 de mayo	BCE	Programa de Mercados de Valores
12 de mayo	Comisión Europea	Presentación de la primera propuesta para la reforma de la gobernanza
7 de junio	Eurogrupo	Facilidad Europea de Estabilidad Financiera
10 de junio	BCE	Publicación de su contribución a la reforma de la gobernanza
30 de junio	Comisión Europea	Comunicación con propuestas más específicas para la reforma de la gobernanza

FUENTE: Banco de España.

Las reformas propuestas hasta el momento se centran en la revisión de los mecanismos de supervisión e implicarían, en concreto, un fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y una ampliación del perímetro de vigilancia a los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad de los Estados miembros. En el ámbito fiscal, se propone devolver a la deuda pública la relevancia que le otorgó originalmente el Pacto, por su estrecha relación con la sostenibilidad de las finanzas públicas. De este modo, los países con niveles de deuda superiores al 60% del PIB se verán sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), siempre y cuando esta variable no presente una senda de reducción satisfactoria (para lo que se establecerá un objetivo numérico). Asimismo, se propone una ampliación del sistema de incentivos y sanciones, que se activarán de manera más automática, pudiendo aplicarse incluso con carácter preventivo cuando los progresos hacia el cumplimiento de los objetivos de medio plazo establecidos no sean satisfactorios. En el caso de los países sujetos al PDE, la Comisión defiende la suspensión y posterior cancelación de los compromisos financieros asociados a los fondos estructurales, agrícolas y pesqueros, que componen la mayor parte del presupuesto de la UE, para aquellos países que no cumplan las recomendaciones. Finalmente, para favorecer el cumplimiento del PEC desde el respeto a la soberanía nacional de las políticas fiscales, la Comisión hará una propuesta en septiembre en la que establecerá los requisitos mínimos que deberían cumplir los marcos fiscales nacionales (reglas fiscales, programas presupuestarios plurianuales), con la recomendación de que se apliquen a todos los niveles de las Administraciones Públicas.

Para la vigilancia y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, se establecerá un sistema de alerta compuesto por un conjunto de indicadores económicos y financieros. Entre estos indicadores se encuentran el saldo por cuenta corriente, los tipos de cambio efectivo real medidos con costes laborales unitarios y con el deflactor del PIB, los activos netos frente al exterior, los precios de la vivienda, la deuda pública y la ratio de crédito del sector privado sobre el PIB. No obstante, dada la complejidad que entraña establecer los valores deseables o de referencia para estos indicadores, para los países con mayores desequilibrios se hará un análisis más profundo de la situa-

ción que incorpore otros elementos de juicio relevantes, y sobre esta base se efectuarán las recomendaciones necesarias. En los casos más extremos, se pondrá al país en «situación de desequilibrio excesivo», lo que activaría un procedimiento de supervisión más estricto por parte del Eurogrupo y del Consejo Europeo que conduciría a la emisión de recomendaciones de política económica más detalladas. A su vez, el país deberá informar de forma regular al ECOFIN y al Eurogrupo sobre los progresos realizados en la implementación de las reformas. El funcionamiento de este mecanismo será consistente con las conclusiones que se desprendan del proceso de supervisión de las reformas estructurales de los distintos Estados miembros que realizará la Comisión, en el marco de la estrategia Europa 2020, basándose en los Programas Nacionales de Reforma (PNR).

Todos estos cambios se plasmarán en el denominado «Semestre Europeo», que tendrá comienzo en 2011 y que favorecerá la coordinación ex ante de las políticas nacionales con los objetivos europeos. Este Semestre se iniciará en enero de cada año, con la publicación por parte de la Comisión Europea de un informe denominado *Annual Growth Survey*, que revisará las cuestiones económicas relevantes para el conjunto de la UE y la UEM, y continuará en abril, con el envío por parte de los Estados miembros de sus Programas de Estabilidad y Convergencia y de sus PNR al Consejo Europeo. Este debe responder en julio, con la publicación de orientaciones de política económica específicas para cada país, que deberán ser tomadas en consideración en los presupuestos públicos nacionales para el año siguiente.

Además del fortalecimiento de los mecanismos de supervisión, se está tomando en consideración la posibilidad de establecer un mecanismo permanente para la gestión de crisis, que podría hacer frente a una eventual reestructuración de la deuda por parte de un Estado miembro. El diseño de este mecanismo permanente se encuentra todavía pendiente de discusión en el seno del Grupo de Trabajo, pero existe un amplio consenso en que la asistencia financiera que se conceda a través de él estará siempre sujeta a una condicionalidad estricta para asegurar que la corrección de los desequilibrios se afronta con suficiente determinación y para minimizar situaciones de riesgo moral.

del año como consecuencia del adelanto en la consolidación fiscal en un grupo de países y del menor impulso previsto para el comercio mundial, al irse agotando las medidas excepcionales que se pusieron en marcha como respuesta a la crisis. Por su parte, la inflación del área del euro se stabilizó a lo largo del segundo trimestre y las expectativas de inflación permanecen bien ancladas por debajo del 2%. La debilidad de la demanda interna y el mantenimiento de unas condiciones crediticias estrictas configuran un perfil de recuperación económica lenta y desigual, con tasas de crecimiento previstas para 2011 inferiores al 1,5%. Además, sobre este escenario, han aumentado los riesgos a la baja, debido al posible impacto que puede tener el nuevo episodio de crisis tanto sobre la confianza de las empresas y familias, aunque por el momento no se detecta una incidencia apreciable, como sobre las condiciones financieras de la economía. Los avances en la consolidación fiscal, en las reformas estructurales y en la gobernanza de la zona del euro, que se concretarán el próximo mes de octubre, son

La tensión extrema que registraron los mercados de deuda soberana en los meses de abril y mayo ha alterado de manera sustancial el ritmo de diseño y ejecución de los planes de consolidación fiscal en algunos países de la zona del euro.

La primera en intensificar sus esfuerzos fue Grecia, en medio de una crisis de confianza que amenazaba con colapsar el funcionamiento de esta economía y que requirió la activación de ayuda financiera bajo condiciones muy estrictas, entre las que destacaba la exigencia de establecer un plan de ajuste fiscal creíble y ambicioso. Así, tras presentar de forma sucesiva tres paquetes de medidas durante el primer trimestre de 2010, el 2 de mayo, inmediatamente después de la reunión del Eurogrupo en la que se establecieron los términos del mecanismo de asistencia a este país, el Gobierno griego presentó un drástico plan de ajuste, provisto esta vez de objetivos veraces y medidas más concretas, cuya ejecución será examinada trimestralmente por la CE, el BCE y el FMI. Los nuevos objetivos presupuestarios del Gobierno plantean un recorte del déficit de 11 puntos de PIB entre 2010 y 2014 (véase cuadro adjunto), uno de los más intensos de los registrados en las últimas décadas entre las economías desarrolladas. Para ello, el Gobierno griego planea introducir importantes medidas discrecionales que crean un margen suficiente para contrarrestar el impacto que está teniendo el retroceso del PIB sobre la recaudación impositiva. Casi la mitad del esfuerzo de ajuste tendría lugar en el año 2010, cuando está previsto que el déficit se reduzca en más de 5 pp del PIB. El conjunto de las medidas introducidas enfatiza sobre todo el recorte del gasto mediante la congelación de los salarios de los empleados públicos y de las pensiones en los próximos tres años, las restricciones a la contratación de nuevos funcionarios y un ajuste importante de la inversión pública. Además, se contemplan aumentos en los ingresos vía incrementos del IVA, de los impuestos especiales y del impuesto sobre la renta.

Tras la reunión extraordinaria del ECOFIN de 9/10 de mayo, España y Portugal, que se encontraban fuertemente afectadas por la inestabilidad reinante en los mercados de deuda pública, fueron instadas a acentuar sus esfuerzos de austeridad fiscal en los años 2010 y 2011,

por lo que anunciaron iniciativas adicionales el 12 y 13 de mayo, respectivamente. Las medidas de consolidación de España, que se explican con más detalle en el epígrafe 4 de este informe, suponen un recorte del déficit de 0,5 pp del PIB en 2010 y de 1 pp adicional en 2011, lo que implicaría reducir el déficit desde el 11,2% alcanzado en 2009, hasta el 9,3% en 2010 y el 6% en 2011 (frente al 7,5% previsto con anterioridad). Por su parte, el Gobierno luso anunció a mediados de mayo nuevas medidas de ajuste por una cuantía del 1,2% del PIB en 2010 y de un 1% adicional en 2011. Además, se adelantó a 2010 la implementación de algunas de las medidas contempladas en el Programa de Estabilidad que había presentado en marzo, inicialmente previstas para el año 2011. De esta manera, se establecieron nuevos objetivos de déficit, del 7,3% para 2010 y del 4,6% para 2011 (en lugar del 6,6% anterior). Las decisiones con mayor impacto presupuestario comprenden, por el lado de los ingresos, un aumento del IVA (de 1 pp, hasta el 21%) y el incremento del impuesto sobre la renta y sobre los beneficios de las empresas. Por el lado de los gastos destaca la reducción de la inversión pública, la moderación salarial de los empleados públicos y restricciones a la contratación. En conjunto, en ambas economías más del 60% del ajuste fiscal comprometido en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para el período 2009-2013 se realizaría en 2010 y 2011. En los dos casos se han introducido medidas de austeridad por el lado de los ingresos y de los gastos, aunque en España el ajuste recae en mayor medida sobre estos últimos.

Por su parte, Italia y Alemania no han modificado sus objetivos respecto a los establecidos en los programas iniciales de estabilidad, pero ambos países han diseñado un programa de austeridad para los próximos años que comenzará a aplicarse a partir de 2011 y que concreta medidas que, en otras circunstancias, se habrían establecido en el marco de las discusiones de los presupuestos para ese año. En particular, Italia presentó un Decreto-Ley el 25 de mayo que contempla un ajuste global del 1,6% del PIB, a repartir por igual entre los años 2011 y 2012. Casi dos tercios del ajuste proceden de la contención del gasto público, vía recortes en la remuneración de asalariados, congelación en la contratación de nuevos funcionarios,

#### OBJETIVOS PRESUPUESTARIOS EN LA ZONA DEL EURO (2009-2012)

% del PIB

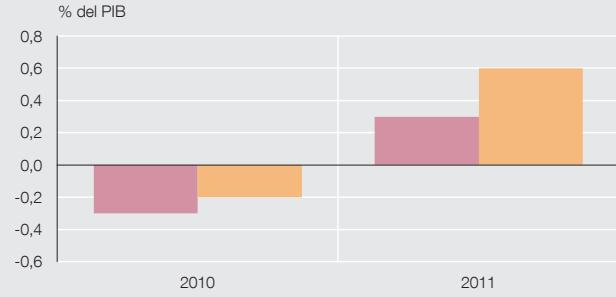
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)			
	2009	2010	2011	2012
Alemania	-3,3	-5,5	-4,5	-3,5
Grecia	-13,6	-8,1	-7,6	-6,5
España	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4
Francia	-7,5	-8,2	-6,0	-4,6
Italia	-5,3	-5,0	-3,9	-2,7
Portugal	-9,4	-7,3	-4,6	-3,0
Área del euro	-6,3	-6,6	-5,1	-3,9

FUENTES: Programas de Estabilidad y Convergencia y medidas adicionales introducidas en 2010.

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

#### AJUSTE FISCAL. CAMBIOS EN EL SALDO ESTRUCTURAL

ESTIMACIONES MARZO 2010  
ESTIMACIONES JULIO 2010



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

disminución de las pensiones y del gasto en medicamentos y, muy especialmente, reducción de las transferencias a las Administraciones locales. Pero también tienen una elevada participación los ingresos procedentes de la lucha contra la evasión fiscal (casi un tercio del total de las medidas). En Alemania, el Gobierno presentó el 7 de junio un plan de ajuste para los años 2011-2014 encaminado a cumplir las disposiciones del PDE y aproximarse en 2016 al objetivo de déficit estructural del 0,35% del PIB reflejado en la Constitución. El plan supone un recorte del déficit del 1,1% del PIB en esos cuatro años (un 0,5% se produce en 2011) y también se apoya principalmente en la contención del gasto público, particularmente en el gasto social y militar. No obstante, se prevén también incrementos en los impuestos sobre la energía y la introducción de un nuevo gravamen sobre la actividad del sector bancario a partir de 2012.

Finalmente, el Gobierno francés presentó el 30 de junio un informe preparatorio en el que se plasman las líneas generales del programa presupuestario para los próximos tres años (2011-2013) que deberá aprobarse en otoño. De lo anunciado hasta el momento, todavía muy provisional, se desprende que Francia pretende contener el déficit mediante la congelación del gasto de la Administración central durante el trienio, la reducción de las transferencias a las autoridades locales, la eliminación de deducciones fiscales y la contención del gasto sanitario. La reforma de las pensiones que se aplicará en los próximos años también tendrá un impacto significativo sobre las cuentas públicas de este país.

A partir de estos planes presupuestarios, la política fiscal del conjunto de la zona del euro mantendría un tono moderadamente expansivo

o neutro en 2010, con grandes disparidades entre el grupo de Grecia, Portugal y España, que, junto con Irlanda, ya han comenzado a aplicar planes fiscales ambiciosos, mientras que Francia y Alemania sostienen una política fiscal expansiva (véase cuadro adjunto). En 2011, la consolidación fiscal mostraría un carácter más generalizado, aunque el grado de intensidad seguiría difiriendo entre países. El ajuste para este año, medido como cambios en el saldo estructural, ascendería a casi el 0,6% del PIB de la zona del euro (véase gráfico adjunto), lo que representa un esfuerzo adicional de 0,3 pp respecto a las estimaciones de primavera de la Comisión, que no contemplan las medidas adicionales de consolidación presentadas en mayo y junio.

Los efectos de estas medidas de austeridad sobre el crecimiento económico resultan muy inciertos, aunque, en todo caso, la ausencia de medidas correctoras en las economías con fuertes desequilibrios meraría la confianza y el crecimiento económico. La evidencia empírica sobre los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal señala que estos dependen de múltiples factores. No obstante, el posible impacto negativo a corto plazo sobre el crecimiento tiende a ser menor cuando el ajuste se apoya en la contención del gasto público primario, tal y como se prevé en casi todos los países analizados. Además, en la situación actual de inestabilidad en los mercados de deuda soberana del área, el establecimiento de planes presupuestarios a medio plazo respaldados por medidas creíbles puede resultar especialmente beneficioso por su efecto sobre la confianza de los inversores y de los consumidores, especialmente si van acompañadas de reformas institucionales y estructurales que refuerzan la credibilidad de esos compromisos.

claves para garantizar el regreso a un funcionamiento normal de los mercados financieros, minimizar la probabilidad de que los riesgos a la baja lleguen a materializarse y crear las bases para establecer un crecimiento más sólido.

### **3.1 Evolución económica**

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional correspondiente al primer trimestre de 2010, el PIB del área del euro aumentó un 0,2% en relación con los tres meses anteriores (véase cuadro 1). El avance del producto vino determinado, fundamentalmente, por la aportación positiva de la variación de existencias, y también, en menor medida, por la evolución favorable del consumo público, las exportaciones y la inversión en bienes de equipo. En sentido contrario, el consumo privado mostró un leve retroceso, y la inversión en construcción, una fuerte caída ligada a las adversas condiciones meteorológicas registradas. Las importaciones se aceleraron, lo que provocó que, a pesar del empuje de las ventas al exterior, la demanda externa neta detrajera 0,5 pp del crecimiento del PIB (véase gráfico 8). El desglose del valor añadido por ramas refleja también el aplazamiento de la actividad en la rama de construcción, la única que experimentó una variación intertrimestral negativa, mientras que en las ramas de industria y servicios la actividad alcanzó un ritmo mayor que en los trimestres precedentes. En términos interanuales, el PIB se elevó un 0,6%, abandonando las tasas negativas que venía registrando desde el cuarto trimestre de 2008.

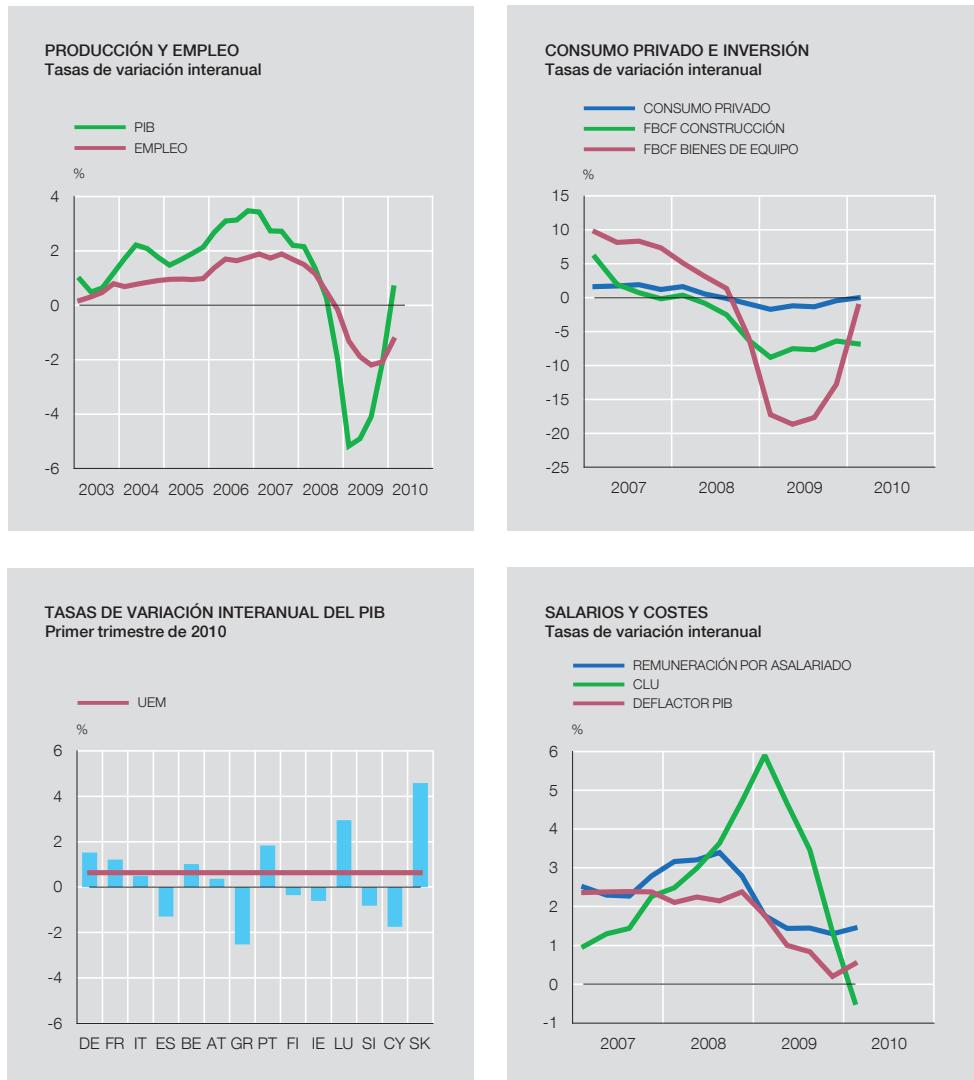
	2008		2009			2010		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
<b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b>								
PIB	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,1	0,2		
Consumo privado	-0,7	-0,6	0,1	-0,2	0,2	-0,1		
Consumo público	0,8	0,8	0,7	0,7	-0,2	0,2		
Formación bruta de capital fijo	-4,0	-5,3	-1,5	-1,1	-1,2	-1,2		
Importaciones	-4,7	-8,0	-2,8	2,8	1,2	3,8		
Exportaciones	-7,3	-8,4	-1,1	2,9	1,8	2,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	-1,1	-1,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	-1,1	-0,6	0,5	0,0	1,0		
<i>Demanda exterior neta</i>	-1,1	-0,2	0,5	-0,1	0,1	-0,5		
PIB (tasa de variación interanual)	-2,0	-5,2	-4,9	-4,1	-2,1	0,6		
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-6,8	-9,3	-1,7	2,6	1,3	2,5	2,3	
Sentimiento económico	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	99,3	101,3
PMI compuesto	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	56,6	56,7
Empleo	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,2	0,0		
Tasa de paro	8,0	8,8	9,3	9,7	9,8	9,9	10,0	
<b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>								
IAPC	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	1,4	
IPRI	1,2	-3,2	-6,5	-7,7	-2,9	0,9	3,1	
Precio del petróleo (valor en dólares)	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	75,0	76,1
<b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	3,7	3,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	-0,72	-0,55
Tipo de cambio dólar/euro	1.392	1.331	1.413	1.464	1.441	1.348	1.227	1.299
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-10,3	-7,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-13,2	-6,7

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

- a. Información disponible hasta el día 28 de julio de 2010.  
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

Las principales economías del área experimentaron una expansión del PIB en los tres primeros meses del año, si bien con una composición diferenciada en algunos aspectos. Así, en Alemania, el incremento del PIB, del 0,2%, obedeció fundamentalmente a la elevada contribución positiva de la variación de las existencias y, en menor medida, al comportamiento expansivo del consumo público, mientras que la aportación de la demanda exterior neta a la variación del producto resultó negativa, afectada por el repunte de las importaciones. Por el contrario, en Francia y en Italia, el avance del producto —que alcanzó el 0,1% y el 0,4%, respectivamente— se apoyó en la evolución favorable del sector exterior, con un impulso intenso de las exportaciones y un alza moderada de las importaciones, en tanto que el consumo público y la variación de existencias registraron una contribución nula o ligeramente negativa al PIB. Por otro lado, en los tres países se apreció una marcada debilidad del consumo privado y una recuperación de la inversión en bienes de equipo.

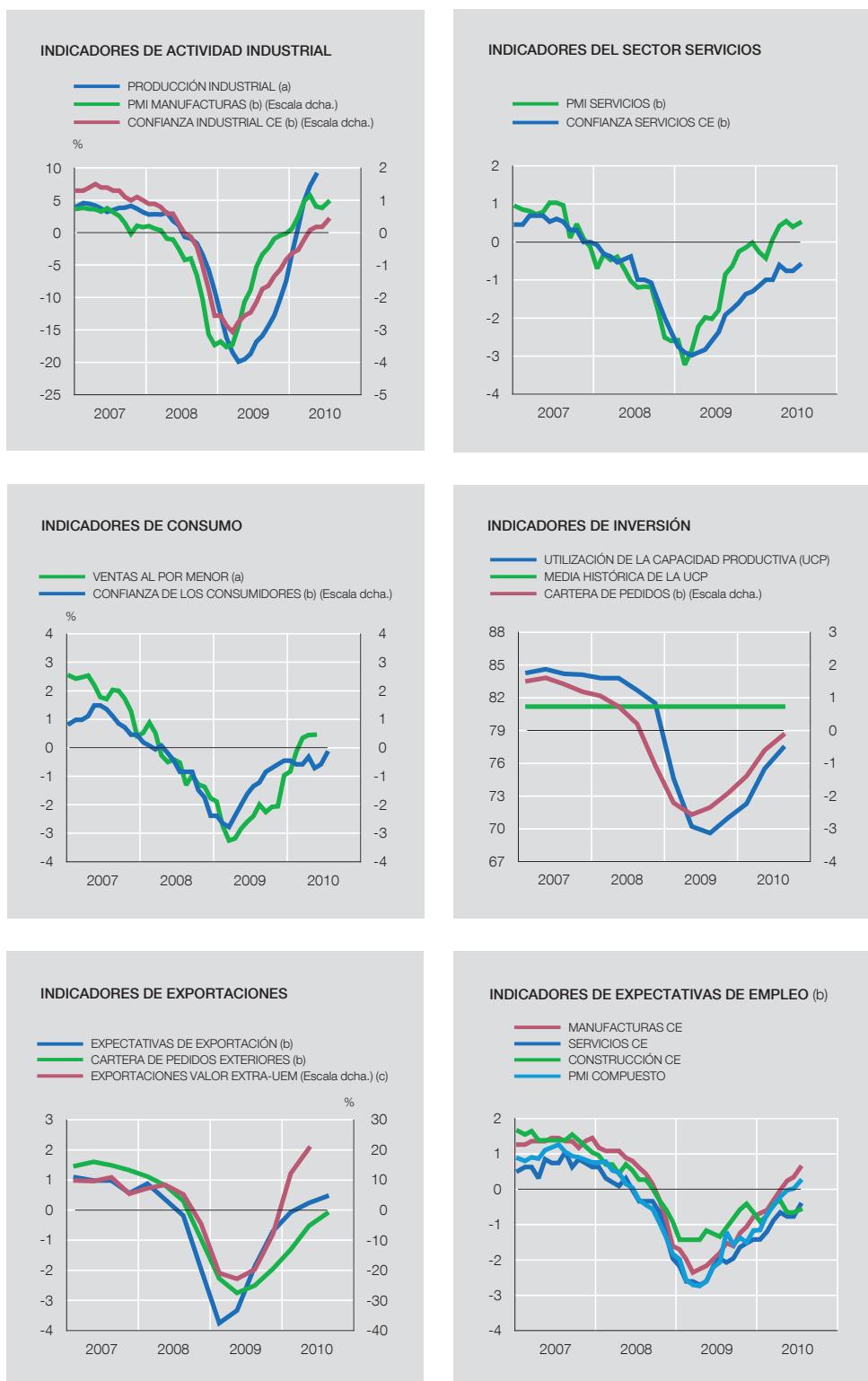
De acuerdo con la información procedente de la Contabilidad Nacional, la tasa de variación intertrimestral del empleo en el primer trimestre de 2010 fue nula, tras seis trimestres consecutivos de retrocesos. En términos interanuales, el empleo registró un descenso del 1,3%, caída superior a la de las horas trabajadas, lo que reflejaría la tendencia al restablecimiento de la duración habitual de las jornadas laborales. Por su parte, el aumento interanual del PIB



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

permitió que la productividad aparente del trabajo registrase una tasa de variación positiva —la primera desde el segundo trimestre de 2008—, que se tradujo en una importante contenCIÓN de los costes laborales unitarios, lo que a su vez permitió una ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente, referida al segundo trimestre de 2010, apunta a un avance de la actividad del área mayor que el registrado en el trimestre previo (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, con información hasta mayo, tanto los pedidos industriales como la producción industrial y de la construcción crecieron en relación con el trimestre anterior. Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los provenientes de las encuestas realizadas a los directores de compras, relativos a la industria y los servicios, mejoraron en el promedio del trimestre, aunque en los meses de mayo y junio registraron algún retroceso, como consecuencia de un debilitamiento de las expectativas de demanda, mientras que aumentó el optimismo sobre la cartera de pedidos. La última información de los indicadores cualitativos, referida a julio, recoge un importante avance. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció estancada en el 10% y los indicadores cualitativos del mercado de trabajo siguieron recuperándose.



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.

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio 2010)	0,7-1,3	1,4-1,6	0,2-2,2	1,0-2,2
Comisión Europea (mayo 2010)	0,9	1,5	1,5	1,7
FMI (julio 2010)	1,0	1,2	1,3	1,3
OCDE (mayo 2010)	1,2	1,4	1,8	1,0
Consensus Forecast (julio 2010)	1,1	1,5	1,4	1,5
Eurobarómetro (julio 2010)	1,1	1,4	1,3	1,5

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

a. Tasas de variación anual.

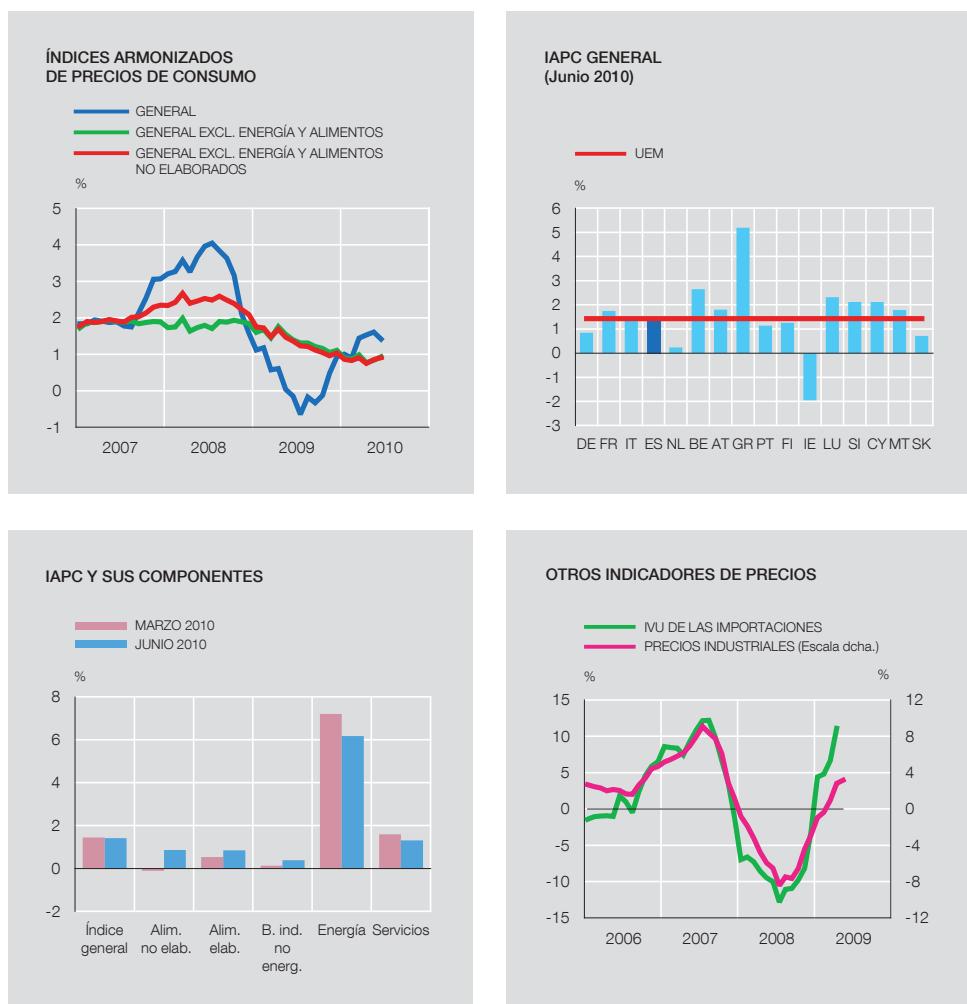
Por el lado de la demanda, las ventas al por menor mostraron un tono débil durante los meses de abril y mayo, y la matriculación de automóviles siguió afectada por la retirada de los planes de ayuda a la compra de vehículos en el promedio del trimestre, aunque se aprecian síntomas de que dicho efecto contractivo podría estar agotándose. Por su parte, la confianza de los consumidores sufrió un retroceso en mayo, que podría hallarse asociado al aumento de la incertidumbre originado por la crisis de deuda soberana, y mejoró en junio y julio. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea aumentaron notablemente a lo largo del segundo y tercer trimestre, si bien ambos permanecen todavía en niveles inferiores a sus medias de largo plazo. Por otra parte, las exportaciones de bienes crecieron a buen ritmo en abril y mayo, y prosiguió, hasta julio, la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Finalmente, el indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea sugiere que, durante la primavera, la contribución de la variación de existencias al crecimiento del PIB podría haberse reducido.

En definitiva, los indicadores disponibles, referidos en su mayoría al segundo trimestre, son consistentes con un crecimiento del PIB en la zona del euro próximo al 0,5%, impulsado por la fortaleza del comercio mundial y, de modo transitorio, por la inversión en construcción, que contrarrestaría el fuerte descenso del trimestre previo asociado a la climatología adversa. La crisis de deuda soberana no parece haber tenido una incidencia apreciable sobre los indicadores de confianza, dada su evolución en los meses más recientes. El tono acomodaticio de la política monetaria y el despliegue de un amplio conjunto de medidas extraordinarias adoptadas para restablecer el funcionamiento del sistema financiero y mejorar la confianza en el área del euro habrían favorecido la continuidad de la recuperación en curso. De cara a la segunda parte del año se espera un crecimiento algo más reducido, por el impacto que tendrá a corto plazo el adelanto de las medidas de consolidación fiscal en algunos países y por la persistente debilidad del consumo y la inversión. En particular, la desfavorable situación del mercado laboral y el reducido incremento de las rentas salariales limitan la expansión del consumo privado, mientras que el exceso de la capacidad instalada y el mantenimiento de un elevado grado de restricción en la concesión de créditos al que se enfrentan algunos países y sectores dificultan el despegue de la inversión. A su vez, es previsible que el crecimiento mundial se modere en el segundo semestre, al irse agotando las medidas excepcionales puestas en marcha en respuesta a la crisis.

Las previsiones más recientes para 2011 publicadas por diferentes organismos internacionales señalan una recuperación tímida, con crecimientos del PIB en la UEM entre el 1,2% y el 1,5% (véase cuadro 2). El tono de recuperación moderada y gradual es coherente con el pa-

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

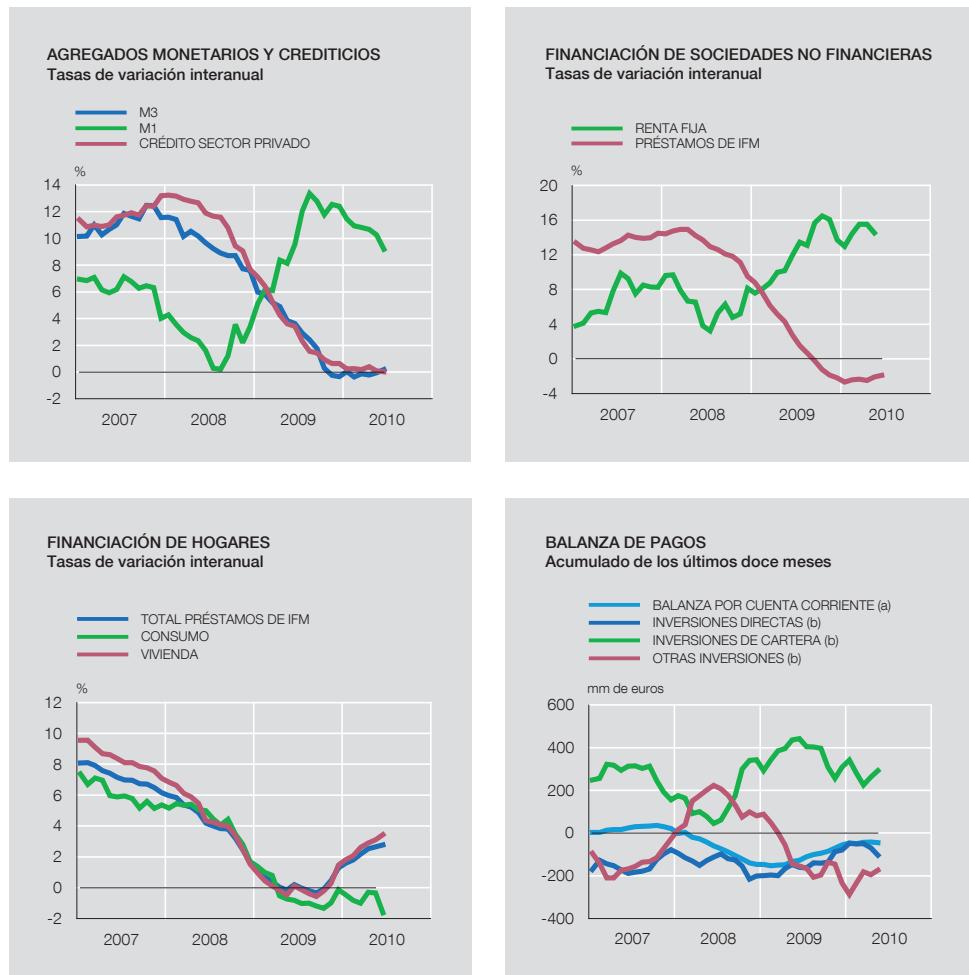
GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

trón habitual de comportamiento posterior a una crisis financiera, caracterizado por un exceso de capacidad productiva elevado y la existencia de condiciones crediticias estrictas, que dificultan un despegue más sólido de la demanda interna. Sobre este escenario central, la crisis de la deuda soberana ha supuesto un aumento de los riesgos a la baja que podrían provenir, entre otros factores, de una mayor tensión financiera y del debilitamiento de la confianza de empresas y consumidores. Además, la recuperación está muy vinculada al éxito de la consolidación fiscal y de las reformas estructurales que impulsen el crecimiento potencial y frenen el incremento duradero del desempleo. Las medidas sin precedentes que se están adoptando y los avances que se están realizando en la mejora de la gobernanza europea deberán contribuir a evitar que estos riesgos lleguen a materializarse.

La inflación del área del euro se estabilizó a lo largo del segundo trimestre, tras el repunte registrado en los primeros meses del año, causado por el aumento del precio de la energía. En junio, el IAPC se situó en el 1,4%, y la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, en el 0,9%, en ambos casos tasas idénticas a las registradas en marzo. Por su parte, los precios industriales aumentaron un 3,1% en mayo, frente al -1% de enero, con un repunte especialmente intenso de los precios de los productos intermedios energéticos y no energéticos. Así, la debilidad de la demanda, reflejada en el notable grado de holgura de la capacidad produc-



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.

tiva, podría estar relacionada con las dificultades para trasladar a los consumidores el aumento de algunos de los costes de las empresas y contribuye a explicar la favorable evolución de los precios de los componentes más estables del IAPC. En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas por debajo del 2% y existe consenso entre los distintos organismos internacionales en que la inflación se mantendrá en niveles moderados en los próximos trimestres (véase cuadro 2).

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y mayo de 2010, un déficit de 44 mm de euros (un 1,2% del PIB), menor que el observado en el mismo período del año anterior (1,6% del PIB), y fue el resultado del comportamiento más favorable registrado por todos sus componentes, en particular la balanza de bienes, cuyo saldo se tornó en superávit. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, durante el mismo período, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 55 mm de euros, frente a los 40 mm del mismo período del año anterior, mientras que la inversión de cartera registró una entrada neta de 87 mm de euros, menor que los 135 mm de enero-mayo de 2009. Con todo, la balanza básica, que úna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, apenas varió, alcanzando un saldo negativo de 12,5 mm de euros (véase gráfico 11).

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2008	2009	2010		2011	
		PDE (b)	CE (c)	FMI (d)	CE (c)	FMI (d)
Bélgica	-1,2	-6,0	-5,0	-5,1	-5,0	-4,4
Alemania	0,0	-3,3	-5,0	-5,7	-4,7	-5,1
Grecia	-7,7	-13,6	-9,3	-8,7	-9,9	-8,8
España	-4,1	-11,2	-9,8	-10,3	-8,8	-9,6
Francia	-3,3	-7,5	-8,0	-8,3	-7,4	-7,1
Irlanda	-7,3	-14,3	-11,7	-12,1	-12,1	-11,5
Italia	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,0	-5,3
Luxemburgo	2,9	-0,7	-3,5	-3,8	-3,9	-5,0
Holanda	0,7	-5,3	-6,3	-5,9	-5,1	-5,1
Austria	-0,5	-3,4	-4,7	-4,8	-4,6	-4,5
Portugal	-2,9	-9,4	-8,5	-8,7	-7,9	-7,5
Finlandia	4,2	-2,2	-3,8	-3,6	-2,9	-3,2
Eslovenia	-1,7	-5,5	-6,1	-6,1	-5,2	-4,9
Chipre	0,9	-6,1	-7,1	-7,6	-7,7	-8,8
Malta	-4,5	-3,8	-4,3	-5,0	-3,6	-4,8
Eslovaquia	-2,3	-6,8	-6,0	-8,0	-5,4	-7,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	1,0		-3,6		-2,9	
Saldo total	-2,0	-6,3	-6,6	-6,9	-6,1	-6,3
Deuda pública	69,4	78,7	84,7	83,7	88,5	87,7

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. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2010.

c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2010.

d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2010.

Según las previsiones de primavera de la CE, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas del área del euro se situará en el 6,6% del PIB en 2010, el valor más alto desde la creación de la unión monetaria (véase cuadro 3). Se estima que el tono de la política fiscal durante este año será ligeramente expansivo, con grandes diferencias entre países. En concreto, Grecia y, posteriormente, España y Portugal tuvieron que acelerar sus planes de consolidación fiscal, en cumplimiento de las recomendaciones del ECOFIN de 9/10 de mayo, mientras que Francia y Alemania mantienen todavía medidas de estímulo significativas. Para 2011, la Comisión espera una corrección del déficit hasta el 6,1% del PIB, como resultado tanto de la recuperación de la actividad económica como de las medidas de consolidación fiscal planeadas, que en ese año tendrán un carácter más generalizado, de acuerdo con los programas que recientemente han presentado y/o aprobado los distintos países (véase recuadro 2). Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la UEM podría situarse en 2010 en niveles próximos al 85% del PIB, lo que representa un aumento de 7 pp con respecto al año anterior.

Por países, cabe destacar la mejoría que están experimentando las cuentas públicas griegas en el primer semestre de 2010, con una reducción del déficit del 45% respecto al año precedente, que supera el 40% establecido como objetivo en el programa económico que anunció el Gobierno en mayo, en cumplimiento de los requisitos de condicionalidad fijados en el programa de asistencia financiera. En el caso de España y Portugal, la Comisión valoró de manera muy positiva los nuevos objetivos aprobados en mayo, si bien para 2011 ambas economías

deberán concretar medidas adicionales de reducción del déficit. Por último, el ECOFIN del pasado 13 de julio decidió abrir el Procedimiento de Déficit Excesivo a Chipre, cuyo déficit superó el valor de referencia del 3% del PIB estipulado en el PEC, y a Finlandia, que, de acuerdo con las previsiones, lo superará en 2010. En consecuencia, en la actualidad son 15 los países de la UEM sujetos a la disciplina de los PDE —todos excepto Luxemburgo—.

### **3.2 Evolución monetaria y financiera**

Durante los últimos meses la evolución financiera en la UEM estuvo dominada por la escalada de las presiones en los mercados de deuda pública. La preocupación de los inversores por la sostenibilidad de las finanzas públicas en diversos países, y particularmente en Grecia, hizo que los diferenciales soberanos se elevaran sustancialmente. La asistencia financiera a Grecia no fue suficiente para revertir esta tendencia, y las tensiones se trasladaron a los mercados interbancarios y de financiación bancaria, así como a las cotizaciones bursátiles y del euro, el cual sufrió una fuerte depreciación. Como se detalla en el recuadro 3, la situación requirió una respuesta de emergencia y sin precedentes de los Gobiernos de la UE, que se concretó el 9 y 10 de mayo con la creación de un mecanismo para conceder asistencia financiera a cualquier Estado del área que lo necesite, sujeto a una estricta condicionalidad. Por su parte, el BCE, como se detalla a continuación, puso en marcha, entre otras medidas de apoyo, un Programa para el Mercado de Valores dirigido a colaborar en el restablecimiento del funcionamiento adecuado de algunos mercados de deuda. La progresiva concreción de estas iniciativas, junto con las sucesivas colocaciones exitosas de deuda pública y la realización de pruebas de resistencia para un amplio número de bancos de la UE, entre otros factores, hicieron que la volatilidad y las tensiones en los mercados financieros empezaran a ceder gradualmente desde mediados de junio, y, especialmente, en julio con motivo de la publicación de estas últimas.

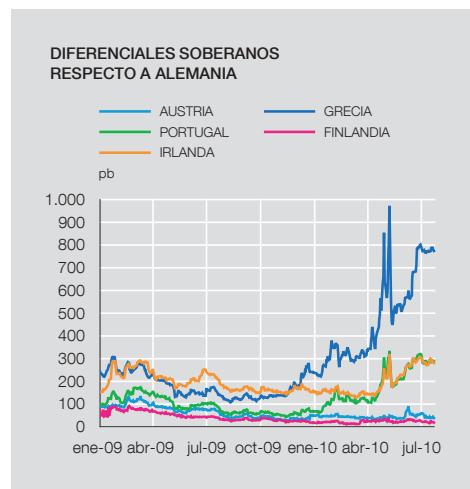
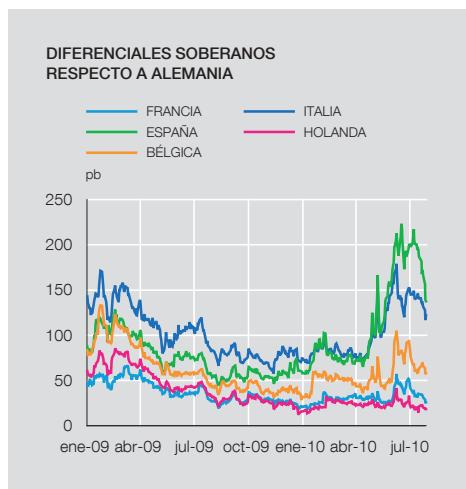
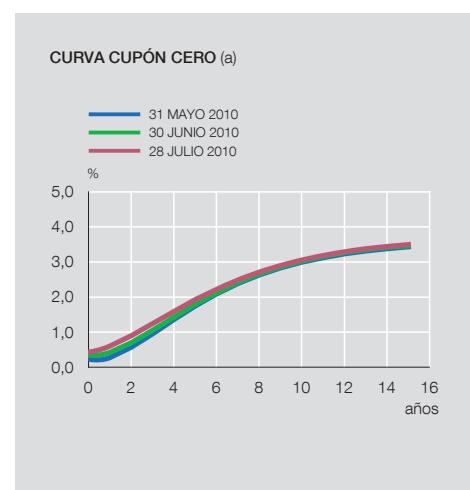
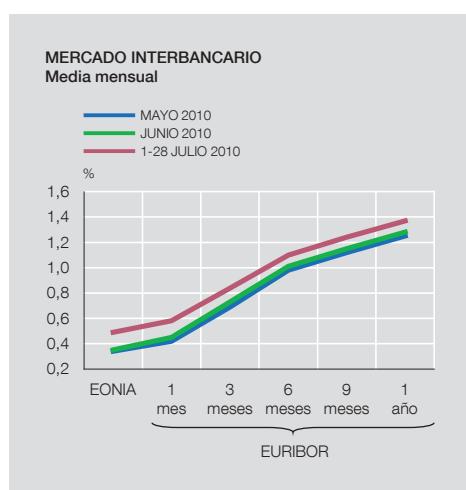
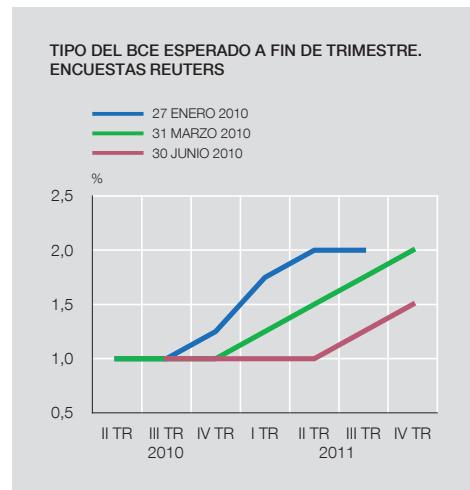
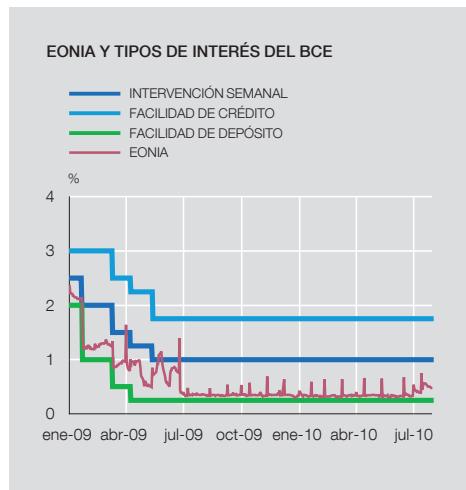
La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto de recuperación económica débil determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta agosto, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo han hecho en el 1,75% y el 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

Asimismo, los nuevos brotes de tensión en los mercados de deuda pública y su traslación al sistema bancario determinaron que el BCE, que había empezado ya a retirar algunas de las medidas extraordinarias de apoyo al crédito, emprendiera nuevas acciones. Así, en la primera mitad de mayo, el BCE decidió suspender la aplicación del umbral mínimo de calificación crediticia en los instrumentos emitidos o garantizados por el Estado griego, reforzar la provisión de liquidez a más largo plazo al reactivar las subastas a tres meses a tipo fijo y con plena adjudicación y al introducir una nueva subasta a seis meses, y restaurar las inyecciones de liquidez en dólares estadounidenses. Además, para atenuar la inestabilidad en los mercados de deuda y facilitar la transmisión de la política monetaria, puso en marcha el Programa para el Mercado de Valores, cuya vigencia será temporal, y con el que realiza compras esterilizadas de deuda pública y privada en el mercado secundario. El importe adquirido cada semana se ha hecho progresivamente menor desde mayo, hasta importes muy poco significativos en las últimas semanas, y alcanza un total algo superior a 60 mm de euros, en operaciones que han ido siendo esterilizadas con subastas de depósitos semanales. Por otra parte, en el marco de las medidas no convencionales y de apoyo al crédito, el programa de compras de *covered bonds* —cédulas hipotecarias en el mercado español—, lanzado hace un año, se completó a finales de junio, como estaba establecido, con una inversión en bonos de 60 mm de euros.

La Comisión Europea autorizó la prórroga hasta diciembre de 2010 de los programas públicos de apoyo al sistema bancario para aquellos países que lo solicitaron, tanto en forma de avales

## 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.

a nuevas emisiones de deuda —sujetos a unas condiciones más estrictas—, como de inyecciones de capital. En este sentido, las pruebas de resistencia realizadas a 91 bancos de la UE, que representan un 65% del sector, bajo el marco común diseñado por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, arrojaron una escasez de capital global relativamente reducida, de 3,5 mm de euros, procedentes de siete entidades cuya ratio de solvencia caería por debajo del 6% en alguno de los escenarios adversos considerados.

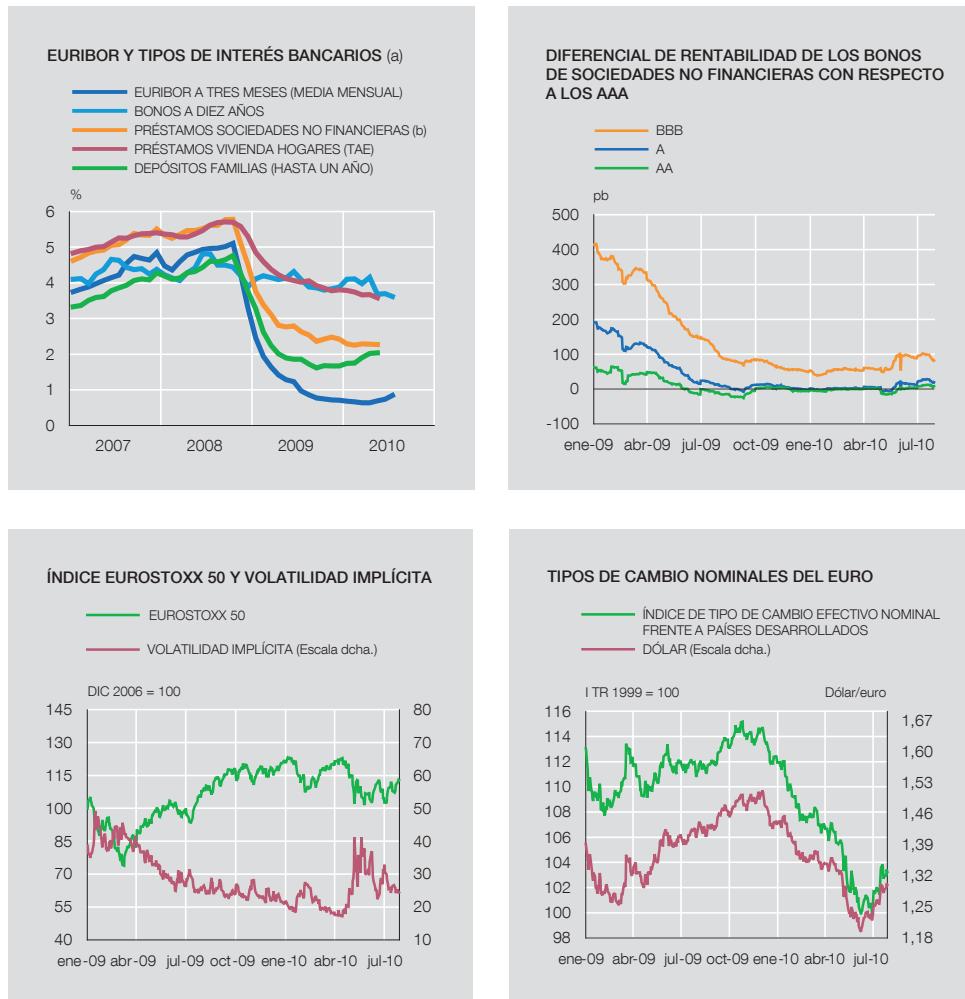
En el mercado de depósitos interbancarios, los tipos de interés se elevaron de forma moderada durante el segundo trimestre y en julio. Los EURIBOR a tres meses y a un año alcanzaron, respectivamente, niveles medios del 0,9% y del 1,4% en julio. La inestabilidad financiera favoreció el incremento de la demanda de los valores públicos alemanes, cuya rentabilidad a diez años cayó hasta el 2,76 en julio. Esta reducción fue más moderada que la observada en el tipo de la deuda a diez años en Estados Unidos, lo que hizo que el diferencial entre Alemania y Estados Unidos disminuyera hasta alrededor de 40 pb. Los diferenciales de rentabilidad de los títulos públicos de la zona del euro frente a Alemania aumentaron de forma generalizada hasta alcanzar cotas máximas en algunos países el 7 de mayo, superando los 900 pb en Grecia para la referencia a 10 años y los 300 pb en Irlanda y Portugal (véase gráfico 12). La introducción de los mecanismos de ayuda financiera y el apoyo del BCE facilitaron una corrección sustancial a corto plazo, que no llegó a consolidarse, ya que las rentabilidades de los bonos públicos mantuvieron una presión al alza, particularmente en los países periféricos. Estas tendencias comenzaron a remitir a partir del 10 de junio, tras los favorables resultados de las subastas de deuda pública y particularmente en algunos países después de la publicación de las pruebas de resistencia de los bancos nacionales. No obstante, el diferencial de la deuda griega siguió siendo extremadamente elevado, tras la nueva rebaja de la calificación crediticia soberana, por parte de Moody's, hasta niveles especulativos, como ya había hecho S&P en abril. Además de la deuda helena, Moody's también rebajó la calificación de los bonos soberanos portugueses, hasta A1, y de los irlandeses, hasta Aa2.

Las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada también experimentaron un repunte desde marzo, aunque relativamente moderado. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios al sector privado se mantuvo estable, salvo en los contratos para adquisición de vivienda, donde se produjo un descenso, hasta el 3,58% en las nuevas operaciones de mayo, frente al 3,66% en marzo. No obstante, las condiciones de financiación siguieron siendo estrictas. De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del segundo trimestre, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades volvieron a experimentar un ligero endurecimiento, comportamiento que se espera prosiga en los tres próximos meses. Además, la demanda de préstamos mantuvo su debilidad y no experimentó variaciones, salvo en el crédito para vivienda —que aumentó ligeramente—. En este contexto, el crecimiento interanual de los préstamos bancarios al sector privado registró una suave recuperación (véase gráfico 11). Los préstamos a sociedades no financieras disminuyeron su caída interanual hasta el -1,9% en junio, desde el -2,4% en marzo. En el caso de los hogares, el crédito bancario creció un 2,8% interanual en junio, ocho décimas más que en marzo, lo que se explica por el mayor dinamismo de los fondos destinados a la adquisición de vivienda. Los préstamos al consumo, en cambio, incrementaron su caída interanual hasta el -1,6% a finales del segundo trimestre.

La evolución de los mercados de renta variable también reflejó el clima de inseguridad con retrocesos acusados en los índices (véase gráfico 13). Influidas por el hecho de que algunas incertidumbres se fueron despejando, las bolsas recobraron una tendencia alcista en julio. Con todo, el índice EUROSTOXX 50 acumula desde finales de 2009 un retroceso próximo al 7%. En la misma línea, el tipo de cambio del euro respecto al dólar experimentó una brusca

## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO, BOLSA Y TIPO DE CAMBIO

GRÁFICO 13



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

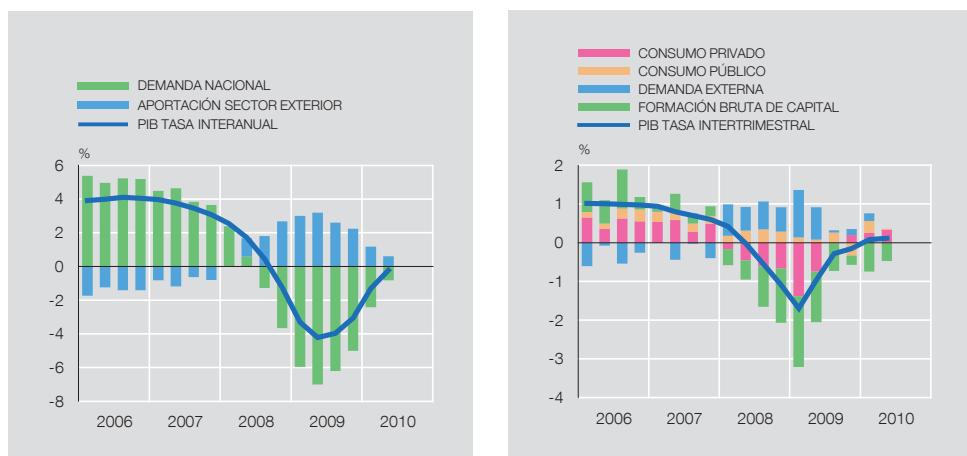
- a. Correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

caída hasta principios de junio, y desde entonces se ha apreciado más de un 8%, lo que supone una depreciación próxima al 8% en el año en términos efectivos nominales. Finalmente, la evolución monetaria siguió mostrando un escaso dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual ligeramente positiva en junio.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de contracción interanual del PIB continuó moderándose en el primer trimestre de 2010. En concreto, el descenso fue del 1,3%, caída inferior en 1,8 pp a la observada en el trimestre final de 2009. La tasa intertrimestral fue del 0,1%, su primer valor positivo tras siete trimestres consecutivos de caídas y, en consecuencia, la salida del período recesivo iniciado en el segundo trimestre de 2008, durante el cual el retroceso acumulado del PIB ascendió a un 4,6%. Al igual que en los trimestres precedentes, la menor disminución interanual del producto fue consecuencia de una nueva reducción de la contribución negativa de la demanda nacional, compensada parcialmente por una aportación menos positiva del saldo neto exterior. La moderación del retroceso interanual del empleo revistió una mayor intensidad que en el caso de la actividad, de modo que el crecimiento de la productividad aparente se desaceleró hasta el 2,4%, tasa que, aunque elevada, resultó ser inferior a los registros superiores al 3% que tuvieron lugar a lo largo de 2009.

La información disponible indica que en el segundo trimestre de 2010 el producto mantuvo una tasa de variación moderadamente positiva en términos intertrimestrales, que habría podido situarse en el 0,2%. Esta evolución tuvo lugar en un entorno en el que la progresiva recuperación de la economía mundial, impulsada desde los países emergentes, y algunos factores de naturaleza transitoria (tales como el final del período de vigencia de algunas medidas de apoyo público a la demanda o la anticipación de gasto ante la entrada en vigor del alza del IVA) compensaron el efecto negativo sobre la confianza de algunos agentes que pudo generar el nuevo brote de inestabilidad financiera con origen en los mercados de deuda soberana. En términos interanuales, se estima que la caída del PIB continuó atenuándose en el segundo trimestre de 2010, hasta el -0,2%, retroceso que es 1,1 pp menos acusado que el observado en los tres primeros meses de este año (véase gráfico 14). Estos desarrollos estarían reflejando el tono progresivamente menos desfavorable de la demanda nacional, cuya caída se moderó hasta el -0,8% en términos interanuales, como consecuencia, sobre todo, del repunte del consumo privado. La contribución del sector exterior al crecimiento interanual del PIB se mantuvo en niveles positivos (0,6 pp), pero apreciablemente menores que en los últimos trimestres, debido al tirón de las compras al exterior, favorecidas por la mejoría de las exportaciones —que presentan un elevado contenido importador— y por una serie de factores transitorios que habrían estimulado las compras exteriores de bienes de consumo duraderos.

En el segundo trimestre se estima que el proceso de destrucción de puestos de trabajo habría seguido atenuándose, hasta el -2,6% interanual. La moderación de la caída —de 1 pp— es de magnitud similar a la experimentada por el producto, de modo que el ritmo de avance de la productividad se habría mantenido en niveles próximos a los del trimestre precedente. Por su parte, la remuneración por asalariado habría frenado considerablemente su pauta de expansión, lo que, dado el crecimiento aún elevado de la productividad, habría conducido a tasas de variación negativas de los costes laborales unitarios. Finalmente, el repunte de las tasas de crecimiento interanual del IPC iniciado a finales de 2009 se prolongó en el segundo trimestre de este año, hasta alcanzar el 1,5% en junio. Esta evolución se debió sobre todo al encarecimiento de la energía, mientras que el ritmo de expansión del IPSEBENE permaneció en cotas reducidas, si bien experimentó una modesta aceleración a lo largo del trimestre. El indicador adelantado del IAFC correspondiente a julio ha comenzado a reflejar los efectos de la subida del IVA, con un aumento de la tasa interanual hasta el 1,9%.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

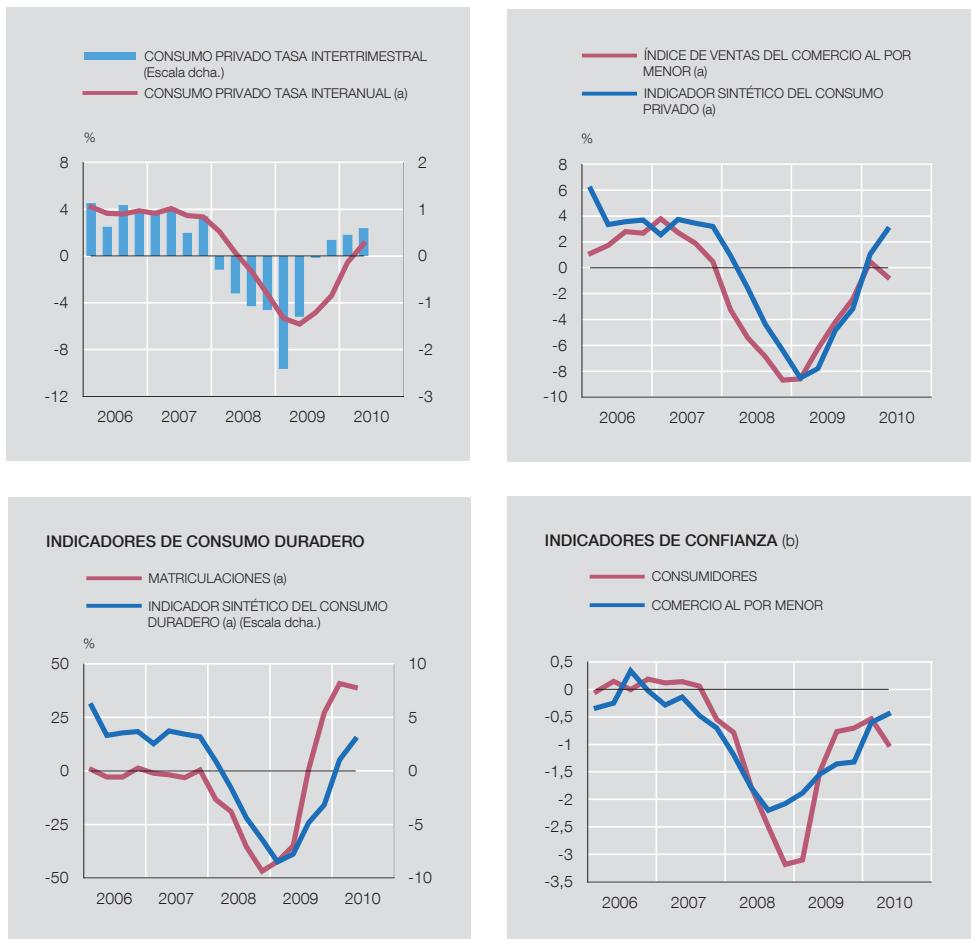
#### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2010, el consumo privado se expandió, en términos intertrimestrales, a ritmos similares a los del trimestre previo, lo que resultó, al mismo tiempo, en la primera variación interanual positiva tras casi dos años. Los indicadores de confianza relacionados con este componente de gasto tuvieron una evolución divergente, puesto que, mientras que el de los consumidores acusó cierto descenso, que parece reflejar el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, el de los comerciantes minoristas siguió mejorando, aunque a un ritmo inferior al del primer trimestre (véase gráfico 15). Ya en julio se produjeron descensos en ambos indicadores (de pequeña cuantía en el primer caso, pero de una intensidad notable en el segundo). Por su parte, los indicadores cuantitativos apuntan a una evolución relativamente heterogénea entre los distintos componentes del gasto de consumo. Así, volvió a destacar el intenso crecimiento interanual de las matriculaciones de vehículos particulares (con una tasa algo superior al 30% en el segundo trimestre), lo que está relacionado con cierto efecto de anticipación del gasto ante el final del período de vigencia del Plan 2000E y ante la elevación de tipos del IVA al inicio del tercer trimestre. Este último factor explicaría asimismo el intenso dinamismo mostrado por el resto de bienes duraderos, junto con otros factores también de naturaleza transitoria, tales como el proceso de implantación de la TDT o la celebración del Mundial de Fútbol. En cambio, el consumo de bienes no duraderos tuvo un comportamiento menos favorable, como recoge la evolución del índice de comercio al por menor, que retrocedió en el conjunto del trimestre, tras el repunte del primero.

Al inicio del tercer trimestre, la evolución del gasto de consumo de las familias podría verse condicionada en alguna medida por el encarecimiento motivado por el alza de impuestos indirectos, si bien, en un horizonte temporal más amplio, cabe esperar una continuación de la recuperación del consumo privado, aunque a un ritmo más atenuado. Por un lado, ello se debería al mantenimiento de algunos de los factores que han incidido sobre el gasto de los consumidores, como son la evolución todavía desfavorable del mercado laboral, la disminución de riqueza o unas condiciones crediticias relativamente restrictivas. Por otro lado, la consolidación fiscal podría tener un cierto impacto sobre la renta disponible de las familias a corto plazo, que, no obstante, se vería compensado por los efectos beneficiosos sobre la confianza de los hogares en el medio plazo resultantes de la reducción de la incertidumbre que comporta el proceso de ajuste presupuestario. De acuerdo con la información disponible de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que abarca hasta el primer tri-

## 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, dividida por su desviación estándar).

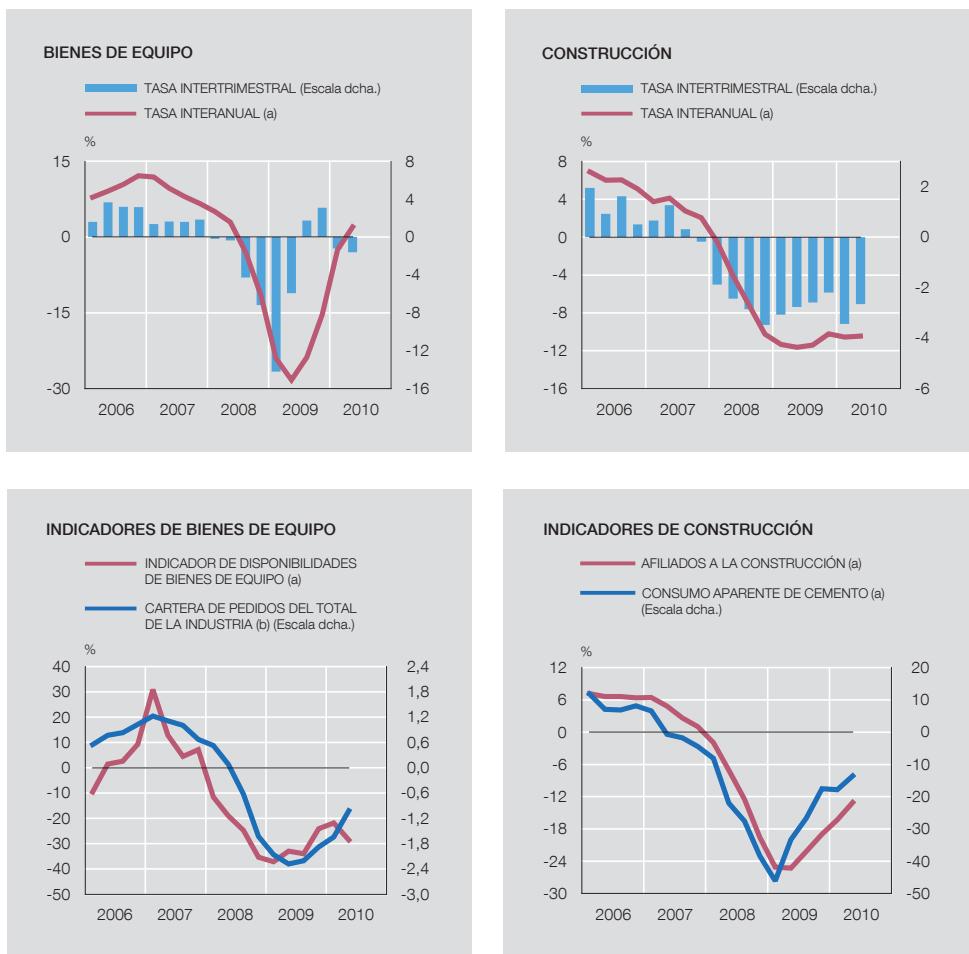
mestre de 2010, en términos acumulados de cuatro trimestres la renta de las familias siguió desacelerándose y la tasa de ahorro experimentó un ligero descenso, situándose en el 18,5% de la renta bruta disponible, 0,3 pp inferior a la alcanzada en el conjunto de 2009. Cabe esperar que esta disminución se prolongue en los trimestres venideros como resultado del efecto simultáneo de la recuperación paulatina del gasto de los hogares y de la desaceleración de sus rentas.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP ralentizó su ritmo de crecimiento interanual en el segundo trimestre, aunque la desaceleración habría sido modesta, toda vez que aún no habían tenido pleno efecto sobre este componente de gasto las medidas fiscales aprobadas a mediados de mayo. Este perfil estaría corroborado por los datos de ejecución presupuestaria correspondientes a junio, en los que se aprecia una desaceleración de los gastos de personal coherente con el recorte de las retribuciones de los empleados públicos, mientras que, por el contrario, las compras netas muestran una mayor inercia.

Según la información disponible, la inversión en bienes de equipo habría caído por segundo trimestre consecutivo en términos intertrimestrales, tras la mejora transitoria observada en el segundo semestre de 2009. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga mostraron un perfil de desaceleración en el período de abril-junio, reflejando un cierto agotamiento

## 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, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.

b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

del impulso del Plan 2000E, aunque la tasa intertrimestral fue todavía positiva, a diferencia de lo observado en el indicador de disponibilidades. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los empresarios, tanto del conjunto de la industria como de las ramas productoras de bienes de equipo, volvió a aumentar en el segundo trimestre del año, con mejoras en la valoración de la cartera de pedidos. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera se encuentra todavía claramente por debajo de su media histórica, si bien en las encuestas trimestrales de abril y julio acumuló una mejora de 4 pp, hasta el 72,7%. En todo caso, estos desarrollos son coherentes con una mejora adicional en términos de la tasa interanual, que, con elevada probabilidad, habría alcanzado valores positivos en el segundo trimestre (véase gráfico 16).

La incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación y el mantenimiento de un entorno restrictivo para el acceso al crédito continuarán frenando en los próximos trimestres la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, como ilustran los resultados de la Encuesta de Inversiones Industriales del primer semestre. Al mismo tiempo, las empresas parecen estar acometiendo un cierto saneamiento de sus balances, de manera que, en los cuatro trimestres que van hasta el primero de 2010, las necesidades de financiación del sector se recortaron en 1 pp en comparación con las observadas en

el conjunto de 2009, hasta situarse en el 1,2% del PIB. A esta evolución contribuyeron la reducción de la inversión y la recuperación del ahorro empresarial, esta última impulsada por el menor descenso del excedente y por el recorte en los pagos por intereses.

En cuanto a la inversión en construcción, los distintos indicadores disponibles apuntan a una tenue disminución del ritmo de contracción interanual, compatible con una suavización algo mayor de la caída intertrimestral. Así, tanto los indicadores de consumos intermedios como los relativos al empleo, disponibles hasta mayo en el primer caso y hasta junio en el segundo, recogen una disminución de su ritmo de ajuste, con tasas interanuales menos negativas que en los trimestres previos. Adicionalmente, los indicadores cualitativos que recogen el sentimiento de los empresarios del sector muestran una cierta recuperación de la confianza, si se comparan entre sí los promedios de los datos correspondientes al segundo trimestre y al primero, tendencia que continuó en julio.

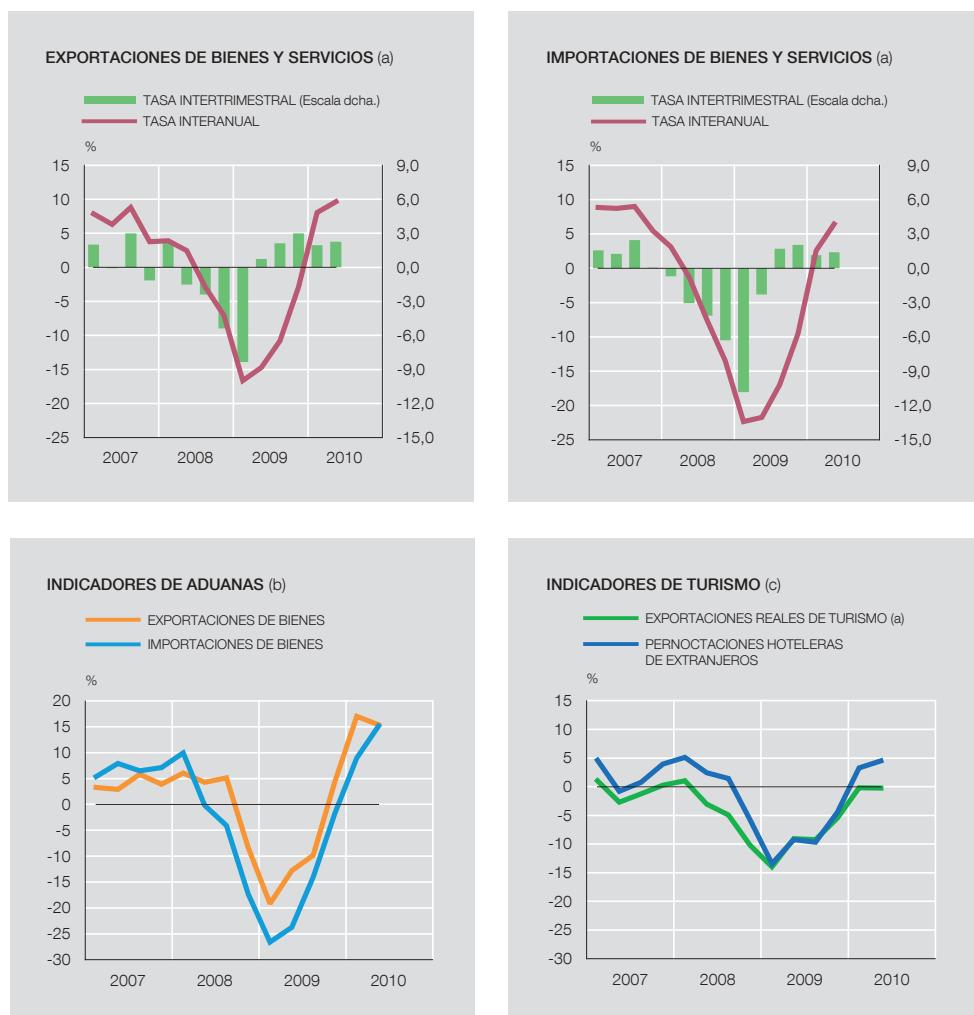
Por tipo de obra, la información disponible apunta a un comportamiento divergente entre la inversión residencial, donde el retroceso interanual se habría moderado, y el resto de construcciones, donde se habría hecho más intenso. No obstante, en el primer caso, el ritmo de caída habría seguido siendo elevado, a tenor del significativo descenso en el saldo de viviendas en construcción, pues, a pesar de la progresiva disminución del flujo de viviendas terminadas, este continúa siendo superior al de las nuevas iniciaciones. En concreto, el número de viviendas visadas en el mes de mayo fue de unas 8.400, nivel solo ligeramente superior al promedio mensual observado desde la primavera de 2009 y apenas un 15% del promedio de visados observado por término medio en un mes de 2007. Por el lado de la demanda, de acuerdo con los datos de transacciones y de hipotecas concedidas, se ha producido una cierta recuperación de las cifras de compraventas durante los últimos meses. Esta evolución relativamente favorable podría estar vinculada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, como resultado de los descensos de los tipos de interés y del precio de la vivienda, así como con el impulso derivado de una serie de factores fiscales, como la subida del IVA en julio y la eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero del año que viene. Por lo que se refiere al resto de construcciones, los visados de edificación no residencial evolucionaron desfavorablemente hasta el mes de mayo, en tanto que los datos recientes de ejecución de obra civil se han resentido de la posible disminución en el volumen de proyectos financiados por el Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local en relación con el anterior Fondo Estatal de Inversión Local de 2009, trayectoria que cabe prever continúe en el futuro como consecuencia de los planes de recorte de la inversión pública.

La última información disponible apunta a que, en el segundo trimestre de 2010, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría continuado siendo positiva, aunque inferior a la del primer trimestre, como resultado de que, aunque tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron un notable repunte, este fue más intenso en el segundo caso (véase gráfico 17). La notable aceleración de las compras exteriores está en consonancia con el vigor de algunos componentes de la demanda cuyo contenido importador es relativamente elevado, como es el caso de las exportaciones y del consumo de bienes duraderos, que se vio impulsado, como se ha indicado, por algunos factores transitorios. Por su parte, las ventas al exterior repuntaron al compás del fortalecimiento de los mercados exteriores —cuya tasa de crecimiento se aceleró desde el 16,5% del primer trimestre hasta el 19,2% en el promedio de abril y mayo— y del comportamiento favorable de los índices de competitividad-precio, favorecido por la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal desde comienzos de año.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 15,6% interanual en el período de abril-mayo, algo por debajo de la tasa obser-

**COMERCIO EXTERIOR**  
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 17



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

a. Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.

c. Series ajustadas de estacionalidad.

vada en el primer trimestre (17,4%), aunque el dato de abril podría estar afectado, en parte, por la crisis de las cenizas volcánicas. El mayor dinamismo exportador se materializó sobre todo en los componentes de bienes de equipo, gracias, fundamentalmente, a los notables avances que experimentaron las partidas de material de transporte naval y terrestre —que, especialmente en el primer caso, tienen un componente transitorio—, y de bienes intermedios no energéticos. Al mismo tiempo, se moderaron las exportaciones de bienes de consumo duradero, al debilitarse las ventas de automóviles a medida que finalizaban los planes de ayudas directas a la compra de vehículos puestos en marcha en numerosas economías europeas. Por áreas geográficas, la mejora se extendió tanto a las ventas reales dirigidas a la UE como, en mayor medida, a las destinadas a terceros mercados, destacando los notables avances que registraron las exportaciones a China, países del Sudeste asiático y Japón.

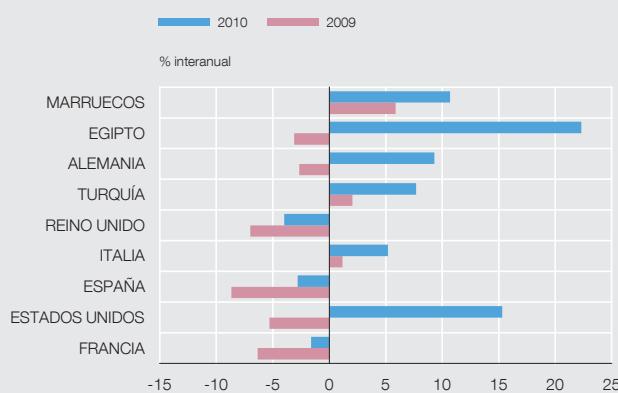
El análisis de las exportaciones reales de servicios turísticos del segundo trimestre estuvo muy condicionado por una serie de factores transitorios que tuvieron un impacto sustancial sobre los indicadores (véase recuadro 5). Estos incluyen el diferente calendario de la Semana Santa en 2009 y 2010 y, sobre todo, los efectos de la nube de ceniza provocada por el

Las exportaciones turísticas españolas cayeron un 9,6% en 2009, tras haber retrocedido un 4,3% en 2008, según los datos de la CNTR. Los descensos en términos intertrimestrales fueron especialmente intensos entre el segundo trimestre de 2008 y el primero de 2009 (de unos 4 pp por término medio en cada uno de esos trimestres). Por su parte, las entradas de turistas acumularon una caída del 11,3% entre 2008 y 2009. Obviamente, el principal factor explicativo de este comportamiento son los efectos de la crisis económica internacional, que se dejaron sentir con mayor crudeza precisamente en los meses finales de 2008 y los iniciales de 2009. En todo caso, durante la crisis, la evolución del turismo no residente fue más desfavorable en España que a escala internacional. En concreto, según la Organización Mundial del Turismo (OMT), los ingresos reales mundiales retrocedieron entre 2008 y 2009 un 4,3%, y las entradas de turistas globales, un 2,2%. Por tanto, deben existir otros factores que expliquen la evolución observada.

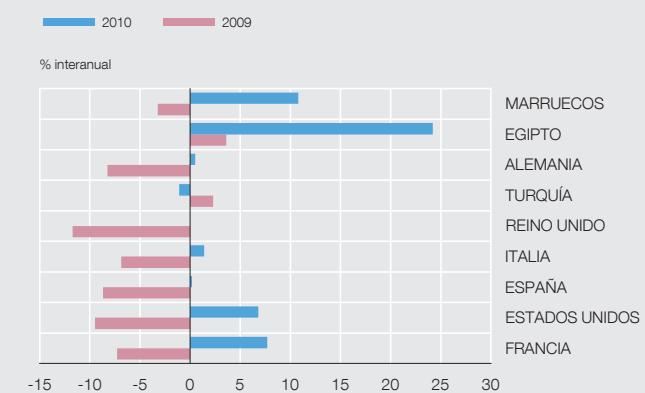
Una primera posibilidad es que, aunque la crisis haya golpeado a todos los países receptores, lo haya hecho con intensidad diferente en cada caso. En efecto, como se puede observar en el gráfico, du-

rante 2009 el retroceso de las llegadas de turistas a España o de los ingresos por turismo fue comparable al registrado en los países de Europa del norte y central. Sin embargo, los destinos del arco mediterráneo que compiten más directamente con España mostraron una mayor resistencia a los efectos de la recesión mundial, destacando los casos de Turquía y Marruecos. A su vez, existen dos explicaciones potenciales para ello. Una primera es que la composición por pesos de los distintos mercados emisores dentro de las exportaciones de turismo de cada país receptor sea diferente. En este sentido, el descenso de las llegadas de turistas a España se extendió en 2009 a la mayoría de nuestros principales mercados emisores, destacando, como se aprecia en el gráfico, los retrocesos de Reino Unido y Alemania, que todavía no muestran indicios de una recuperación sólida de la demanda turística. En concreto, dado el importante peso de Reino Unido entre nuestros mercados emisores (alrededor del 25%), una parte de la mayor incidencia de la crisis sobre el turismo en España en comparación con otros países se explica por la apreciación del tipo de cambio del euro frente a la libra. La segunda explicación es que, puesto que la crisis ha afectado negativamente a las rentas de los potenciales turistas, estos hayan decidido sustituir

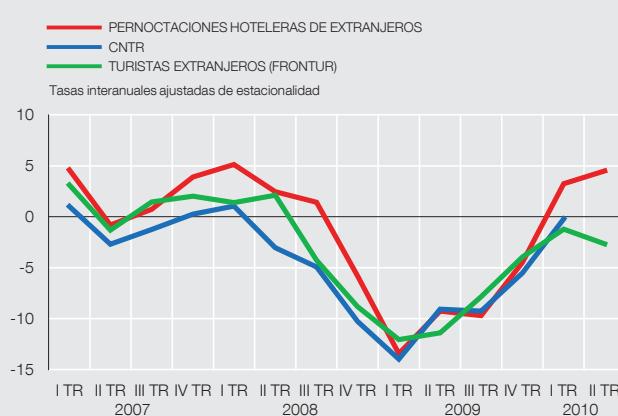
#### 1 LLEGADAS INTERNACIONALES DE TURISTAS (a)



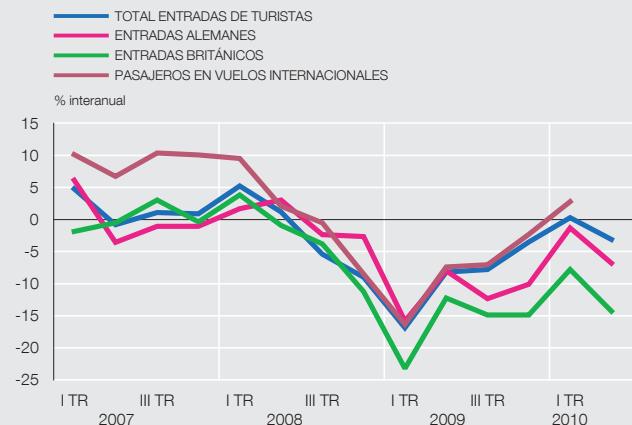
#### 2 INGRESOS POR TURISMO (a)



#### 3 INGRESOS POR TURISMO REALES



#### 4 ENTRADAS DE TURISTAS Y VUELOS INTERNACIONALES



FUENTES: IET, Organización Mundial del Turismo, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Los datos del año 2010 son provisionales. Para el caso de las entradas de turistas el dato se refiere al acumulado enero-febrero para Estados Unidos; enero-marzo para Francia e Italia; enero-abril para Reino Unido, Alemania y Marruecos; enero-mayo para España, Turquía y Egipto. En el caso de los ingresos por turismo, el dato se refiere al acumulado enero-marzo para Italia, Francia, Países Bajos, Egipto; enero-abril para el resto de países.

su demanda de servicios turísticos en destinos de mayor coste por otros más baratos.

La evidencia apunta a que España ha continuado perdiendo cuota en nuestros dos principales mercados emisores —Reino Unido y Alemania—. En efecto, el turismo no residente español continúa comportándose con mayor debilidad que los flujos turísticos internacionales, que muestran una recuperación más sólida (las llegadas de turistas mundiales aumentaron un 7% hasta abril), aunque bastante desigual entre las distintas áreas. Las economías emergentes, particularmente las asiáticas —cuya posición cíclica es más adelantada que la de las economías avanzadas—, están liderando dicha recuperación, mientras que, por el contrario, en Europa las llegadas de turistas crecieron muy débilmente, con un fuerte descenso en Europa del Norte.

No obstante, la evolución desfavorable del turismo no residente español también tiene un componente estructural, como indica el hecho de que, desde el año 2000, las exportaciones turísticas hayan crecido, por término medio, en torno a 3,5 pp menos de lo que lo han hecho los ingresos reales mundiales. Por tanto, más allá de los efectos de la crisis y de otros factores coyunturales, la evolución observada en los últimos años debe ser enmarcada dentro de un contexto de pérdida de competitividad de la oferta de nuestro país frente a los competidores del Mediterráneo oriental, que, en el segmento de turismo de playa, en algunos casos compiten con instalaciones más modernas que las españolas y con una relación calidad-precio más favorable.

Una vez pasado el momento de mayor intensidad de la crisis, el turismo no residente inició en España una senda de recuperación paulatina desde el último tramo de 2009, con una moderación gradual de los descensos de los ingresos turísticos en términos reales —hasta el -0,2% en el primer trimestre de 2010, según la CNTR— y una recuperación progresiva de las entradas de turistas. En el segundo trimestre se han conjugado dos razones que dificultan la interpretación de los datos de coyuntura turística, pues han introducido elevadas dosis de volatilidad en los mismos, provocando, en particular, que la información referida a abril intensificara fuertemente los retrocesos. En

concreto, esa evolución pudo reflejar el efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2010 en comparación con 2009, pero, sobre todo, las restricciones sufridas por el espacio aéreo europeo como consecuencia de la erupción del volcán islandés, que explica en buena medida la mencionada debilidad de las llegadas de turistas a Europa, que descendieron un 3% en abril. Estos retrocesos fueron especialmente significativos en el caso de las operaciones en las que al menos el origen o el destino tuvieron lugar en un país de Europa Occidental o del Norte, o bien dependían del tráfico aéreo en esas regiones. Dada la composición por origen de los turistas no residentes en España, las entradas de pasajeros en vuelos internacionales y las llegadas de turistas retrocedieron sensiblemente (un 12% y un 13% interanual, respectivamente), lo que se reflejó en las pernoctaciones y en la estancia media hotelera —que, en todo caso, están manteniendo en el conjunto de 2010 un tono dinámico, en un contexto de fuertes rebajas de los precios de los hoteles—. En consecuencia, en abril los ingresos turísticos nominales volvieron a descender, un 4,7%, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos.

Los indicadores turísticos de meses posteriores apuntan a un retorno a la senda de crecimiento gradual, aunque los datos del conjunto del segundo trimestre se verán afectados negativamente por los efectos transitorios de la mencionada erupción volcánica. Así, en dicho período, las llegadas de turistas extranjeros se redujeron un 3,1%, con lo que disminuyeron un 1,8% en el conjunto del primer semestre. Este comportamiento se trasladará previsiblemente a los ingresos reales turísticos, que seguirían decreciendo interanualmente en el segundo trimestre.

La evolución en los próximos meses del turismo no residente en nuestro país estará condicionada por el perfil de relativamente débil recuperación de algunos de nuestros mercados. En este contexto, el potencial de crecimiento del sector turístico español pasa por mejorar la calidad y potenciar el proceso de diversificación hacia segmentos turísticos con mayor capacidad de gasto, entre los que destacan el urbano y de negocios, menos sensibles a la competencia de los destinos de sol y playa del arco mediterráneo, con ventajas en precios y costes.

volcán islandés, que provocó el cierre del espacio aéreo europeo durante una semana en abril y la cancelación de miles de vuelos en mayo. Así, tanto los ingresos turísticos según la información de Balanza de Pagos como los distintos indicadores nominales y reales registraron un perfil de caída notable en abril y de recuperación en los dos meses siguientes, pese a que los datos de mayo aún estuvieron afectados parcialmente por la nube de ceniza volcánica. En concreto, las entradas de turistas extranjeros repuntaron en tasa interanual desde el -13,3% de abril hasta el 1,7% en junio, mientras que las pernoctaciones hoteleras efectuadas por viajeros no residentes lo hicieron desde el 0,1% al 5,5%, y el gasto total de los turistas extranjeros, desde el -11,3% al 2,4%. En cuanto a las exportaciones de servicios no turísticos, los datos de Balanza de Pagos referidos al bimestre de abril-mayo apuntan a una cierta mejora en el segundo trimestre, en línea con la recuperación del comercio de mercancías.

En cuanto a la vertiente importadora, con la información más reciente se estima que las compras exteriores de bienes repuntaron fuertemente en el segundo trimestre de 2010. En concreto, según los datos de Aduanas, las importaciones reales de bienes se incrementaron un 17,6% interanual, superando ampliamente el avance medio del primer trimestre (8,8%), lo que refleja la evolución más favorable de la demanda nacional y la fortaleza de las exportaciones. Por grupos de productos, hay que destacar los fuertes repuntes que registraron las adquisiciones de productos intermedios destinados a las industrias químicas, siderúrgica y de producción de medios de transporte, en línea con la recuperación de la actividad de estas ramas, así como las compras de bienes de consumo duradero (excepto automóviles), lo que podría estar relacionado con la adquisición de electrodomésticos por el apagón analógico y con la anticipación de la próxima subida de la imposición indirecta. Por último, los datos de Balanza de Pagos hasta mayo apuntan hacia una cierta mejoría de las importaciones reales de servicios en el segundo trimestre de 2010, tanto en su vertiente de turismo como en la de servicios no turísticos.

#### 4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre de 2010, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se habría mantenido estable frente al primer cuarto del año, si bien en términos interanuales habría seguido moderándose el ritmo de caída de la actividad. En la industria y los servicios de mercado se habrían registrado incluso tasas interanuales positivas por primera vez desde mediados de 2008 (véase gráfico 18).

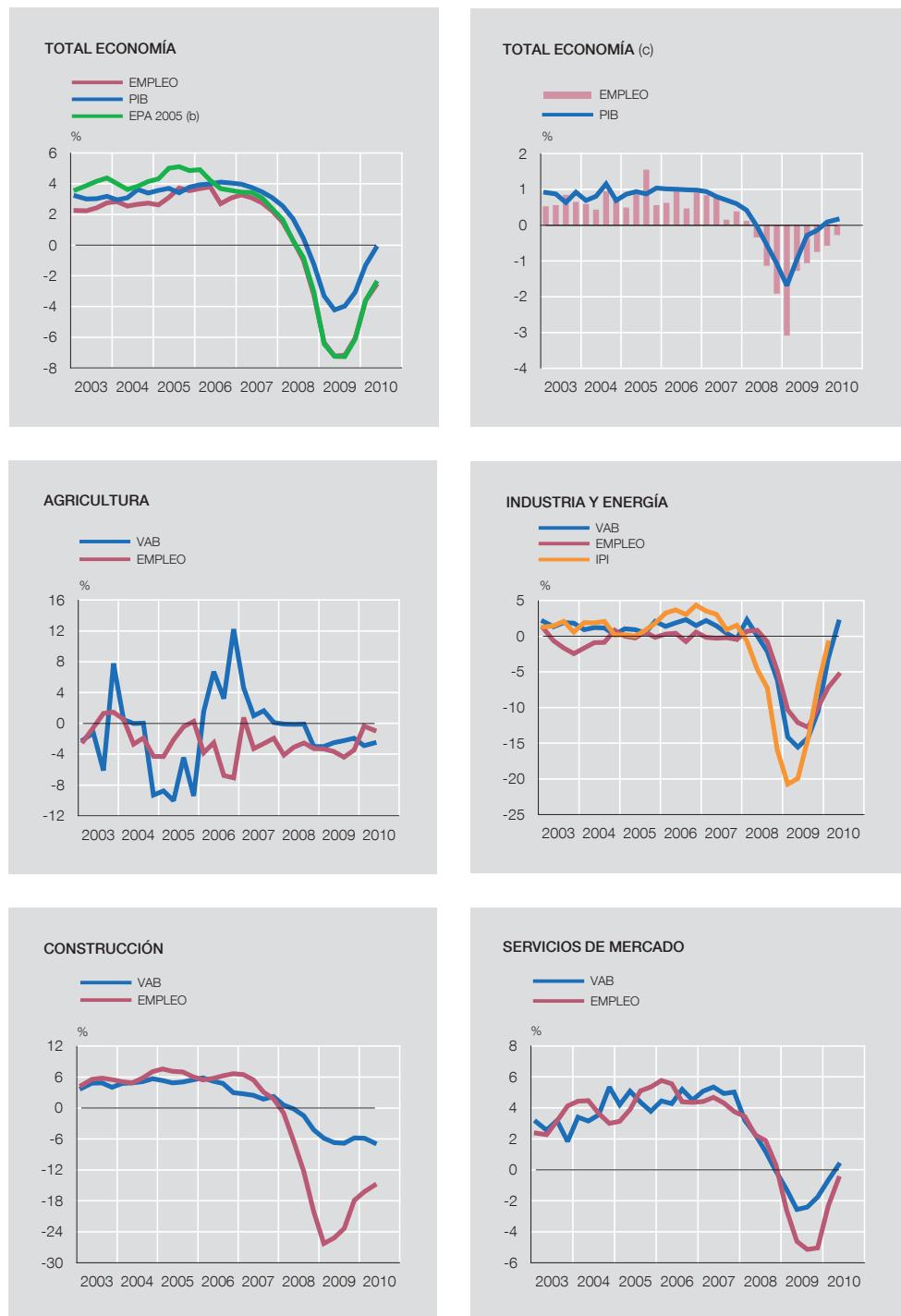
La rama de la industria volvió a registrar un desempeño intertrimestral positivo durante el segundo trimestre, aunque a un ritmo más moderado que en el primero. El índice de producción industrial (IPI) tuvo un comportamiento favorable en los meses de abril y mayo, con lo que, a falta del dato de junio, es muy probable que haya cerrado su primer trimestre con tasas interanuales positivas desde el año 2007. Entre los indicadores de mercado de trabajo, el ritmo interanual de caída del número de afiliados se atenuó en más de 2 pp, hasta el 4,9%, y la cifra de parados registrados tendió a estabilizarse. Por su parte, el promedio trimestral de los indicadores de opinión también mejoró en el segundo trimestre, aunque los perfiles a lo largo del mismo del indicador de la Comisión Europea y del PMI difirieron entre sí. Así, frente a la mejora continuada del primero, el segundo se deterioró gradualmente, llegando a situarse en el mes de junio en un registro inferior al de marzo, aunque, no obstante, se mantuvo por encima del umbral de expansión. Ya en el mes de julio, el indicador de confianza de la Comisión volvió a registrar un ligero empeoramiento.

Por lo que respecta al sector de la construcción, habría mantenido ritmos similares de contracción del valor añadido en el segundo trimestre, como consecuencia de una moderación de los ritmos de caída de la inversión residencial que habría compensado, en líneas generales, el retroceso registrado por la obra pública.

En los servicios de mercado, la información disponible para el segundo trimestre de 2010 apunta hacia un retorno a tasas intertrimestrales moderadamente positivas tras la contracción, igualmente modesta, observada en el período de enero-marzo. Esta valoración se sustenta sobre la evolución de los indicadores de naturaleza cuantitativa. Así, tanto el índice de actividad del sector servicios como las ventas de las grandes empresas tuvieron un registro interanual más favorable que en el primer trimestre, siendo las ramas del comercio, transporte y hostelería las que mostraron un mejor comportamiento, en detrimento de las asociadas a servicios de empresas, que siguen presentando una importante atonía. En cuanto al empleo, las cifras medias de afiliados del sector presentaron una ligera variación positiva por segundo trimestre consecutivo, tras más de seis trimestres de sucesivas caídas. En cambio, los indicadores cualitativos se comportaron de forma heterogénea, puesto que, mientras que el índice

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 en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

c. Tasas intertrimestrales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

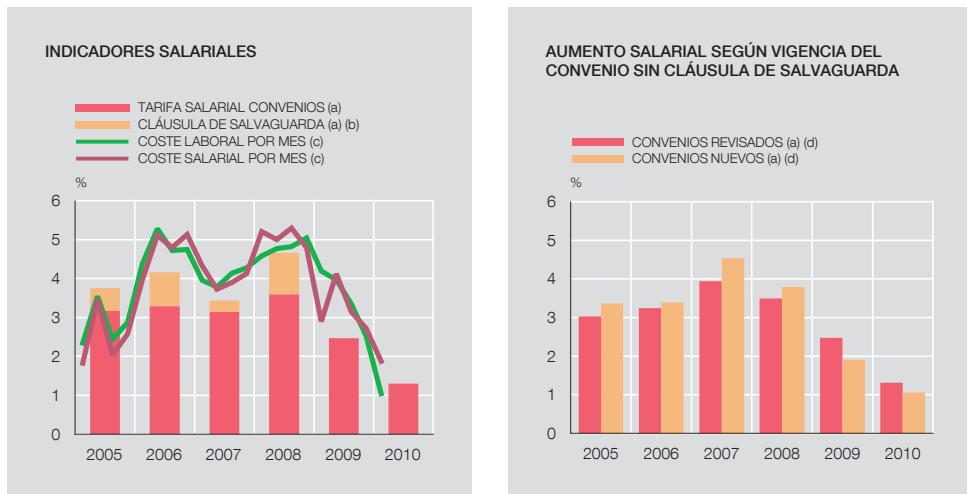
PMI se situó en el segundo trimestre por encima del umbral de expansión, tras más de año y medio por debajo del mismo, la encuesta de opinión de la Comisión Europea relativa al sector experimentó un retroceso, que se prolongó en julio.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales disponibles apuntan a una nueva moderación en el ritmo de caída del empleo en el segundo trimestre del año. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 1,9% en tasa interanual, lo que representa una ralentización de 1,1 pp con respecto al ritmo de caída observado un trimestre antes. Además, en términos trimestrales, el descenso del número de afiliados se atenuó en una décima, hasta el -0,3%. Por su parte, la contratación registrada en el INEM volvió a repuntar en términos interanuales en el segundo trimestre (con un 4,2%, frente al 2% del período anterior), impulsada por la modalidad temporal.

La EPA del segundo trimestre muestra una caída interanual del empleo del -2,5%, inferior en 1,1 pp a la del trimestre anterior. El menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, con excepción de la agricultura, y fue especialmente importante en la construcción y la industria. La ralentización en el ritmo de caída del empleo se trasladó especialmente al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 2,4% interanual, frente al 3,7% del trimestre pasado, si bien los no asalariados también mejoraron ligeramente, mostrando una caída del 3%, frente al 3,3% precedente. Por nacionalidad, la intensidad de la destrucción del empleo se ralentizó en mayor medida en el caso de los trabajadores españoles, que presentaron una caída del 2,1%, por un 4,6% del colectivo extranjero. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-3,8%), si bien continuaron mostrando un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 1,9%. Como resultado, la ratio de temporalidad se incrementó ligeramente, hasta el 24,9%, siendo 5 décimas superior a la observada el trimestre anterior, aunque aún ligeramente inferior a la existente un año antes (25,2%). Por último, la contratación a tiempo parcial continuó la senda de crecimiento iniciada un trimestre antes, con un crecimiento del 2%, mientras que los asalariados a tiempo completo disminuyeron un 3,1%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,5%, frente al 12,9% de un año antes.

La población activa se recuperó notablemente de las caídas registradas en los dos últimos trimestres, con un crecimiento del 0,2%. Esta recuperación se fundamentó en la entrada de jóvenes y de varones nacionales mayores de 45 años en la fuerza laboral. La población mayor de 16 años mantuvo el crecimiento del 0,1%, mientras que la tasa de actividad se incrementó al 60,1% (desde el 59,8% observado en los tres trimestres anteriores). Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina repuntó ligeramente en el segundo trimestre, hasta un crecimiento del 1,6% (1,4% en el primero), mientras que el colectivo masculino mantuvo la senda descendente, aunque la ralentizó (del -1,8% del primer trimestre al -0,9% del segundo). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron un 1,5%, como consecuencia principalmente de la continuación del proceso de reducción de la población extranjera, un -0,7% en términos interanuales. La tasa de actividad de este colectivo, sin embargo, se redujo hasta el 76,91%. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron en 0,5%, y su tasa de actividad alcanzó el 57,7%.

Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 30.000 personas respecto al primer trimestre, situándose en 4,6 millones. No obstante, el aumento interanual se moderó hasta alrededor de 500.000 personas, con una tasa de variación interanual del 12,3%, por debajo del 15% del trimestre precedente. La tasa de paro se elevó una décima en el trimestre, hasta alcanzar el 20,1% de la población activa. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentiza-



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

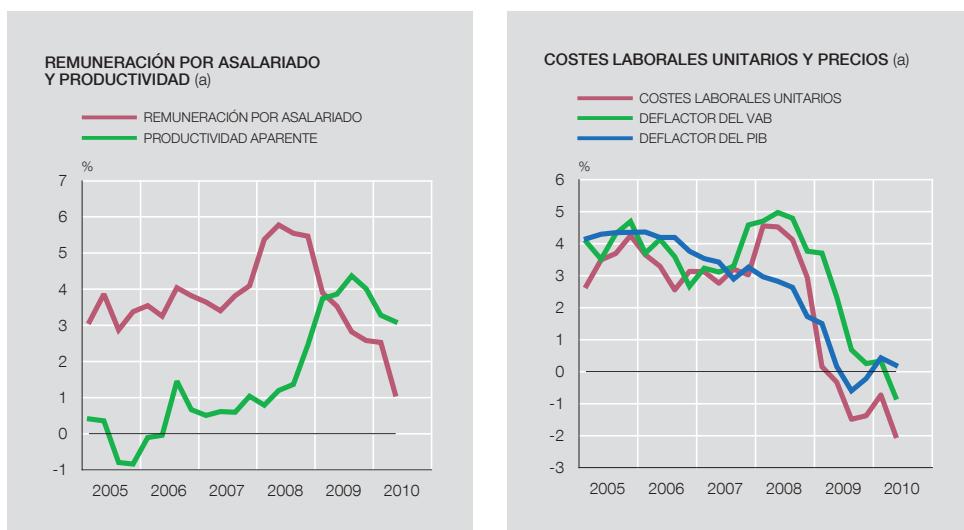
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2010.
- b. Cláusula de salvaguardia del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior 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.

ción en el aumento del número de parados en el segundo trimestre de 2010, con un incremento interanual del 12,6%, tras el 18,5% del primer trimestre.

#### 4.3 Costes y precios

La evolución de la negociación colectiva en los meses más recientes ha confirmado la trayectoria de mayor moderación salarial observada desde el comienzo del año. Estos desarrollos se han visto favorecidos por el descenso de la inflación en los meses finales de 2009, que desactivó el efecto de las cláusulas de salvaguarda, y por el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Es pronto para valorar si el recorte de las remuneraciones de los asalariados públicos está ejerciendo un efecto moderador sobre los crecimientos salariales en el sector privado, aunque no se puede descartar un efecto de este tipo en los próximos trimestres. Un elemento adicional que podría favorecer la moderación salarial en la segunda parte del año es la inclusión en el diseño final de la reforma del mercado de trabajo de mayores facilidades para que las empresas individuales se descuelguen respecto de algunas cláusulas de los convenios sectoriales. Los acuerdos firmados en el primer semestre del año son aún relativamente escasos, pues afectan a 3,6 millones de trabajadores (algo menos de la mitad de la cifra acumulada en la primera mitad de 2009). Casi la totalidad de estos acuerdos son convenios revisados de ejercicios anteriores, que incorporan un incremento salarial del 1,3% para 2010, algo más de 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19). Los convenios de nueva firma (que afectan a algo más de 200.000 trabajadores) contienen, por término medio, aumentos salariales algo más bajos para el presente ejercicio, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado para el período 2010-2012.

En términos de la remuneración por asalariado, el componente de la economía de mercado experimentó una muy leve moderación en el primer trimestre de 2010, de apenas una décima, hasta el 2,5%, evolución que contrasta con los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, de acuerdo con los cuales el coste total ralentizó su crecimiento en 1,5 pp, hasta el 1% interanual. De cara al segundo trimestre, se espera que la desaceleración observada en las tarifas negociadas contribuya a una reducción adicional del ritmo de aumento de los salarios, lo que,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

junto con la estabilización de las tasas de avance de la productividad, permitiría una intensificación de la caída de los costes laborales unitarios en la economía de mercado (véase gráfico 20).

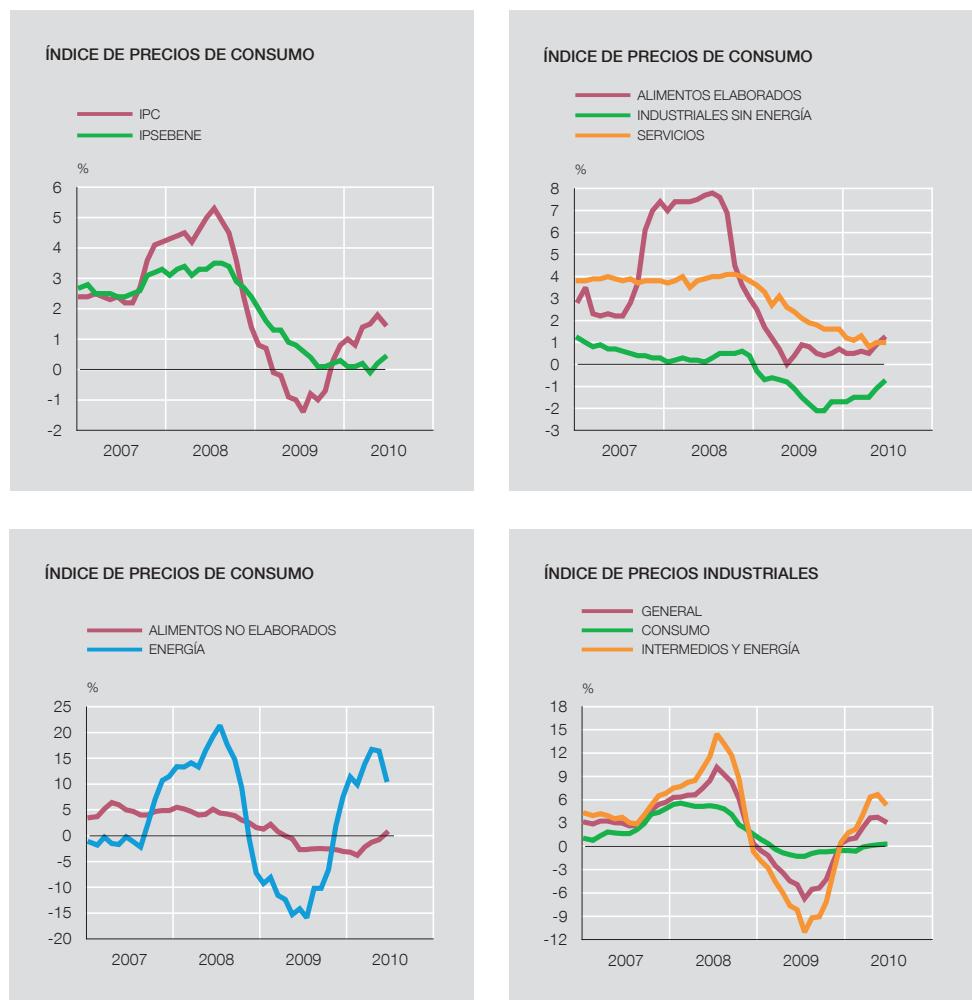
Por su parte, el deflactor de la demanda final se habría acelerado moderadamente en el segundo trimestre de 2010, lo que, en un contexto en el que se estima que el componente interior de la inflación —medido por el deflactor del PIB— habría seguido experimentando un crecimiento moderado, habría venido dado por el repunte de los precios de las importaciones. A su vez, este estaría motivado, fundamentalmente, por la evolución del precio del petróleo.

Los principales indicadores de precios de consumo incrementaron también su ritmo de avance en el segundo trimestre. El IPC aumentó un 1,6%, frente al crecimiento del 1,1% registrado en el período de enero-marzo (véase gráfico 21). El repunte del índice general se explicó, principalmente, por el mayor ritmo de expansión de los precios energéticos —al cual contribuyeron las subidas del precio del gas butano y natural en abril— y, en menor medida, de los alimentos elaborados. Además, los precios de los alimentos no elaborados y de los bienes industriales no energéticos atenuaron algo sus tasas de descenso. En sentido contrario, los precios de los servicios experimentaron un ligero recorte de su ritmo de crecimiento, registrando una variación del 1%. 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— repuntó una décima en el segundo trimestre, hasta registrar una tasa interanual del 0,2%.

En media trimestral, el aumento de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue de cuatro décimas tanto en España como en la zona del euro, por lo que el diferencial se mantuvo inalterado en 0,1 pp (véase gráfico 22). En términos de la inflación subyacente, el diferencial siguió siendo de -0,6 pp por tercer trimestre consecutivo, como resultado de pequeñas variaciones de signos opuestos en los diferenciales de los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos, cuyos ritmos de crecimiento siguieron siendo, en todo caso, inferiores en España. Las variaciones en los diferenciales relativos a los componentes más volátiles fueron también modestas, con ligeras reducciones del diferencial positivo en el caso de los productos energéticos, y del negativo en el de

**INDICADORES DE PRECIOS (a)**  
España

GRÁFICO 21

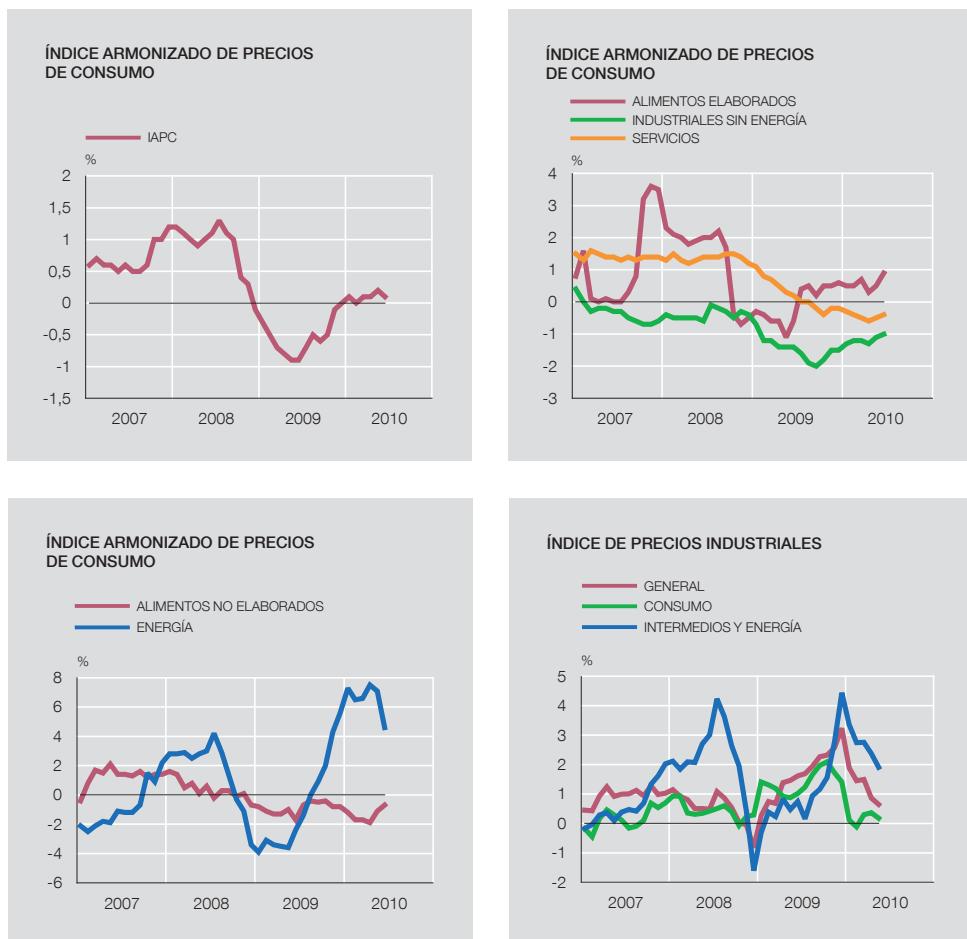


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los alimentos no elaborados. El indicador adelantado del IAPC español correspondiente al mes de julio ha comenzado a reflejar los efectos de la subida de los tipos del IVA, que se ha traducido en un aumento de la tasa interanual hasta el 1,9% en julio, 4 décimas más que en junio. Puesto que, en la UEM, el repunte habría sido de 3 décimas, el diferencial se habría situado en 0,2 pp.

Al comienzo del segundo trimestre del año prosiguió la aceleración del índice de precios industriales, de modo que la tasa interanual pasó del 2,4% de marzo al 3,7% en abril. No obstante, más recientemente esta tendencia se ha visto truncada, de modo que en junio tuvo lugar la primera ralentización en un año, hasta el 3,2%. En todo caso, esa interrupción de las alzas de la tasa interanual vino determinada por la contribución del componente energético. Por el contrario, el resto de grupos de bienes siguieron mostrando una suave tendencia a la aceleración a lo largo del trimestre, más acusada en el caso de los precios de los bienes intermedios, que alcanzaron una tasa del 3,2%, tras cinco trimestres de descensos. En la UEM, con datos hasta mayo, los precios industriales crecieron a un ritmo algo menor al de España, excepto en el caso de los bienes intermedios y de los bienes de equipo, cuyo diferencial favorable a España resultó, en todo caso, muy próximo a cero. Finalmente, los



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

índices de precios de importación y exportación de productos industriales mostraron notables avances, alcanzando en el mes de mayo tasas del 10,2% y 5,5%, respectivamente, lo que vino acompañado por aceleraciones en los precios de la práctica totalidad de sus componentes.

#### 4.4 La actuación del Estado

Tras año y medio de continua ampliación interanual del déficit del Estado en términos de caja —medido en términos acumulados desde el comienzo del ejercicio—, este se redujo hasta 30,8 mm de euros en la primera mitad de 2010, frente al saldo negativo de 36,8 mm de euros registrado en el mismo período del año 2009 (véase cuadro 4). La mejora del saldo se produjo como consecuencia tanto del fuerte aumento de los ingresos (19,5%) como de la notable ralentización de los pagos, hasta una tasa del 3,6%. En ambos casos, la evolución descrita reflejó el impacto de medidas aprobadas por el Gobierno entre el año pasado y los primeros meses de este año. A la luz de la evolución observada en este primer semestre, y siempre que se materialice el impacto esperado sobre las cuentas públicas del aumento de los impuestos y el recorte de gastos previsto para la segunda parte del año, cabría esperar que la senda del saldo para el conjunto de 2010 se vaya aproximando a los objetivos presupuestarios del Gobierno. Cabe recordar que el 20 de mayo el Gobierno aprobó un conjunto de medidas de gran envergadura (véase recuadro 1) que suponen un recorte del gasto de unos 15 mm de euros en términos acumulados entre 2010 y 2011, y cuyos primeros efectos

	Millones de euros y %							
	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación ene-mar. Variancia porcentual 2010/2009	Liquidación		
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.206	18,8	4,8	46.352	55.386	19,5
Impuestos directos	54.096	-27,0	66.393	22,7	6,8	21.941	24.383	11,1
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	42.633	40,1	10,7	14.626	17.762	21,4
Sociedades	20.188	-26,1	20.184	-0,0	-32,2	5.548	4.746	-14,5
Otros (a)	3.476	2,8	3.576	2,9	0,5	1.767	1.875	6,1
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	40.736	42,1	13,9	15.218	24.433	60,6
<i>I/A</i>	15.784	-36,7	26.111	65,4	18,3	9.202	17.926	94,8
Especiales	10.141	-9,6	11.964	18,0	-0,5	4.655	5.068	8,9
Otros (b)	2.739	-11,2	2.661	-2,9	1,2	1.361	1.439	5,8
Otros ingresos	19.277	20,4	14.076	-27,0	-23,1	9.194	6.570	-28,5
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	184.542	-2,5	13,4	83.171	86.180	3,6
Personal	26.570	5,3	27.572	3,8	6,8	13.196	13.508	2,4
Compras	4.860	7,2	3.515	-27,7	5,7	1.880	1.941	3,3
Intereses	17.650	10,8	23.224	31,6	23,2	7.414	9.116	23,0
Transferencias corrientes	112.412	35,8	103.137	-8,3	19,0	46.310	49.698	7,3
Inversiones reales	10.468	-1,6	9.390	-10,3	3,5	4.907	4.604	-6,2
Transferencias de capital	17.360	94,1	14.452	-16,7	-9,5	9.464	7.314	-22,7
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-63.336	—	—	-36.819	-30.794	—
<b>PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)</b>								
IRPF	63.857	-10,5	65.734	2,9	1,1	29.276	30.337	3,6
IVA	33.573	-30,1	29.281	-12,8	2,2	18.632	24.473	31,4
Imp. especiales	19.349	-1,1	20.450	5,7	2,4	9.138	9.794	7,2

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

se dejaron sentir ya en el mes de junio. Por el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social mostró un empeoramiento en el período de enero-mayo, según se describe en el recuadro 6.

Para la descripción de la evolución de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, que se muestra en la parte inferior del cuadro 4. De acuerdo con esa información, los ingresos totales aumentaron un 5,8% en tasa interanual durante el primer semestre. Entre los impuestos directos, se observa una aceleración del IRPF, influido por la eliminación de la deducción de 400 euros, que se refleja ya en las retenciones sobre el trabajo, y, en menor medida, por la subida en el tipo de retención de las ganancias de capital (aunque estas últimas, no obstante, siguieron registrando tasas fuertemente negativas en la primera parte del año). Por otro lado, persistió la debilidad de los ingresos por el impuesto sobre sociedades. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la aceleración registrada en la recaudación del IVA, hasta una tasa del 31,4% con respecto a la primera mitad del año anterior. En este caso, la evolución está afectada por la fuerte disminución de las devoluciones, que, hasta el año pasado, se habían visto impulsadas por los adelantos de calendario introducidos por la

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 6,5 mm de euros hasta mayo de 2010, inferior en un 31,6% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros se redujeron en un 4%, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 4,6% (véase cuadro adjunto).

A pesar de la caída experimentada por los ingresos no financieros, la partida de ingresos por cotizaciones sociales registró un leve avance del 0,5%, frente al recorte del 4,4% previsto para el conjunto de 2010. Este pequeño incremento se produjo en un contexto de ralentización del ritmo de caída del empleo, que ha supuesto un freno a la caída del número de afiliados a la Seguridad Social que venía registrándose desde junio de 2008.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 5,3% hasta mayo, por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. En el primer semestre de 2010, el número de pensiones contributivas aumentó el 1,7%, en línea con los registros del año anterior. Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se incrementó en un 9,6%, en marcado contraste con la caída del 9,5% presupuestada para el conjunto de 2010.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el saldo deficitario se redujo significativamente, hasta los 728 millones de euros en el período de enero-mayo de 2010, frente al déficit de 4 mm de euros para el mismo período del año anterior. Dicha mejora se explica por el fuerte crecimiento de los ingresos, del 45,5%, que compensó con creces el notable aumento de los gastos (10,1%). En términos acumulados hasta junio, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada desaceleración. La tasa de cobertura se situó en el 78,2% en mayo, más de 4,5 pp por encima de la registrada en el mismo mes de 2009. El número de beneficiarios aumentó un 18,3% frente a mayo del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 9,3% en tasa interanual hasta junio.

#### 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 mayo		
	2009 1	2010 2	% variación 3 = 2/1	2009 4	2010 5	% variación 6 = 5/4
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	123.726	119.479	-3,4	40.324	38.731	-4,0
1.1 Cotizaciones sociales	113.324	108.358	-4,4	35.525	35.693	0,5
1.2 Transferencias corrientes	7.439	8.356	12,3	3.761	2.217	-41,0
1.3 Otros	2.963	2.765	-6,7	1.039	821	-21,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	114.476	116.599	1,9	30.804	32.222	4,6
2.1 Personal	2.453	2.483	1,2	735	732	-0,4
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.995	2.033	1,9	435	413	-5,1
2.3 Transferencias corrientes	109.465	111.556	1,9	29.380	31.035	5,6
Pensiones contributivas	93.339	95.320	2,1	25.446	26.797	5,3
Incapacidad temporal	8.144	7.373	-9,5	1.199	1.314	9,6
Resto	7.982	8.862	11,0	2.734	2.924	6,9
2.4 Otros	563	528	-6,3	254	42	-83,5
<b>3 SALDO NO FINANCIERO</b>	9.250	2.880	-68,9	9.520	6.508	-31,6

FUENTES: Ministerios de 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.

nueva regulación. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron un aumento del 7,2%, favorecido por las subidas de tipos llevadas a cabo en la segunda mitad de 2009. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de otros ingresos del Estado, registraron una fuerte caída, debido principalmente a los menores cobros por avales otorgados a las entidades de crédito, en respuesta al Real Decreto-Ley 7/2008, y a las menores primas de emisión de deuda pública.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 3,6%, tasa que, a pesar de su reciente desaceleración, continúa superando a la previsión presupuestaria para el conjunto del año (-2,5%), debido a que los datos de ejecución de los meses transcurridos recogen toda-

		Millones de euros		Tasa de variación 2010/2009 (b)
		Enero-mayo		
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	119.605	128.486	7,4
	<i>Mercancías</i>	64.222	74.542	16,1
	<i>Servicios</i>	33.191	33.475	0,9
	— Turismo	12.761	12.708	-0,4
	— Otros servicios	20.431	20.767	1,6
	<i>Rentas</i>	16.484	15.214	-7,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.707	5.254	-7,9
	Cuenta de capital	2.731	4.260	56,0
	Cuentas corriente + capital	122.336	132.746	8,5
PAGOS	Cuenta corriente	150.204	154.481	2,8
	<i>Mercancías</i>	82.846	93.357	12,7
	<i>Servicios</i>	25.066	25.327	1,0
	— Turismo	4.110	4.206	2,3
	— Otros servicios	20.956	21.121	0,8
	<i>Rentas</i>	31.807	24.662	-22,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.485	11.135	6,2
	Cuenta de capital	666	619	-7,2
	Cuentas corriente + capital	150.870	155.099	2,8
SALDOS	Cuenta corriente	-30.599	-25.995	4.604
	<i>Mercancías</i>	-18.624	-18.815	-191
	<i>Servicios</i>	8.126	8.148	22
	— Turismo	8.651	8.502	-149
	— Otros servicios	-525	-354	171
	<i>Rentas</i>	-15.323	-9.448	5.875
	<i>Transferencias corrientes</i>	-4.778	-5.880	-1.103
	Cuenta de capital	2.064	3.641	1.577
	Cuentas corriente + capital	-28.535	-22.354	6.181

FUENTE: Banco de España.

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

vía parcialmente el impacto de las medidas de recorte de gasto adoptadas. En concreto, dado que únicamente estuvo afectado por el recorte de salarios el mes de junio, la fuerte caída interanual de los gastos de personal en ese mes —del 5,8%— se reflejó solo en una modesta desaceleración, hasta el 2,4%, en el conjunto del segundo trimestre en tasa acumulada. Hay que destacar que el crecimiento de las transferencias corrientes —que en su mayor parte se dirigen a otras AAPP— continuó siendo elevado, a pesar de la desaceleración registrada en el trimestre, que se debió a los pagos al Servicio Público de Empleo Estatal realizados hace un año. El cumplimiento de la previsión presupuestaria para el conjunto de 2010 referida a este capítulo de gastos requeriría el mantenimiento de la tendencia más reciente a la moderación. En sentido contrario, destaca la fuerte caída de las transferencias de capital debida a las elevadas cantidades dirigidas a las corporaciones locales para dotar el Fondo Estatal para la Inversión Local en el año 2009. La sustitución de este fondo por el Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local, de menor importe que el anterior, debería permitir que se mantengan las tasas negativas de estas transferencias en el resto del año. Por último, hay que subrayar el mantenimiento del dinamismo en los pagos de intereses por el aumento de la deuda pública en circulación.

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

Durante los cinco primeros meses de 2010 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 22,4 millones de euros, un 22% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). La mayor parte de esta corrección obedece a la disminución del déficit por cuenta corriente, del 15%, hasta situarse en 26 mm de euros. A su vez, este ajuste se explica por la reducción de más de 5,5 mm de euros del déficit de rentas, que se vio parcialmente compensada por la ampliación de los saldos negativos de las balanzas comercial y de transferencias corrientes (de unos 400 millones de euros y 1.000 millones de euros, respectivamente).

En el período comprendido entre enero y mayo de este año, el déficit de la balanza comercial se incrementó un 1% en comparación con el observado en el mismo período de 2009, hasta 18,8 mm de euros. Esta práctica estabilización fue el resultado de la evolución contrapuesta del déficit no energético, que experimentó una mejora, y del energético, que se deterioró, en un contexto de mayores precios del petróleo que hace un año. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes registraron crecimientos nominales muy elevados, en un entorno de empeoramiento de la relación real de intercambio. La balanza de servicios, por su parte, registró un superávit de 8,1 mm de euros, un 0,3% más que en el mismo período de 2009, que resultó de la reducción del déficit de los servicios no turísticos, contrarrestada por el deterioro del superávit de turismo. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 0,4% en el conjunto del período considerado, tras los significativos descensos del año anterior. Por su parte, los pagos turísticos aumentaron un 2% hasta mayo, animados por las ofertas y a pesar del moderado deterioro del nivel de confianza de las familias. En cuanto al resto de servicios, en los cinco primeros meses del año crecieron modestamente tanto los ingresos como los pagos.

El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 38% en los cinco primeros meses de 2010, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 23%, debido a que la moderación de los pagos por remesas de emigrantes se vio dominada por el retroceso de los flujos comunitarios incluidos dentro de esta sub-balanza. Por el contrario, el incremento de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de los diversos fondos comunitarios que se incluyen en la balanza de capital provocó una ampliación de su superávit en aproximadamente 1,6 mm de euros (un 76,4%).

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

En el segundo trimestre de 2010, la evolución de los mercados financieros nacionales se ha enmarcado en un contexto de nuevos episodios de turbulencias ligados en esta ocasión a la crisis de confianza que ha afectado a nuestra economía y a otras del área del euro. De este modo, se ha observado una elevada volatilidad de las cotizaciones y una ampliación de las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado, que han presentado también una notable variabilidad. Estos desarrollos han venido acompañados de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública española por parte de S&P (en abril) y Fitch (en mayo). A lo largo del mes de julio, se ha detectado una atenuación de las tensiones asociada a las respuestas de política económica adoptadas tanto a nivel europeo como nacional, y muy singularmente al anuncio de hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades financieras y a su efectiva publicación posterior. En todo caso, actualmente las condiciones de financiación en los mercados a las que se enfrentan las entidades de crédito, las empresas y las AAPP siguen siendo más restrictivas que las existentes en los trimestres anteriores (véase recuadro 7).

Los índices bursátiles experimentaron durante el segundo trimestre caídas moderadas que se han corregido parcialmente en julio (véase gráfico 23). El 28 de julio, el IBEX 35 perdía en relación con el cierre de marzo el 2,1%, un descenso algo inferior al del EUROSTOXX 50 (5,6%) y el S&P 500 (5,4%). El retroceso acumulado desde el comienzo del año ascendía al 10,9% para el índice español, al 6,7% para el europeo y al 0,8% para el estadounidense. La volatilidad se elevó notablemente, alcanzándose, a finales de mayo, valores no observados desde diciembre de 2008, que se han corregido posteriormente. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años llegó a situarse por encima del 4,8 (más de un punto porcentual por encima de la de finales de marzo), lo que, junto con el descenso experimentado por la rentabilidad de la referencia alemana a idéntico plazo, se tradujo en una notable ampliación del diferencial de tipos de interés entre ambos bonos, que alcanzó a mediados de junio niveles en el entorno de los 220 pb, para reducirse posteriormente hasta registros por debajo de los 150 pb a finales de julio. Las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados tuvieron una evolución similar. En el caso de los préstamos interbancarios, los tipos de interés se elevaron, situándose el EURIBOR a doce meses a finales del período en el 1,42%, 21 pb por encima del dato de marzo.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de la Vivienda, durante el segundo trimestre de 2010 continuó el descenso del precio de la vivienda libre, aunque el ritmo de caída siguió moderándose. Así, la tasa de disminución interanual se redujo del 4,7% en marzo de 2009 al 3,7% en junio.

En el segundo trimestre de 2010 se apreciaron, en general, ligeras reducciones en los tipos de interés de la financiación bancaria de los hogares y las sociedades, con la excepción de un repunte en los préstamos a este último sector por un importe superior al millón de euros (véase gráfico 23). Por el contrario, el coste de las emisiones de valores de las empresas se elevó tanto en las operaciones de renta fija como en las de renta variable. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de julio, las dificultades en el acceso a la financiación mayorista y la situación de liquidez habrían llevado a las entidades a hacer más estrictos los criterios de concesión de créditos durante el mismo período, especialmente en el caso de los otorgados a las empresas, lo que contrasta con la estabilidad o leve relajación de

Durante el segundo trimestre de 2010 se ha producido un nuevo episodio de tensión en los mercados financieros europeos. El origen de estas turbulencias se encuentra en los problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas griegas, que han acabado generando una crisis de confianza en varias economías de la UEM. Los mercados españoles se encuentran entre los más afectados por estos desarrollos, a lo que ha contribuido el mayor deterioro del déficit público (a pesar de que el saldo de deuda pública partía de un nivel comparativamente reducido), las reducidas perspectivas de crecimiento y la negativa percepción del mercado sobre la situación de algún segmento del sistema financiero español. Esta evolución ha venido acompañada, además, de rebajas en las calificaciones crediticias de la deuda pública española a largo plazo por parte de S&P (desde AA+ hasta AA, en abril) y de Fitch (desde AAA hasta AA+, en mayo). En este contexto, este recuadro se centra en describir cómo han afectado estas tensiones a las condiciones de financiación de los distintos sectores de nuestra economía durante los últimos meses.

En el mercado de deuda pública aumentaron las rentabilidades negociadas, lo que, junto con el descenso de las rentabilidades de las referencias alemanas a los mismos plazos (cuyos activos actuaron como valores refugio), llevó a una ampliación significativa de los diferenciales de tipos de interés entre unos y otros títulos (véase gráfico 1). En el mercado primario, las AAPP siguieron captando los recursos necesarios para hacer frente a los pagos asociados a la financiación del déficit y a los vencimientos de la deuda viva, aunque a un coste más elevado (véanse gráficos 2 y 3).

El sector financiero se vio también muy afectado por estas tensiones por varias vías. Por un lado, el incremento de la rentabilidad de la deuda pública, que actúa normalmente como una referencia para la determinación del precio de los valores privados, ejerció una presión al alza sobre el coste de la financiación de las entidades de crédito. Adicionalmente, los descensos de valoración de los títulos emitidos por las AAPP tienen un efecto negativo sobre los balances de estas instituciones, en la medida en que estas son unos de los principales tenedores de los mismos. Por último, algunos intermedios se vieron perjudicados por la percepción negativa del mercado sobre su posición financiera asociada al deterioro de sus activos, en particular, de los inmobiliarios. Hay que tener en cuenta, además, que el recurso de este sector a los mercados juega un papel importante, ya que la captación de depósitos ha venido siendo insuficiente para financiar la expansión de su actividad (a pesar de que esta avanza a un ritmo débil) y para hacer frente a los pagos asociados a los vencimientos de la deuda emitida en el pasado.

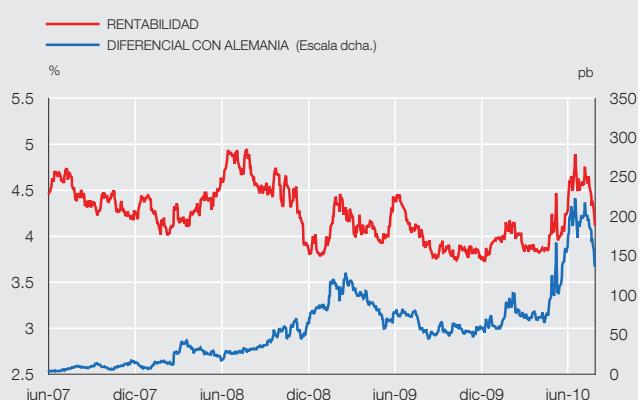
Al igual que en el caso de los valores públicos, las tensiones se reflejaron en un repunte de las rentabilidades de los títulos emitidos por el sector financiero, así como de las primas de riesgo crediticias, llegándose a situar en ambos casos en niveles notablemente más elevados que los observados en promedio en Europa (véan-

se gráficos 4 y 5). Pero, a diferencia de lo ocurrido con las AAPP, las dificultades en la captación de fondos se plasmaron en un descenso del volumen de emisiones, de modo que los recursos nuevos captados fueron inferiores en mayo y junio a las amortizaciones de la deuda viva (véanse gráficos 2 y 3). Ello llevó al mayor descenso observado en el saldo vivo de valores de renta fija de estos intermedios desde el cuarto trimestre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers.

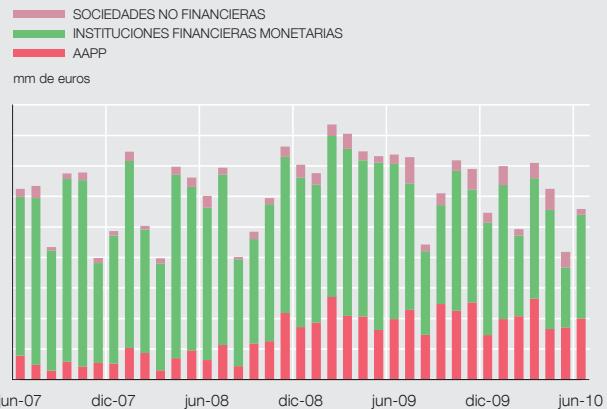
Por su parte, las sociedades no financieras también se vieron afectadas por estas tensiones, aunque en menor medida, y además hay que tener en cuenta que el grueso de las necesidades de fondos de este sector se cubre habitualmente mediante el recurso a los préstamos bancarios. Aun así, durante los meses anteriores al reciente episodio de turbulencias financieras algunas grandes empresas habían aumentado su apelación a los mercados, tendencia que se ha moderado desde mayo, en un contexto en el que se han endurecido las condiciones de financiación en los mismos, de modo que en junio las emisiones netas han sido negativas (véanse gráficos 2 y 3). Al igual que lo ocurrido en el caso de las entidades de crédito, las primas de riesgo negociadas se han elevado, situándose en niveles superiores a los observados en promedio en Europa (véase gráfico 6).

El grado de tensión financiera durante los últimos meses ha presentado una notable variabilidad, detectándose períodos puntuales donde ha revestido una especial intensidad, como, por ejemplo, durante la primera semana de mayo, y otros en los que se ha suavizado algo, como ocurrió transitoriamente tras el anuncio de las medidas adoptadas por el ECOFIN y el BCE el 9 de mayo. Durante las últimas semanas se ha producido una clara mejoría, lo que se ha reflejado en el resultado favorable de las subastas del Tesoro, en la vuelta al mercado de algunos emisores privados y en el descenso de las rentabilidades y de las primas de riesgo negociadas en los mercados (véanse gráficos 1, 4, 5 y 6). A esta evolución más reciente han contribuido las medidas adoptadas a lo largo de los últimos meses tanto a nivel europeo como nacional. Entre las primeras se puede citar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y, muy singularmente, la decisión de hacer públicos los resultados de las pruebas de resistencia de las entidades bancarias y su posterior publicación, que han reducido la incertidumbre y han disipado las dudas que se habían suscitado sobre algunos intermedios. En el caso de España, dicho ejercicio se ha realizado, además, con un mayor grado de detalle y ha afectado a prácticamente la totalidad del sistema financiero. Otros desarrollos que han favorecido la atenuación de las turbulencias han sido la aprobación de las reformas del mercado de trabajo y de las cajas de ahorro y el paquete de consolidación fiscal. En todo caso, a pesar de esta mejoría, las condiciones de financiación actuales en los mercados siguen siendo más restrictivas que las existentes antes del inicio de la crisis fiscal griega.

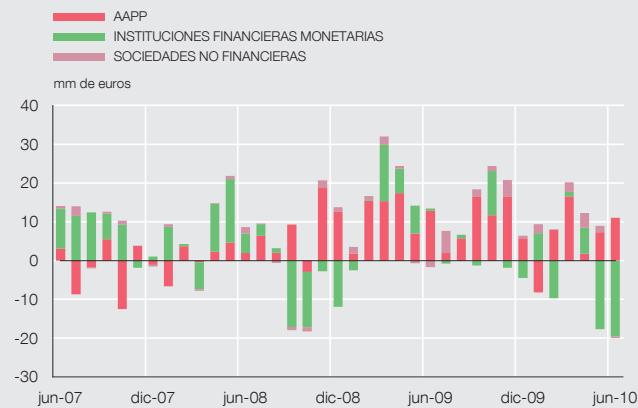
## 1 DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



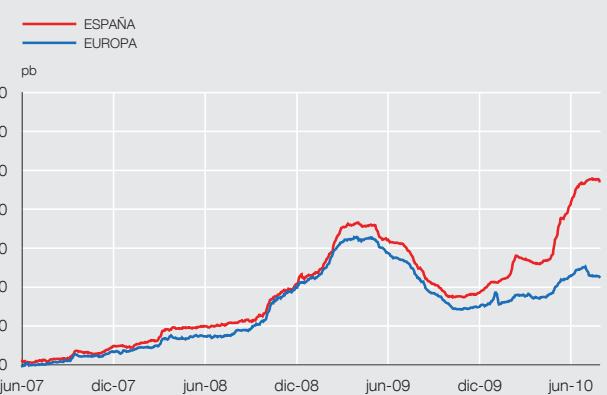
## 2 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (a)



## 3 EMISIONES NETAS DE RENTA FIJA (a)



## 4 CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE SIETE Y DIEZ AÑOS. ASSET SWAP SPREAD (b)



## 5 PRIMAS DE LOS CDS SÉNIOR DE EMPRESAS FINANCIERAS A CINCO AÑOS

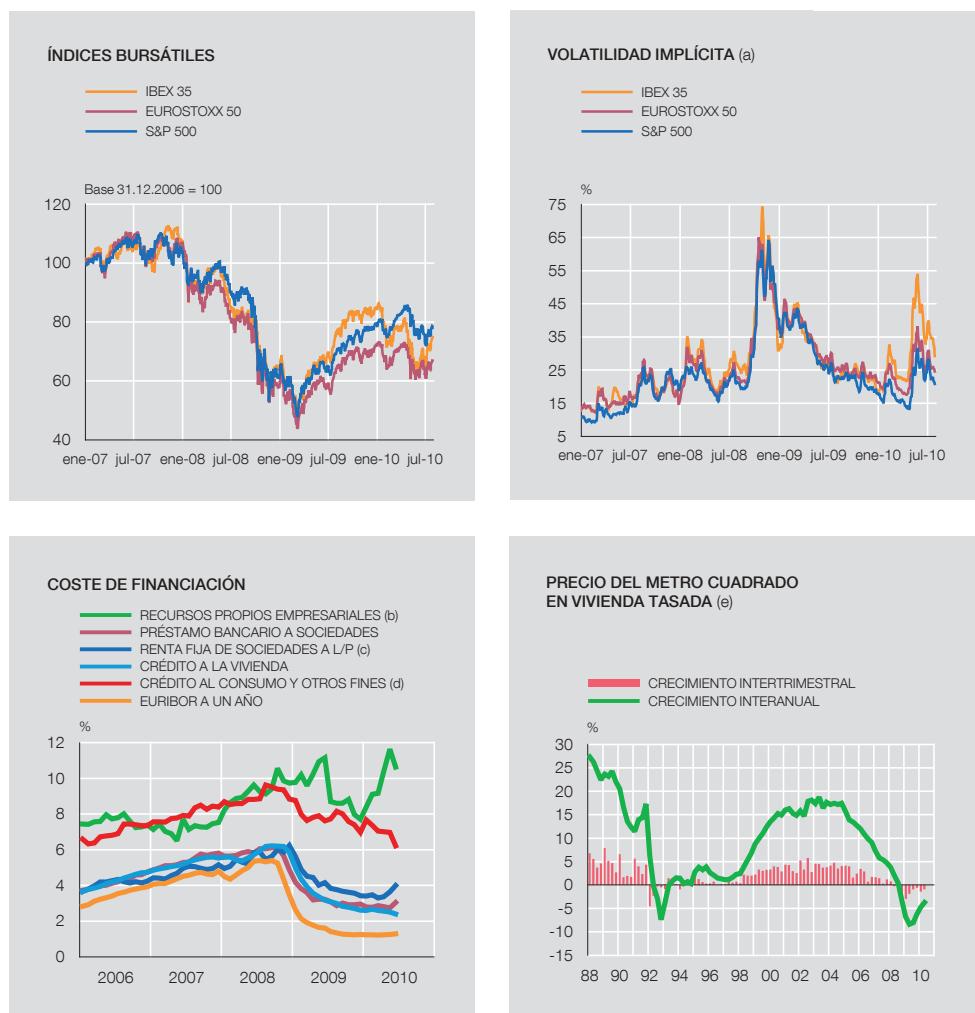


## 6 PRIMAS DE LOS CDS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS A CINCO AÑOS



FUENTES: Bloomberg, Datastream y Banco de España.

- a. Las emisiones de las instituciones financieras monetarias y las sociedades no financieras incluyen las realizadas por sus filiales residentes y no residentes. No se incluye información de las emisiones realizadas por el resto de intermediarios financieros.
- b. Medias móviles de cinco días.
- c. Media ponderada de datos individuales.
- d. Los diferentes contratos se han enlazado hacia atrás manteniendo la variación porcentual registrada.



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. Hay una discontinuidad en la serie en junio de 2010, al excluirse a partir de dicho mes los datos relativos al uso de tarjetas de crédito.
- e. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

los mismos anticipada en abril por los intermediarios encuestados<sup>1</sup>. Asimismo, en la última edición estos agentes anticipaban endurecimientos adicionales para el trimestre en curso.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a mayo, reflejan un ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de la deuda de los hogares, hasta alcanzar el 0,5%, desde el 0,1% de marzo. Por su parte, los fondos captados por las sociedades se siguieron contrayendo con la misma intensidad que en marzo (2,4% en términos interanuales). El desglose de los pasivos empresariales por instrumentos pone de manifiesto la continuidad en la reducción del crédito concedido por las entidades residentes y la aceleración del avance de las emisiones de valores de renta fija, aunque este tipo de fi-

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

nanciación tiene un escaso peso relativo. En términos intertrimestrales anualizados desestacionalizados, se observa que el crédito bancario otorgado a las familias continúa mostrando variaciones positivas, aunque moderadas, mientras que el concedido a las empresas sigue reduciéndose. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al primer trimestre de 2010, evidencia un retroceso generalizado por ramas de actividad, aunque con notables divergencias en su intensidad. Los datos provisionales más recientes apuntan a que, durante junio, se prolongó la pauta de moderada recuperación de los pasivos de las familias, al tiempo que se moderó algo el ritmo de retroceso de la financiación bancaria de las sociedades.

La estabilidad de los pasivos de las familias y de sus rentas hizo que la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector se mantuviera durante los tres primeros meses del año en curso en torno a los mismos niveles del cierre de 2009. Por su parte, la carga financiera siguió reduciéndose, debido a los menores costes medios de financiación de la deuda viva. Sin embargo, se observó un cierto descenso tanto de la tasa de ahorro bruto como de la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda tras varios trimestres consecutivos de subidas. Por último, la riqueza neta retrocedió ligeramente como consecuencia de la caída tanto del componente inmobiliario como (en menor medida) del financiero. La información provisional correspondiente al segundo trimestre apunta a una continuidad de las tendencias anteriores.

En el caso de las sociedades, se ha apreciado un descenso de los excedentes empresariales que habría estado en línea con la contracción de la financiación ajena, por lo que la ratio de endeudamiento se mantuvo estable durante el primer trimestre del año. Por su parte, la ratio de carga financiera siguió reduciéndose, aunque a menor ritmo, como consecuencia de la caída del coste medio de la deuda viva. Estas mismas tendencias se habrían prolongado durante los meses posteriores, de acuerdo con los datos provisionales disponibles. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, los datos correspondientes al primer trimestre de 2010 evidencian una recuperación de los niveles de rentabilidad de los recursos propios, que resultó del ascenso observado en esta ratio para los grandes grupos empresariales.

El volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando, aunque con menor intensidad que en meses precedentes. Como consecuencia de ello y del descenso de la deuda, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en mayo en el 5,5%, 0,4 pp por encima del dato de diciembre.

En el caso de las AAPP, ha continuado la desaceleración de su deuda, aunque las tasas de expansión siguen siendo muy elevadas (20% en mayo de 2010, frente al 29% al final de 2009). Este dinamismo en la captación de recursos, junto con el débil avance del PIB, se ha reflejado en nuevos aumentos de la ratio de deuda sobre PIB, y ha supuesto también un ascenso, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al primer trimestre de 2010, refleja una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, hasta representar el 4,3% del PIB en términos acumulados de doce meses (0,4 pp por debajo del nivel de diciembre). Como en los períodos precedentes, esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación del sector privado no financiero, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó en el 11,8% del PIB, y la ligera

	% del PIB								
	2005	2006	2007	2008	I TR	II TR	III TR	IV TR	2010
Economía nacional	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-8,1	-6,9	-5,8	-4,7	-4,3
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-8,4	-11,1	-13,5	-7,0	-4,4	-0,5	2,4	4,9	6,1
Sociedades no financieras	-7,1	-9,5	-11,6	-7,2	-6,6	-4,8	-2,6	-0,7	0,9
Hogares e ISFLSH	-1,3	-1,7	-1,9	0,2	2,3	4,3	5,0	5,6	5,2
Instituciones financieras	0,9	0,7	2,1	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6	1,4
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,1	-5,8	-8,4	-9,9	-11,2	-11,8
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-11,4	-17,8	-15,9	-11,9	-9,6	-6,9	-3,8	-0,7	1,2

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.

disminución del ahorro de las instituciones financieras (véase cuadro 6). Es especialmente reseñable que el saldo de las operaciones financieras netas de las sociedades fue positivo por primera vez desde 1998. En línea con el incremento del déficit público, las AAPP fueron las que canalizaron el grueso de los recursos netos captados en el exterior a través de la compra de títulos de pública por parte del resto del mundo.

En resumen, durante el segundo trimestre de 2010 se ha producido un nuevo brote de inestabilidad financiera en Europa que ha afectado singularmente a la economía española, que se ha mostrado particularmente vulnerable a la crisis de confianza debido a su elevado endeudamiento con el resto del mundo. Ello ha supuesto un notable endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados para las AAPP, las empresas y las entidades de crédito, que ha revertido parcialmente durante el mes de julio. Si estas mayores dificultades acabaran trasladándose a las operaciones crediticias de los hogares y las sociedades, podrían suponer un elemento de riesgo para la recuperación económica, aunque la atenuación reciente de estas tensiones ha reducido la probabilidad de que dicho riesgo se materialice. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que se ha continuado observando una cierta estabilización de los indicadores de presión financiera del sector privado como consecuencia del menor deterioro macroeconómico y de la estabilización (hogares) o el retroceso (sociedades) de los recursos ajenos de estos agentes, si bien el débil avance de los ingresos está impidiendo la reducción de las ratios de deuda sobre rentas, permaneciendo estas en niveles altos. En el caso de las AAPP, sus pasivos han seguido aumentando a un ritmo elevado, aunque más moderado que en trimestres precedentes, lo que refuerza la necesidad de perseverar en los esfuerzos necesarios para llevar a cabo un proceso ambicioso y creíble de consolidación fiscal.

## 5.2 El sector hogares

Durante el segundo trimestre de 2010 los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares descendieron (21 pb en los préstamos para adquisición de vivienda y 82 pb en los de la financiación al consumo y otros fines, si bien en este último caso una parte importante de la caída es atribuible a cambios en la estadística<sup>2</sup>). Sin embargo, en sus respuestas a la EPB, las entidades declaraban que durante el mismo período habían endurecido ligeramente

2. En particular, desde junio de 2010 se excluyen las operaciones con tarjetas de crédito.

mente los criterios de concesión como resultado principalmente de la situación de liquidez y de las dificultades de acceso a la financiación mayorista, y anticipaban un nuevo tensionamiento de la oferta durante el tercer trimestre del año.

En este contexto, la deuda de las familias mostró ligeros avances durante los meses de abril y mayo de 2010, con un crecimiento interanual en torno al 0,5% en este último mes, frente al 0,1% de marzo. El desglose por finalidades muestra que, mientras que el crédito para la adquisición de vivienda crecía en esa fecha a un ritmo próximo al 1%, los fondos destinados al consumo y otros fines se contrajeron en un 0,5% en relación con el mismo período del año anterior.

Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente al primer trimestre del año en curso, la inversión de los hogares en activos financieros, medida en términos acumulados anuales y en porcentaje del PIB, se mantuvo en niveles similares a los registrados al cierre de 2009 (véase cuadro 7). Las tenencias de medios de pago continuaron siendo el principal destino de estos flujos, aunque su volumen en términos de PIB se redujo en 0,8 pp, hasta situarse en el 3,3%, mientras que la importancia relativa de los materializados en acciones y reservas técnicas de seguimiento apenas mostró cambios, representando, respectivamente, un 1,1% y un 0,9% del PIB. Por su parte, la inversión neta en otros depósitos y valores de renta fija —rúbrica en la que se incluyen los depósitos a plazo— fue negativa por segundo trimestre consecutivo.

En línea con la estabilidad mostrada tanto por los pasivos como por las rentas, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el primer trimestre de 2010 en torno al 125% de su RBD (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera continuó descendiendo (en esta ocasión, en 0,4 pp), hasta situarse por debajo del 17% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los préstamos vivos. La capacidad de ahorro del sector, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, registró, por primera vez desde finales de 2007, una ligera caída, aunque permanecía en niveles históricamente elevados. Por su parte, la riqueza neta de las familias experimentó un ligero descenso, como consecuencia del retroceso del componente inmobiliario (asociado a la caída del precio de la vivienda) y, en menor medida, de la pérdida de valor de los activos financieros.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al primer trimestre de 2010, evidencian una cierta estabilización, a la que podría haber contribuido tanto la moderación de la carga financiera como la ralentización en el ritmo de destrucción de empleo. Así, dicho indicador se redujo por segundo trimestre consecutivo, en el caso de los créditos que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas (situándose en el 2,7%, frente al máximo del 3% alcanzado en septiembre), y repuntó en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines (hasta el 7,2%, tres décimas más que en diciembre de 2009).

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

En el segundo trimestre de 2010, los costes de financiación de las sociedades mostraron una evolución diferenciada según el tipo de pasivo. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias de importe inferior al millón de euros disminuyó 13 pb, situándose en junio en el 4,08%, mientras que en los de cuantía superior aumentó en 29 pb, hasta el 2,56%. La rentabilidad exigida para los valores de renta fija experimentó un ascenso, que fue más pronunciado en los plazos largos (70 pb) que en los pagarés (22 pb). Por su parte, el coste de la emisión de acciones se incrementó en 148 pb, lo que refleja el aumento de la prima de riesgo, si bien hay que tener en cuenta que este indicador se estima con mayor imprecisión. Por último, de acuerdo con la EPB de julio, las entidades habrían endu-

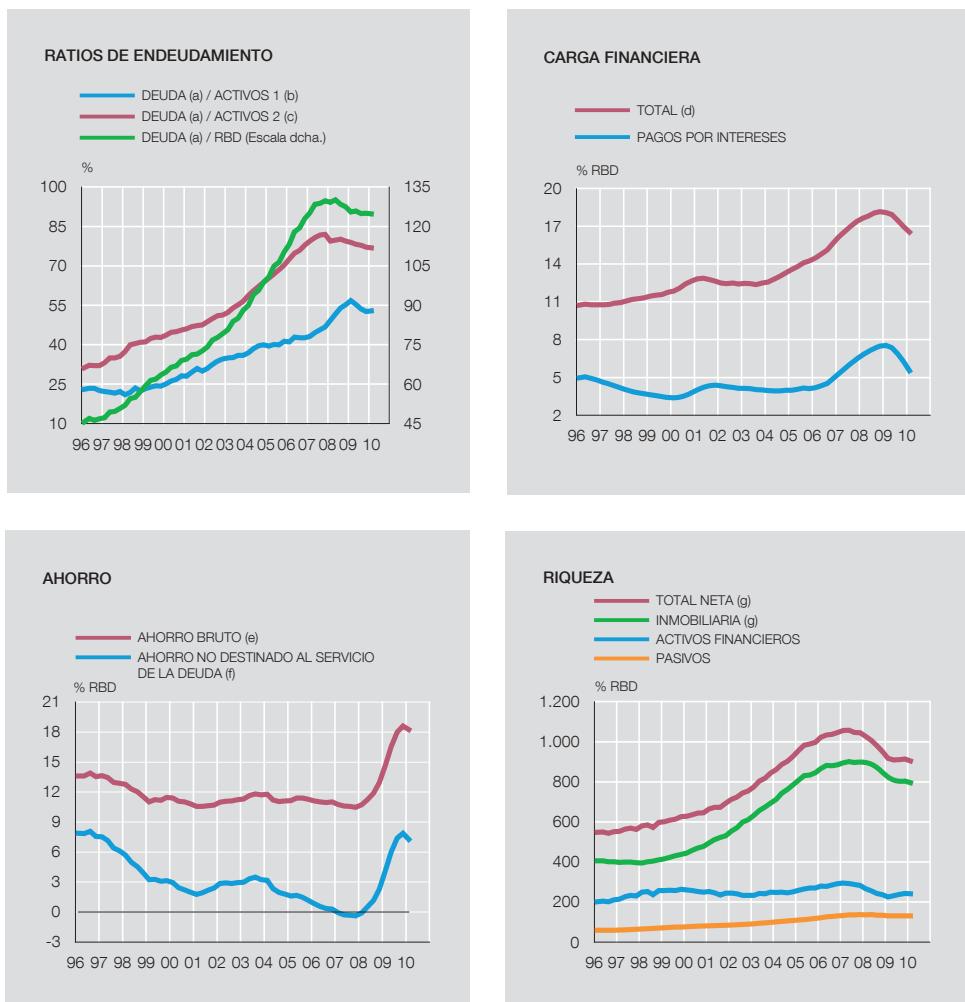
	% del PIB					
	2006	2007	2008	2009	2010	
			III TR	IV TR	I TR	
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	11,1	7,2	2,7	3,6	4,2	4,1
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,4	3,4	4,1	3,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	7,5	6,8	0,3	-1,4	-0,8
Acciones y otras participaciones (b)	-1,1	0,5	-0,1	0,8	1,1	1,1
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-0,7	0,0	0,0
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,2	0,4	0,9	0,9
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,6	0,5
De jubilación	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Resto	1,1	0,4	-0,3	-0,6	-0,4	-0,3
Operaciones financieras (pasivos)	12,7	9,1	2,5	-1,4	-1,4	-1,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	-0,3	-0,5	-0,1
Créditos para adquisición de vivienda (c)	10,0	7,1	2,7	0,2	0,1	0,3
Créditos para consumo y otros fines (c)	3,0	2,1	0,8	-0,2	-0,4	-0,2
Resto	-0,2	-0,3	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	25,1	14,4	5,0	-5,5	-7,1	-4,8
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,9	-0,2	0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,3	2,1	2,3	0,2	-0,6	-0,6
Acciones y otras participaciones	11,3	7,8	3,1	0,7	-0,6	-0,9
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	8,3	6,6	3,1	1,1	0,0	0,1
Crédito comercial e interempresas	8,3	3,4	0,1	-5,5	-6,0	-3,4
Resto	0,9	1,5	0,6	0,0	0,3	0,0
Operaciones financieras (pasivos)	34,5	26,0	12,2	-2,9	-6,4	-5,7
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	-1,6	-3,0	-3,6
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,8	1,8	-0,1	-0,8
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,9	1,3	1,3
Acciones y otras participaciones	2,9	4,8	2,6	1,1	1,3	1,0
Crédito comercial e interempresas	8,4	4,3	-0,1	-5,8	-6,4	-3,6
Resto	0,6	-0,3	1,1	0,7	0,5	0,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,4	0,5	-1,0	-1,4
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	-0,1	-0,3	0,1
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,9	0,8	-1,5	-2,5

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones 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.

recido los criterios de aprobación de préstamos a empresas entre abril y junio —lo que contrasta con la ligera relajación que anticipaban en la edición anterior—, al tiempo que esperaban una contracción adicional de la oferta, aunque de menor intensidad, durante los tres meses siguientes.

La deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, situándose su crecimiento interanual en mayo en el -2,4%, apenas 0,1 pp más que en marzo. No obstante, los ritmos de avance intertrimestral indican que este descenso se ha moderado algo en los últimos meses.



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 «Otros».
- 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.

Por instrumentos, se observa que es el crédito concedido por entidades residentes el que se está reduciendo con mayor intensidad (-4,4% en términos interanuales), registrando también los préstamos del exterior un apreciable retroceso (-3,7%). Por el contrario, las emisiones de renta fija, modalidad utilizada principalmente por las grandes compañías, continúan mostrando en mayo unas elevadas tasas de expansión (48%).

El desglose del crédito por finalidad, cuya información más reciente corresponde al mes de marzo de 2010, muestra que en todas las ramas se han registrado crecimientos interanuales negativos, aunque de escasa magnitud en el caso del destinado a actividades inmobiliarias (-0,4%) y al resto de servicios (-1,1%). En el sector de la construcción, la deuda continúa reduciéndose con elevada intensidad (-11,9%, frente al -14,1% de finales de 2009), mientras que aumentó el ritmo de contracción de la financiación bancaria otorgada a la industria (6%, 3,5 pp más que en el trimestre anterior).

En línea con esta evolución, la información de Cuentas Financieras del primer trimestre de 2010 muestra que el saldo de las operaciones financieras netas del sector de sociedades fue positivo, por primera vez desde 1998, representando, en términos acumulados de doce meses, un valor equivalente al 0,9% del PIB, frente al -0,7% registrado en diciembre. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que se define como la diferencia entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también pasó a ser positivo, situándose, en términos acumulados anuales, en el 1,2% del PIB, frente al -0,7% del trimestre precedente.

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional de los excedentes empresariales, correspondientes al primer trimestre de 2010, muestran que estos continuaron con la pauta descendente de los meses anteriores, en términos interanuales. Esta reducción de los ingresos llevó a que, a pesar de la contracción de los pasivos, la ratio de endeudamiento de las sociedades apenas variara (véase gráfico 25). No obstante, el retroceso en el coste medio de la deuda en balance se volvió a reflejar en una caída de la ratio de carga financiera.

La información de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela una pauta diferenciada, durante los primeros meses de 2010, entre los grandes grupos y el resto de compañías, habiéndose apreciado una evolución más favorable de los beneficios para el primer tipo de compañías. El mejor comportamiento de estas seguramente está ligado al hecho de que la diversificación geográfica de su actividad les ha permitido compensar el impacto negativo del débil crecimiento de la economía española. El distinto comportamiento de los excedentes empresariales también condicionó el curso de las ratios de endeudamiento (que se elevaron en mayor medida para las empresas con menor presencia internacional) y de carga financiera (que repuntaron en estas últimas). Como efecto conjunto de estos desarrollos, volvieron a incrementarse los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, tras el descenso registrado en el cuarto trimestre de 2009. No obstante, entre abril y junio los analistas han revisado al alza sus expectativas con respecto a la evolución de los beneficios de las compañías cotizadas, siendo especialmente acusados los cambios en las de corto plazo, de modo que la tasa de avance ha vuelto a situarse en valores positivos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó elevándose durante los primeros meses de 2010, alcanzando en marzo el 6,8%, 0,6 pp más que al cierre de 2009. Este incremento se explica principalmente por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 9,6% al 10,6%, mientras que en el resto de ramas el avance ha sido de tres décimas, hasta situarse en el 3,7%.

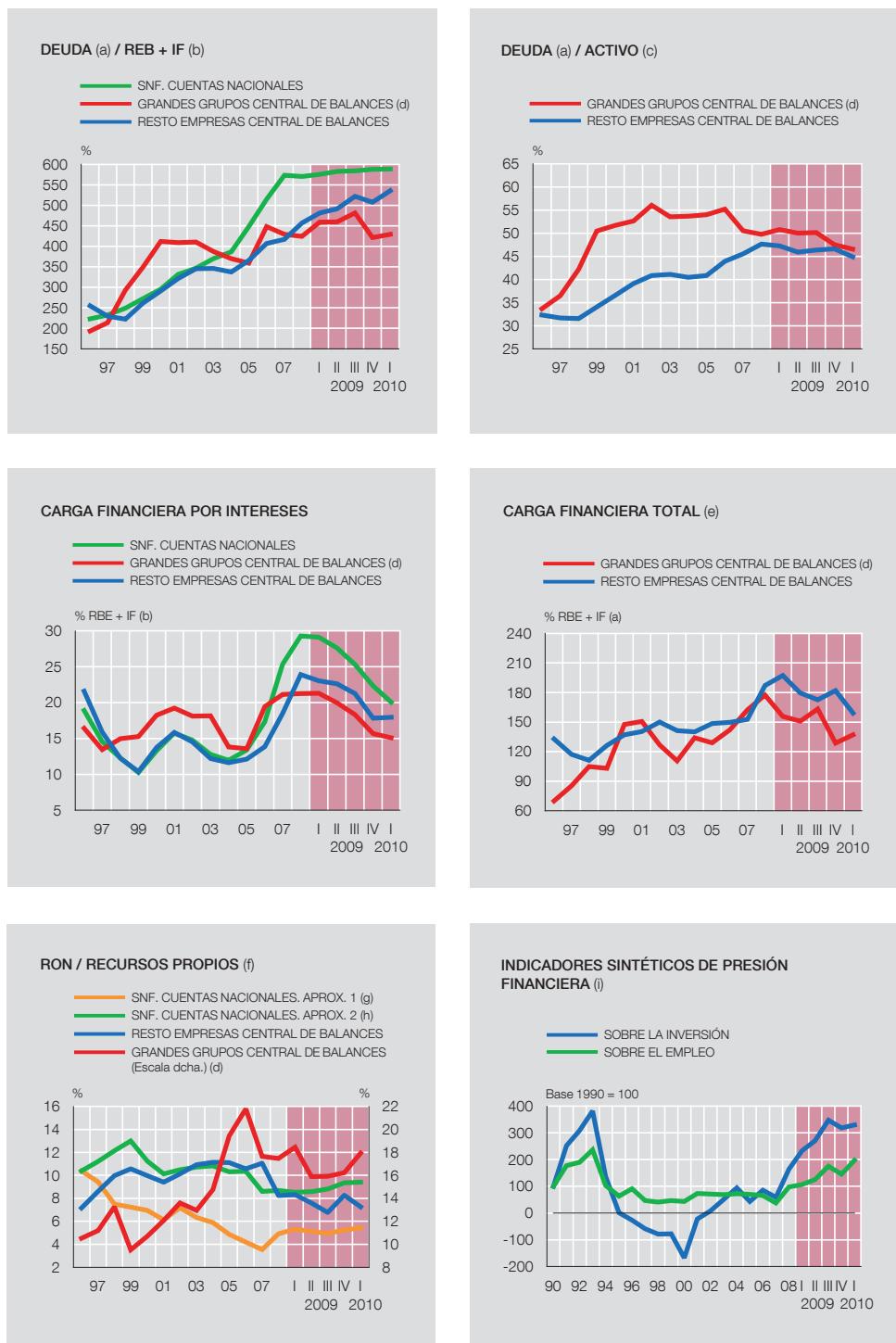
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron creciendo durante el primer trimestre de 2010, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 11,8% del PIB, 0,6 pp más que al cierre del ejercicio anterior (véase cuadro 6).

La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en el primer trimestre de 2010, en términos acumulados anuales, un volumen neto de fondos equivalente al 11% del PIB (véase gráfico 27). El grueso de estas colocaciones se materializó en valores con vencimiento superior al año, mientras que volvió a reducirse el peso relativo de las de corto plazo. Los recursos obtenidos mediante préstamos siguieron suponiendo un importe modesto,

**INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

GRÁFICO 25

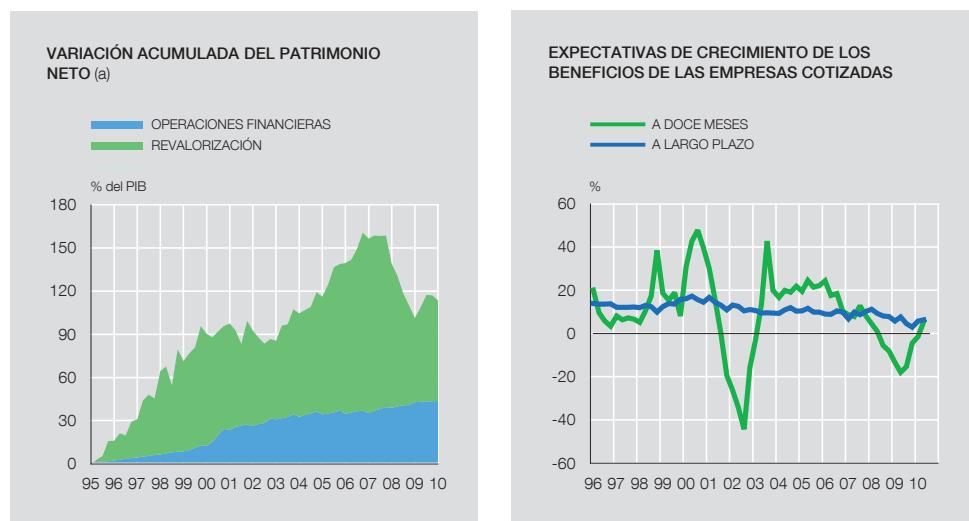


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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, Iberdirola, 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 CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

## OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 26

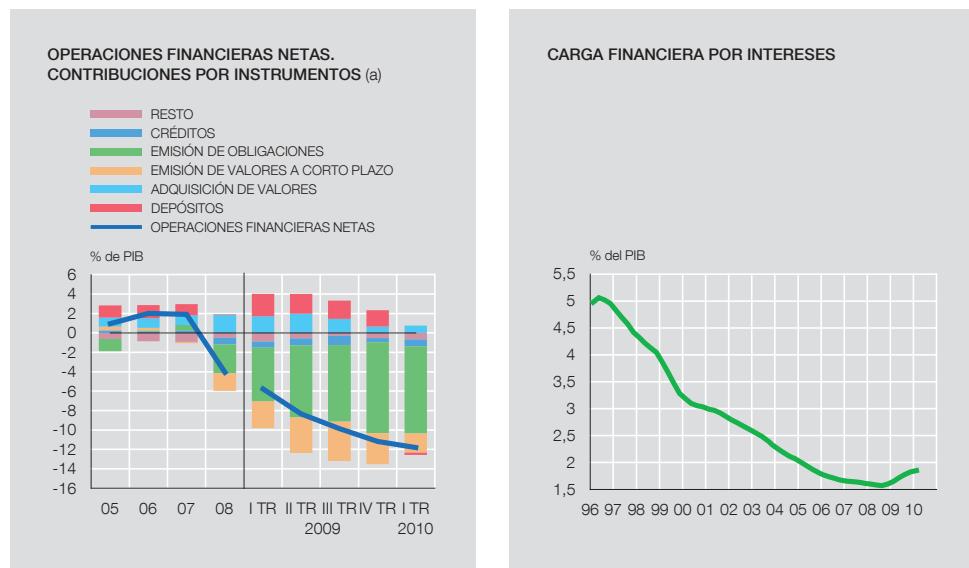


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

## ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 27



FUENTE: Banco de España.

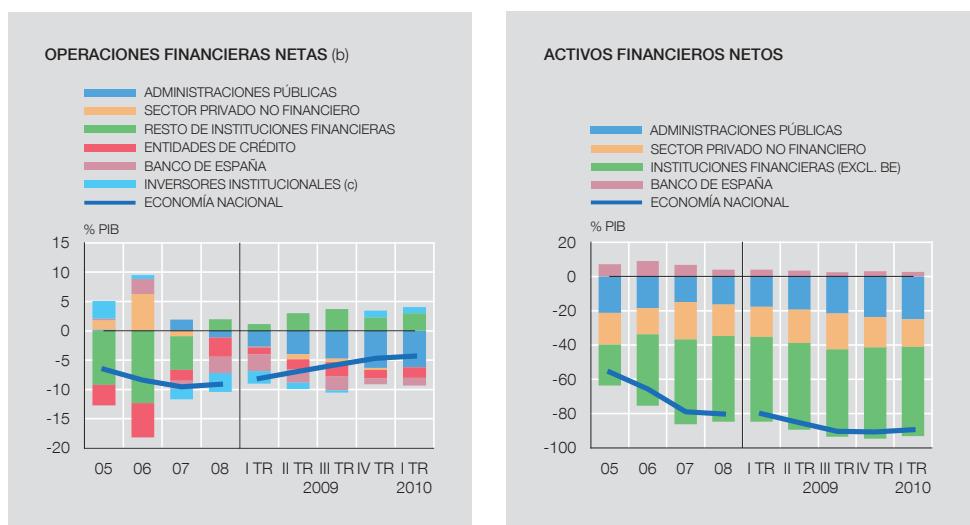
a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

situándose en esta ocasión en torno al 0,7% del PIB. Por la parte del activo es reseñable el valor negativo de los flujos de depósitos, lo que contrasta con el aumento del saldo materializado en estos instrumentos en los trimestres precedentes.

A pesar de la moderación en la tasa de crecimiento del endeudamiento de las AAPP, esta sigue siendo elevada (20% en mayo), lo que, unido al escaso dinamismo del producto, se ha traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre PIB, que se situaba en marzo en torno al 55%, 2 pp más que en diciembre de 2009. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha permitido atenuar el aumento de la carga

**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.

financiera asociada a estos pasivos, que en marzo se encontraba en torno al 1,9% del PIB.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2010 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 4,3% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp por debajo de la cifra de diciembre de 2009 y 4,8 pp menos que al cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia del aumento de la capacidad de financiación del sector privado no financiero, que fue compensado parcialmente por el incremento del déficit de las AAPP y, en menor medida, por el descenso del ahorro de las instituciones financieras.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente a los no residentes muestra que durante el primer trimestre de 2010 las entradas netas de capital continuaron canalizándose preferentemente a través de las AAPP, representando los fondos captados del exterior por estas un 6,2% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Los pasivos netos obtenidos por las entidades de crédito experimentaron un ligero avance, hasta situarse en torno al 1,8% del PIB. Por el contrario, los flujos netos asociados a los inversores institucionales y al resto de instituciones no financieras, que incluyen los fondos de titulización, volvieron a ser negativos. A pesar de las menores necesidades de financiación de la nación, los recursos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrirlas, de modo que, nuevamente, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 1,4% del PIB (véase gráfico 28). De acuerdo con la información incompleta del segundo trimestre procedente de la Balanza de Pagos (que cubre hasta mayo), esta tendencia se habría intensificado en los meses posteriores, en un contexto en el que los distintos sectores de la economía experimentaron mayores dificultades de acceso a la financiación en el resto del mundo.

	% del PIB					
	2006	2007	2008	2009	2010	
			III TR	IV TR	I TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-5,8	-4,7	-4,3
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,1	14,8	2,5	-2,5	0,3	0,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-5,9	-1,8	-1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-5,6	-1,7	-1,6
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,5	0,0	-0,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,5	1,3	0,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,7	0,0	-1,3	-1,3	-0,5	-0,1
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	2,1	1,5	1,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,1	1,1	0,0	0,1
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	-0,1	0,3	0,8
Préstamos	2,1	1,2	0,8	0,4	0,2	0,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,5	24,3	11,6	3,2	5,0	4,4
Depósitos	0,3	7,3	9,0	1,5	0,9	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	-0,2	0,7	-0,6
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	-1,2	3,8	3,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	3,3	5,1	5,5
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	-0,6	1,1	0,9
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-3,7	-2,4	-3,0
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	1,7	0,9	1,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,5	0,1	0,6
Préstamos	3,5	3,1	2,7	2,1	0,3	-0,4
Otros neto (c)	-0,4	0,3	0,4	-1,2	-1,3	-1,3
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	2,4	0,6	-0,9
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	2,0	0,5	0,8

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.

La información sobre los flujos financieros frente al exterior durante el primer trimestre de 2010 muestra un descenso de los volúmenes tanto de activo como de pasivo (véase cuadro 8). Así, en términos acumulados de doce meses, las entradas de capital alcanzaron un importe equivalente al 4,4% del PIB, frente al 5% de tres meses antes. Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de las adquisiciones de los no residentes de valores de renta fija, que pasaron a representar el 3,3% del PIB. Estas operaciones se volvieron a concentrar en los títulos emitidos por las AAPP, cuyo flujo alcanzó el 5,5% del PIB. Las compras netas de los extranjeros en deuda de las entidades de crédito también fueron positivas, mientras que los no residentes realizaron desinversiones en los títulos emitidos por el resto de sectores. La inversión directa del exterior en España se situó en el 0,8% del PIB (0,3 pp más que en diciembre de 2009).

Por su parte, las salidas de capital representaron en el primer trimestre de 2010, en términos acumulados de doce meses, un 0,1% del PIB, 0,2 pp menos que en diciembre de 2009. Por instrumentos, cabe destacar de nuevo la disminución del saldo de préstamos concedidos en el mercado interbancario a entidades extranjeras, patrón que también se observó en la financiación captada por estos intermediarios en el resto del mundo. Por su parte, las adquisiciones netas de valores de renta fija fueron ligeramente negativas, al tiempo que las de acciones y otras participaciones se redujeron en 0,2 pp (hasta el 1,3% del PIB). La contracción de la inversión directa de España en el exterior fue más pronunciada, registrando un valor negativo (-0,9% del PIB) por vez primera en la serie histórica que comienza en 1990.

Como consecuencia 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 equivalía al 89% del PIB en marzo de 2010, algo más de 1 pp por debajo del registro de diciembre (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, esta evolución fue el resultado, fundamentalmente, del descenso del saldo deudor frente a los no residentes de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y del sector privado no financiero, que solo fue compensado en parte por el aumento de los pasivos netos de las AAPP (en 1,3 pp) y por la ligera reducción (0,2 pp) de la posición acreedora del Banco de España.

30.7.2010.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: JULIO 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 julio 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 de crédito en el segundo trimestre de 2010, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. En esta ocasión, se mantienen las preguntas ad hoc recogidas en el cuestionario anterior, las cuales hacen referencia a los cambios en la situación de los mercados mayoristas de financiación y a su impacto sobre el coste de los fondos propios y sobre la disposición de las entidades a conceder nuevos préstamos.

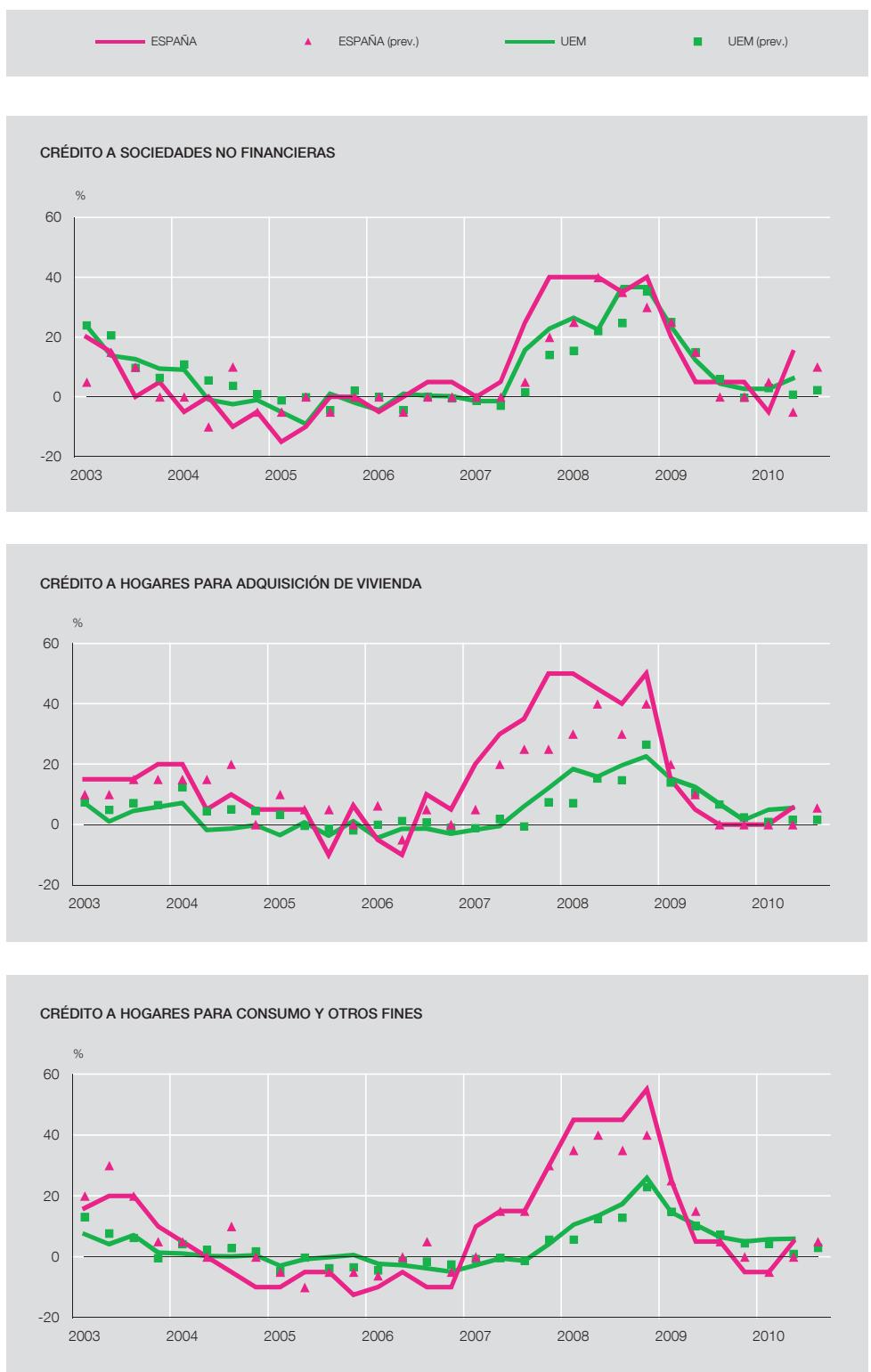
De acuerdo con las respuestas recibidas, en el segundo trimestre de 2010 se observó un tono algo más restrictivo en la oferta de préstamos en España, que contrasta con la estabilidad de la misma anticipada por las entidades en la Encuesta de abril y con la ligera relajación del período anterior. Así, los criterios para la aprobación de nuevos créditos experimentaron un cierto endurecimiento, que fue mayor en el caso de las sociedades no financieras, tras varios trimestres en los que apenas habían variado o incluso se habían suavizado ligeramente (véase gráfico 1). El principal factor explicativo de esta evolución fue el deterioro de las condiciones de acceso a la financiación por parte de las entidades, en un contexto de nuevas turbulencias en los mercados financieros vinculadas a la crisis fiscal griega. Dado que estas tensiones revistieron mayor intensidad en España que en el promedio del área del euro, el cambio en la oferta de fondos resultó más marcado en nuestro país que en la UEM. En esta última área, los criterios para la concesión de nuevos créditos a las familias se endurecieron en línea con lo sucedido el trimestre anterior y los relativos a las operaciones con las sociedades lo hicieron algo más, pero, en cualquier caso, significativamente menos que en nuestro país. Las previsiones de las entidades encuestadas para los meses de julio a septiembre apuntan a un cierto tensionamiento adicional de la oferta en España en todos los segmentos, mientras que en la UEM no se anticipan cambios importantes.

La demanda de crédito de las sociedades españolas se habría mantenido estable por tercer trimestre consecutivo, en línea con lo esperado tres meses atrás, mientras que habrían aumentado las solicitudes de préstamos de las familias para adquisición de inmuebles por primera vez desde mediados de 2006, al tiempo que se habrían mantenido inalteradas las realizadas para financiar consumo y otros fines después de tres años de retrocesos ininterrumpidos (véase gráfico 2). La misma evolución se observa en la UEM, donde las peticiones de fondos de empresas y hogares para consumo y otros fines dejaron prácticamente de caer por primera vez desde finales de 2007. De cara al tercer trimestre, los encuestados en una y otra área esperaban un patrón heterogéneo en las peticiones de préstamos: ascenso en las procedentes de empresas, estabilidad en las realizadas por los hogares para la compra de viviendas y contracción en las destinadas a consumo y otros fines, aunque muy marginalmente en el caso de la UEM. La dispersión en las respuestas de las instituciones españolas fue, en general, pequeña (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 J. Martínez y L. Á. 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



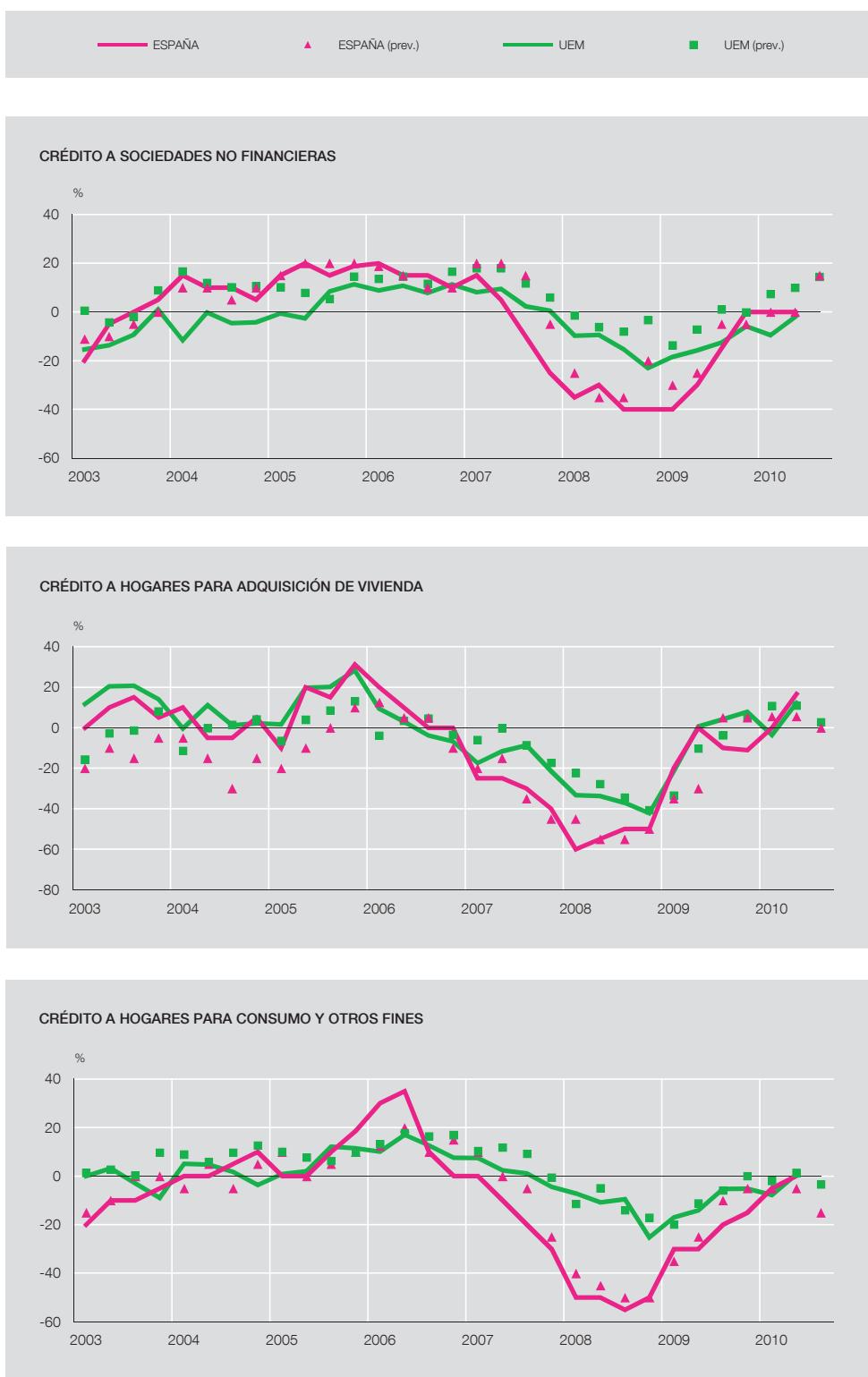
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios  $\times 1 + \%$  de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han relajado en cierta medida los criterios  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han relajado considerablemente los criterios  $\times 1$ .

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



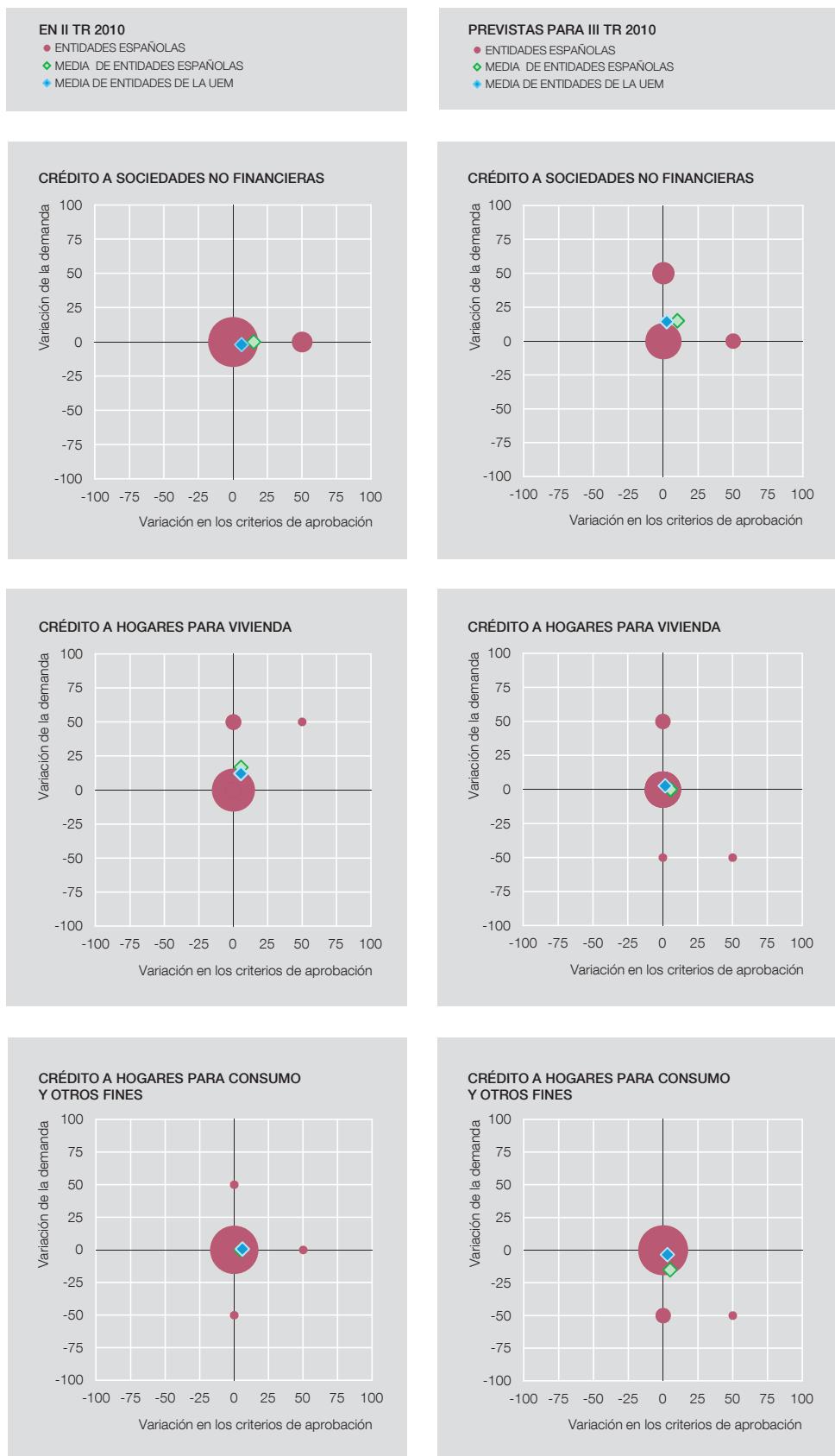
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

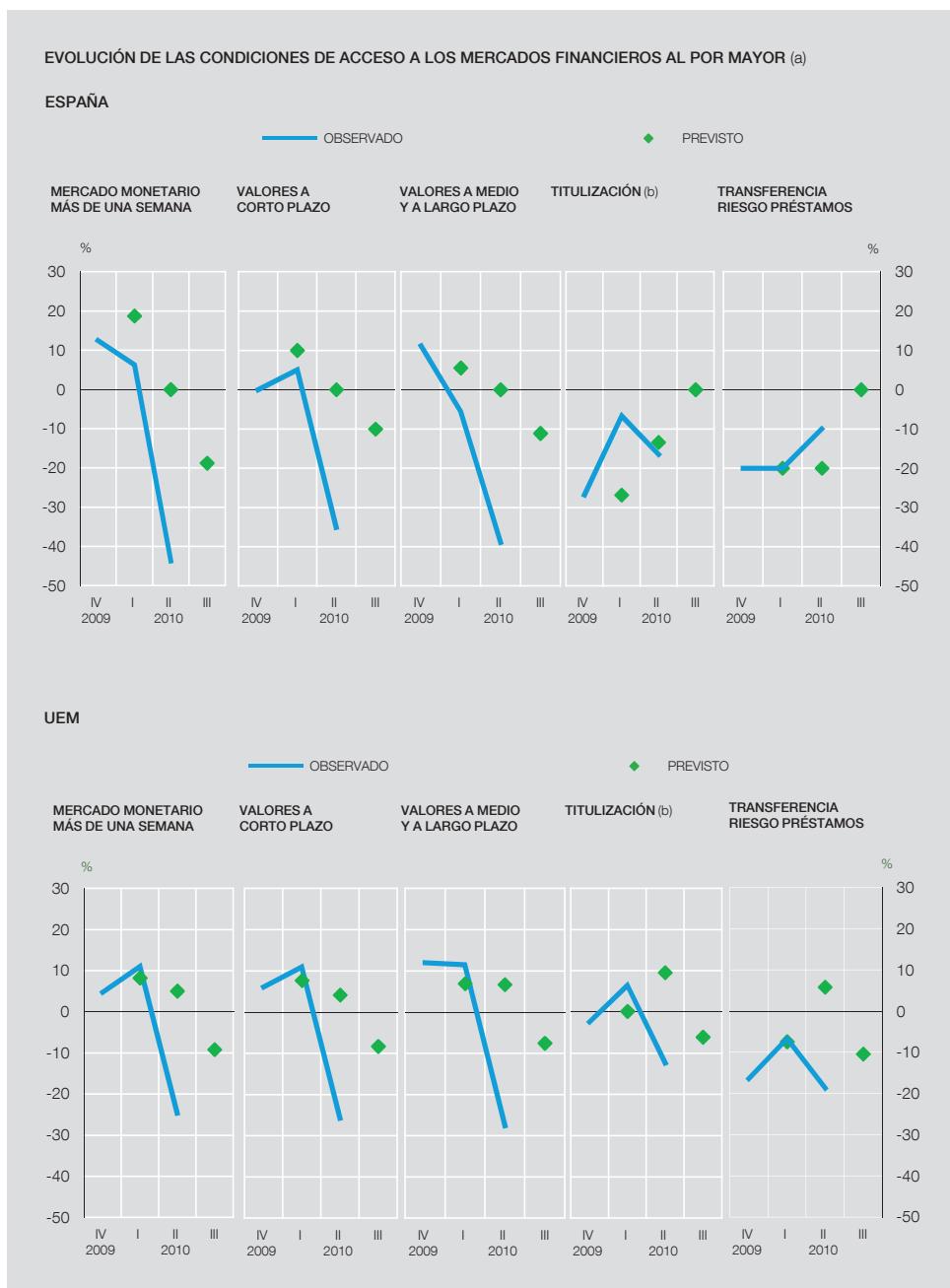


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.  
PRINCIPALES RESULTADOS: PREGUNTAS AD HOC**

GRÁFICO 4



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que han apreciado una mejora en su acceso al mercado  $\times 1 + \%$  de entidades que han apreciado cierta mejora  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han apreciado cierta empeoramiento  $\times 1/2 - \%$  de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable  $\times 1$ .

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

Uno de los aspectos más destacables del último trimestre fue el importante deterioro de las condiciones de acceso a la financiación mayorista detectado por las entidades encuestadas (véase gráfico 4). Dicho deterioro fue particularmente notable en los mercados interbancarios y de valores de renta fija, y algo más acusado en nuestro país que en la UEM.

En el cuadro 1, que muestra con mayor detalle las respuestas al cuestionario regular, puede verse cómo el endurecimiento observado en los criterios de aprobación de nuevos créditos a sociedades en España se produjo con independencia del plazo de la operación

	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 SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>RESULTADOS GENERALES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación):											
En general	0	3	7	0	0	0	30	15	24	-5	6
Préstamos a corto plazo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	-5	4
Préstamos a largo plazo	0	3	6	0	0	1	33	17	25	-6	8
FACTORES DE OFERTA:											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	2	8	0	0	0	20	10	21	0	6
Situación de liquidez de la entidad	0	2	8	0	0	0	20	10	21	0	4
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	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	2	8	0	0	0	20	10	21	-5	3
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	6
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	-5	4
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	0	30	15	24	0	0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	10	12
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	3
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
PREVISIONES DE OFERTA:											
En general	0	2	8	0	0	0	20	10	21	-5	2
Préstamos a corto plazo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	-5	2
Préstamos a largo plazo	0	4	5	0	0	1	44	22	26	-6	6
DEMANDA:											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Préstamos a largo plazo	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-11	0
FACTORES DE DEMANDA:											
Inversiones en capital fijo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-10	-13
Existencias y capital circulante	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	4
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-11	-5
Reestructuración de la deuda	0	0	6	4	0	0	40	20	26	25	13
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	-1
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	-1
Emisión de valores de renta fija	0	0	9	1	0	0	10	5	16	-5	-3
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	5	-1
PREVISIONES DE DEMANDA:											
En general	0	0	7	3	0	0	30	15	24	0	14
Préstamos a corto plazo	0	0	8	2	0	0	20	10	21	0	15
Préstamos a largo plazo	0	1	6	2	0	1	11	6	30	-11	9

**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS**  
Resultados detallados de las entidades españolas. Julio de 2010 (cont.)

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación):</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	-5	7
<b>FACTORES DE OFERTA:</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	3	7	0	0	0	30	15	24	0	6
Situación de liquidez de la entidad	0	3	7	0	0	0	30	15	24	0	3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	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	2	8	0	0	0	20	10	21	-5	6
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	7
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	-5	5
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	4	6	0	0	0	40	20	26	0	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	5	0	0	0	50	25	26	10	14
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	4
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
<b>PREVISIÓN DE OFERTA:</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	2	8	0	0	0	20	10	21	-5	3
<b>DEMANDA:</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	-3
<b>PREVISIÓN DE DEMANDA:</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	6	4	0	0	40	20	26	0	18
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.</b>											
<b>GRANDES EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación):</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	3	6	0	0	1	33	17	25	-6	6
<b>FACTORES DE OFERTA:</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	3	6	0	0	1	33	17	25	0	6
Situación de liquidez de la entidad	0	3	6	0	0	1	33	17	25	0	5
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	0
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	2	7	0	0	1	22	11	22	-6	2
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	2	7	0	0	1	22	11	22	0	5
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	-6	2
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	1	1	7	0	0	1	22	17	35	0	1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	5	3	0	0	1	67	39	33	22	14
Gastos, excluidos intereses	1	0	8	0	0	1	11	11	33	0	3
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	1	0	8	0	0	1	11	11	33	0	4
Garantías requeridas	1	1	7	0	0	1	22	17	35	0	6
Compromisos asociados al préstamo	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	2
Plazo de vencimiento	0	2	7	0	0	1	22	11	22	6	5
<b>PREVISIÓN DE OFERTA:</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	3	6	0	0	1	33	17	25	-6	4
<b>DEMANDA:</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	2	6	1	0	1	-11	-6	30	-6	-7
<b>PREVISIÓN DE DEMANDA:</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	6	2	0	1	11	6	30	-6	9

	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	1	8	0	0	1	11	6	17	0	5
<b>FACTORES DE OFERTA:</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	3
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	5
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	3
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS:</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	22	11	22	0	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	6	0	0	1	33	17	25	17	7
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	4
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	2
<b>DEMANDA</b>											
FACTORES DE DEMANDA:	0	0	6	3	0	1	33	17	25	0	12
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	1	6	2	0	1	11	6	30	-6	4
Confianza de los consumidores	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-11	-4
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Ahorro de las familias	0	0	8	1	0	1	11	6	17	0	1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	5	2	0	1	0	0	35	6	3
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	9	0	0	0	10	5	16	-5	6
<b>FACTORES DE OFERTA:</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	3
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	5
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	7
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	2	8	0	0	0	20	10	21	5	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	6
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	3
<b>DEMANDA</b>											
FACTORES DE DEMANDA:	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-5	1
Gasto en bienes de consumo duradero, como automóviles, mobiliario, etc.	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	1
Confianza de los consumidores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-10	-5
Adquisición de valores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-1
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-5	-3

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 que 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.

y del tamaño del prestatario, siendo el ritmo de contracción similar en todos los casos. Este resultado se explicaría por el deterioro en el acceso a la financiación en los mercados y en la posición de liquidez de las entidades —factores ambos que habían ejercido un efecto favorable o nulo sobre la oferta de préstamos en los cuatro trimestres precedentes—, por el empeoramiento de las expectativas sobre la actividad económica y sobre las perspectivas específicas de los distintos sectores y por el aumento de los riesgos inherentes a las garantías solicitadas. En este contexto, las condiciones de los préstamos se hicieron menos favorables, destacando sobre todo la ampliación de los márgenes y, en particular, los aplicados a las operaciones más arriesgadas. En este último caso, el ascenso fue más destacado en las operaciones con las grandes empresas. En la UEM se observa también un cierto efecto negativo sobre la oferta de los factores ligados a la posición de liquidez y de las condiciones de acceso a los mercados, que se une al impacto ligeramente contractivo que ya venían mostrando los relativos a los riesgos percibidos. En cualquier caso, el grado de endurecimiento de los criterios es mucho menor que en nuestro país y las variaciones con respecto a las tendencias registradas en el trimestre anterior son relativamente pequeñas.

La demanda global de crédito para el conjunto de las sociedades en España no mostró variaciones significativas, al igual que en los dos trimestres anteriores, si bien disminuyó ligeramente la relativa a préstamos a largo plazo. El desglose de la evolución de las peticiones de fondos por tamaño del prestatario también muestra leves descensos en las procedentes tanto de pymes como de grandes compañías. De nuevo, la estabilidad en las solicitudes de las empresas se habría debido al descenso de las destinadas a financiar inversiones (en capital fijo, existencias y capital circulante) y operaciones de fusión y adquisición, lo que se habría visto compensado por el incremento de las realizadas para abordar reestructuraciones de la deuda y en esta ocasión también por las mayores necesidades asociadas a las dificultades en la emisión de valores de renta fija. En el área del euro, la demanda se redujo muy ligeramente, después de más de dos años de descensos continuados.

En el segmento de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda se produjo un leve endurecimiento de los criterios de concesión, tras tres trimestres en los que estos habían permanecido estables. Dicha evolución vendría explicada por el impacto negativo asociado al incremento del coste de financiación y a la menor disponibilidad de fondos por parte de las entidades. Asimismo, se observó un aumento de los márgenes aplicados, especialmente en las operaciones de mayor riesgo. En la UEM, los criterios y las condiciones de oferta tendieron a hacerse también ligeramente más restrictivos, aunque ello no supuso ningún cambio con respecto a lo ocurrido tres meses atrás. Por su parte, la demanda de este tipo de financiación se incrementó en ambas áreas geográficas, lo que, en nuestro país, supuso el primer ascenso desde 2006 y, en el área del euro, la vuelta a las tasas positivas de avance registradas en la segunda mitad de 2009, después de un primer trimestre del año con variación negativa. En ambas áreas, los cambios habrían sido el resultado del menor ahorro de las familias y de la mejora en las perspectivas sobre el mercado de la vivienda, que habrían contrarrestado el deterioro observado en la confianza de los consumidores.

En el caso de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines en España, el mencionado ascenso de los costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos por parte de las entidades, durante el segundo trimestre, propició igualmente un leve endurecimiento de los criterios de aprobación, quebrándose así la ligera tendencia a la relajación de los mismos registrada en los seis meses precedentes. Los restantes factores explicativos recogidos en la Encuesta no ejercieron ningún efecto. En este contexto, las entidades volvieron a ampliar los márgenes aplicados a los créditos concedidos, especialmente a los más arriesgados, y a

## 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. Julio de 2010

CUADRO 2

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NA	Porcentaje neto (b)	En t	En t-1	UEM en t
<b>CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR.</b>										
<b>ÚLTIMOS TRES MESES:</b>										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	7	1	0	0	2	-88	-44	13	-15
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	7	1	0	0	2	-88	-44	6	-25
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	5	4	0	0	0	-60	-35	5	-26
Valores distintos de acciones a medio y a largo plazo	0	7	2	0	0	1	-78	-39	-6	-28
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	3	3	1	0	3	-29	-14	-7	-11
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	4	3	1	0	2	-38	-19	-6	-14
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	4	0	0	5	-20	-10	-20	-19
<b>CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR.</b>										
<b>PRÓXIMOS TRES MESES:</b>										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	3	5	0	0	2	-38	-19	6	-6
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	3	5	0	0	2	-38	-19	0	-9
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	0	-8
Valores distintos de acciones a medio y a largo plazo	0	2	7	0	0	1	-22	-11	0	-8
Titulización de préstamos a empresas (d)	0	1	5	1	0	3	0	0	-14	-5
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	0	1	6	1	0	2	0	0	-13	-8
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	0	5	0	0	5	0	0	-20	-10
<b>INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS.</b>										
<b>ÚLTIMOS TRES MESES:</b>										
Influencia en el coste de los fondos propios	1	6	3				70	40	45	39
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4				60	30	25	25
<b>INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS.</b>										
<b>PRÓXIMOS TRES MESES:</b>										
Influencia en el coste de los fondos propios	1	6	3				70	40	45	39
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	6	4				60	30	25	24

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. 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.

b. 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.

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

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

elevar las garantías requeridas. En el área del euro, los criterios de aprobación y las condiciones de concesión continuaron haciéndose ligeramente más restrictivos, sin cambios apreciables en las tendencias con respecto al trimestre anterior. La demanda, por su parte, se estabilizó en ambas áreas geográficas, después de haber estado disminuyendo de forma continuada desde mediados de 2007, si bien los encuestados anticipaban nuevos descensos entre julio y septiembre. De acuerdo con las contestaciones al cuestionario, la estabilización en el volumen de solicitudes se debió al efecto contrapuesto de un nuevo retroceso en la

confianza de los consumidores, aunque menor que tres meses antes, y de unas mayores peticiones realizadas para financiar el gasto en bienes duraderos.

Las contestaciones a las preguntas ad hoc (véase cuadro 2) ponen de manifiesto el marcado deterioro de las condiciones de acceso a las fuentes de financiación al por mayor, lo que resulta coherente con las turbulencias registradas en los mercados financieros durante el segundo trimestre, a raíz de la crisis de las finanzas públicas griegas y los problemas de confianza a los que se enfrentaron algunos países. Este patrón fue generalizado por activos, si bien revistió mayor intensidad en los mercados interbancarios y de valores de renta fija, que son los que habían mostrado un comportamiento favorable en trimestres precedentes (véase gráfico 4). De acuerdo con las instituciones encuestadas, la evolución fue más negativa en España que en la UEM, siendo esta diferencia particularmente significativa en las operaciones interbancarias. Para los siguientes tres meses las entidades esperaban, en general, deterioros adicionales, aunque más moderados que los registrados entre abril y junio. A pesar de estos resultados y del papel que han desempeñado los factores ligados al coste de financiación y disponibilidad de fondos en el endurecimiento de las condiciones de oferta reportado por las entidades en el segundo trimestre, las contestaciones a la segunda de las preguntas ad hoc, tanto en nuestro país como en el área del euro, indican que esta situación habría tenido un efecto sobre la disposición a conceder nuevos préstamos similar al registrado en la Encuesta pasada.

Finalmente, para el trimestre en curso, las entidades españolas preveían nuevos endurecimientos en la oferta de préstamos al sector privado no financiero, que volverían a ser más apreciables en los concedidos a las sociedades y, dentro de estos últimos, en los otorgados a grandes empresas y en las operaciones a largo plazo. En cambio, en la UEM los encuestados esperaban tan solo pequeñas variaciones en los criterios de aprobación. La demanda de crédito de las empresas —segmento en el que la evolución de los saldos vivos muestra un menor dinamismo— se incrementaría en ambas áreas geográficas, especialmente en las pymes. Por el contrario, las familias —cuyo crédito crece a tasas reducidas, pero positivas— mantendrían sus solicitudes de fondos para adquisición de viviendas prácticamente sin cambios y reducirían las destinadas a consumo y otros fines. Este descenso sería más acusado en España que en el área del euro.

23.7.2010.

LA INNOVACIÓN EN ESPAÑA: EL PAPEL DE LA DIFUSIÓN TECNOLÓGICA  
Y LA CAPACIDAD DE ABSORCIÓN DE LAS EMPRESAS

## **La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas**

Este artículo ha sido elaborado por Paloma López García y José Manuel Montero, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción<sup>1</sup>**

El análisis de los determinantes de las decisiones de innovación de las empresas ha acaparado la atención de la literatura en los últimos treinta años debido a la importancia de esta variable como motor del crecimiento económico y del bienestar. En el caso español, este análisis es particularmente relevante, dado el papel que la economía del conocimiento y la innovación podría desempeñar en el necesario cambio en el modelo productivo, de modo que permita incrementar el peso de las actividades de alto valor añadido y productividad.

En los últimos años, en España se ha realizado un esfuerzo para aumentar el gasto en investigación, desarrollo tecnológico e innovación ( $I + D + i$ ), actividades responsables de la generación de conocimiento en una economía, de forma que en 2008 se cerró la brecha existente con Europa en términos de gasto público en  $I + D$  (véase gráfico 1). No obstante, ese mismo año, en nuestro país el gasto del sector privado en  $I + D$  no llegaba al 60% del realizado en los principales países europeos, de modo que el gasto total en estas actividades seguía equivaliendo al 67% del observado en esas mismas economías.

Los efectos negativos de esta reducida inversión privada en  $I + D$  en España podrían surgir no solo de una menor producción de innovaciones, sino también del hecho de que las empresas que no realizan actividades propias de  $I + D$  tienen, de acuerdo con la evidencia disponible, mayores dificultades para entender, asimilar y sacar provecho de la investigación realizada por otros agentes, singularmente por el sector público. En este sentido, parte del esfuerzo inversor realizado por el sector público español durante los últimos años podría estar teniendo un impacto menor de lo esperado por la incapacidad de las empresas españolas de absorber e incorporar a su proceso productivo el conocimiento generado. Además, la capacidad de absorción de las empresas podría estar relacionada con factores vinculados con su capital humano, como el nivel educativo del personal, la provisión de formación dentro de la empresa o la tasa de temporalidad, aspectos en los que las empresas españolas presentan, en general, brechas negativas respecto a sus competidoras europeas.

Con el objetivo de profundizar en estas cuestiones, en este artículo se analizan empíricamente los determinantes de las decisiones de innovación de las empresas españolas. El resto del artículo se estructura de la siguiente forma. La segunda sección profundiza en los conceptos de difusión tecnológica (*spillovers*, en inglés) y capacidad de absorción de las empresas, así como en sus determinantes. La sección tercera muestra la especificación empírica y los datos empleados en el estudio empírico realizado para España sobre los determinantes de las decisiones de innovación, con especial atención en el papel de los *spillovers* y en la capacidad de asimilación tecnológica. La siguiente sección presenta los principales resultados de dicho ejercicio y, por último, la quinta sección concluye y avanza algunas implicaciones de política económica.

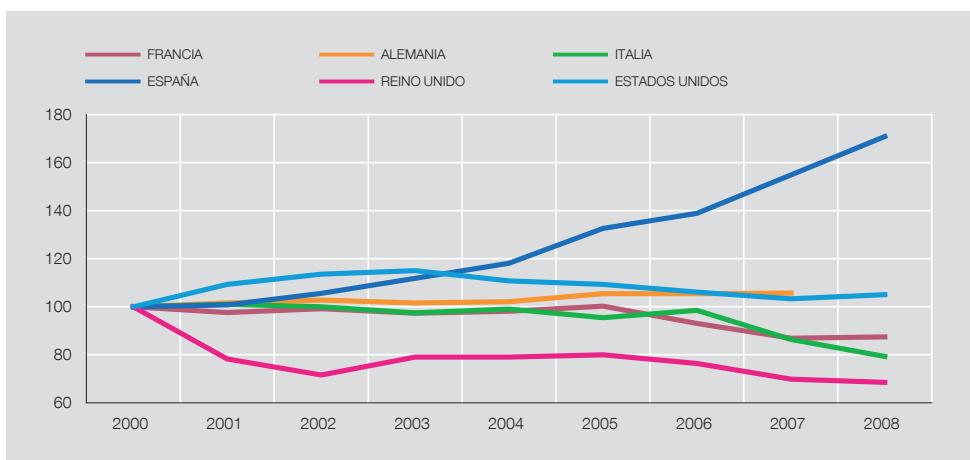
### **Revisión de la literatura: difusión tecnológica y capacidad de absorción**

De acuerdo con la teoría económica, la cantidad de conocimiento «consumida» por una empresa no disminuye la cuantía disponible para el resto de las empresas (bien no rival). Además, en principio, no se puede excluir a ninguna empresa de acceder a dicho conocimiento a un

<sup>1</sup>. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo del Banco de España n.º 1015, titulado *Understanding the Spanish Business Innovation Gap: The Role of Spillovers and Firms' Absorptive Capacity*.

**GASTO EN I + D (EN % DEL PIB) DEL SECTOR PÚBLICO EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS**  
**Período 2000-2008. Año 2000 = 100**

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de la OCDE.

coste razonable (consumo no-excluyente). Estas características hacen que, sin la intervención del sector público, el conocimiento se pueda difundir rápidamente, lo que desde un punto de vista social es positivo. Sin embargo, esta rápida difusión da lugar a que los beneficios de la inversión inicial se dispersen y favorezcan a posibles competidores, mientras que los costes son asumidos en exclusividad por la empresa que ha generado ese conocimiento. Esto puede resultar en una disminución de los incentivos de las empresas a invertir en I + D + i y es el argumento principal que justifica la intervención pública, bien a través de las leyes de protección intelectual—que incrementen la exclusividad de una idea—, bien mediante subvenciones o deducciones fiscales a la inversión en investigación —que mejoren ex ante la rentabilidad privada de la innovación—.

Los argumentos anteriores parten de la base de que todas las empresas tienen la misma capacidad para entender, asimilar y aprovechar, incorporándola a su propio proceso productivo, la generación ajena de conocimiento, lo que se conoce como «capacidad de absorción» [Cohen y Levinthal (1989)]. Sin embargo, existe evidencia de que esta capacidad de absorción depende, entre otros factores, del conocimiento y comprensión que la empresa tenga de la tecnología en cuestión, siendo mayor en empresas que, a su vez, realizan actividades propias de investigación, es decir, invierten en I + D + i. Jaffe (1986), por ejemplo, muestra que, aunque la inversión en I + D de otras empresas tiene un efecto importante sobre el número de patentes de una empresa en particular, ese efecto es mayor para las empresas con una mayor inversión propia en investigación y desarrollo<sup>2</sup>.

Además, el conocimiento y comprensión de una tecnología determinada no depende exclusivamente del propio esfuerzo investigador. A nivel macroeconómico se ha demostrado que la capacidad de absorción de la tecnología generada por el «líder» tecnológico (difusión internacional de tecnología) depende del propio esfuerzo investigador de cada país, pero también de la calidad de su capital humano<sup>3</sup>. El fundamento teórico de esta relación se basa en que una parte sustancial del conocimiento generado en una empresa descansa en la experiencia técnica y en el *know-how* de sus empleados, de forma que es esa cualificación del personal la

2. Jaffe (1986) estima que, si todas las empresas de un sector aumentaran su inversión en I + D un 10%, el número total de patentes en el sector aumentaría un 20%, debiéndose más de la mitad de ese incremento exclusivamente al efecto de la difusión tecnológica 3. Véase, entre otros, Guellec y Van Pottelsberghe (2004).

	España	Francia	Alemania	Italia	Reino Unido	EEUU	UE 15
<b>ESFUERZO PRIVADO EMPRESARIAL EN I + D</b>							
Gasto del sector empresarial en I + D (% del PIB) (a)	0,7	1,3	1,8	0,6	1,2	2,0	1,3
Porcentaje del gasto en I + D total realizado por las empresas (a)	54,9	63,0	70,0 (b)	50,9	64,2	72,6	64,3 (b)
<b>CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO</b>							
Personal investigador en el sector empresarial (por 1.000 empleados) (a)	2,8	6,6 (b)	5,9 (b)	1,9	4,0	10,4 (b)	4,6 (b)
Población con al menos estudios secundarios (% población 25-64 años) (c)	51,0	69,6	85,3	53,3	73,4		68,3
Porcentaje de empresas que proporcionan formación a sus empleados (d)	47,0	74,0	69,0	32,0	90,0		
<b>MODALIDADES DE CONTRATACIÓN</b>							
Porcentaje de empleo temporal (e)	25,5	13,5	14,5	12,5	5,5		13,6

FUENTES: OCDE y Eurostat.

a. OECD Main Science and Technology Indicators. Datos para 2008.

b. Dato correspondiente a 2007.

c. Eurostat, *Population and social conditions. Education and training statistics*, datos para 2008.

d. Eurostat, *Population and social conditions. Education and training (continuing vocational training survey)*, los datos se refieren la encuesta de 2005.

e. Eurostat, Encuesta de la Población Activa, datos para 2009.

que determina la capacidad de la misma para comprender e incorporar el conocimiento generado por otros. Existe evidencia que sustenta esta afirmación. Por ejemplo, Bartel y Lichtenberg (1987) encuentran que los trabajadores altamente cualificados tienen una ventaja comparativa a la hora de implementar nuevas tecnologías. Por otra parte, Vinding (2006) muestra que la formación continua de los trabajadores, que favorece que sus capacidades técnicas no disminuyan con el tiempo, es un determinante fundamental de la probabilidad de una empresa para producir innovaciones, especialmente en los sectores avanzados tecnológicamente.

Pero existen también otros factores relacionados de alguna forma con el capital humano de las empresas, y que pueden ser particularmente importantes en el caso español, que se han revelado como determinantes de su comportamiento innovador. En concreto, la prevalencia de una elevada temporalidad se ha demostrado perjudicial para la innovación [Michie y Sheehan (2003)]. En efecto, la existencia de una elevada rotación del personal, en particular del personal investigador, puede ser muy costosa para la empresa innovadora por dos motivos: por una parte, puede provocar una transferencia de su conocimiento a empresas rivales y, por otra, dado que la oferta de investigadores y científicos es inelástica a corto plazo, si en el futuro se requiriera de este tipo de personal, su contratación podría implicar mayores costes salariales. Además, los trabajadores temporales tienden a recibir menos formación en la empresa y suelen estar menos motivados, lo que redundaría también en una menor propensión a la innovación.

En el cuadro 1 se presenta una selección de estadísticas que sirven para ilustrar la posición española en relación con las economías más avanzadas en las distintas dimensiones de la capacidad de absorción mencionadas con anterioridad. Como se puede apreciar, no solo existe un retraso importante en el ámbito de la inversión empresarial en I + D, sino también en

el resto de factores. Así, las empresas españolas presentan una menor proporción de investigadores que las principales economías desarrolladas, proporcionan formación a sus empleados en menor cuantía —con diferencias que en algunos casos suponen 40 puntos porcentuales— y cuentan con una mayor contratación temporal, con cifras que más que duplican las de sus economías vecinas. Finalmente, el porcentaje de población con al menos estudios secundarios es también inferior en el caso de la economía española.

### **Especificación empírica y datos**

Con el objetivo de profundizar en este análisis, a continuación se efectúa una estimación econométrica mediante un modelo probit dinámico con datos de panel utilizando la metodología propuesta por Wooldridge (2005), que trata de determinar el papel de estos factores en la decisión de innovación de las empresas españolas. La principal fuente estadística empleada en este ejercicio empírico es la Central de Balances del Banco de España<sup>4</sup>. En concreto, se utilizará un panel completo de cerca de 800 empresas para el período 2002-2007. Además, con el objeto de analizar la robustez de los resultados se usará una muestra resultante de la fusión de los datos de la Central de Balances con el PITEC, el panel de innovación tecnológica gestionado por el INE, la Fundación Española para la Ciencia y la Tecnología y la Fundación Cotec, que contiene numerosa información acerca del proceso innovador de las empresas españolas para el período 2003-2007.

La variable dependiente de este estudio es la probabilidad de que una empresa realice actividades innovadoras, que, con los datos disponibles, se aproximarán mediante la existencia de una cifra de gasto en I + D positiva. Puesto que la utilización de esta variable como aproximación a la actividad innovadora no está exenta de problemas<sup>5</sup>, los resultados obtenidos se contrastarán con los que resultan de aplicar dos aproximaciones alternativas: una variable ficticia que toma valor unitario cuando los gastos en actividades de innovación sean positivos—que es una medida más amplia que engloba al gasto de I + D, así como la adquisición de conocimiento externo a la empresa, maquinaria y equipo, formación, gastos de mercadotecnia y diseño de nuevos productos, etc.— y otra que toma valor uno cuando una empresa declara estar involucrada, en el año corriente, en un proyecto innovador que aún no ha finalizado o cuando acaba de abandonar un proyecto de este tipo. Estas dos últimas variables surgen de la combinación de los datos de la Central de Balances con el PITEC.

En cuanto a los posibles determinantes de la decisión de inversión en innovación por parte de las empresas, se trata, en primer lugar, de captar el papel que juegan la difusión tecnológica (*spillovers*) y la capacidad de absorción de las compañías. En lo que respecta a los *spillovers*, se han elaborado varias medidas de *stock* de conocimiento empleando datos agregados de gasto en I + D, tanto a nivel sectorial como territorial. Así, se ha construido una variable de *stock* de conocimiento empresarial para cada uno de los distintos sectores de actividad a nivel nacional, y también para cada comunidad autónoma, con independencia del sector de actividad<sup>6</sup>. Además, se ha calculado un *stock* de conocimiento público a nivel de comunidad autónoma. De esta forma se puede estudiar la relevancia de los *spillovers* derivados de los distintos tipos de conocimiento, cuyo efecto esperado sobre la propensión a innovar de una empresa operando en el mismo sector o región cabe esperar que sea positivo. En cuanto a la

---

4. Véase López-García y Montero (2010) para una descripción detallada de la base de datos. 5. Aunque este es el indicador empleado con más frecuencia en la literatura, no está exento de problemas. El nivel de gasto en I + D mide una parte de los recursos que se dedican a la innovación, pero no la capacidad para convertir ese esfuerzo en productos o procesos novedosos. Este éxito innovador también depende de otros factores que no se encuentran incluidos en el concepto de gasto en I + D —si bien en este trabajo se aproximan algunos de ellos—, y que pueden afectar a la eficiencia con que se emplean los recursos, como los cambios en la organización y condiciones de trabajo o la cualificación del capital humano, entre otros. 6. La literatura destaca la importancia para la difusión tecnológica del conocimiento generado por otras empresas operando en el mismo sector, independientemente de la localización de su sede social, así como del conocimiento generado por otras empresas de la misma región, independientemente de su sector de actividad.

capacidad de absorción, la literatura empírica y teórica<sup>7</sup> sugiere aproximar esta variable mediante la intensidad de las actividades de I + D realizadas por la propia empresa. En nuestro caso se mide esta capacidad de absorción como la ratio entre el gasto en I + D y las ventas totales.

Asimismo, se incluyen otros posibles determinantes de las decisiones de inversión tecnológica que, como se ha comentado en la segunda sección, pueden estar relacionadas con la capacidad de asimilar conocimiento externo por parte de la empresa. En concreto, se incluye la calidad del capital humano, aproximada mediante el porcentaje de gestores, técnicos y profesionales sobre el empleo total, cuyo impacto debería ser positivo sobre la innovación; la provisión de formación en la empresa, medida como el gasto en formación por empleado, con efecto esperado también positivo, y el grado de estabilidad en el empleo, aproximado mediante la ratio de temporalidad de la empresa, con un coeficiente esperado negativo.

Finalmente, se han incluido una serie de variables de control que potencialmente podrían afectar a la decisión de las empresas de efectuar actividades de innovación cuya definición y medición se detallan en el cuadro 2. Por una parte, se trata de recoger aquellos factores relacionados con las oportunidades económicas y tecnológicas a las que se enfrenta la empresa, tanto unas como otras relacionadas con el mercado en el que opera la empresa, como son la evolución de la demanda o las características específicas del sector de actividad. Asimismo, dado que se ha argumentado que las oportunidades tecnológicas están relacionadas con el ciclo vital del producto de la empresa, y decrecen al aumentar la edad del mismo, se ha incluido la edad de la empresa para capturar estos efectos.

Por otra parte, las condiciones de apropiabilidad de los resultados de la innovación—dependientes de la política de protección de los derechos de propiedad—son también un determinante fundamental de la decisión de innovar, aunque el signo de su impacto es ambiguo debido a que existen dos efectos contrapuestos. Por un lado, cuando la protección del conocimiento generado es alta, la empresa tiene mayores incentivos para innovar, ya que durante algún tiempo se apropiará de forma exclusiva de los beneficios de la innovación. Por otra parte, un alto grado de apropiabilidad implica que la difusión tecnológica es reducida, lo que redundaría en un menor incentivo del resto de las empresas a invertir para mejorar su capacidad de absorción. En este estudio, las condiciones de apropiabilidad se aproximarán con el número total de patentes concedidas en cada comunidad autónoma<sup>8</sup>.

Asimismo, las características del mercado, como el grado de concentración y de competencia, pueden desempeñar un papel fundamental en la decisión de innovar. El poder de mercado de la empresa ha sido considerado tradicionalmente como uno de los determinantes fundamentales de la innovación [Schumpeter (1942)], puesto que permite a las empresas evitar la imitación y, por tanto, apropiarse de los rendimientos de la innovación, al mismo tiempo que genera mayores márgenes, lo que mejora sus posibilidades de financiación. Por otra parte, se ha mostrado que la supervivencia en un mercado competitivo depende de la capacidad de la empresa para innovar. En consecuencia, numerosos estudios han encontrado una relación en forma de *u* invertida entre el grado de competencia y la innovación [Scherer (1967)]. Para tener en cuenta estos efectos, el presente trabajo empírico incluye una serie de variables relacionadas con el poder de mercado y la concentración, aunque, dado que dichas variables no resultaron significativas en la estimación, no se incluirán en las tablas de resultados mostradas en este artículo<sup>9</sup>.

---

7. Véase, por ejemplo, Griffith et ál. (2003), Jaffe (1986) o Guellec y Van Pottelsberghe (2004). 8. En este caso habría sido deseable calcular esta variable a nivel sectorial, pues existe cierto consenso acerca de que la difusión tecnológica a nivel sectorial también es importante, pero no se dispone de datos para ello. 9. Para un análisis más pormenorizado de estas variables, véase López-García y Montero (2010).

VARIABLE	DEFINICIÓN Y MEDIDA
<b>VARIABLES DEPENDIENTES</b>	
Gasto en I + D	= 1 si la empresa reporta gasto positivo en I + D en el año t. Datos de la Central de Balances (CB).
Gasto en innovación	= 1 si la empresa reporta gasto en innovación positivo en el año t. El gasto en innovación incluye el gasto en I + D, gasto de adquisición de conocimiento externo, máquinas y equipamiento, formación, gastos de mercadotecnia, diseño, etc., necesarios para la introducción de una innovación en el mercado. Datos del PITEC.
Proyecto innovador en curso o abandonado	= 1 si la empresa está involucrada o ha abandonado en t un proyecto innovador. Datos del PITEC.
<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>	
Tamaño	Número de empleados en t – 1, en logs. Datos de la CB.
Edad	Edad de la empresa en t – 1, calculada como la diferencia entre el año corriente y el año de constitución, en logs. Datos de la CB.
Crecimiento de las ventas	Tasa de crecimiento real de las ventas de la empresa en el año t – 1, deflactada con el deflactor del valor añadido. Datos de la CB y del INE.
Intensidad de capital del sector	Valor medio del activo inmovilizado por empleado en el sector en t – 1, deflactado con el deflactor del valor añadido, en logs. Datos de la CB y del INE.
Participación extranjera	= 1 si parte del capital social de la empresa pertenece a una identidad extranjera en t – 1. Datos de la CB.
Exporta	= 1 si la empresa reporta ventas en el extranjero en t – 1. Datos de la CB.
Subsidios de capital	= 1 si la empresa recibe subvenciones al capital fijo de las autoridades españolas o comunitarias en t – 1. Datos de la CB.
Concentración	Cuota de mercado del primer decil de empresas con mayores ventas en el sector en t – 1. Datos de la CB.
Cuota de mercado	% de ventas de la empresa en las ventas totales del sector en t – 1. Datos de la CB.
Penetración de las importaciones	% de las compras del sector provenientes del extranjero en t – 1. Datos de la CB.
Patentes por región	Número de patentes registradas en la comunidad autónoma en t – 1. Datos del INE.
Capital de conocimiento sectorial	Stock de conocimiento agregado generado por las empresas operando en el sector en t – 1, en logs. Datos del INE.
Capital de conocimiento público	Stock de conocimiento generado en la región por el sector público en t – 1, en logs. Datos del INE.
Capital de conocimiento regional	Stock de conocimiento agregado generado por las empresas operando en la misma comunidad autónoma en t – 1, en logs. Datos del INE.
Capital de conocimiento sectorial * capacidad de absorción	Producto del stock de conocimiento agregado sectorial y el gasto en I + D sobre ventas de la empresa en t – 1; equivalente para spillovers provenientes del stock de conocimiento empresarial regional y del sector público y para la capacidad de absorción definida como capital humano.
% empleo cualificado	% de directivos, profesionales y técnicos sobre el total de la plantilla de la empresa en t – 1. Datos de la CB.
% empleo temporal	% de personal con contrato temporal en la empresa en t – 1. Datos de la CB.
Gasto en formación por empleado	Gasto real en formación por empleado de la empresa en t – 1, deflactado con el deflactor del valor añadido. Datos de la CB y del INE.
Recursos propios	Ratio de fondos propios sobre el pasivo total de la empresa en t – 1. Datos de la CB.
% pasivos a corto plazo	Ratio de deuda a corto plazo sobre el pasivo total de la empresa en t – 1. Datos de la CB.
% pasivos bancarios	Ratio de deuda bancaria sobre el pasivo total de la empresa en t – 1. Datos de la CB.

FUENTE: Banco de España.

ESTADO INNOVADOR EN t:	ESTADO INNOVADOR EN t + 1		
	INNOVACIÓN = 0	INNOVACIÓN = 1	TOTAL
Innovación = 0	97,1	2,9	100
Innovación = 1	10,5	89,5	100
Prob. innova = {0,1}	74,9	25,1	100

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de la Central de Balances.

Un factor adicional que puede condicionar las decisiones de innovación es la situación financiera, dado que puede resultar difícil financiar estas actividades recurriendo a fuentes externas de capital, debido a la elevada incertidumbre de este tipo de proyectos en cuanto a su potencial de éxito, por la intangibilidad del conocimiento—que dificulta su uso como colateral—, o por la incierta capacidad de generar flujos de caja<sup>10</sup>. Por tanto, se considerarán algunas medidas que reflejen la posible existencia de restricciones financieras, como la ratio de fondos propios sobre pasivos, con un efecto esperado sobre la propensión a innovar positivo, o la ratio de pasivos a corto plazo sobre pasivos totales, cuyo efecto sería negativo. Asimismo, se ha incluido una variable que recoge el peso de la financiación bancaria sobre el total<sup>11</sup>.

Finalmente, se tienen en cuenta el tamaño de la empresa, aproximado mediante el número de empleados, el grado de competencia internacional, medido por la ratio de penetración de importaciones en la industria donde opera la empresa, la intensidad media de capital por empleado a nivel industrial y una serie de variables ficticias que toman valor unitario si la empresa exporta, si presenta participación extranjera en su capital, o si recibe subvenciones de capital.

### Principales resultados

Antes de presentar los principales resultados de la estimación, merece la pena destacar el hecho de que la innovación es una actividad muy persistente (véase cuadro 3, en el que se muestra la matriz de probabilidades de transición de la muestra). En concreto, la probabilidad de que una empresa que ya realizaba actividades de I + D en el período t continúe realizándolas en el período t + 1 es de casi el 90%. Asimismo, la falta de espíritu innovador también es muy persistente, como se puede apreciar en el hecho de que la probabilidad de no innovar partiendo de un estado de no innovación es del 97%. Estos resultados, junto con diversos argumentos teóricos [véase Peters (2005)], justificarían la presencia de dinámica en el modelo estimado.

En el cuadro 4 se presentan los primeros resultados, en los que se analiza el papel de los *spillovers* derivados del stock de conocimiento privado sectorial y de distintas variables de capital humano sobre la decisión de innovar. La primera columna contiene la especificación de referencia, en la que la capacidad de absorción se aproxima mediante la intensidad del gasto en I + D. En general, se confirma que la experiencia innovadora en el pasado es muy

**10.** Véase Hall (2002) para un análisis de estas cuestiones en mayor profundidad. **11.** El impacto de esta variable sobre la probabilidad de innovar es ambiguo. Por un lado, al ser intermediarios financieros más cercanos a la empresa, pueden valorar, seleccionar y supervisar mejor los proyectos de I + D que los intermediarios que operan a través de mercados financieros, como el de títulos de deuda, por lo que su impacto sobre la probabilidad de innovar sería positivo. Por otro, algunos autores argumentan que la financiación bancaria desincentiva la innovación porque los bancos no tienen suficientes conocimientos para evaluar adecuadamente dichos proyectos y tenderán a rechazar su financiación.

RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN SEGÚN LOS DISTINTOS DETERMINANTES DE LA CAPACIDAD  
DE ABSORCIÓN  
Modelo probit dinámico. Muestra 2003-2007

CUADRO 4

VARIABLE DEPENDIENTE:	VARIABLES QUE APROXIMAN LA CAPACIDAD DE ABSORCIÓN			
	I + D / Ventas	% empleo cualificado	% empleo temporal	Gasto de formación por empleado
(Gasto I + D > 0) = 1				
<b>DINÁMICA:</b>				
Innovación t – 1	2,197***	2,351***	2,370***	2,353***
<b>VARIABLES OBJETIVO:</b>				
Capital de conocimiento sectorial (KCS)	2,197***	2,351***	2,370***	2,353***
KCS * Capacidad absorción	1,309***	0,291**	-0,132	0,031***
% empleo cualificado	0,475*	-3,521*	0,551**	0,451*
% empleo temporal	-0,804**	-0,879**	0,922	-0,814**
Gasto de formación por empleado	0,051	0,070*	0,067*	0,052
<b>VARIABLES DE CONTROL:</b>				
Tamaño	0,133**	0,135**	0,141***	0,141***
Edad	-0,050	-0,051	-0,045	-0,046
Crecimiento de las ventas	0,410**	0,415**	0,401**	0,388*
Intensidad de capital del sector	-0,071*	-0,085*	-0,083*	-0,074*
Exporta (sí/no)	0,252*	0,234*	0,236*	0,221*
Subsidios de capital (sí/no)	0,172*	0,150	0,162	0,174*
Patentes por región	-0,0005**	-0,0005**	-0,0005**	-0,0005**
Recursos propios/Pasivos	0,372*	0,361*	0,378*	0,357*
% pasivos a corto plazo	-0,326**	-0,349**	-0,353**	-0,311**
% pasivos bancarios	0,223*	0,221*	0,218*	0,226*
Empresas	769	769	769	769
Observaciones	3.682	3.682	3.682	3.682

FUENTE: Banco de España.

\*\*\*, \*\* y \* denotan significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las regresiones también incluyen dummies de tiempo y de sector, así como variables para aproximar la estructura de mercado y la variable dependiente en t = 0 para controlar por la presencia de heterogeneidad inobservable.

importante para la decisión de innovar en el presente. Además, la presencia de spillovers sectoriales afecta positivamente, y de forma significativa, en general, a la decisión de innovación, mientras que, en aquellas empresas con mayor intensidad en inversión en I + D, mayor cualificación del personal y que más invierten en la formación de sus empleados, dicha relación se refuerza, al presentar una mayor probabilidad de innovación. Por su parte, la ratio de temporalidad no parece estar relacionada con dicha probabilidad a través de la capacidad de asimilación, sino mediante otros canales, como muestra el hecho de que su interacción con el capital de conocimiento no es estadísticamente significativa, pero individualmente sí que tiende a serlo en el resto de especificaciones.

Otros factores aparecen como relevantes en la decisión de innovación. La probabilidad de inversión en I + D es menor en empresas con una mayor proporción de pasivos a corto plazo, lo que podría ser un indicador de la importancia de las restricciones financieras. Además, la presencia de financiación bancaria tiende a favorecer la innovación, al tiempo que aquellas compañías con mayores recursos propios (medidos como porcentaje de fondos propios sobre pasivo) presentan una mayor probabilidad de innovar. Por otra parte, las empresas de mayor tamaño, que exportan o que reciben una subvención de capital tienen una mayor propensión a la innovación, mientras que las que operan en sectores con una elevada intensidad de capital o en regiones con un elevado número de patentes presentan una menor probabilidad de innovar. Las perturbaciones sobre la demanda de las empresas, aproximada median-

VARIABLE DEPENDIENTE:	TIPOS DE CAPITAL DE CONOCIMIENTO:		
	Privado sectorial	Privado regional	Público regional
(Gasto I + D > 0) = 1			
<b>DINÁMICA:</b>			
Innovación t – 1	2,197***	2,168***	2,178***
<b>VARIABLES OBJETIVO:</b>			
Capital de conocimiento	0,271**	0,230***	0,140*
Capital de conocimiento * I + D / Ventas	1,309***	1,342***	1,364***
% empleo cualificado	0,475*	0,411	0,4
% empleo temporal	-0,804**	-0,737**	-0,789**
Gasto de formación por empleado	0,051	0,049	0,0
<b>VARIABLES DE CONTROL:</b>			
Tamaño	0,133**	0,110**	0,121**
Edad	-0,050	-0,041	-0,049
Crecimiento de las ventas	0,410**	0,401**	0,404**
Intensidad de capital del sector	-0,071*	-0,073*	-0,073*
Exporta (sí/no)	0,252*	0,227*	0,245*
Subsidios de capital (sí/no)	0,172*	0,187*	0,181*
Patentes por región	-0,0005**	-0,002***	-0,001***
Recursos propios/Pasivos	0,372*	0,362*	0,383*
% pasivos a corto plazo	-0,326**	-0,323**	-0,323**
% pasivos bancarios	0,223*	0,238*	0,223*
Empresas	769	769	769
Observaciones	3.682	3.682	3.682

FUENTE: Banco de España.

\*\*\*, \*\* y \* denotan significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las regresiones también incluyen *dummies* de tiempo y de sector, así como variables para aproximar la estructura de mercado y la variable dependiente en t = 0 para controlar por la presencia de heterogeneidad inobservable.

te la tasa de crecimiento de sus ventas, tienen, como se esperaba, un impacto positivo sobre su actividad innovadora.

Por su parte, en el cuadro 5 se explora si la decisión de innovar también responde a la existencia de otros tipos de *spillovers*. En concreto, se comparan los *spillovers* que se derivan del capital tecnológico sectorial —primera columna— con los generados por el stock de I + D privada a nivel regional —segunda columna— y por el stock de I + D pública también a nivel regional —tercera columna—. En general, los resultados son similares y destaca el hecho de que los dos nuevos tipos de capital de conocimiento están relacionados positiva y significativamente con la probabilidad de innovar, tanto a título individual como cuando interactúan con la variable de capacidad de absorción. De este resultado se puede deducir que, a la hora de innovar, las empresas parecen tener en cuenta no solo la posibilidad de aprovecharse del conocimiento generado por otras empresas dentro de su mismo sector, sino también del que producen las empresas y las instituciones públicas de investigación de la región.

Por último, se ha analizado la robustez de los resultados a la definición de la variable dependiente, dado que, como se comentó, el gasto en I + D puede no ser una buena aproximación a la innovación en sentido más amplio. En la segunda columna del cuadro 6 se presentan los resultados para la variable dependiente binaria que toma valor unitario cuando los gastos totales de innovación son positivos, mientras que la tercera columna contiene los resultados

	VARIABLE DEPENDIENTE:		
	(Gasto I + D > 0) = 1	(Gasto innov. > 0) = 1	Proyecto innovador en curso o abandonado
<b>DINÁMICA:</b>			
Innovación t – 1	2,197***	1,337***	0,915***
<b>VARIABLES OBJETIVO:</b>			
Capital de conocimiento sectorial (KCS)	0,271**	-0,042	0,104
KCS * I + D / Ventas	1,309***	5,645***	0,886***
% empleo cualificado	0,475*	0,495	0,712**
% empleo temporal	-0,804**	-0,669	-0,802**
Gasto de formación por empleado	0,051	0,008	0,042
<b>VARIABLES DE CONTROL:</b>			
Tamaño	0,133**	0,160*	0,081
Edad	-0,050	0,079	0,027
Crecimiento de las ventas	0,410**	0,083	0,363
Intensidad de capital del sector	-0,071*	-0,072	0,016
Exporta (sí/no)	0,252*	0,402**	0,366**
Subsidios de capital (sí/no)	0,172*	0,300*	0,269**
Patentes por región	-0,0005**	-0,0002	0,000
Recursos propios/Pasivos	0,372*	0,094	-0,055
% pasivos a corto plazo	-0,326**	-0,358*	-0,190
% pasivos bancarios	0,223*	0,028	0,175
Empresas	769	462	462
Observaciones	3.682	1.790	1.790

FUENTE: Banco de España.

\*\*\*, \*\* y \* denotan significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Las regresiones también incluyen *dummies* de tiempo y de sector, así como variables para aproximar la estructura de mercado y la variable dependiente en t = 0 para controlar por la presencia de heterogeneidad inobservable.

para la variable dicotómica que toma valor uno cuando la empresa en cuestión afirma estar involucrada en un proyecto innovador en el año en curso o acaba de abandonarlo. Como era de esperar, pues la muestra contiene un menor número de observaciones, los resultados son algo peores en términos de significatividad estadística. Es destacable, sin embargo, el hecho de que los *spillovers* de conocimiento solo resultan significativos cuando interactúan con la variable de capacidad de absorción. En otras palabras, la existencia de *spillovers* derivados del conocimiento generado por otras empresas solo tiene efecto sobre la probabilidad de que las empresas innoven en la medida en que sean capaces de aprovecharse de dicho conocimiento gracias a la capacidad que les otorga la experiencia previa en I + D.

### Conclusiones

En este artículo se analizan los determinantes de las decisiones de innovación de las empresas españolas. Los resultados obtenidos muestran que existe una relación positiva entre la presencia de *spillovers* tecnológicos y el comportamiento innovador de las empresas, que se ve reforzada en aquellas empresas que tienen una mayor capacidad de asimilación del conocimiento externo. Por su parte, la inestabilidad en el empleo afecta negativamente a la probabilidad de innovar.

Asimismo, los resultados apuntan a que, además de los *spillovers* que se generan en el sector de actividad al que pertenece la empresa, también son importantes los que se originan en otras empresas de la misma región y por el sector público. Por otra parte, se confirma que la innovación es una actividad persistente y que otras variables, como el tamaño, el crecimiento

de las ventas, el comportamiento exportador, la intensidad de capital de la industria o algunas variables financieras, son relevantes como factores explicativos de la propensión a innovar.

Desde el punto de vista de la política económica, los resultados obtenidos en este trabajo sugieren que, en vista de la elevada persistencia de las actividades de innovación, las medidas de apoyo encaminadas a fomentar la realización de actividades como la I + D + i pueden tener efectos duraderos, porque podrían inducir un cambio permanente en el espíritu innovador de las empresas. En este sentido, sin embargo, un elemento importante de estos resultados es que estas medidas deben complementarse con políticas que mejoren la cualificación de la fuerza laboral. Es decir, la política de innovación no solo debe preocuparse por fomentar la demanda de recursos para la investigación, sino que también debe prestar atención al estímulo de la oferta de dichos recursos, sobre todo, del principal *input*, el capital humano.

Por otra parte, estos resultados apuntan una nueva vía a través de la cual la reforma del mercado de trabajo puede afectar a la economía, mediante el incentivo a la innovación. Aquellas medidas que fomenten la estabilidad del empleo en las empresas y que incentiven su inversión en la formación de los trabajadores contribuirán a incrementar la probabilidad de que estas empresas realicen actividades innovadoras que generen nuevos productos y empleos y contribuyan a modificar el patrón de crecimiento de la economía española.

15.6.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BARTEL, A. P., y F. R. LICHTENBERG (1987). *The comparative advantage of educated workers in implementing new technology: Some empirical evidence*, NBER Working Paper n.º 1718.
- COHEN, W. M., y D. A. LEVINTHAL (1989). «Innovation and learning: The two faces of R&D», *The Economic Journal*, 99, pp. 569-596.
- GRIFFITH, R., S. REDDING y J. VAN REENEN (2003). «R&D and absorptive capacity: Theory and empirical evidence», *Scandinavian Journal of Economics*, 105 (1), pp. 99-118.
- GUELLEC, D., y B. VAN POTTELSBERGHE (2004). «From R&D to productivity growth: Do the institutional settings and the source of funds of R&D matter?», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 66 (3), pp. 353-378.
- HALL, B. (2002). *The financing of Research and Development*, NBER Working Paper n.º 8773.
- JAFFE, A. (1986). «Technological opportunity and spillovers of R&D: Evidence from firms' patents, profits and market value», *American Economic Review*, 76, pp. 984-1002.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., y J. M. MONTERO (2010). *Understanding the Spanish Business Innovation Gap: The Role of Spillovers and Firms' Absorptive Capacity*, Documentos de Trabajo, n.º 1015, Banco de España.
- MICHIE, J., y M. SHEEHAN (2003). «Labour market deregulation, 'flexibility' and innovation», *Cambridge Journal of Economics*, 27, pp. 123-143.
- PETERS, B. (2005). *Persistence of innovation: stylized facts and panel data evidence*, mimeo, ZEW, Mannheim.
- SCHERER, F. M. (1967). «Market Structure and the Employment of Scientists and Engineers», *American Economic Review*, 57, pp. 524-531.
- SCHUMPETER, J. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper, Nueva York.
- VINDING, A. L. (2006). «Absorptive capacity and innovative performance: A human capital approach», *Economics of Innovation and New Technology*, vol. 15, n.º 4, pp. 507-517.
- WOOLDRIDGE, J. (2005). «Simple solutions to the initial conditions problem in dynamic nonlinear panel data models with unobserved heterogeneity», *Journal of Applied Econometrics*, 20 (1), pp. 39-54.

EL CONTENIDO INFORMATIVO DE LAS ENCUESTAS DE OPINIÓN EN PERÍODOS  
DE CRISIS ECONÓMICA

## **El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica**

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Cabrero, Almudena Gallego y Teresa Sastre, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### **Introducción**

La idea de que la confianza y la actitud de los agentes económicos afectan al gasto y a la actividad tiene larga tradición en el análisis económico. La referencia a las encuestas de opinión sobre el grado de confianza de los agentes es práctica habitual en los análisis de coyuntura y, más frecuentemente aun, en períodos en los que la actitud de los agentes experimenta cambios muy acusados, como en la reciente crisis económica y en la fase posterior de recuperación. Así, el sustancial deterioro de la confianza que pusieron de manifiesto las encuestas de opinión a consumidores y empresarios fue uno de los rasgos más distintivos de la recesión de 2008 y 2009. Ya en este último año y en los primeros meses de 2010, las opiniones de consumidores y empresarios experimentaron una notable mejora tanto en la economía española como en el área del euro y otras economías desarrolladas, que señalaba el inicio de la recuperación. No obstante, se ha observado, asimismo, cierto desacoplamiento entre diversas encuestas de opinión y la información que procede de otros indicadores, de carácter cuantitativo, y de los propios datos de las cuentas nacionales, que indican que la senda de recuperación es más débil y lenta de lo que podría deducirse de los indicadores cualitativos.

Las encuestas de opinión se utilizan habitualmente en el análisis de la coyuntura, entre otras razones, por la rápida disponibilidad de esta información y por la ausencia de revisiones. Además, diversos estudios reconocen su utilidad en el análisis coyuntural<sup>1</sup> y confirman, en determinados casos, su capacidad predictiva del gasto y de la actividad<sup>2</sup>. Existen, no obstante, ciertas dudas sobre cuál es su auténtico contenido informativo. En primer lugar, debido a su propia naturaleza, pues este tipo de indicadores basados en la opinión subjetiva de los individuos puede ser susceptible de contener sesgos de valoración, derivados de factores psicológicos o de otra índole. Y, en segundo lugar, por las dificultades de interpretar sus resultados, pues los mecanismos a través de los cuales las opiniones de los agentes ejercen su influencia en la economía no son bien conocidos. Así, no está claro si estas opiniones se corresponden con algún concepto económico bien definido —por ejemplo, expectativas, grado de aversión al riesgo...— o constituyen un conglomerado informativo sobre la actitud de los agentes difícil de precisar. Aunque la evidencia empírica tiende a avalar la capacidad predictiva de los indicadores de opinión, no está bien delimitado si su relación con el gasto y la actividad proviene de una influencia independiente de las opiniones sobre esas variables, o si los indicadores de confianza contienen información que ya está recogida en otras variables económicas que afectan al producto y al gasto<sup>3</sup>.

El presente artículo examina estas cuestiones a partir de la evolución de varias encuestas de opinión a consumidores y a empresas de los sectores industrial y de servicios, y de la evaluación de su capacidad predictiva. En la sección siguiente se presentan las características más relevantes de los indicadores de opinión que se analizan en el artículo. La sección tercera se centra en analizar el contenido informativo de las opiniones de los consumidores en la coyuntura actual, mientras que la sección siguiente se dedica a examinar la capacidad predictiva de las encuestas a empresarios de la industria y de los servicios. Finalmente, se resumen unas conclusiones.

---

**1.** Véanse, por ejemplo, BCE (2004), Cuenca y Millaruelo (2006) y Jareño (2007). **2.** Véanse Carroll et ál. (1994), Mourougane y Roma (2002) y Ludvigson (2004). **3.** Véase la discusión sobre este aspecto en Blanchard (1993).

**Características  
de los indicadores de  
opinión de consumidores  
y empresarios  
de la industria  
y de los servicios**

Existen varias encuestas de opinión referidas a la economía española, entre las que destacan el conjunto de encuestas a consumidores y empresas que elabora la Comisión Europea (CE) y la encuesta de gestores de compras (PMI) de Reuters. Existen, también, otras encuestas que se orientan a sectores más específicos, como la encuesta a los consumidores, que elabora el Instituto de Crédito Oficial, la encuesta de coyuntura industrial, que elabora el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, o el índice de confianza de las Cámaras de Comercio. En este artículo, la atención se centra en los indicadores de la Comisión Europea más relacionados con el gasto en consumo —*confianza de los consumidores y del comercio al por menor*— y con la actividad de las empresas de la industria y de los servicios —*confianza de la industria y de los servicios*—, en los *índices de gestores de compras* en estos dos sectores, que publica Reuters, y en los indicadores de «clima» que se derivan de la Encuesta de Coyuntura Industrial (ECI). En este apartado se presentan algunas características de todos estos indicadores que son relevantes para analizar su relación con el gasto de los consumidores y la actividad.

Históricamente, el consumo privado y los indicadores de confianza del consumidor y del comercio minorista han tendido a moverse conjuntamente de manera muy estrecha en los períodos de expansión y desaceleración cíclica (véase gráfico 1). La relación entre los movimientos expansivos y recessivos de la producción industrial y dos de los indicadores de opinión del sector que se analizan en este artículo —confianza en la industria e índice de directores de compras— resulta algo más difusa, debido, en el caso del indicador de confianza, a su notable volatilidad en los primeros años. No obstante, en el período de crisis económica más reciente esta relación parece haber aumentado. En el sector de los servicios también se observa cierta relación entre el valor añadido y las opiniones de los empresarios, aunque con un desalineamiento relativamente persistente en el período 2004-2007, en el que la actividad del sector repuntó y las encuestas de opinión apenas reflejaron esta evolución. En todos los casos, los indicadores de opinión analizados registraron descensos muy importantes en el período de crisis más reciente, mostrando algunos de ellos cierto adelanto respecto a la evolución real, tanto en la fase de desaceleración como en la de recuperación.

Surge la cuestión, entonces, de si es posible aprovechar con fines prospectivos esta relación que se detecta entre los indicadores de opinión, por un lado, y el consumo privado, la producción industrial y la actividad en la rama de servicios, por otro. Esta potencial capacidad predictiva no solo proviene del adelanto que pudieran presentar algunos de estos indicadores en relación con las correspondientes variables macroeconómicas, sino también, como se comentó anteriormente, de su rápida disponibilidad. Prácticamente, la mayor parte de las encuestas de opinión suele estar disponible hacia el final del mes al cual se refieren. En la medida en que esta información apenas tiene desfase respecto a las decisiones de gasto y producción, puede desempeñar un papel especialmente relevante. A medida que se va disponiendo de los indicadores coyunturales de carácter cuantitativo, que suelen tener, al menos, un mes de retraso respecto a los de opinión, los primeros tienden a ganar relevancia en detrimento de los segundos<sup>4</sup>. Al margen de la ventaja derivada de la rápida disponibilidad de la información que ofrecen las encuestas de opinión, la aproximación que se adopta en este artículo pretende valorar si esas encuestas tienen un contenido informativo y predictivo adicional al de los indicadores cuantitativos.

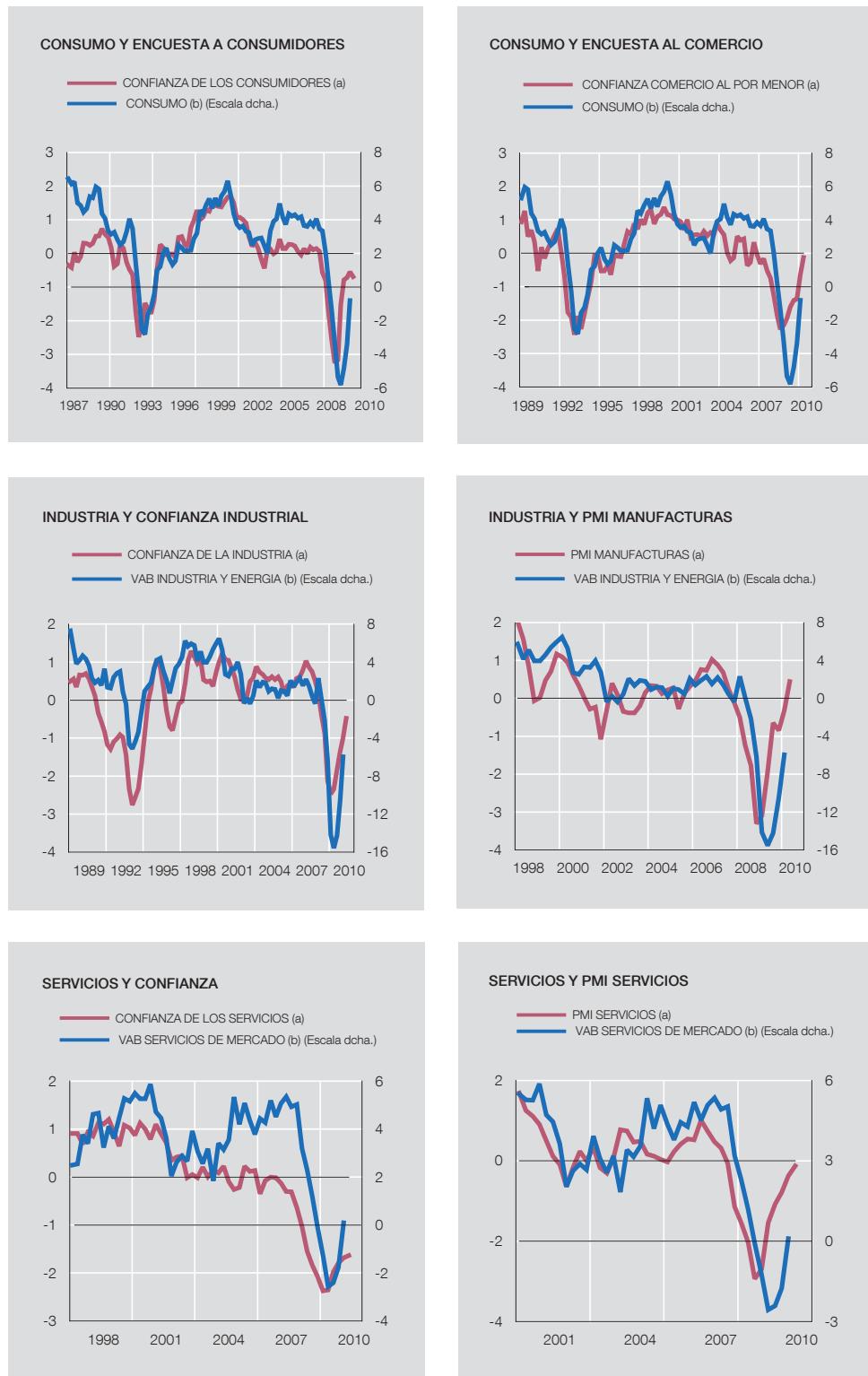
Para valorar esta posibilidad, resulta útil partir del examen de las correlaciones entre los indicadores y las variables macroeconómicas, tanto contemporáneas como con desfase, junto con

---

4. Por esta razón, algunas aproximaciones orientadas a mejorar los métodos de predicción a corto plazo abogan por recoger esta característica de los indicadores de opinión, implementando procedimientos que otorguen distintos pesos a los indicadores económicos dependiendo del momento del ciclo de predicción en que se conocen.

## VARIABLES MACROECONÓMICAS E INDICADORES DE OPINIÓN

GRÁFICO 1



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea y Reuters.

- a. Indicadores de opinión estandarizados (desviaciones respecto a la media divididas por la desviación estándar).
- b. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

Trimestres	Indicadores adelantados			Contemporáneo	Indicadores retrasados		
	Tres	Dos	Uno		Uno	Dos	Tres
<b>CONSUMO PRIVADO:</b>							
Confianza del consumidor (CE)	0,23 (0,10)	0,31 (0,10)	0,41 (0,10)	0,10	-0,23 (0,10)	-0,23 (0,10)	-0,16 (0,10)
Confianza del comercio minorista	0,28 (0,11)	0,23 (0,11)	0,26 (0,11)	0,06	-0,06 (0,11)	-0,18 (0,11)	-0,31 (0,11)
<b>VAB INDUSTRIA Y ENERGÍA:</b>							
Confianza de la industria (CE)	0,27 (0,11)	0,35 (0,11)	0,45 (0,11)	0,37	0,16 (0,11)	0,00 (0,11)	-0,22 (0,11)
PMI industria	0,25 (0,15)	0,25 (0,15)	0,29 (0,15)	0,04	-0,31 (0,15)	-0,24 (0,15)	-0,36 (0,15)
Encuesta Coyuntura Industrial	0,39 (0,13)	0,44 (0,12)	0,48 (0,12)	0,37	0,04 (0,12)	-0,07 (0,12)	-0,27 (0,13)
<b>VAB SERVICIOS DE MERCADO:</b>							
Confianza de los servicios (CE)	0,35 (0,14)	0,33 (0,14)	0,18 (0,14)	0,04	0,07 (0,14)	-0,04 (0,14)	-0,11 (0,14)
PMI servicios	0,48 (0,16)	0,26 (0,16)	0,20 (0,16)	0,00	-0,31 (0,16)	-0,32 (0,16)	-0,32 (0,16)

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Se representa la correlación entre la variación de los indicadores de opinión y la variación trimestral de las macromagnitudes.  
b. Entre paréntesis se presenta la desviación estándar de los coeficientes de correlación.

sus propiedades estadísticas. Cuando se relacionan los indicadores de confianza y las macromagnitudes correspondientes, expresadas en términos de variación interanual, los coeficientes de correlación son elevados en todos los desfases, decreciendo lentamente a medida que aumenta el orden de los mismos. Este hecho es indicativo de que las variables siguen procesos no estacionarios, o bien autorregresivos, con una elevada persistencia, lo que aumenta el riesgo de obtener correlaciones espurias<sup>5</sup>. Para evitar este problema, se han calculado las correlaciones cruzadas entre la variación de los indicadores de opinión y la tasa intertrimestral de los agregados macroeconómicos, que son variables estacionarias (véase cuadro 1). En general, estas correlaciones tienen signo positivo y son significativas si el indicador está adelantado, y son pequeñas y poco significativas cuando se miden de forma contemporánea o el indicador está retrasado.

Las variaciones de los indicadores de opinión contendrían, de acuerdo con esta evidencia, información adelantada respecto al crecimiento intertrimestral del consumo, la producción industrial y la actividad de los servicios en los siguientes trimestres<sup>6</sup>. Dicha información parece exógena al gasto y a la actividad, dada la escasa correlación de las macromagnitudes con los indicadores cuando estos aparecen retrasados. Esta idea de que el principal contenido informativo de estas encuestas se encuentra en el cambio en la actitud de los agentes es compatible, además, con ciertos indicios de que el nivel de los indicadores puede estar afectado por un sesgo de valoración —el pesimismo crónico que refleja la media histórica negativa de algunos indicadores de opinión (véase cuadro del anexo)— o, incluso, por posibles problemas en la implementación práctica de las encuestas. No obstante, en otros análisis<sup>7</sup>, la atención se ha centrado más en el nivel de los indicadores de confianza, al considerar que, dado el formato

5. Efectivamente, la mayor parte de los indicadores y la tasa interanual de las tres macromagnitudes son variables no estacionarias —es decir, incorporan una raíz unitaria— o se encuentran próximas a esa situación, de acuerdo con los contrastes presentados en el cuadro del anexo. Solo en el caso de la confianza industrial y de la encuesta de coyuntura industrial puede rechazarse ampliamente la presencia de una raíz unitaria. 6. En BCE (2004), aunque se analiza la relación entre la actividad y el nivel de los indicadores de opinión, se apunta que las variaciones de dichos indicadores pueden ser de gran interés. Varios trabajos, como Bengoechea y Pérez-Quiros (2004) y Mourougane y Roma (2002), especifican modelos en los que los indicadores de opinión aparecen en diferencias. 7. Véanse los trabajos ya citados en la nota 1.

de las preguntas de las encuestas, el nivel de los indicadores está acotado e implica ya un cambio en la percepción de la situación.

En las siguientes secciones se presentan varios modelos que intentan aprovechar la capacidad potencial de las encuestas de opinión como indicadores adelantados para avanzar una previsión a corto plazo del consumo privado y de la actividad en la industria y en los servicios. Dichos modelos responden a una formulación dinámica sencilla que permite captar el carácter adelantado de los indicadores de opinión e incorporan información de otros indicadores coyunturales, con el fin de valorar si las encuestas de opinión tienen un contenido informativo adicional al de dichos indicadores coyunturales. Así, se trata de estimar la siguiente expresión:

$$\Delta \ln Y_t = \mu + \sum_{i=1}^n w_i \Delta IC_{t-i} + \sum_{j=1}^n \partial_j \Delta IO_{t-j} + u_t \quad [1]$$

donde  $Y_t$  es la variable de gasto o actividad de interés,  $IC_t$  es un indicador cuantitativo para predecir  $Y_t$  e  $IO_t$  es un indicador de opinión. En general, se incluye la variación del indicador de opinión, que suele ser la variable estacionaria.

#### ***Las opiniones de los consumidores y el gasto en consumo***

Para examinar el contenido informativo de las encuestas de opinión respecto al consumo privado, se ha estimado el modelo de la expresión [1] con el indicador de confianza de los consumidores de la CE<sup>8</sup>. La estimación, que se presenta en el cuadro 2, confirma que las variaciones del indicador de confianza presentan una relación significativa con la variación del gasto de los consumidores, entre uno y dos trimestres después, y que esta relación tiene signo positivo, como cabía esperar. La consideración de este indicador permite explicar casi un 25% de la varianza de los residuos de un modelo univariante para el consumo privado (primera columna del cuadro 2). Ahora bien, esta capacidad explicativa no supera a la de otros indicadores de corto plazo. Si, en lugar del indicador de confianza, en el modelo de la expresión [1] se utiliza un indicador coyuntural que sintetiza información cuantitativa relativa al gasto en consumo<sup>9</sup>, la estimación de este modelo de corto plazo (véase la segunda columna del cuadro 2) proporciona una capacidad explicativa de la variación trimestral del consumo superior a la del indicador de confianza, pues consigue reducir la varianza de los residuos del modelo univariante más de un 40%.

La combinación de ambos tipos de información —la del indicador de confianza y la del indicador sintético de gasto— mejora la capacidad explicativa de ambos modelos por separado, siendo los dos indicadores significativos (véase cuadro 2). Parece, por tanto, que el indicador de confianza presenta un contenido informativo adicional al del indicador sintético de consumo. Una interpretación posible de estos resultados es que el indicador sintético contiene, principalmente, información sobre el gasto que los consumidores ya han realizado, mientras que las encuestas de opinión aportan información sobre sus planes futuros a corto plazo.

Por otra parte, si la incidencia de los indicadores de opinión sobre las variables macroeconómicas proviniera solo de su capacidad de incorporar información sobre variables fundamentales, que son las que realmente afectan al gasto y al producto, dichos indicadores no tendrían capacidad explicativa adicional en una ecuación de consumo, que ya incorpora dichas varia-

8. El indicador del comercio minorista es un indicador más indirecto del gasto en consumo y su correlación con este es inferior. El indicador del ICO, por su parte, tiene un período muestral que es aún reducido. 9. Este indicador sintético se elabora a partir de datos mensuales de producción, comercio exterior de bienes de consumo y ventas de empresas de servicios [véase Sánchez y Sastre (2004)]. Se publica en los «Indicadores Económicos» que aparecen al final de cada Boletín Económico.

	Indicador opinión		Indicador cuantitativo		Indicador opinión y cuantitativo		MTBE (a)	
	Coefic.	t-ratio	Coefic.	t-ratio	Coefic.	t-ratio	Coefic.	t-ratio
<b>INDICADOR CONFIANZA CONSUMIDOR (variac.) (b)</b>								
Primer trimestre de adelanto	0,065	3,4	—	—	0,054	2,8	—	—
Segundo trimestre de adelanto	0,042	2,2	—	—	0,034	1,9	—	—
<b>INDICADOR SINTÉTICO CONSUMO (variac. log):</b>								
Efecto contemporáneo	—	—	0,39	7,0	0,25	4,6	—	—
Respuesta total	—	—	0,79	—	0,91	—	—	—
<b>ESTRUCTURA PERTURBACIÓN ESTOCÁSTICA:</b>								
Autorregresivo primer orden	0,59	4,0	—	—	—	—	—	—
Autorregresivo segundo orden	0,32	2,2	—	—	—	—	—	—
CONSTANTE	—	—	0,002	2,1	0,001	0,7	—	—
<b>RESIDUOS:</b>								
Media residuos	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0
Desviación estándar residuos (%)	0,49	—	0,43	—	0,37	—	0,43	—
Test Q (retardo 5) (c)	3,9	—	2,0	—	4,0	—	—	—
Test Q (retardo 9) (c)	6,8	—	2,1	—	5,9	—	—	—
Reducción de la varianza residual (d)	24,4	—	41,8	—	55,6	—	41,5	—
PERÍODO MUESTRAL	I TR 1998-IV TR 2009				IV TR 2002-IV TR 2009			

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Regresión de los residuos de la ecuación de consumo del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) sobre el indicador de confianza.

b. Saldo entre el porcentaje de respuestas favorables y desfavorables, dividido por 100.

c. Test de Box-Pierce Ljung de autocorrelación hasta el quinto y noveno retardo.

d. Se presenta la reducción en la varianza residual en relación con un modelo univariante. En el MTBE se compara la varianza residual de la ecuación de consumo con el indicador de confianza y sin él.

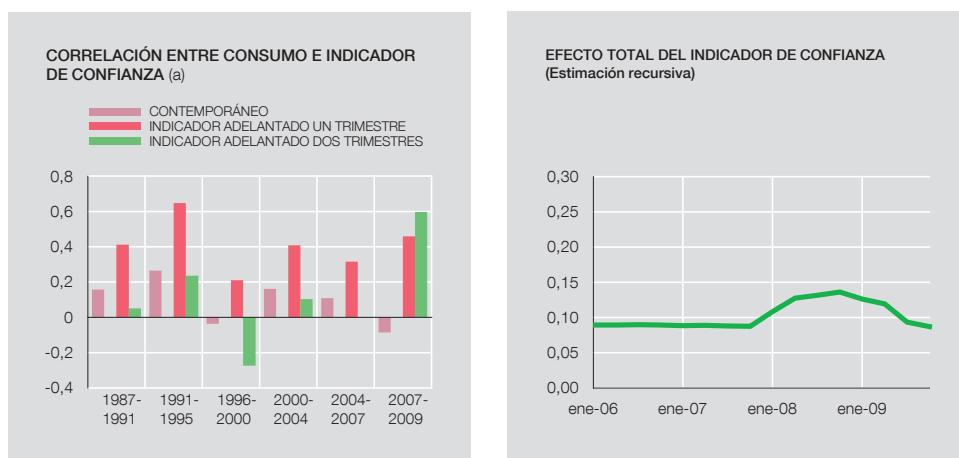
bles. Sin embargo, el indicador de confianza resulta significativo en la ecuación de consumo del modelo econométrico del Banco de España (MTBE) y permite reducir la varianza de los residuos de la ecuación en torno a un 40% (véase cuadro 2).

Algunos autores han señalado cierta inestabilidad en las relaciones detectadas entre las variables macroeconómicas y los indicadores de opinión de los agentes<sup>10</sup>. Para examinar este aspecto se ha calculado la correlación entre el consumo privado y el indicador de confianza de los consumidores de la CE en diferentes períodos de tiempo. Como puede apreciarse en el gráfico 2, la correlación con dos trimestres de adelanto del indicador experimenta una notable oscilación entre unos períodos y otros. En cambio, la correlación con un trimestre de adelanto resulta bastante más estable. En conjunto, la correlación parece disminuir en momentos que coinciden con períodos expansivos del ciclo económico, como en 1995-2000 y en 2004-2007. Por el contrario, la correlación entre estas variables tiende a ser más elevada —para el conjunto de los desfases— en períodos de crisis económica (1991-1995 y 2007-2009). Esta evidencia resulta compatible con la hipótesis de que los agentes tienen mayores problemas para identificar cambios en la situación económica cuando esta evoluciona de forma más estable<sup>11</sup>. Como, en el caso de la economía española, esos momentos han coincidido con períodos de auge, se observa cierta coincidencia entre los períodos de menor volatilidad, momentos expansivos y una relación más difusa entre las encuestas de opinión y los agregados macroeconómicos. Un argumento diferente, aunque también coherente con

10. Véanse Mourougane y Roma (2002) y Jareño (2007). 11. Véase la sección 5 en Jareño (2007).

ESTABILIDAD DE LA RELACIÓN ENTRE CONSUMO PRIVADO E INDICADOR DE CONFIANZA

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Variación trimestral del consumo privado y del indicador de confianza.

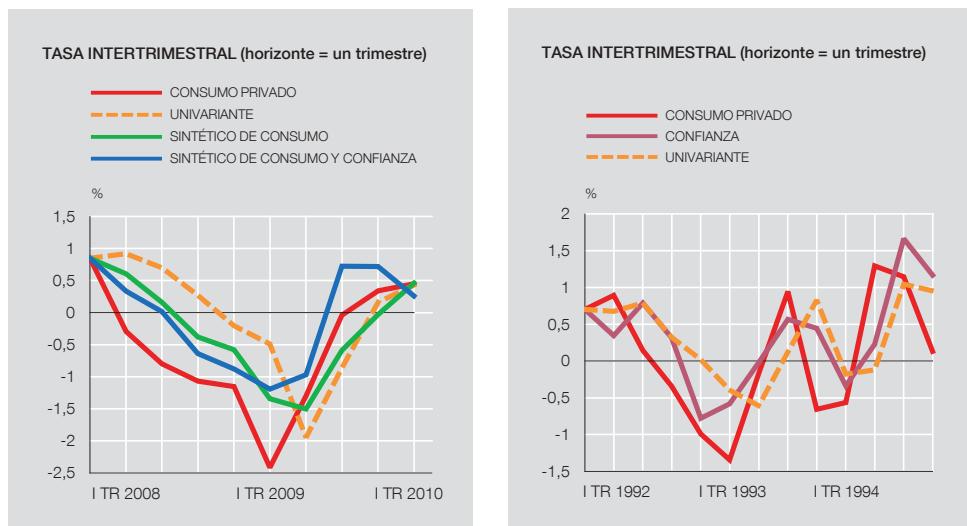
esta evidencia, es que los agentes no se comportan de forma homogénea a lo largo del tiempo, sino que modifican su actitud en menor medida en períodos de bonanza económica que en situaciones de desaceleración o crisis, en los que aumenta ostensiblemente la probabilidad de situaciones desfavorables. Es en esos momentos cuando la información que aportan las opiniones de los consumidores respecto a los cambios en su actitud y grado de confianza puede resultar más relevante para predecir el gasto agregado en consumo<sup>12</sup>. Si se estima de forma recursiva el modelo con encuestas de opinión e indicador cuantitativo del cuadro 2, el efecto total del indicador de confianza sobre el consumo, registra, efectivamente, cierta inestabilidad, aumentando a partir del primer trimestre de 2008 y recobrando el nivel anterior en los últimos trimestres de 2009 (véase gráfico 2, panel derecho).

Para examinar la capacidad predictiva de las encuestas de opinión durante la reciente crisis económica se han realizado predicciones a un trimestre por delante, de forma recursiva, con varios modelos. La utilización de la información coyuntural incorporada en el indicador sintético de consumo habría infrapredicho la caída del consumo en 2008, aunque menos que un modelo univariante, y también habría infraestimado la recuperación observada en 2009 (véase gráfico 3). La incorporación del indicador de confianza al modelo que contiene el indicador sintético habría mejorado la previsión durante 2008, si bien habría generado una sobrepredicción del crecimiento observado en el consumo en 2009, especialmente en la segunda mitad del año. Durante el período de crisis de 1992-1993, la confianza de los consumidores también habría mejorado la predicción intramuestral respecto a un modelo univariante. En resumen, el contenido informativo del indicador de confianza adolece de cierta inestabilidad que puede limitar su capacidad predictiva, aunque parece tener su mayor potencial en períodos de crisis económica.

**Las opiniones  
de los empresarios de la  
industria y de los servicios**

En esta sección se trata de determinar en qué medida los indicadores de opinión pueden ayudar a predecir a corto plazo el valor añadido bruto (VAB) de la industria y de los servicios de mercado, que constituyen el 16% y el 48% del PIB, respectivamente. Estas macromagnitudes presentan una mayor variabilidad que el consumo, lo que se traduce en que tienen un comportamiento inercial mucho menos marcado.

12. En esta misma línea, Akerlof y Shiller (2009) defienden que el vínculo entre la confianza y la renta es especialmente intenso en períodos de desaceleración económica y menos acentuado en otros momentos del ciclo. Véase también Garner (1991).



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Un análisis de correlaciones entre los distintos indicadores de opinión con el VAB de la industria y de los servicios de mercado evidencia cierto adelanto de los primeros respecto a las macro-magnitudes respectivas, al igual que se había detectado para el consumo (véase cuadro 1). Para examinar si este carácter adelantado de los indicadores de opinión ayuda a predecir la evolución de las ramas, se han estimado diversos modelos como el de la expresión [1], en los que se conjuga la utilización de los indicadores de opinión con la de otros indicadores cuantitativos.

En el caso del VAB de la industria —que, en realidad, corresponde a la agregación de industria y energía—, los indicadores de opinión muestran cierto contenido informativo. En concreto, la confianza de la industria<sup>13</sup> de la Comisión Europea reduce la varianza residual del modelo de referencia un 11%, incorporando cierto efecto de adelanto (véase cuadro 3). Con el PMI de manufacturas, el contenido explicativo de la variación del VAB es superior. Frente a estos indicadores de opinión, los dos indicadores coyunturales cuantitativos con mejores cualidades predictivas son los afiliados a la Seguridad Social del sector y el índice de producción industrial (IPI), que reducen la varianza residual más de un 50% respecto a una especificación univariante. En este caso, la consideración conjunta de indicadores cuantitativos y cualitativos apenas aporta mayor contenido explicativo a la especificación de un modelo solo con indicadores cuantitativos (véase cuadro 3), al contrario de lo que sucede en el caso del consumo.

Los modelos de corto plazo estimados para el VAB de los servicios de mercado ponen de manifiesto una significativa aportación de contenido informativo del indicador de confianza de la CE, similar a la del cuantitativo<sup>14</sup> (véase cuadro 3). Los coeficientes estimados aparentemente muestran un notable adelanto respecto al VAB, tanto en el caso de la confianza de los servicios como de los PMI. Sin embargo, una consideración conjunta de los indicadores de opinión con el indicador cuantitativo anula la significatividad del indicador de confianza, así como su potencial predictivo.

**13.** En el caso del PMI de manufacturas y, especialmente, en la confianza de la industria, los contrastes de raíces unitarias tienden a aceptar que los niveles de las series son estacionarias (véase el anexo). **14.** El indicador cuantitativo relevante para el seguimiento y predicción del VAB de los servicios de mercado es una transformación del indicador de actividad del sector servicios del INE, que se responderá por la contribución de los distintos subsectores de los servicios de mercado para obtener una mejor aproximación al VAB de la Contabilidad Nacional Trimestral.

Modelos (Período: I TR 1995-IV TR 2009)	Adelantos significativos indic. cuantitativos	Adelantos significativos indic. opinión	Desv. típica (%)	Q(9) (a)	Reducción varianza residual (%)	RECM (%) (b)		
						Uno	Dos	Tres
<b>INDUSTRIA:</b>								
Confianza de la industria (nivel)	1	1,10	5,1	11,1	2,84	6,16	10,21	
PMI (nivel)	0 y 1	0,93	8,2	36,1	2,19	4,18	7,13	
IPI, afiliados	0	0,82	10,8	50,1	1,47	1,65	2,10	
IPI, afiliados y PMI (nivel)	0	0,76	10,8	57,0	1,65	2,58	4,40	
<b>SERVICIOS:</b>								
Confianza de los servicios (variación)	1, 2, 3 y 4	0,42	8,2	49,3	0,89	1,42	2,10	
PMI (variación)	1, 3 y 4	0,50	10,2	29,1	0,91	1,82	2,93	
Indic. actividad del sector servicios (IASS)	1	0,44	7,9	44,8	0,56	0,92	1,09	
IASS y confianza de los servicios (variación)	1	0,44	7,9	44,8	0,55	0,90	1,07	

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Test de Box-Pierce-Ljung de autocorrelación hasta el noveno retardo.  
 b. RECM: Raíz del error cuadrático medio a horizontes 1, 2 y 3 trimestres.

En suma, los resultados presentados ponen de manifiesto que, una vez que está disponible la información relativa a los indicadores cuantitativos, la utilidad de los indicadores de opinión para predecir la actividad de las distintas ramas sería limitada, al menos en el caso de España. Esta evidencia coincide con el análisis de Mourougane y Roma (2002), que realizan una comparación internacional del contenido predictivo de los indicadores de opinión, constatando que, en el caso de España, este es comparativamente menor, especialmente cuando se considera conjuntamente con otros indicadores cuantitativos. En cualquier caso, esta relación parece haberse estrechado durante el reciente período de crisis (véase gráfico 4).

**LOS INDICADORES DE OPINIÓN  
COMO PREDICTORES  
DE LOS INDICADORES  
CUANTITATIVOS DE INDUSTRIA  
Y SERVICIOS**

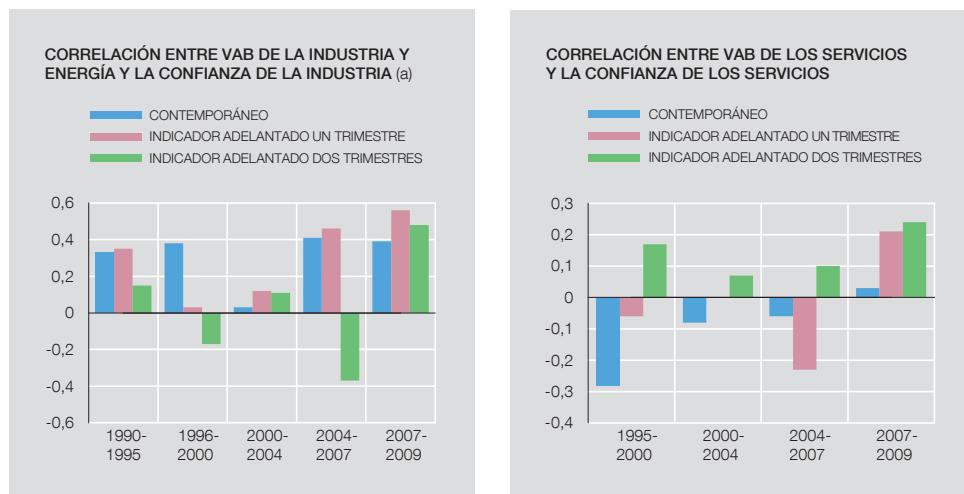
Las encuestas a empresarios pueden ayudar a predecir las variables de la Contabilidad Nacional, de forma más indirecta, a través de su capacidad para avanzar la evolución de aquellos indicadores cuantitativos mensuales que son relevantes para predecir el valor añadido y que, sin embargo, están disponibles con un mayor retraso que las encuestas. Es el caso del índice de producción industrial (IPI) y del indicador de actividad del sector servicios (IASS).

Para valorar el contenido informativo y la capacidad predictiva de los indicadores de opinión respecto al IPI se ha estimado un modelo dinámico similar al de la expresión [1], incorporando varios indicadores cualitativos al modelo univariante de este índice<sup>15</sup>. Como se desprende del cuadro 4, donde se presentan varios modelos estadísticos para explicar la evolución de corto plazo del IPI, la consideración de los indicadores cualitativos reduce, en general, la varianza residual del modelo univariante de referencia. En concreto, la inclusión del indicador de confianza de la industria de la Comisión Europea y del PMI de manufacturas supone mejoras de contenido explicativo del 5% y de más de un 15%, respectivamente. Una consideración conjunta de ambos indicadores de opinión, que incorpora efectos de anticipación de la producción de hasta tres meses, reduce la varianza residual en casi un 40%. La capacidad predictiva de los indicadores de opinión resulta especialmente interesante en horizontes de predicción superiores a un mes.

15. El modelo univariante del IPI incorpora numerosos efectos calendario y una estructura estocástica con componente estacional relativamente compleja para dar cuenta de la elevada variabilidad que presenta este índice.

## ESTABILIDAD DE LA RELACIÓN ENTRE VAB E INDICADORES DE OPINIÓN

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Variación trimestral de las macromagnitudes y de los indicadores de confianza.

## INDICADORES COYUNTURALES CUANTITATIVOS MODELOS CON INDICADORES DE OPINIÓN

CUADRO 4

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI):												
	Período muestral (ENE 1995-DIC 2007)					Período muestral (ENE 1995-DIC 2004)						
	Adelantos significativos indic. opinión (b)	Desv. típica (%)	Red. varianza residual (%) (c)	Período predicción: ENE 2008-MAR 2010 (a)			Adelantos significativos indic. opinión (b)	Desv. típica (%)	Red. varianza residual (%) (c)	Período predicción: ENE 2005-ENE 2007 (a)		
				RECM Uno	RECM Tres	RECM Seis				RECM Uno	RECM Tres	RECM Seis
[1]: ARIMA con análisis de intervención y calendario (d)		1,26		2,3	3,9	6,5		1,44		1,3	1,3	1,8
[1] + Confianza de la industria	1 y 3	1,23	5,5	2,1	3,0	4,6	...	...	...	...	...	...
[1] + PMI de manufacturas	0 y 2	1,16	15,6	2,5	2,5	5,2	2	1,27	22,3	1,1	1,3	1,4
[1] + ECI total	0,1 y 3	1,22	5,6	2,0	2,9	4,4	2	1,37	9,7	1,4	1,6	1,8
[1] + Confianza de la industria + PMI de manufacturas	0 y 3 2	0,99	38,9	2,0	2,7	3,8	...	...	...	...	...	...
ÍNDICE DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS (IASS):												
	Período muestral (ENE 2002-DIC 2007)											
	[1]: ARIMA con análisis de intervención y calendario											
[1]: ARIMA con análisis de intervención y calendario	1,48			1,5	2,7	5,4						
[1] + Confianza de los servicios	3,4 y 6	1,36	15,3	1,3	2,3	4,3						
[1] + PMI de servicios	0,2 y 3	1,38	13,7	1,8	2,7	4,4						
[1] + Confianza de los servicios + PMI de servicios	3,4 y 6 2	1,31	22,5	1,2	2,0	3,7						

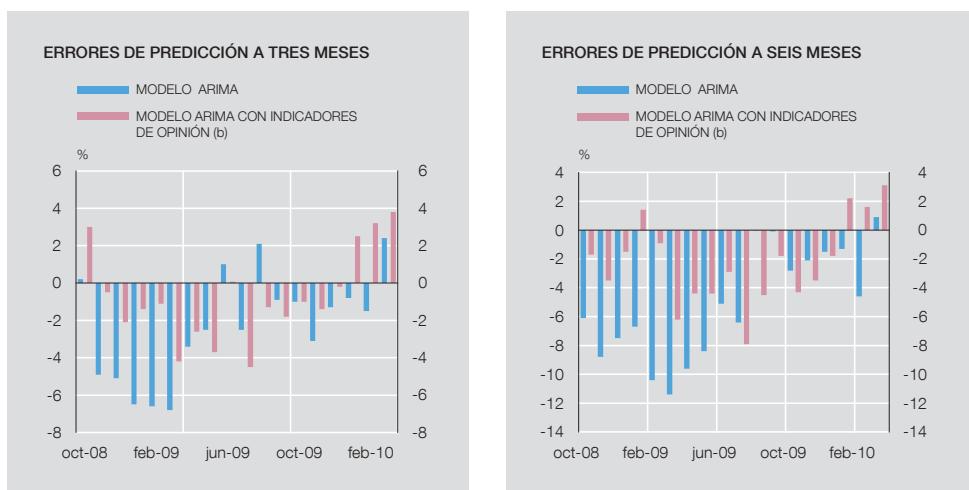
FUENTE: Banco de España.

a. RECM: Raíz del error cuadrático medio a horizontes de 1, 3 y 6 meses (% del nivel de la serie).

b. Todos los indicadores de opinión se modelizan en primera diferencia.

c. Reducción de la varianza residual respecto al modelo ARIMA («naive»).

d. Incluye escalón truncado en octubre de 2008.



FUENTE: Banco de España.

a. Período estimado: ENE1995-DIC 2007.

b. El modelo incluye el indicador de la confianza industrial y el PMI de manufacturas.

La ganancia predictiva se pone de manifiesto, sobre todo, en períodos de cambio e incertidumbre, como el período 2008-2009, en el que se aprecia un importante deterioro de las predicciones del modelo ARIMA en comparación, por ejemplo, con etapas de crecimiento sostenido, como los años 2005-2007 (véase cuadro 4). En este último período, la predicción de la producción industrial con información procedente de los indicadores de opinión resulta, además, muy similar a la del modelo univariante (véase cuadro 4). Los errores de predicción del modelo univariante fueron especialmente elevados, con un sesgo de sobrepredicción importante en los meses más agudos de la crisis. En esta coyuntura adversa, la inclusión de indicadores de opinión en el modelo ayuda a mejorar notablemente la predicción del índice de producción industrial. En concreto, alguno de los modelos con indicador de opinión llega a reducir la raíz del error cuadrático medio respecto al modelo de referencia en torno a un 34% en el caso del horizonte de tres meses, y más de un 40% en el de seis meses. De nuevo, la combinación del indicador de confianza de la industria y el PMI de manufacturas arroja, en general, los mejores resultados. Como se pone de manifiesto en el gráfico 5, donde se presentan los errores en la predicción del IPI, en los meses de mayor incertidumbre y de abruptas caídas de la actividad industrial, estas fueron anticipadas adecuadamente por los indicadores de opinión, reduciendo así los errores de predicción. En los últimos meses, caracterizados por una tenue recuperación de la actividad industrial, se habrían sucedido varios errores de predicción positivos, que sugieren que la evolución de la actividad industrial recogida por el IPI habría sido algo mejor que la percibida por los empresarios, de acuerdo con las encuestas de opinión.

Por lo que se refiere a la evolución del IASS, que es el indicador de referencia de los servicios de mercado, la incorporación de las encuestas a empresarios del sector también tiende a mejorar el contenido explicativo y capacidad predictiva de un modelo univariante. En concreto, los indicadores cualitativos reducen en torno a un 15% la varianza residual del modelo univariante (véase cuadro 4), siendo especialmente relevante el carácter adelantado del indicador de confianza de los servicios, que llegaría hasta los seis meses. La consideración de ambos indicadores cualitativos —donde el PMI de servicios entra con un adelanto de dos meses— también supera de forma notable el contenido informativo del modelo sin indicador y reduce el error medio de predicción hasta un 32%, en un horizonte a seis meses.

## Conclusiones

La reciente crisis económica ha reavivado el interés por la información que aportan las encuestas de opinión a los agentes y su relación con la actividad y el gasto. Numerosos análisis han detectado que estas encuestas contienen, en general, información útil para el análisis de la evolución de las economías, si bien hay cierta controversia respecto a su auténtico contenido informativo y su capacidad predictiva. Probablemente, esta cuestión no puede dirimirse con carácter general y conviene analizarla a partir de la situación específica de cada componente del gasto o sector de actividad. Este ha sido el enfoque que se ha adoptado en este artículo, al examinar, de manera específica, la relación entre los indicadores de opinión, por un lado, y el consumo privado y la actividad en la industria y los servicios, por otro. Ciertamente, el contenido informativo de las encuestas de opinión varía en unos casos y en otros.

Los indicadores basados en la opinión de los agentes tienen cierto carácter adelantado y ayudan a predecir el gasto en consumo y la actividad en los sectores de la industria y de los servicios, tal y como se reflejan en la Contabilidad Nacional. Sin embargo, solo en el caso del consumo tienen un contenido informativo adicional al de otros indicadores coyunturales y al de otras variables macroeconómicas. Su utilidad para el análisis de la actividad industrial y en el sector de servicios proviene, más bien, de su rápida disponibilidad y de su capacidad predictiva de otros indicadores coyunturales, que son muy relevantes para el seguimiento coyuntural de la producción en estos dos sectores, como son el índice de producción industrial y el índice de actividad del sector servicios. En ambos casos, las encuestas a empresarios permiten reducir el error de la predicción de estos índices.

Finalmente, conviene señalar que el contenido informativo de las encuestas de opinión puede variar en el tiempo, lo que constituye una limitación a su utilización con fines predictivos, si bien parece incrementarse en períodos de desaceleración o crisis económica, poniendo de manifiesto la relevancia de este tipo de información sobre la actitud y el grado de confianza de los agentes en los momentos actuales.

23.7.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G. A., y R. J. SHILLER (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2004). «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, enero.
- BENGOECHEA, P., y G. PÉREZ-QUIRÓS (2004). *A useful tool to identify recessions in the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0419, Banco de España.
- BLANCHARD, O. J. (1993). «Consumption and the Recession of 1990-1991», *American Economic Review*, LXXXIII, pp. 270-274.
- CARROLL, C., J. FUHRER y D. WILCOX (1994). «Does consumer sentiment forecast household spending? If so, why?», *The American Economic Review*, diciembre, pp. 1397-1408.
- CUENCA, A., y A. MILLARUELO (2006). «Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- GARNER, C. A. (1991). «Forecasting consumer spending: Should economists pay attention to consumer confidence surveys?», *Economic Review*, mayo/junio, pp. 57-71.
- JAREÑO, J. (2007). *Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española*, Documentos Ociaionales, n.º 0706, Banco de España.
- LUDVIGSON, S. (2004). «Consumer confidence and consumer spending», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n.º 2, pp. 29-50.
- MOUROUGANE, A., y M. ROMA (2002). *Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?*, Working Paper Series, n.º 133, European Central Bank.
- SÁNCHEZ, P., y T. SASTRE (2004). «Un indicador sintético para el consumo privado», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

## ANEJO

### CARACTERÍSTICAS DE LAS MACROMAGNITUDES Y DE LOS INDICADORES DE OPINIÓN

Período	Media (%)	VARIACIÓN ANUAL Y NIVEL DE INDICADORES DE OPINIÓN (a)						VARIACIÓN TRIMESTRAL (b)					
		Autocorrelación parcial			ADF (c)	Media (%)	Autocorrelación parcial			ADF (c)			
		1	2	3			1	2	3				
CONSUMO PRIVADO	1980 I-2009 IV	2,4	0,92	-0,39	-0,20	-2,68 (*)	0,6	0,60	0,13	0,14	-4,18 (***)		
Confianza del consumidor (CE)	1986 II-2009 IV	-12,6	0,92	-0,40	0,13	-2,79 (*)	-0,1	0,36	-0,26	0,05	-6,59 (***)		
Confianza del comercio minorista	1988 III-2009 IV	-8,1	0,90	-0,03	-0,20	-1,68	-0,3	0,03	0,15	0,01	-8,91 (***)		
VAB INDUSTRIA Y ENERGÍA	1990 I-2009 IV	1,0	0,88	-0,45	-0,11	-0,80	0,2	0,56	0,11	-0,03	-4,62 (***)		
Confianza de la industria (CE)	1990 I-2009 IV	-9,6	0,93	-0,64	-0,12	-3,60 (***)	-0,2	0,62	-0,14	-0,22	-4,10 (***)		
PMI industria	1998 I-2009 IV	50,6	0,82	-0,30	-0,06	-2,85 (*)	-0,4	0,34	-0,19	-0,14	-4,70 (***)		
Encuesta Coyuntura Industrial	1993 I-2009 IV	-6,9	0,87	-0,40	-0,22	-4,07 (***)	0,2	0,62	-0,01	-0,25	-3,86 (***)		
VAB SERVICIOS DE MERCADO	1990 I-2009 IV	2,9	0,84	-0,08	-0,24	-1,34	0,7	-0,02	-0,19	0,02	-7,38 (***)		
Confianza de los servicios (CE)	1996 IV-2009 IV	19,9	0,93	-0,13	-0,18	-0,03	-0,9	0,00	0,03	-0,01	-6,85 (***)		
PMI servicios	1999 III-2009 IV	52,0	0,89	-0,42	-0,12	-2,32	-0,3	0,35	-0,11	0,08	-4,31 (***)		

FUENTE: Banco de España.

a. Características del nivel de los indicadores de opinión y de la tasa interanual de los agregados macroeconómicos (consumo y valor añadido).

b. Características de la variación de los indicadores y de la tasa intertrimestral de los agregados macroeconómicos.

c. Contraste de raíz unitaria de Dickey-Fuller. Se rechaza la raíz unitaria a un nivel de significación del 10% (\*), del 5% (\*\*) y del 1% (\*\*\*)

LA EVOLUCIÓN EN ESPAÑA DE LOS PROGRAMAS PÚBLICOS DE APOYO FINANCIERO  
AL SECTOR PRIVADO DURANTE LA CRISIS

## **La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis**

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

### **Introducción**

La obtención de financiación por parte de determinados colectivos presenta especiales dificultades, asociadas bien a la escasa información que estos prestatarios pueden aportar sobre su calidad crediticia a los potenciales oferentes de fondos —las empresas innovadoras de reciente creación y las pymes constituyen un ejemplo paradigmático en este campo— o bien al carácter de bien público que reviste su actividad —en este ámbito, pueden destacarse las compañías que operan en la industria medioambiental—. Tradicionalmente, en los países industrializados se han creado instituciones públicas para paliar la menor capacidad de los mercados privados para proporcionar recursos suficientes para el desarrollo de las actividades de estos sectores específicos<sup>1</sup>. La reciente crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto con mayor claridad la existencia de esas dificultades especiales de acceso a la financiación para determinados agentes: en particular, las familias, los autónomos y las pymes.

En España, los principales apoyos financieros públicos a las pymes y a los autónomos se han realizado a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), mediante sus préstamos, créditos y/o avales, aunque no ha sido esta la única institución que los ha proporcionado<sup>2</sup>. Desde el comienzo de la crisis se han potenciado los apoyos públicos al sector privado no financiero, tanto a través de la creación de nuevos instrumentos financieros como mediante la extensión de la actividad crediticia del ICO. El aumento de la dotación presupuestaria ha sido especialmente acusado desde 2009, y a partir de junio de 2010 ha tenido lugar un cambio importante en la política de concesión de esta modalidad de créditos.

En este artículo se repasa la evolución reciente en España de las ayudas públicas al sector privado no financiero. Para ello, tras esta breve introducción, se describen el objetivo, las funciones y los diversos instrumentos de financiación del ICO. Posteriormente, en la sección tercera, se detalla y cuantifica la actividad inversora de esta institución durante los últimos años. Por último, se extraen las principales conclusiones.

### **Los programas públicos de apoyo financiero al sector privado**

Hasta 1991, el ICO era considerado una entidad de crédito de capital público estatal, dentro de las denominadas «entidades oficiales de crédito». Sin embargo, tras las reformas de 1991 y 1995<sup>3</sup>, en 1999 se acometió un proceso de reorganización de todo el modelo del crédito oficial español. En especial, se aprobaron los estatutos del ICO, que desarrollaron los órganos de gobierno, sus funciones y administración, quedando así establecidas las características esenciales del ICO<sup>4</sup>.

Como consecuencia de estas reformas, en la actualidad el ICO es una entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, que tiene naturaleza jurídica de entidad de crédito, y la consideración de agencia

**1.** En el caso de los países europeos, hay que destacar las ayudas públicas concedidas por entidades de crédito especializadas, como ocurre en Alemania con el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), en Francia con el OSEO, en Suecia con el ALMI Företagspartner, en Austria con el Wirtschaftsservice (AWS) o con el Finnvera en Finlandia. **2.** Algunos programas de apoyo a colectivos específicos han sido realizados por diferentes departamentos ministeriales. **3.** Véanse Real Decreto Ley 3/1991, de 3 de mayo; Ley 25/1991, de 21 de noviembre, y Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre. **4.** Regulado por la Ley 6/1997, de 14 de abril, de organización y funcionamiento de la Administración General del Estado, y por el Real Decreto 706/1999, de 30 de abril.

financiera del Estado, con personalidad jurídica, patrimonio y tesorería propios, así como autonomía de gestión para el cumplimiento de sus fines. En su operativa, quedó expresamente excluida la captación de fondos mediante depósitos del público como medio de financiación, al tiempo que las deudas contraídas (p. ej., la emisión de valores en los mercados nacionales o extranjeros) gozan de la garantía del Estado. El régimen fiscal de los valores del ICO para los inversores no residentes es el mismo que el de los títulos del Estado, esto es, los rendimientos y plusvalías están exentos de retención a cuenta y de tributación. Asimismo, la reforma de 1999 dejó excluido al ICO de los fondos de garantía de depósitos.

Los objetivos de esta institución son el sostenimiento y la promoción de las actividades económicas que contribuyan al crecimiento y a la mejora de la distribución de la riqueza nacional, en especial de aquellas que, por su trascendencia social, cultural, innovadora o ecológica, merezcan su fomento.

El ICO ofrece financiación a través de diversos instrumentos financieros. Como entidad de crédito especializada, realiza líneas de mediación y programas de financiación directa. La financiación se puede conceder a familias, a autónomos o a empresas.

Las «líneas de mediación»<sup>5</sup> consisten en créditos que se estudian y conceden por las entidades de crédito privadas (EC), las cuales asumen, en general, el riesgo de insolvencia de la operación. Inmediatamente después de la concesión, las EC solicitan los fondos al ICO, que procede a su financiación total o parcial. En algunas ocasiones, el ICO, además de proporcionar la financiación, avala una parte de las transacciones, por lo que incurre en riesgo de crédito. Las condiciones se establecen en los convenios de colaboración entre el ICO y las EC. Los márgenes o diferenciales de tipos de interés en estas operaciones se reparten entre ambas instituciones de acuerdo con los riesgos soportados. En algunos casos, estos tipos pueden estar bonificados por el Estado.

Los «programas de financiación directa» son instrumentos en los que el ICO estudia la demanda de fondos, los concede si procede y, en tal caso, asume el riesgo de toda la operación. Estos programas tradicionalmente se han dirigido a grandes proyectos de empresas españolas de inversión productiva, realizados tanto en España como en el exterior.

En su función de agencia financiera del Estado, el ICO proporciona también recursos, por indicación expresa del Gobierno, a los afectados por situaciones de graves crisis económicas, catástrofes naturales y otros supuestos semejantes. Dentro de esta faceta, el ICO tiene en la actualidad tres instrumentos o líneas en vigor: el fondo de ayuda al desarrollo (FAD), el contrato de ajuste recíproco de intereses (CARI) y el fondo para la concesión de microcréditos (FCM).

Para llevar a cabo sus actividades, el ICO se financia mediante la obtención de recursos en los mercados financieros. El grueso de esos recursos se capta mediante emisiones de valores de renta fija en moneda extranjera y en plazas internacionales. El resto de la financiación procede de préstamos de EC. Además, en algunos casos —aunque de forma marginal— recibe fondos directamente del Estado para financiar algún programa que gestiona en nombre de algún ministerio (p. ej., préstamos AVANZA del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio). El ICO cuenta con la garantía del Estado español en las deudas y demás obligaciones que contraiga por la captación de fondos. Anualmente, se fija el límite de endeudamiento de dicha institución en la Ley de Presupuestos Generales del Estado.

---

5. La totalidad de los fondos de las líneas de mediación la aporta el ICO.

Millones de euros	2005	2006	2007	2008	2009
<b>SALDOS (a):</b>					
Operaciones ordinarias	20.598	28.140	35.397	43.279	52.193
<i>Créditos de mediación (b). Líneas</i>	<i>12.102</i>	<i>17.240</i>	<i>21.650</i>	<i>25.066</i>	<i>32.788</i>
<i>Créditos sobre clientes. Programas</i>	<i>8.496</i>	<i>10.900</i>	<i>13.747</i>	<i>18.213</i>	<i>19.405</i>
Operaciones especiales y excepcionales	439	285	146	110	104
<b>TOTAL</b>	<b>21.037</b>	<b>28.425</b>	<b>35.544</b>	<b>43.389</b>	<b>52.297</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>					
Créditos concedidos (flujos brutos)	9.003	13.281	15.430	16.172	19.330
<b>SALDOS. % SOBRE EL TOTAL:</b>					
Operaciones ordinarias	97,91	99,00	99,59	99,75	99,80
<i>Créditos de mediación</i>	<i>57,53</i>	<i>60,65</i>	<i>60,91</i>	<i>57,77</i>	<i>62,70</i>
<i>Créditos sobre clientes. Programas</i>	<i>40,39</i>	<i>38,35</i>	<i>38,68</i>	<i>41,98</i>	<i>37,11</i>
Operaciones especiales y excepcionales	2,09	1,00	0,41	0,25	0,20
<b>SALDOS. VARIACIÓN ANUAL:</b>					
Operaciones ordinarias	7.542	7.257	7.882	8.914	
<i>Créditos de mediación (b). Líneas</i>	<i>5.138</i>	<i>4.410</i>	<i>3.415</i>	<i>7.723</i>	
<i>Créditos sobre clientes. Programas</i>	<i>2.404</i>	<i>2.847</i>	<i>4.466</i>	<i>1.192</i>	
Operaciones especiales y excepcionales	-154	-138	-36	-6	
<b>TOTAL</b>	<b>7.388</b>	<b>7.119</b>	<b>7.846</b>	<b>8.908</b>	

FUENTE: Instituto de Crédito Oficial.

- a. Sin deducir las provisiones específicas para riesgos de insolvencia.  
 b. Incluye 10.633,2 millones de euros en bonos de titulización.

#### **Evolución reciente de la actividad del ICO**

Como se aprecia en el cuadro 1, el flujo de crédito bruto concedido por el ICO ha seguido un perfil creciente en el período 2005-2009, con un aumento algo más acusado en el último año. El mayor dinamismo en la financiación concedida se ha producido en la modalidad de línea de mediación, cuyo peso relativo en términos de saldos vivos ha pasado del 60% en 2006 a casi el 63% en 2009. Destaca también la ampliación de la gama de las líneas de mediación, aunque el uso final de algunas de las que se han introducido ha sido bastante inferior a la dotación inicial (véase cuadro 2).

El saldo vivo asociado a las inversiones directas (incluidas en la rúbrica «créditos sobre clientes») ha aumentado a un menor ritmo, especialmente en 2009, en el que el importe de nuevas operaciones de este tipo fue muy limitado. Por su parte, las operaciones instrumentadas como agencia financiera del Estado (partida «Operaciones especiales y excepcionales») presentan volúmenes reducidos y marginales respecto al total del balance del ICO.

En el área de las líneas de mediación, lo más relevante en 2008 fue la ampliación de la línea ICO-Crecimiento Empresarial (hasta los 1.000 millones, frente a los 100 de 2007) y la introducción de la línea ICO-Plan VIVE (Vehículo Innovador, Vehículo Ecológico), dotada con 1.200 millones de euros, cuya finalidad era incentivar la sustitución de vehículos con una antigüedad de más de 15 años por otros nuevos menos contaminantes (véase cuadro 2). Esta línea estaba dirigida a las personas físicas, autónomos y pymes para que pudiesen financiar el 100% del precio del nuevo vehículo, incluido el IVA/IGIC, siempre que el importe de la adquisición no superase los 20.000 euros. Esta línea se renovó en 2009 con otros 1.200 millones de euros.

Entre las nuevas líneas de mediación introducidas en 2009, destaca la línea ICO-Liquidez, con una dotación de 10.000 millones de euros, cuya principal novedad era la posibilidad de utilizar los fon-

	Millones de euros											
	2007			2008			2009			2010 (a)		
	Dotación Ppto.	Dispuesto	% displos.	Dotación Ppto.	Dispuesto	% displos.	Dotación Ppto.	Dispuesto	% displos.	Dotación Ppto.	Dispuesto	% displos.
Pyme	16.000	8.513,55	53,21	7.000	6.734	96,20	10.000	6.720	67,20			
Inversión Pyme										8.000	4.319	53,99
Liquidez Pyme							10.000	6.901	69,01	12.000	5.380	44,83
Línea ICO Economía Sostenible (b)										8.700	426	4,90
Liquidez Mediana							6.000	1.551	25,85			
Vivienda							3.000	1.130	37,67	1.870	823	43,99
Plan Renove Turismo							1.000	1.000	100,00			
Crecimiento Empresarial	100	93	92,88	1.000	600	60,00	1.000	815	81,50			
Plan VIVE 2008-2010				1.200	11	0,93	1.200	700	58,33			
Plan AVANZA (2006-2010)	952	416	43,75	1.000	899	89,90	1.707	535	31,34	323	293	90,61
Futur-E							500	349	69,80	400	318	79,47
Internacionalización	150	114	76,06	400	150	37,50	250	199	79,60	1.000	154	15,42
Turismo		88			111		156	155	99,36			
Transporte	300	39	12,96	300	49	16,37	300	85	28,33			
Astilleros							200	79	39,50	200	32	16,03
Préstamos Renta Universidad		13			32		150	73	48,67	75	74	98,84
Moratoria Hipotecaria							6.000	73	1,22	5.927	4	0,07
Emprendedores	50	49	97,58	75	73	97,09	100	63	63,00	100	100	100,00
Línea ICO-ICEX	21	21	100,00		35		100	29	29,00	70	3	3,81
VIVE Autobuses							70	28	40,00	166	60	35,86
Cine-Producción		39		50	27	53,80	50	27	54,00	50	5	10,46
Textil		27			29		50	18	36,00	50	5	10,52
Moratoria Pyme							5.000	11	0,22			
Industrias Culturales							22	4	17,27			
Equipamiento de Parcelas		2			3		10	0	4,70			
Sector Pesquero				184								
PRONMED				860	860	100,00						
CDTI		144										
Otros		76			173							
<b>TOTAL</b>	<b>17.573</b>	<b>9.635</b>	<b>54,82</b>	<b>11.885</b>	<b>9.969</b>	<b>83,88</b>	<b>46.865</b>	<b>20.545</b>	<b>43,84</b>	<b>38.931</b>	<b>11.996</b>	<b>30,81</b>

FUENTE: Instituto de Crédito Oficial.

a. Datos a junio de 2010.

b. Esta dotación presupuestaria se puede destinar a líneas de mediación y a financiación directa de proyectos para 2010 y 2011. Se ha acordado que las entidades de crédito aporten otros 8.700 millones.

dos para atender a las necesidades de financiación de capital circulante de las pymes y los autónomos, lo que supuso un cambio en la estrategia de concesión, ya que hasta entonces solo se permitía utilizar los recursos para financiar inversiones productivas (en activos fijos). Asimismo, el pasado ejercicio se abrió la línea denominada ICO-Liquidez Mediana, con un presupuesto de 6.000 millones. Por otra parte, la línea ICO-Moratoria Hipotecaria, dotada también con 6.000 millones de euros, tiene como objetivo el aplazamiento durante dos años de una parte de las cuotas de los préstamos hipotecarios de titulares que se encuentren en situación de desempleo u otras. La línea ICO-Moratoria Pyme, con 5.000 millones de euros, financia las cuotas de amortización de capital correspondiente de las operaciones vivas de financiación adscritas a las líneas ICO-Pyme de los años anteriores. No obstante, en estas dos últimas líneas los porcentajes de disposición respecto de lo presupuestado han sido muy reducidos: 1,2% y 0,2%, respectivamente (véase cuadro 2).

Aunque resulta difícil de asegurar, algunos de los factores que han podido influir en el reducido porcentaje de disposición de las líneas está relacionado con el momento del año en el que se abrió la línea, con la cuantía y con determinados requisitos o condiciones de las mismas. En par-

ticular, con respecto a las líneas de moratoria, en la práctica resulta difícil que los acreditados elegibles cumplan con la condición de estar al corriente de todas las deudas contraídas, lo que, unido al elevado volumen presupuestado, genera un porcentaje reducido de materialización final. Por otro lado, en el caso de la línea Liquidez Mediana su lanzamiento a final de año ha tenido como consecuencia también un porcentaje de disposición más bajo que la media. Finalmente, la competencia que las EC colaboradoras han ejercido ofreciendo sus propios productos bancarios ha podido ser otro de los factores disuasorios en la utilización de las líneas ICO.

En el ejercicio actual se ha aprobado la continuidad de las principales líneas de mediación introducidas durante los últimos años (véase cuadro 2). Además, se han puesto en marcha varias iniciativas con el fin de facilitar la financiación de determinados sectores. Entre ellas, hay que destacar, en primer lugar, la creación del Fondo de Economía Sostenible (FES) previsto en el Anteproyecto de Ley de Economía Sostenible. La gestión del FES corre a cargo del ICO, que aportará 10.000 millones de euros en dos años (2010 y 2011), y se espera que cuente con una aportación similar por parte de las entidades financieras.

El FES se concreta en los cuatro productos siguientes:

- 1 Un fondo de capital inversión para financiación de infraestructuras y energía, dotado con 1.000 millones de euros.
- 2 Un fondo de capital riesgo, dotado con 300 millones de euros.
- 3 Un programa de cofinanciación directa de proyectos entre el ICO y las entidades financieras, en el que, a diferencia de lo que ocurre en las líneas de mediación, el ICO tomará las decisiones de concesión de las operaciones.
- 4 Una línea de mediación para autónomos, empresas y particulares, subvencionada en los casos de autónomos y pequeñas empresas. Los particulares podrán obtener fondos solo en caso de que lo soliciten para la rehabilitación de viviendas. La dotación conjunta para este producto y el anterior es de 8.700 millones de euros. Estos recursos deberán ir dirigidos a financiar proyectos relacionados con el medio ambiente y con el conocimiento y la innovación, además de proyectos en el ámbito social.

El FES es complementario a las líneas habituales del ICO de apoyo a la financiación de pymes, al estar dirigido hacia unos sectores-objetivo concretos (relacionados con la economía sostenible). Por otra parte, esta iniciativa dota de más flexibilidad al ICO, al combinar distintos instrumentos, entre los que se incluyen el capital riesgo y la financiación directa, aunque no es un aspecto estrictamente novedoso, ya que el ICO los había utilizado en el pasado. Del mismo modo, se amplía el margen del ICO para realizar operaciones de préstamo directo, las cuales hasta ahora habían estado orientadas principalmente —pero no exclusivamente— a proyectos de importe elevado e interés nacional o de estímulo a la inversión en el exterior.

Otra medida innovadora ha sido la creación reciente de la figura del facilitador financiero, que es un instrumento dirigido a las pymes y autónomos que hayan visto denegadas solicitudes de fondos en alguna entidad de crédito, y siempre que el importe de estas sea superior a 20.000 euros e inferior a 2 millones de euros. En estos casos, se les ofrece la posibilidad de que las solicitudes de financiación vuelvan a ser estudiadas por las EC.

Por último, el pasado 9 de abril de 2010 del Consejo de Ministros autorizó al ICO a conceder financiación directa a las pymes y a autónomos a partir del 14 de junio. Esta última iniciativa se

ha materializado como una línea nueva, denominada ICOdirecto. Esta línea, que se engloba dentro de un paquete más amplio de cuatro iniciativas, supone un cambio de filosofía por parte del ICO, ya que va a poder conceder préstamos directos a autónomos y a pymes para la financiación tanto de inversión como de liquidez. El importe máximo es de 200.000 euros por cliente, decidiendo y asumiendo el ICO la totalidad del riesgo de crédito de estas operaciones. Estará vigente este año y el próximo, y los préstamos se realizarán en condiciones de mercado. Se está comercializando a través de la red de BBVA y de Santander, tras haber sido seleccionadas en concurso público, ya que el ICO carece de la infraestructura necesaria para su puesta en marcha. Otra de las novedades de estos préstamos directos es que tienen que solicitarse a través de Internet. El objetivo es aumentar el flujo de financiación al sector privado no financiero, una vez que se ha constatado que con el sistema tradicional de mediación el volumen de recursos finalmente desembolsado estaba siendo sustancialmente inferior al presupuestado (44% en 2009) (véase cuadro 2).

Este nuevo procedimiento podría contribuir a un mayor dinamismo del crédito y, por tanto, de la actividad económica a corto plazo, en la medida en que los fondos se destinen a financiar gasto. Al mismo tiempo, esta operativa supondrá también una mayor asunción de riesgos para el sector público. Para que el balance entre ambos efectos sea equilibrado, es fundamental que estos programas no atiendan demandas de insuficiente calidad crediticia.

### **Conclusiones**

En los países desarrollados, es habitual que el sector público se preocupe por diseñar diferentes instrumentos para canalizar recursos financieros a colectivos que se enfrentan a especiales dificultades para obtenerla en los mercados privados, como consecuencia del carácter público de los bienes que producen o de la dificultad para los prestamistas de evaluar su calidad crediticia. La actual crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto con mayor vigor estas distorsiones de mercado y ha desencadenado un reforzamiento de las actuaciones de las autoridades para corregirlas.

En España, el grueso de estas actuaciones se ha llevado a cabo a través del ICO, que ha contribuido, con especial intensidad desde 2009, a canalizar recursos hacia los agentes con mayores dificultades de financiación, principalmente mediante líneas de mediación y programas de financiación a las familias, a autónomos y a pymes que han aumentado el volumen de su actividad crediticia, al tiempo que ha ampliado también la gama de instrumentos en los que se materializa dicha actividad. Más recientemente, desde junio de 2010 ha puesto en marcha igualmente una nueva estrategia, de modo que entre sus programas de actuación se contempla la financiación directa a las pymes y a autónomos, asumiendo el 100% del riesgo de crédito.

El fin último de estas acciones es incrementar el volumen de financiación recibida por aquellos agentes —singularmente, las pymes— que pueden haberse visto afectados de una forma particularmente negativa por el desarrollo de la crisis y contribuir así a la recuperación de la actividad. Al mismo tiempo, sin embargo, esta creciente actividad crediticia del ICO supone una mayor asunción de riesgos por parte del sector público. La evaluación rigurosa de la calidad crediticia de los prestatarios de estos programas es la mejor garantía de que dichos riesgos se mantendrán dentro de los límites razonablemente asumibles para alcanzar los objetivos perseguidos.

8.7.2010.

LA EMISIÓN INTERNACIONAL DE BONOS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2010

Los autores del presente artículo son Adrian van Rixtel y Luna Romo González, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### **Introducción**

Los mercados internacionales de emisión de bonos tienen gran trascendencia, pues desempeñan un papel fundamental en la financiación de los sectores público y privado de todo el mundo. Constituyen, con diferencia, el segmento más importante de los mercados internacionales de deuda, que incluyen también los mercados de financiación estructurada, de préstamos sindicados y de pagarés de empresa [Van Rixtel y Romo González (2009)]. Las condiciones de emisión en los mercados internacionales de bonos afectan significativamente al coste y a la disponibilidad de la financiación externa del sector bancario y de las sociedades no financieras, y a la sostenibilidad y financiación de la deuda soberana; y, por lo tanto, tienen un papel determinante en el crecimiento económico. Este hecho quedó demostrado durante la crisis financiera que se registró entre 2007 y 2009. La actividad emisora experimentó un rápido descenso hacia finales de 2008, provocando un acusado deterioro de las condiciones de financiación a escala mundial, y luego se recuperó a lo largo de 2009, permitiendo que los prestatarios obtuvieran financiación mediante la emisión de bonos en momentos en los que otros mercados estaban cerrados. Así, en 2009 la emisión internacional de bonos registró un récord anual absoluto, y alcanzó máximos históricos, tanto por parte del sector público como de las sociedades no financieras. De este modo, los mercados de bonos han asumido un papel clave en la canalización de recursos financieros al resto de la economía, en un momento en el que otros mercados de capitales y de crédito atraviesan un período de particular debilidad.

El presente artículo se centra en la evolución de la emisión internacional de bonos durante el primer semestre de 2010, período en el que la generalización y la intensificación de los problemas relacionados con la deuda soberana europea incidieron de forma creciente en las condiciones de emisión de los mercados de bonos. Aunque la emisión de bonos mantuvo un auge relativo durante el primer trimestre, la actividad emisora se redujo de manera bastante significativa a finales de abril, cuando las tensiones existentes en Europa devinieron en turbulencias financieras con efectos a escala mundial.

La estructura del artículo es la siguiente. En la primera sección se analiza la evolución de la emisión internacional de bonos, con especial hincapié en el primer semestre de 2010. Seguidamente se examinan: la actividad emisora en dos segmentos concretos de los mercados internacionales de bonos —los mercados de alto riesgo y los de bonos garantizados (*covered bonds*)—, la financiación de mercado en el sector bancario, y la emisión de bonos en las economías industrializadas y en los países emergentes. La última sección presenta las conclusiones.

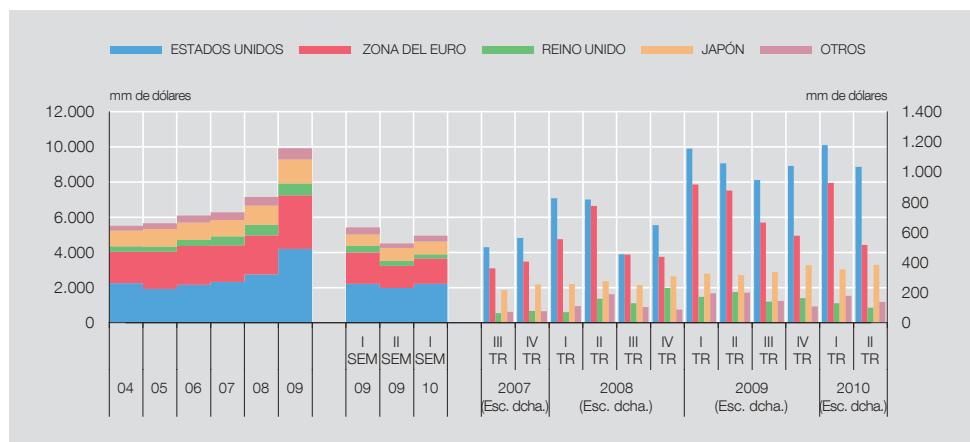
### **Los mercados de emisión de bonos en el primer semestre de 2010**

En el primer semestre de 2010, la emisión internacional bruta de bonos se mantuvo en niveles elevados, si bien algo inferiores a la emisión sin precedentes observada en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 1)<sup>1</sup>. No obstante, la actividad emisora ofrece una imagen diferenciada entre los dos primeros trimestres del año, como consecuencia de las crecientes dificultades

1. En este artículo, se consideran bonos los valores de renta fija emitidos con vencimiento inicial superior a un año [Fabozzi (2008a)] y las notas a medio plazo (MTN, por sus siglas en inglés), cuyos vencimientos pueden oscilar entre nueve meses y treinta años o más [Reserva Federal (2002)]. La inclusión de las MTN en la cobertura de la emisión internacional de bonos está justificada por su destacado papel en la financiación tanto de las instituciones financieras como de las sociedades no financieras [Mullineaux y Roten (2002)].

**EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS,  
POR REGIÓN**

GRÁFICO 1



FUENTE: Dealogic.

que se fueron desarrollando en torno a la financiación soberana de algunos países del área del euro. El origen de estas dificultades fue Grecia, que ya experimentó dificultades desde finales de 2009, aunque estas solo se trasladaron de forma significativa a otros países europeos a partir del mes de abril. De este modo, la actividad emisora en el primer trimestre de 2010 no se vio apenas afectada por las turbulencias y, a pesar de que se observó cierta volatilidad en los mercados entre mediados de enero y mediados de febrero, la emisión bruta total de bonos por emisores de los países industrializados ascendió a 2,77 billones de dólares, el mayor nivel de emisión registrado en un trimestre (véase gráfico 1). El clima del mercado mejoró considerablemente en marzo, cuando la preocupación por Grecia quedó en un segundo plano transitoriamente, y las buenas perspectivas económicas y empresariales globales, así como el apoyo reiterado y prolongado de la política monetaria de Estados Unidos a la recuperación, constituyeron soportes importantes para los mercados financieros.

Este panorama cambió completamente a partir de mediados de abril, cuando el riesgo de crédito soberano de determinados países europeos y sus posibles efectos sobre la situación financiera de los sistemas bancarios en Europa se convirtieron en un motivo de creciente preocupación, contribuyendo a un acusado incremento de la aversión al riesgo y de la volatilidad prácticamente en todos los segmentos del mercado. En mayo, estas tensiones se agudizaron y se focalizaron en aquellos países del área del euro que eran percibidos como más vulnerables, si bien también se propagaron con notable intensidad a escala internacional, culminando con el cierre de importantes mercados emisores. En consecuencia, la emisión internacional bruta de bonos se redujo significativamente, hasta los 2,17 billones de dólares en el conjunto del segundo trimestre, cifra que representa un 22% menos que en el trimestre anterior y un 18% menos que en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 1). Esta reducción se concentró en la actividad de los emisores privados de todo el mundo (véase más adelante), especialmente en la zona del euro, donde el volumen de bonos emitidos fue casi la mitad de la emisión registrada en el trimestre anterior y en el mismo trimestre de 2009.

El impacto de las turbulencias asociadas a la deuda soberana europea sobre la actividad emisora fue diferente en los distintos sectores de los países industrializados (véase gráfico 2.A). Así, la emisión bruta de bonos por el sector público siguió siendo muy intensa en el primer semestre de 2010, especialmente en el primer trimestre, cuando alcanzó el volumen trimestral de emisión más elevado de su historia, rozando los 2 billones de dólares. En términos interanuales, la emisión bruta de bonos gubernamentales continuó creciendo, si bien a un ritmo

## EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, POR SECTOR

GRÁFICO 2



FUENTE: Dealogic.

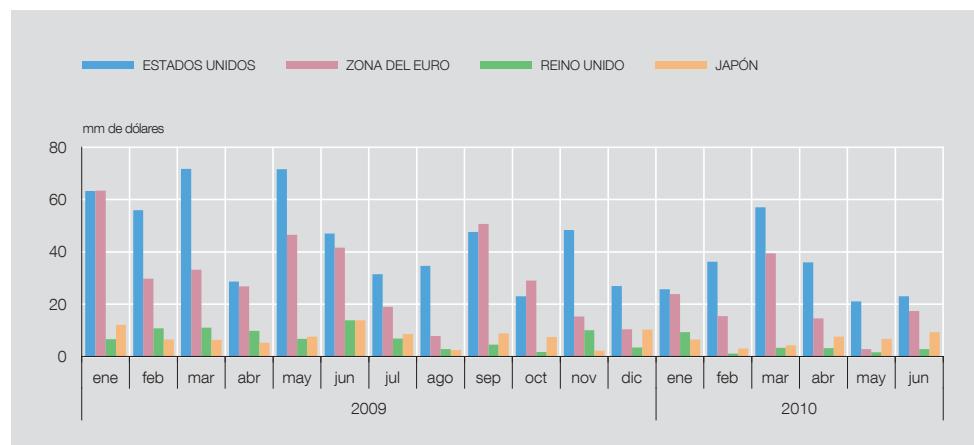
- a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.
- b. Datosos para 2010, anualizados.

notablemente menor que el registrado en 2008 y 2009 (véase gráfico 2.B) La elevada oferta de deuda soberana refleja la respuesta acomodaticia de la política fiscal ante la crisis financiera y el descenso de los ingresos públicos relacionado con el profundo ajuste económico; por su parte, la demanda de deuda pública se vio reforzada por la preferencia de los inversores por activos más seguros, en un contexto de persistente incertidumbre.

Por lo que respecta a la actividad emisora del sector privado, esta mantuvo un notable dinamismo en el primer trimestre de 2010, mientras que en el segundo trimestre se vio muy afectada por las tensiones en los mercados europeos. El impacto de las turbulencias relacionadas con la deuda soberana europea se reflejó también en un número sin precedentes de cancelaciones y de aplazamientos de emisiones. Así, la emisión de las sociedades no financieras registró una caída del 55% respecto al mismo período del año anterior (véase el gráfico 2.C) y el volumen de emisión por parte del sector bancario se redujo en un 46%, registrando el nivel más reducido desde el cuarto trimestre de 2003. La debilidad de la actividad emisora en el segundo trimestre hizo que en el conjunto del primer semestre de 2010 la emisión bruta de bonos del sector privado en los países industrializados fuera un 33% más baja que en el mismo período del año anterior. No obstante, la emisión total de bonos en el segundo trimestre de 2010 fue solo un 18% inferior a la registrada en el segundo trimestre de 2009, debido al mantenimiento de la fuerte actividad emisora del sector público, analizada anteriormente.

**EMISIÓN BRUTA MENSUAL DE BONOS POR LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, PAÍSES INDUSTRIALIZADOS**

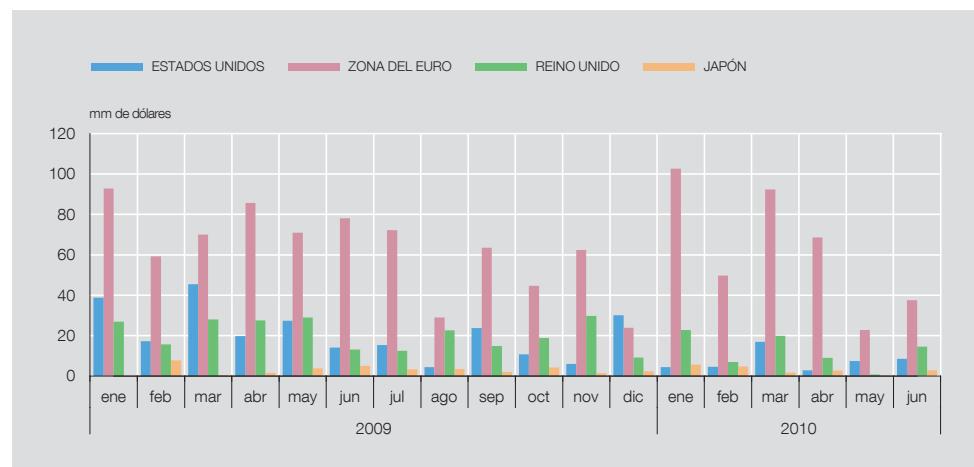
GRÁFICO 3



FUENTE: Dealogic.

**EMISIÓN BRUTA MENSUAL DE BONOS POR EL SECTOR BANCARIO, PAÍSES INDUSTRIALIZADOS**

GRÁFICO 4



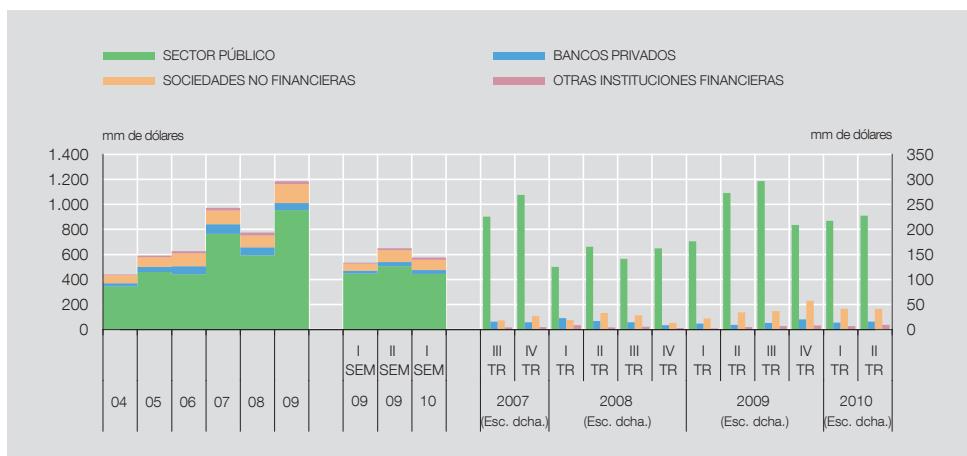
FUENTE: Dealogic.

Para abordar el análisis regional de las emisiones, es conveniente contemplar su desagregación mensual y por sectores. Como se observa en el gráfico 3, la emisión bruta de las sociedades no financieras en Estados Unidos y en la zona del euro fue intensa en marzo, cuando las condiciones de emisión se vieron favorecidas por una mejora en el clima del mercado. No obstante, el sentimiento cambió de forma radical en abril y mayo. En ese último mes, la emisión bruta de las sociedades no financieras fue prácticamente inexistente en la zona del euro, cifrándose solo en 3 mm de dólares, y fue la más baja desde septiembre de 2008 en Estados Unidos. En el sector bancario se observó un patrón bastante similar, registrándose un mínimo histórico en la emisión bruta de bonos en mayo, en la zona del euro, mientras que en el Reino Unido y en Japón la actividad emisora por parte de los bancos fue muy limitada en ese mismo mes (véase gráfico 4). Con la vuelta a una situación de relativa calma en los mercados financieros internacionales a finales del segundo trimestre, la emisión bruta de bonos se recuperó ligeramente en junio, tanto en el sector de sociedades no financieras como en el sector bancario, en un entorno aún marcado, en cualquier caso, por un alto grado de incertidumbre.

La gran debilidad de la emisión bruta del sector privado —tanto de las sociedades no financieras como de los bancos— en la segunda quincena de abril y en mayo se debió tanto a

## EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES EMERGENTES, POR SECTOR

GRÁFICO 5



FUENTE: Dealogic.

factores de oferta como de demanda. En general, los emisores potenciales de bonos no estuvieron dispuestos a pagar las rentabilidades tan elevadas que demandaban los inversores, prefiriendo posponer las emisiones en la medida de lo posible. Al mismo tiempo, y a consecuencia de los acusados incrementos de la volatilidad y de la aversión al riesgo provocados por el aumento de los riesgos políticos, económicos y para el sistema bancario en Europa, y por los efectos de contagio en todo el mundo, la demanda de bonos bancarios y de valores de renta fija privada se redujo considerablemente. Además, la percepción de los inversores internacionales de que existían dificultades para articular una respuesta coordinada en Europa a los desafíos generados por la crisis griega minó la confianza de los mercados y cerró de manera efectiva los mercados primarios de deuda, especialmente en Europa, y particularmente en mayo.

Por lo que respecta a las economías emergentes, el volumen bruto de emisiones siguió siendo elevado en el primer semestre de 2010 (véase gráfico 5). En el primer trimestre, la emisión bruta total fue de 281 mm de dólares, un 32% más que en el mismo período del año anterior, y de 294 mm de dólares en el segundo trimestre, únicamente un 9% menos que en el mismo trimestre de 2009, lo que resulta destacable. Así pues, en general, las turbulencias financieras en Europa solo incidieron de forma moderada en la actividad emisora de los países emergentes. Aunque el volumen de bonos emitidos por estas economías se redujo en mayo, mes en que las turbulencias alcanzaron su punto álgido, el fortísimo volumen de emisión observado en abril hizo que la emisión total correspondiente al segundo trimestre siguiera siendo elevada. En cuanto a los distintos emisores, el sector público continuó emitiendo volúmenes considerables de bonos en el primer semestre de 2010, aunque en el primer trimestre la emisión bruta de bonos fue un 23% más elevada que en el mismo período del año anterior, mientras que en el segundo trimestre se redujo un 17%. Esta reducción cabe atribuirla a la situación relativamente favorable de las finanzas públicas en la mayoría de las economías emergentes, al aumento de los costes de financiación en el segundo trimestre, debido a los efectos de contagio de las turbulencias registradas en la deuda soberana europea, y al volumen particularmente elevado que habían alcanzado las emisiones en el segundo trimestre de 2009.

Al mismo tiempo, la actividad emisora de las sociedades no financieras de las economías emergentes fue muy intensa en la primera mitad de este año, con aumentos del 83% y del 21% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, en relación con los mismos períodos del año anterior. La emisión de las sociedades no financieras de las economías emergentes se

vio respaldada por la fuerte demanda de fondos de inversión de renta fija privada en todo el mundo, en su búsqueda de mayores rentabilidades. Lo que es más importante, en muchas economías emergentes, los mercados de obligaciones de empresa se han desarrollado notablemente, ya que dichas economías han logrado un cierto grado de estabilidad macroeconómica y considerables avances en sus marcos institucionales, incluidas la regulación financiera y la gobernanza de las empresas [FMI (2005)]. En definitiva, durante el período reciente, y de modo muy acusado en el último trimestre, el atractivo de las emisiones de las economías emergentes se ha fortalecido en relación con las economías desarrolladas.

**Actividad en segmentos específicos de los mercados internacionales de bonos: bonos de alto riesgo y bonos garantizados**

En el contexto de la crisis financiera y la recuperación posterior de los mercados de bonos, es interesante detenerse por un momento en algunos segmentos de mercados específicos, donde se han producido cambios estructurales importantes: el mercado de alto riesgo y el de bonos garantizados.

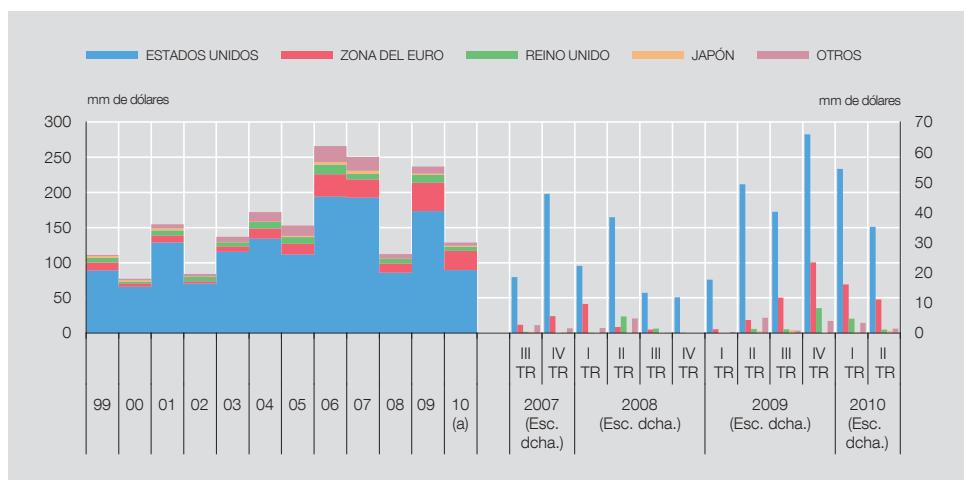
Un segmento fundamental de los mercados internacionales es el mercado de bonos de alto riesgo, conocidos informalmente como *bonos basura*, que emiten las empresas menos solventes. Estos bonos tienen una calificación crediticia inferior al grado de inversión, es decir, por debajo de la calificación BBB de Standard & Poor's y de Fitch's Investors Service, y de Baa de Moody's Investors Service. En una situación de endurecimiento de las condiciones de crédito y desapalancamiento de las entidades de crédito, estas empresas —para las que la percepción de riesgo es mayor— pueden ver limitado su acceso al crédito bancario, por lo que el mercado de bonos de alto riesgo constituye una alternativa atractiva para financiar sus operaciones.

Efectivamente, la emisión de bonos de alto riesgo en los países industrializados ha experimentado una fuerte recuperación en el último año, tras contraerse notablemente en los trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers. En el primer trimestre de 2010 mantuvo su vigor y, de hecho, registró un máximo histórico para un primer trimestre (véase gráfico 6), favorecida por el dinamismo de la actividad emisora no solo en Estados Unidos, sino también en la zona del euro y en el Reino Unido. Entre los factores que contribuyeron a esta evolución hay que mencionar unos costes de financiación relativamente atractivos, la mejora de las expectativas de beneficios, unas tasas de impago de los bonos de alto riesgo menores de lo esperado, y una sólida demanda por parte de los inversores. En el segundo trimestre de 2010, sin embargo, los niveles de emisión también se vieron afectados por la agudización de las tensiones de la deuda soberana europea y su propagación a otras regiones. De hecho, la emisión fue la más baja de los cinco últimos años, lo que refleja el aumento de la aversión a invertir en estos bonos relativamente arriesgados, por el lado de la demanda, y el acusado incremento de los costes de financiación, por el lado de la oferta. La emisión de bonos de alto riesgo fue especialmente reducida en mayo, de forma que en el conjunto de los países industrializados se situó aproximadamente un 70% por debajo de su nivel de un año antes.

Otro segmento del mercado de bonos relevante, tanto por su importancia en Europa como por su incipiente expansión a otros países, es el de bonos garantizados (*covered bonds*). En la última década, estos valores de renta fija se han convertido en uno de los principales instrumentos de financiación de las instituciones financieras europeas, sobre todo de las entidades de crédito. Los bonos garantizados están respaldados por un conjunto especial de activos de garantía, que incluye principalmente hipotecas o préstamos al sector público, respecto del que los inversores tienen derecho de prelación en caso de impago [Packer et ál. (2007)]. Su principal diferencia con los bonos de titulización de activos (ABS) o con las titulizaciones es que los activos de garantía o activos subyacentes de los bonos garantizados se mantienen, por lo general, en el balance de las entidades, aunque se identifican como pertenecientes al

**EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ALTO RIESGO EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, POR REGIÓN**

GRÁFICO 6



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

**EMISIÓN INTERNACIONAL BRUTA DE BONOS GARANTIZADOS, POR REGIÓN**

CUADRO 1

	mm de dólares	ALEMANIA	ESPAÑA	FRANCIA	RESTO DE ZONA DEL EURO	REINO UNIDO	OTROS PAÍSES (a)	TOTAL
2008 I TR	30,3	20,1	16,2	20,6	5,3	17,1	109,7	
2008 II TR	39,8	24,8	15,3	19,2	41,6	22,4	163,1	
2008 III TR	36,5	4,2	4,0	14,8	50,8	11,6	122,1	
2008 IV TR	28,0	18,1	10,4	17,1	73,1	4,2	150,9	
2009 I TR	26,9	10,4	10,2	8,3	8,3	9,2	73,2	
2009 II TR	42,9	14,3	16,6	14,5	7,2	8,2	103,7	
2009 III TR	28,7	19,6	18,4	18,8	10,6	21,9	118,0	
2009 IV TR	19,6	8,8	8,3	16,4	2,6	12,7	68,2	
2010 I TR	27,2	18,3	25,0	26,7	10,6	29,4	137,1	
2010 II TR	15,2	3,1	23,4	22,7	4,3	23,9	92,6	

FUENTE: Dealogic.

a. Otros países incluye a Australia, Canadá, República Checa, Dinamarca, Hungría, Noruega, Corea del Sur, Suecia, Suiza y Estados Unidos.

conjunto de activos de cobertura, mientras que los activos que garantizan los ABS se sacan del balance y se colocan en sociedades instrumentales (SPV) [Van Rixtel y Criado (2010)]. Además, al contrario que los ABS, los bonos garantizados ofrecen la denominada protección de «recurso pleno» o *full recourse*, que significa que, si un conjunto de activos de garantía subyacentes es insuficiente para cubrir esos bonos, los inversores tienen un derecho sin garantías frente a la entidad de crédito que los emitió, lo que implica una mayor protección para los inversores en caso de que el banco no atienda a sus obligaciones de pago [Moody's (2010)]. Por lo tanto, los bonos garantizados suelen recibir las mejores calificaciones crediticias y los inversores los consideran una alternativa a la deuda pública para conseguir una rentabilidad elevada.

En el primer semestre de 2010, la emisión internacional bruta de bonos garantizados fue de 230 mm de dólares, el segundo volumen más elevado emitido nunca en el primer semestre de un año (véase cuadro 1). La actividad en el mercado de bonos garantizados languideció a principios de 2009, pero recibió un respaldo importante con el programa de adquisiciones de

bonos garantizados del BCE, que se inició en mayo de ese año, por un importe nominal de 60 mm de euros, y concluyó a finales de junio de 2010, tras haber cumplido plenamente su objetivo. De manera similar a lo ocurrido en otros segmentos del mercado de bonos, la actividad emisora se concentró en el primer trimestre de 2010, mientras que en el segundo trimestre se vio significativamente afectada por las turbulencias asociadas a los problemas de refinanciación y sostenibilidad de la deuda griega y su posible propagación a otros países europeos periféricos. Así, en los países de la zona del euro la emisión de bonos garantizados en el segundo trimestre de 2010 fue de solo 64 mm de dólares, un 27% menos que el volumen emitido en el mismo trimestre del año anterior, cuando se puso en marcha el programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE. En concreto, en mayo de 2010 la actividad emisora en la zona del euro se situó en 12 mm de dólares, el volumen más bajo de los nueve últimos años para un mes de mayo, concentrándose además en algunos países concretos, como Francia y Alemania. En el conjunto del primer semestre de 2010, la emisión de bonos garantizados en la zona del euro representó únicamente el 70% de las emisiones a escala mundial, en comparación con una media del 86% en los diez últimos años, período en el que destaca el incremento en la emisión de bonos garantizados en países como Reino Unido, Noruega o Canadá.

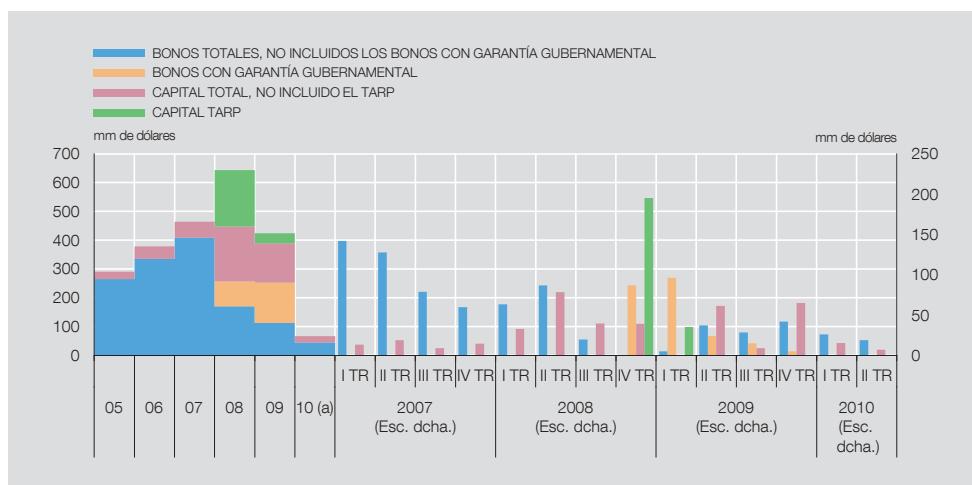
***La importancia  
de la financiación  
mediante bonos  
para el sector bancario***

En esta sección se ofrece una visión general de la financiación obtenida por los bancos en Estados Unidos y en la zona del euro mediante emisiones en mercados de valores (véanse gráficos 7 y 8). Se incluyen aquí los bonos emitidos en el marco de programas públicos de emisión garantizada, que se introdujeron en varios países a raíz de la intensificación de la crisis financiera posterior a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. Asimismo, se ha incluido en los gráficos el volumen de capital obtenido vía acciones, con apoyo y sin apoyo público. Como puede observarse, en Estados Unidos los bancos recibieron importantes inyecciones de capital a través del Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, conocido como TARP (*Troubled Asset Relief Program*), financiado por el Gobierno, mientras que, en Europa, el apoyo con capital público fue mucho más limitado. En términos relativos, la financiación obtenida en los últimos años mediante la emisión de bonos ha sido mucho más importante para los bancos de la zona del euro que para los de Estados Unidos; para estos últimos, la fuente de financiación más destacada han sido las acciones.

El volumen de bonos emitidos por los bancos de Estados Unidos en el primer semestre de 2010 fue relativamente reducido, tanto en el primer trimestre como en el segundo, cifrándose en un total de 45 mm de dólares (véase gráfico 7). En el primer trimestre, estas emisiones se vieron afectadas por diversas iniciativas anunciadas por la Administración Obama en materia de regulación, siendo la más importante la «regla Volcker», lo que se tradujo en un aumento de la incertidumbre sobre la estructura futura de la banca estadounidense. La «regla Volcker», denominada así por Paul Volcker, antiguo presidente de la Reserva Federal y actual asesor de la Administración Obama, propone limitar el campo de acción de los bancos y contemplaba el establecimiento de importantes restricciones a determinadas actividades de riesgo, como la negociación por cuenta propia no relacionada con la prestación de servicios a los clientes, o incluso su prohibición. Asimismo, se proponía limitar el tamaño de los bancos y la concentración del sector, imponiendo mayores restricciones a la cuota de mercado de los bancos más grandes. Estas propuestas tuvieron implicaciones profundas para la financiación de los bancos estadounidenses, al cuestionar el modelo de negocio de muchos de ellos y su necesidad de obtener determinados volúmenes de financiación. En el mes de mayo, la intensificación de las turbulencias asociadas con la deuda soberana europea afectó también a la emisión de bonos por parte de los bancos estadounidenses (véase también el gráfico 4), dado que las tenencias de deuda pública en el balance de muchos bancos son considerables y que, además, estas entidades suelen depender de los mercados mayoristas de financiación para financiar sus

**FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EMISIÓN DE BONOS POR PARTE DEL SECTOR BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS**

GRÁFICO 7

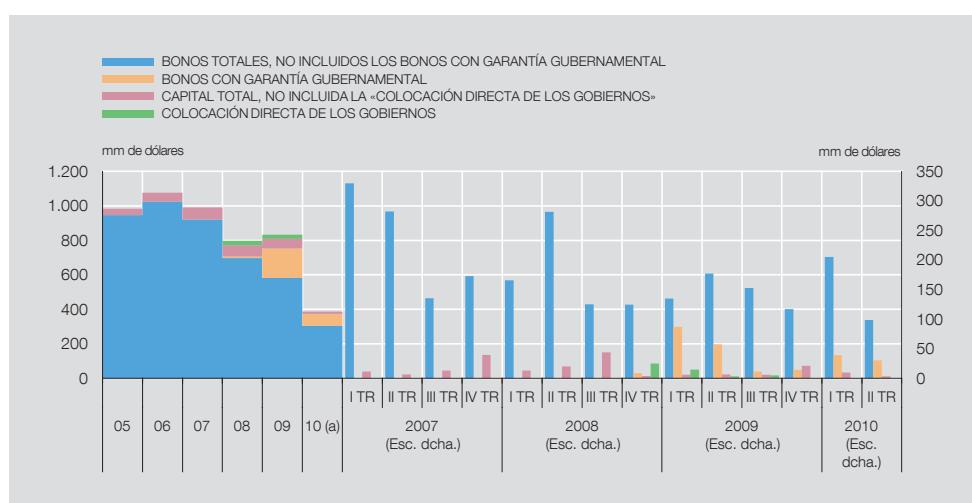


FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

**FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EMISIÓN DE BONOS POR PARTE DEL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO**

GRÁFICO 8



FUENTE: Dealogic

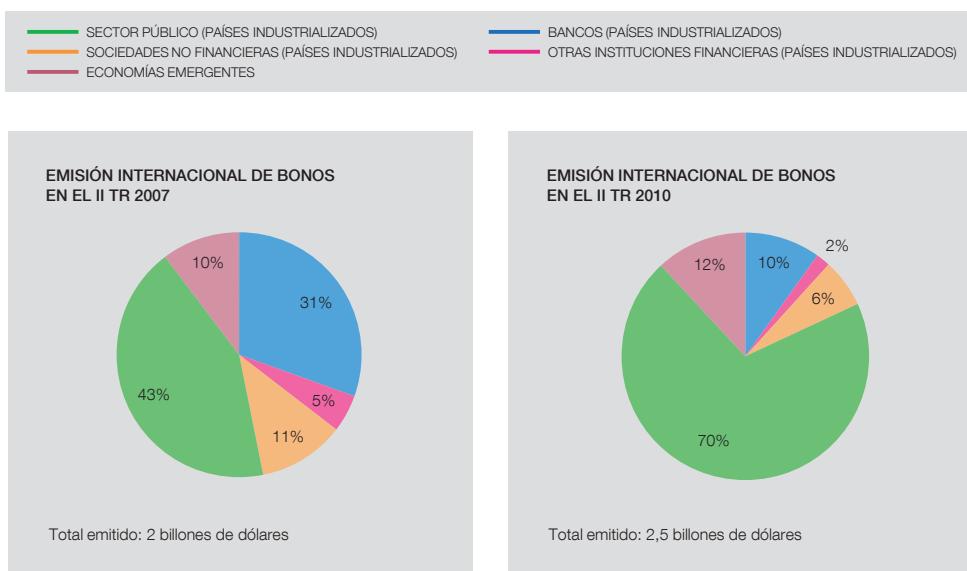
a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

operaciones. Esta inquietud se vio reflejada en la rápida ampliación de los diferenciales en los mercados monetarios interbancarios.

En lo que respecta a la zona del euro, la emisión bruta de bonos por parte del sector bancario, incluidas las emisiones garantizadas por los Gobiernos, fue relativamente intensa en el primer semestre de 2010 (374 mm de dólares), concentrándose sobre todo en el primer trimestre (véase gráfico 8). En el segundo trimestre la actividad emisora se redujo hasta situarse en mínimos históricos, especialmente en mayo (véase también el gráfico 4), afectada por factores de oferta y demanda mencionados con anterioridad. Las tensiones de la deuda soberana afectaron intensamente al sector bancario, por las elevadas tenencias de bonos del sector público por parte de muchos bancos. La inquietud provocada por estas exposiciones llevó al incremento de las tensiones en los mercados interbancarios, donde aumentó notablemente la percepción de riesgo de contrapartida.

## CUOTAS SECTORIALES DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS Y CUOTA TOTAL DE EMERGENTES EN LA EMISIÓN INTERNACIONAL BRUTA DE BONOS

GRÁFICO 9



FUENTE: Dealogic.

### ***Configuración de los mercados internacionales de bonos***

Para entender mejor los cambios estructurales acaecidos en los patrones de emisión, en el gráfico 9 se presentan las cuotas de los distintos sectores de los países industrializados y la cuota agregada de los países emergentes en la emisión internacional de bonos, y se comparan los resultados correspondientes al segundo trimestre de 2010 —los más recientes de que se dispone— con los del segundo trimestre de 2007, previo a la crisis, cuando las emisiones eran un 21% menores. El cambio más llamativo es el considerable incremento observado en la cuota de emisión del sector público de los países industrializados, que pasó del 44% al 70%, y que se ha visto compensado por un descenso sustancial de la cuota de emisión de los bancos (del 30% al 10%) y de las sociedades no financieras (del 11% al 6%). Este cambio refleja, principalmente, las implicaciones de la crisis financiera registrada entre 2007 y 2009 sobre los patrones de emisión, asociadas al deterioro de las finanzas públicas y al proceso de desapalancamiento del sector bancario, y, en menor medida, el impacto de las turbulencias observadas en la deuda soberana europea sobre las emisiones de las entidades bancarias y de las sociedades no financieras, en el segundo trimestre de 2010. La cuota total de los países emergentes en la emisión bruta internacional de bonos se incrementó desde un 10%, en el segundo trimestre de 2007, hasta un 12%, en el segundo trimestre de 2010. Esto fue debido al incremento de la emisión por parte del sector público, mientras que la emisión de las sociedades no financieras se mantuvo constante.

### ***Conclusiones***

En el presente artículo se pone de manifiesto cómo a lo largo del primer semestre de 2010 las emisiones en los mercados internacionales de bonos mostraron dos patrones bien diferenciados. En los tres primeros meses se mantuvieron las pautas observadas en 2009, en un contexto de recuperación en la mayoría de los segmentos, en algunos de los cuales se alcanzaron volúmenes de emisión sin precedentes. En ese período, la situación de las finanzas públicas en Grecia ya era preocupante, pero aún no había impactado de modo significativo en los mercados europeos de deuda soberana. Sin embargo, desde mediados de abril, la generalización y la intensificación de las turbulencias observadas en la deuda soberana europea se tradujeron en un acusado deterioro de las condiciones de emisión en la mayoría de las economías, tanto en las industrializadas como también en las emergentes. Estas turbulencias afectaron específicamente a los emisores del sector privado, tanto instituciones financieras como sociedades no

financieras. En conjunto, el volumen total de la emisión bruta de bonos por parte de los países industrializados y emergentes se situó en torno a 5,52 billones de dólares en el primer semestre de 2010, lo que supone una reducción del 7% con respecto al volumen emitido en el mismo período del año anterior. La emisión bruta total de las sociedades no financieras disminuyó en mayor medida (un 42%), debido a la caída de la actividad emisora de estas sociedades en los países industrializados. Por otra parte, la emisión total de los bancos a escala mundial registró un considerable descenso, del 25%, atribuible nuevamente al sustancial retroceso de la emisión en los países industrializados. Si se consideran conjuntamente los países industrializados y los emergentes, el único sector en que aumentó la emisión en el primer semestre de 2010 con respecto al año anterior (un 3%) fue el sector público.

La normalización de las condiciones de emisión para el sector privado, tanto para las sociedades no financieras como para las instituciones financieras, constituye un paso muy importante para restablecer la financiación a los hogares y a las empresas, y dar soporte a la recuperación de la actividad económica. Conviene destacar, asimismo, el creciente protagonismo de la deuda pública, especialmente la de los países industrializados, en los mercados internacionales y sus implicaciones futuras. El intenso y persistente salto en las necesidades de financiación por parte del sector público de las economías avanzadas se une a una gran necesidad de refinanciación del sector bancario y a un esperado incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras en los próximos años. En este contexto, cabe esperar una mayor competencia por los fondos en los mercados internacionales de bonos, sobre todo a medida que el proceso de recuperación económica se consolide, que podría llevar a unos costes de financiación más altos para todos los tipos de emisores y, en caso de que estas tensiones fueran lo suficientemente severas, a un deterioro de las condiciones de financiación internacionales.

Un aspecto positivo es el aumento de las emisiones de bonos en las economías emergentes, en particular el dinamismo del mercado de sociedades no financieras. Esta evolución demuestra que el sector privado de estos países cuenta con una confianza creciente por parte no solo de los inversores locales, sino también de la comunidad inversora internacional. De hecho, la resistencia de las economías emergentes ante la crisis y el hecho de que su epicentro se haya localizado en los sistemas financieros —y, posteriormente, en los sectores públicos— de los países desarrollados han producido una mejora relativa de las perspectivas de las economías emergentes respecto a las desarrolladas. Este cambio puede tener profundas consecuencias estructurales sobre los mercados de bonos globales y, en cualquier caso, supone una ampliación de las fuentes de financiación disponibles para las empresas de los países emergentes, que puede ser valiosa para fomentar el crecimiento económico de estos países en el futuro.

23.7.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *Covered Bonds in the EU Financial System*, 17 de diciembre.
- (2010). *Informe Mensual sobre el Programa de Bonos Garantizados (covered bonds) del Eurosistema*, abril y mayo.
- EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL (2009). *European Covered Bond Fact Book*, septiembre.
- FABOZZI, F. J. (2008a). «Bond: Investment Features and Risks», en F. J. Fabozzi (ed.), *Handbook of Finance*, volumen 1, *Financial Markets and Instruments*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 207-220.
- (2008b). «Corporate Fixed Income Securities», en F. J. Fabozzi (ed.), *Handbook of Finance*, volumen 1, *Financial Markets and Instruments*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 259-269.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries», *Global Financial Stability Report*, septiembre, pp. 103-141.
- MOODY'S (2010). «Structured Finance in Focus: A Short Guide to Covered Bonds», *Global Structured Finance*.
- MULLINEAUX, D. J., y I. C. ROTEN (2002). «Liquidity, Labels and Medium-Term Notes», *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 11 (5), pp. 445-467.

- PACKER, F., R. STEVER y C. UPPER (2007). «The Covered Bond Market», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 43-55.
- RESERVA FEDERAL (2002). «About Corporate Medium-Term Notes», *Federal Reserve Statistical Release*, 12 de agosto.
- VAN RIXTEL, A., y S. CRIADO (2010). «The Contribution of Structured Finance to the Financial Crisis: An Introductory Overview», en R. W. Kolb (ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 239-246.
- VAN RIXTEL, A., y L. ROMO GONZÁLEZ (2009). «Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 95-113.

LAS ENTIDADES DE TASACIÓN. ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2009

## **Introducción**

Las sociedades de tasación (ST) son entidades especializadas en la valoración de bienes inmuebles exigida por la normativa hipotecaria aplicable a las entidades de crédito (EC), y realizan la tasación de los bienes incluidos en la cobertura de las reservas técnicas de las compañías de seguros y en la determinación del patrimonio de las sociedades de inversión colectiva inmobiliaria y de los fondos de pensiones<sup>1</sup>. Además, efectúan la valoración de los bienes inmuebles propiedad de las EC y llevan a cabo tasaciones de bienes de las sociedades cotizadas en bolsa.

Las ST son las encargadas de valorar las garantías inmobiliarias aceptadas por las entidades financieras. Por ello, desempeñan un papel relevante para la solvencia y la estabilidad del sistema financiero, y para la protección de los inversores en títulos del mercado hipotecario, lo que exige que sus valoraciones se realicen de forma prudente y sostenible en el tiempo, con total respeto de las directrices de prudencia que figuran en la regulación específica<sup>2</sup>. Las funciones de homologación, autorización, inscripción en el Registro y supervisión de las entidades de tasación (ET)<sup>3</sup> están legalmente asignadas al Banco de España.

Desde 2008, con la entrada en vigor de la Circular 3/2008, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, y al objeto de mejorar el control y la gestión de los riesgos, se reforzó la exigencia de revisiones periódicas del valor de los inmuebles en garantía de las carteras hipotecarias de las EC, revisiones que también son realizadas por las ET.

Este artículo aborda la actividad realizada en 2009 por las ET<sup>4</sup>, y en el apéndice estadístico se recoge la información anual agregada de las que han estado activas en cada uno de los últimos cuatro años.

La evolución de la actividad tasadora está ligada básicamente a la del mercado inmobiliario y a la financiación hipotecaria. Tras un importante incremento de actividad en años anteriores, las tasadoras empezaron a experimentar síntomas de desaceleración en 2006, registrando un significativo retroceso en 2007 y 2008, que se ha atenuado en 2009. Así, en el último trienio la actividad del sector ha caído un 41% respecto al número de valoraciones realizadas y un 34% en el importe de los bienes tasados, mientras que la superficie tasada se ha incrementado un 8%.

En 2009, el número de las tasaciones realizadas descendió el 4%, con un retroceso en el importe de las valoraciones del 17%. La caída en el número de tasaciones efectuadas se concentró, un año más, en la tipología de edificios completos de uso residencial (27%), mien-

---

1. Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario, y Real Decreto 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre. 2. La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OMC 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 3/1998, sobre la información que se ha de rendir al Banco de España por las ET, adaptada por la CBE 5/2003 y modificada por la CBE 2/1999. 3. El sector lo forman las sociedades tasadoras (ST) y los servicios de tasación de EC. Estos últimos están autorizados para valorar, exclusivamente, bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. 4. La información recogida, en lo relativo a actividad, se refiere al conjunto de las ET e incluye, por tanto, la de los servicios de tasación, si bien la producción de estos últimos en los últimos años ha sido absolutamente marginal. Los datos de balance, cuenta de resultados, dependencia de la clientela y otra información complementaria corresponden exclusivamente a las ST. Véase también *Boletín Estadístico*, capítulo 9: Instituciones financieras no monetarias, subsector «Auxiliares financieros», agente Sociedades de tasación. <http://www.bde.es/infoest/htmls/cap09.htm>.

tras que se atenuó el descenso en las viviendas individuales hasta el 7%. En esta última tipología hay que resaltar la disminución registrada en el valor medio por metro cuadrado tasado —que fue del 9,6%— y, especialmente, la caída del 11,6% (–5,7% en 2008) experimentada en dicho valor medio por las viviendas situadas en edificios o bloques.

#### **Actividad de las entidades de tasación**

Las 55 ET que mantuvieron actividad en 2009 realizaron 1,06 millones de tasaciones de bienes inmuebles, un 4% menos que el año anterior, por una valoración total de 568,9 mm de euros, que supuso un retroceso interanual del 17%. Sin embargo, la superficie total tasada en el período (611.252 hectáreas) aumentó de manera significativa (el 14%), debido al incremento registrado en la superficie de los terrenos tasados, en concreto, en la tipología de fincas rústicas (28%), que más que compensó los retrocesos del suelo urbano (6%) y del suelo no urbanizable (57%). (Véanse el panel A del gráfico 1 y el cuadro A.1.)

La continuidad del deterioro del mercado inmobiliario se reflejó en casi todas las tipologías de bienes tasados, y de forma más intensa en los edificios completos de uso residencial y en las viviendas individuales. Por el contrario, las valoraciones de fincas rústicas experimentaron crecimientos significativos, tanto en número como en importe.

Por otra parte, las *tasaciones no inmobiliarias* continuaron aumentando por cuarto año consecutivo. En 2009, el número de este tipo de valoraciones creció el 64%, y se registró un incremento en cuanto al importe del 62%, si bien su peso en la actividad del sector representa solo el 1,8% del número y el 0,9% del importe de todas las valoraciones realizadas en el año.

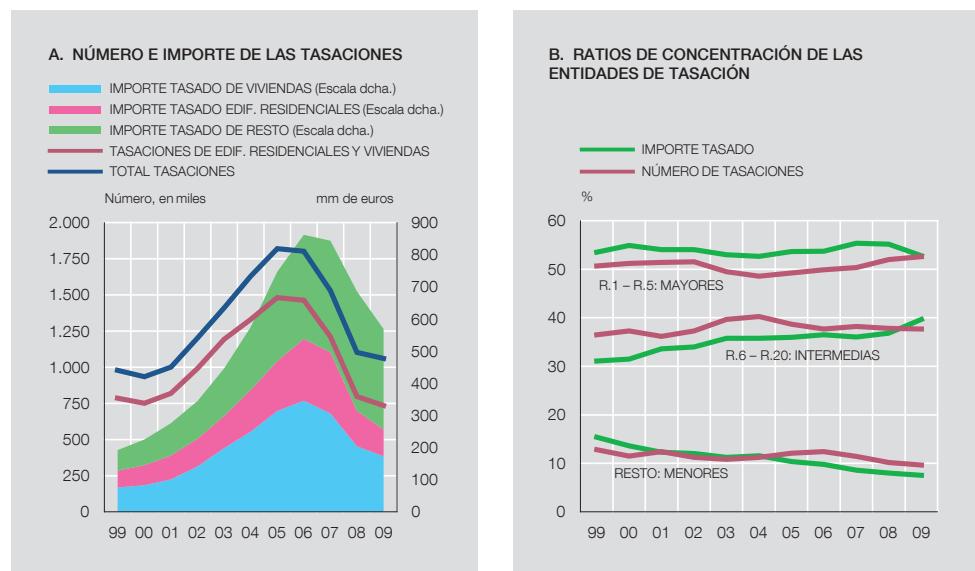
Aunque un año más ha continuado su pérdida de peso, el grueso del negocio del sector se mantiene centrado en la *valoración de bienes inmuebles de uso residencial*, tanto edificios completos como viviendas individuales, que representaron casi el 70% del número y el 45% del valor tasado. Por otra parte, los terrenos continuaron incrementando su peso respecto al número, hasta alcanzar el 7%, y supusieron el 29% del importe total. Dentro de estos, la categoría más significativa, el suelo urbano, alcanzó unos pesos del 5% en número y del 24% en importe.

Las *tasaciones de viviendas individuales*, bien sean elementos de edificios o bloques o bien de unifamiliares, registraron en el ejercicio una caída en su peso relativo respecto al número de 2,5 puntos porcentuales (pp), mientras que en importe su peso aumentó muy ligeramente —algo menos de 1 pp—, hasta situarse en un 67% del número y un 30% del importe del conjunto de las valoraciones del año. De esta tipología se efectuaron 714.600 tasaciones, por un importe de 173,1 mm de euros, con retrocesos del 7% y del 15%, respectivamente, respecto a 2008. Esta caída afectó de manera más acusada a las viviendas unifamiliares, con disminuciones del 12% en el número y del 19% en el importe.

El valor medio tasado de la vivienda situada en edificios descendió un 8,2%, hasta los 209.700 euros, 18.800 euros menos que en 2008. Y ello como resultado de un aumento en 3,7 m<sup>2</sup> de la superficie media tasada, hasta los 102,2 m<sup>2</sup>, y de un significativo descenso del precio medio por metro cuadrado —el 11,6%, hasta los 2.051 euros— (véase cuadro A.2)<sup>5</sup>.

---

5. Téngase en cuenta que los comentarios sobre valores y superficies medias están basados en la información sobre tasación de inmuebles facilitada por las tasadoras según su actividad. Esta información agregada no se ha sometido a tratamiento alguno de depuración o ajuste estadístico para su aproximación a los precios de mercado y, por lo tanto, en todos los casos, se trata de los valores medios resultantes de la agregación de la información estadística sobre las tasaciones realizadas según la tipología que aparece en los cuadros A.1 y A.2 del apéndice estadístico.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

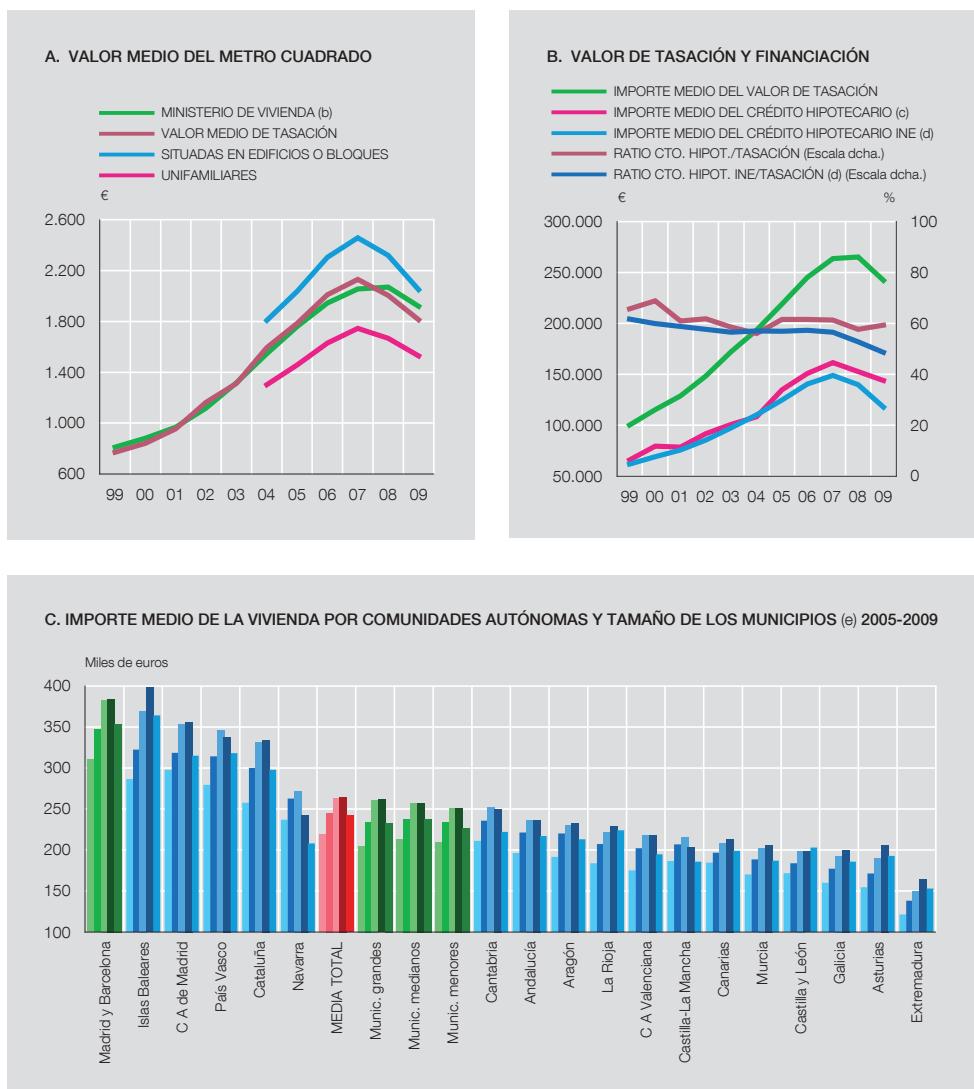
a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

Respecto a la *metodología de valoración* utilizada en las tasaciones de las viviendas individuales en 2009, el método de comparación fue el elegido en el 94% de los casos. En el 19,3% de estas viviendas tasadas por comparación, los tasadores realizaron ajustes a efectos del «valor hipotecario», con una reducción media ponderada del valor del 8,4%, al incorporar a la valoración la posibilidad de una bajada de los precios<sup>6</sup>.

Los *valores medios del metro cuadrado de las viviendas* situadas en edificios, de las unifamiliares y el promedio de ambas se representan en el panel A del gráfico 2. También se recoge a efectos comparativos el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el Banco de España según la información del Ministerio de Vivienda<sup>7</sup>. En 2009 continuó la tendencia a la disminución del valor medio atribuido al metro cuadrado en las tasaciones realizadas de viviendas individualizadas, con un retroceso del 9,6%. Este decrecimiento se registró tanto en las sitas en edificios como en las unifamiliares (el 11,6% y el 8,3%, respectivamente). La serie que refleja los precios medios recogidos por el Ministerio de Vivienda manifestó por primera vez en 2009 un retroceso en sus medias anuales, que alcanzó el 7,4% respecto a 2008.

Las viviendas unifamiliares y adosadas, con más del doble de superficie media utilizable que los pisos sitos en edificios ( $211 \text{ m}^2$ , frente a  $102 \text{ m}^2$ ), fueron tasadas en valor medio del metro cuadrado inferior en un 25% al de estos (1.530 euros y 2.051 euros, respectivamente). El valor medio tasado de las viviendas unifamiliares fue de 322.400 euros, con un retroceso del 7,6% respecto al registrado en 2008. Un año más, los pisos en edificios o bloques continúan siendo el grueso de las viviendas individuales tasadas en el ejercicio (71% del número y 62% del importe).

6. Las tasaciones deben realizarse ateniéndose a unos parámetros técnicos ligados a los diferentes métodos de valoración, sobre los que no se informa aquí por su complejidad y volumen. Quizás el de mayor relieve sea el utilizado para obtener el «valor hipotecario» como una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, considerando los aspectos duraderos a largo plazo, los usos alternativos, los factores especulativos y en condiciones normales de los mercados. Las reducciones del «valor hipotecario» se realizan en los casos en los que el tasador considera que existe una probabilidad elevada de que se produzca una reducción significativa del precio del inmueble, en relación con el valor de tasación, en un período de tres años. 7. Véase Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 25.7, columna 8 y sus notas.



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística.  
Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

- Datos del conjunto de las ET activas en cada año.
- La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre de 1995 a 2009, base 2005, del Ministerio de Vivienda.
- El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.
- Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.
- Los grupos de municipios de los que se dispone de información, coloreados en verde, son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes. Las barras se corresponden con el importe de las viviendas individuales tasadas en cada año, 2005, 2006, 2007, 2008 y 2009, de izquierda a derecha, respectivamente.

El comportamiento de los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda se refleja en el panel B del gráfico 2<sup>8</sup>, que detalla la información facilitada por el INE y la obtenida por el Banco de España. En ambas fuentes, el préstamo medio otorgado por las EC para adquisición de vivienda por particulares en 2009 ha registrado, por segundo año consecutivo y tras años de sucesivos crecimientos, un descenso, si bien el ritmo reflejado por los datos del INE (15,8%) es bastante más elevado que el obtenido por el Banco de España (5,9%). El importe medio del valor de

8. Esta aproximación al porcentaje promedio del valor de la vivienda financiado por las EC (*loan to value*) se basa en la hipótesis de que la media de todo lo tasado en el año debe aproximar correctamente la valoración de las tasaciones que realmente concluyeron en una financiación hipotecaria facilitada por una entidad de crédito.

tasación se ha reducido un 8,6%, por lo que, con las mencionadas evoluciones de los préstamos medios, la *relación entre estos y el valor medio de las viviendas tasadas* en el año ha descendido hasta el 49% en el caso de la fuente INE, mientras que se ha elevado ligeramente, hasta el 59%, en el caso de la fuente Banco de España.

Los *edificios completos destinados a uso residencial* valorados en 2009 ascendieron a 20.200, tasándose 7.500 unidades menos que el año precedente (-27%). Su valoración total fue de 83,1 mm de euros, con una caída del 25%. Es de resaltar que, si bien el ritmo de caída del número de edificios tasados fue muy similar en primera residencia y en segunda, en cuanto al importe tasado el descenso en primera residencia duplicó al registrado en segunda (26%, frente al 13%). Un año más, ha continuado retrocediendo el peso de los edificios residenciales en el total de tasaciones, situándose en 2009 en el 1,9% respecto al número y en el 14,6% en el importe. El valor resultante del metro cuadrado en los edificios completos destinados a uso residencial disminuyó el 1,9%, registrándose un descenso del 2,1% en los destinados a primera residencia y un ligero incremento del 0,4% en los de segunda residencia.

Las tasaciones en la tipología de *suelo urbano*<sup>9</sup> crecieron, en relación con la del año anterior, el 2,3% en lo relativo al número de tasaciones, pero disminuyeron casi el 19% en el importe total tasado y un 6% en lo relativo a la superficie valorada. Su peso es del 24% de la actividad del sector en cuanto al valor tasado (138 mm de euros). El tamaño medio de los solares descendió un 8% y el valor medio del metro cuadrado de suelo tasado registró una variación negativa del 13,4%. Dicho valor medio se situó en 159 euros por metro cuadrado.

Las valoraciones de *edificios de uso terciario* crecieron ligeramente respecto al número (4,6%) y retrocedieron el 3,7% en cuanto al importe total tasado. Su peso respecto a esta última variable alcanzó casi el 5% del total, por lo que prácticamente ha duplicado su relevancia en los dos últimos años. El tamaño medio del edificio tasado tuvo un comportamiento muy dispar según la tipología: los de uso comercial se incrementaron el 34%, mientras que los de oficinas disminuyeron el 15%. Respecto a la valoración del metro cuadrado, se produjeron descensos en ambas clases, siendo más intensos en la categoría de los edificios de uso comercial (13,2%) que en la de edificios destinados a oficinas (8,5%). Los valores medios por metro cuadrado alcanzaron los 1.326 y 2.578 euros, respectivamente.

En los *elementos de edificios destinados a oficinas*, las tasaciones realizadas se mantuvieron estables en cuanto al número (-0,2%), mientras que se elevaron el 17,6% en los importes valorados. El precio medio tasado por metro cuadrado descendió un 2,7%, hasta los 2.784 euros, un 8% superior al estimado para los edificios completos destinados a oficinas, frente al 1,5% de diferencia registrado en 2008.

Las tasaciones de *locales comerciales* en 2009 registraron un descenso del 9,9% en el número y del 21,1% en el importe, situándose el valor medio tasado por metro cuadrado en 1.925 euros, un 12,5% menor que el valorado en 2008. La superficie media del local tasado casi no varió y fue de 187 m<sup>2</sup>.

En los cuadros del apéndice, las *actualizaciones*<sup>10</sup> y las *valoraciones intermedias de obra* se presentan en un epígrafe separado, como *pro memoria*, y no se incluyen en los totales de la

---

9. Se trata de suelo urbano de nivel I, según se define en el artículo 4 de la OM ECO 805/2003. 10. Se trata de toda revisión de una tasación anterior, emitida por la misma entidad tasadora antes de transcurrir dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. Dicho plazo es de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros (véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003).

actividad ordinaria. El descenso de la actividad tasadora realizada en estas tipologías en 2009 ha hecho descender su importancia en la producción del sector hasta el 18%, frente a un máximo del 25% del número de tasaciones ordinarias que estas dos actividades representaron en 2008. En concreto, las actualizaciones de tasaciones realizadas en el ejercicio descendieron un 7% en número, con un decremento en el importe del 11,6%, mientras que el número de valoraciones intermedias de obra de edificios en construcción efectuadas disminuyó el 42%.

**Distribución según peticionario, finalidad y localización de las tasaciones**

La distribución de las tasaciones realizadas según el peticionario o demandante y según la finalidad de los servicios de tasación, que se muestra en el cuadro A.3, refleja la dedicación prioritaria de las ET a la valoración de *inmuebles para facilitar las operaciones de financiación con garantía hipotecaria*, que, al amparo de la Ley 2/1981, son requeridas mayoritariamente por las EC para el respaldo de las garantías crediticias. Hay que resaltar la pérdida de peso que esta finalidad ha experimentado en los últimos años. En concreto, en 2009 se situó en el 79,6% en el número de tasaciones y en el 69,8% en el importe tasado, con retrocesos en el año de 7,2 pp y 3,8 pp, respectivamente.

La disminución de la actividad tasadora en 2009 se concentró en este núcleo central, con retrocesos en las tasaciones destinadas a constituir hipotecas del 12,3% en lo relativo al número y del 21,7% en lo referente al importe. En el resto de finalidades (las requeridas por las normas contables de las EC, las exigidas a las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva, y las destinadas a otras finalidades) se produjeron fuertes incrementos en el número (48%), si bien con un retroceso del 5,8% en los importes. Aunque su peso es marginal, es de destacar el aumento registrado en las valoraciones requeridas por las normas contables de las EC, que fue del 56% en el número y del 29% en el importe.

Al analizar la distribución de las valoraciones *por tipología de los peticionarios*, destaca que el número de tasaciones solicitadas por las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones aumentó un 79%, si bien su importe solo lo hizo un 4%. Las solicitadas por las EC continuaron retrocediendo (7% en número y 19% en importe), si bien a ritmos inferiores a los registrados en 2008. Sin embargo, es de resaltar que la banca incrementó ligeramente el número de sus peticiones —el 1%—, frente al retroceso del 11% que registraron las procedentes de las cajas de ahorros. En lo relativo a importes, las variaciones anteriores fueron del -8% y del -26%, respectivamente.

La distribución de las *tasaciones de bienes inmuebles por comunidades autónomas* y agrupaciones de municipios según su tamaño, que se presenta en el cuadro A.4, refleja que el peso de la actividad en las cuatro CCAA más pobladas, con el 59% del total de la población (Andalucía, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana), representa casi dos tercios de la actividad de tasación de bienes inmuebles en 2009 (62% del número y 66% del importe). En la mayoría de las CCAA, excepto en La Rioja, Madrid y Navarra, se realizaron menos tasaciones que en 2008, destacando, con retrocesos superiores al 10%, Asturias (-13,2%), Canarias (-13,4%) y Castilla-La Mancha (-12,1%). Respecto al importe de los inmuebles tasados, cuyo total disminuyó un 17,5%, en todas las comunidades se registraron retrocesos. Las caídas más significativas, por encima del 22%, se produjeron en Murcia, Castilla-La Mancha, Madrid, Cantabria, Canarias e Islas Baleares.

Por municipios y agregando estos por el tamaño de su población, hay que destacar el comportamiento de los de Madrid y Barcelona, cuyo número de valoraciones realizadas en el año fue superior en un 2,8%, pero cuyos importes cayeron el 27,3%; y el otros municipios con más de 500.000 habitantes, donde se realizó un 2,5% más de tasaciones, con un retroceso en el importe de solo el 4,7%.

En el panel C del gráfico 2 se representa el valor medio de todas las viviendas individualizadas tasadas distribuidas por CCAA y por conjuntos de municipios agrupados según su tamaño, para los últimos cinco años. Tras años de sucesivos incrementos, si bien muy atenuados en 2008, el *valor medio de la vivienda individualizada* a escala nacional registró en 2009 un retroceso del 8,6%. Como se puede observar en el gráfico mencionado, en todos los territorios, excepto en Castilla y León, se ha producido una disminución de dichos valores medios. Un comportamiento similar, de caída de los valores medios, se registró en las cuatro agrupaciones de los municipios según su tamaño: Madrid y Barcelona, grandes, medianos y menores.

#### **Estructura y concentración del sector y de los clientes**

El número de ET registradas al cierre de 2009 era de 54 ST y un servicio de tasación de entidades de depósito. En el año se produjeron dos bajas en las sociedades de tasación y una en servicios de tasación.

En todas las CCAA operaron 24 ST, mientras que 6 ST tienen exclusivamente carácter local o regional, concentrando sus tasaciones en tres o menos CCAA, normalmente contiguas. Las restantes ST tienen una implantación geográfica muy diversa.

La elevada concentración del sector se ha mantenido un año más. En 2009, el 30% del número de tasaciones y el 33% del importe tasado fueron realizados por las dos tasadoras más grandes; y el 53% de la actividad del sector se efectuó por las cinco mayores, en lo relativo tanto al número como al importe. Este grupo de las tasadoras de mayor tamaño concentra también las tasaciones de mayor cuantía (véase el panel B del gráfico 1). Las 15 ST de tamaño intermedio realizaron el 38% de las tasaciones y el 40% del importe. Las 34 entidades restantes representaron el 8% del importe total y realizaron el 10% de las tasaciones, perdiendo importancia absoluta y relativa en ambos parámetros. No obstante, en 2009, y en lo relativo a los importes tasados, las 15 entidades de tamaño intermedio ganaron 2,8 pp de cuota, en detrimento, fundamentalmente, de las cinco de mayor tamaño (-2,5 pp).

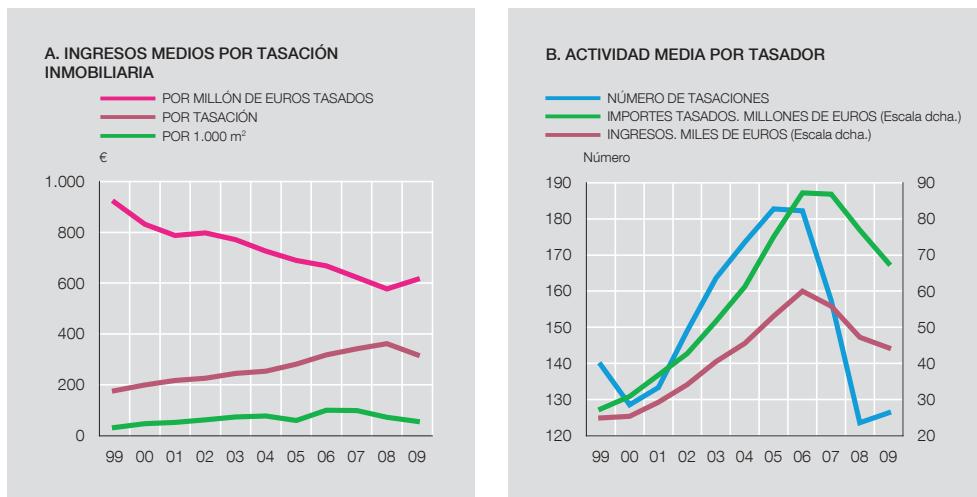
Las 12 ST participadas por EC<sup>11</sup>, por ser éstas accionistas relevantes, concentran un importante volumen de la actividad del sector: el 44% del número de tasaciones, el 41% del importe tasado y casi el 47% de los ingresos ordinarios obtenidos (véase cuadro A.5). El 39% de los ingresos de este grupo de ST procedió del cliente principal, porcentaje que se eleva hasta el 41% si se incluyen los clientes que suponen más del 15% de la facturación.

Respecto al conjunto de ST no participadas por EC, en 2009 ha continuado la disminución del peso que los ingresos provenientes de sus clientes principales e importantes (facturación igual o superior al 15% del total de los ingresos) tienen en los ingresos totales, situándose en el 25%. Aun así, dentro de ellas, un conjunto de 18 ST tuvo una completa dependencia de los ingresos provenientes de sus clientes significativos —el 80% de media—, si bien su peso en los ingresos totales y en el número de tasaciones realizadas no es significativo (el 5% en ambas magnitudes).

El grupo de ST con un peso intermedio del cliente principal —entre el 25% y el 50% de sus ingresos— mantuvo el número de componentes en nueve, siendo su peso en los ingresos totales de las ST del 23%. La dependencia respecto a sus clientes principales e importantes ( $\Rightarrow 15\%$ ) de este grupo se elevó, hasta situarse en el 27,8% de sus ingresos.

---

**11.** Según la terminología legal, estas 12 ST están participadas de forma significativa por una o más EC cuando aquella participación alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 15% del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la sociedad. Se trata de siete filiales de cajas de ahorros, una de bancos y cinco participadas significativamente por una o varias EC.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

a. Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.

Como consecuencia de todo ello, el grado de dependencia general de las ST respecto de los clientes con gran peso en sus ingresos se situó en el 32,5%, con una ligera disminución respecto a 2008 (0,9 pp).

### **Balance y resultados de las sociedades de tasación**

El balance de las ST reflejó, un año más, el descenso de la actividad de valoración. Al cierre de 2009, el volumen total del balance ascendía a 224 millones de euros, con un retroceso del 3,9% respecto al ejercicio anterior. Los fondos propios se elevaron ligeramente —el 1,7%—, situándose en 114 millones de euros, mientras que las inversiones en inmovilizado prácticamente no se modificaron, manteniéndose en 70 millones de euros.

La caída de los ingresos alcanzó el 12,3%, situándose en 378 millones de euros; y la disminución de los resultados, el 10,7%, hasta situarse en 24,4 millones de euros. Así, en los dos últimos años los resultados de las ST se han reducido algo más del 50%, mientras que los ingresos han retrocedido el 32%.

El retroceso de los ingresos derivados de las tasaciones de inmuebles fue muy similar al de los ingresos totales (el 12%), y su peso se mantuvo en el 92% de los mismos, si bien los ingresos de las tasaciones ligadas a la financiación con garantía hipotecaria disminuyeron el 17% y supusieron el 73% de los ingresos, con una pérdida interanual de 3,6 pp en su peso.

Los ingresos procedentes de otros servicios diferentes de la realización de tasaciones elevaron su peso hasta el 6,9%, aunque retrocedieron por primera vez en los últimos cuatro años (4,9%). Dentro de su marginalidad —representan el 1,4% en conjunto—, los ingresos financieros y el resto de ingresos disminuyeron a tasas del 58% y del 22%, respectivamente.

Los ingresos medios por operación han retrocedido en 2009 hasta los 318 euros por tasación inmobiliaria, mientras que se elevó en relación con el valor de los bienes tasados, situándose en 615 euros por cada millón (véase panel A del gráfico 3). Los ingresos en relación con la superficie de los bienes inmuebles valorados continuaron retrocediendo, hasta situarse en 57 euros por cada 1.000 m<sup>2</sup>, fundamentalmente como consecuencia del crecimiento del peso de las tasaciones de suelo.

Los gastos totales de las ST cayeron a un ritmo ligeramente superior al registrado en los ingresos (13,3%), representando el 88,9% de los mismos, 0,8 pp menos que en 2008. El principal componente de los gastos de las ST, el proveniente de los servicios profesionales externos, se redujo el 15,2%, debido, principalmente, al retroceso del 17,7% de su componente fundamental, la contratación de tasadores externos.

En la actividad media por tasador, cuyo número se redujo en un 5,7%, se registraron un ligero aumento del número de tasaciones encargadas (2%), un retroceso del 12% en los importes tasados y una disminución de los ingresos aportados del 15% (véanse el panel B del gráfico 3 y el cuadro A.6).

La evolución descrita de ingresos y gastos produjo, por tercer año consecutivo, un descenso de los resultados ordinarios del 3,2%, si bien fue significativamente más reducido que el registrado en 2008 (-41,4%). La caída de los resultados contables ascendió al 10,7% y se registró un retroceso de impuestos del 23,9%. El resultado contable alcanzado fue de 24,4 millones de euros, equivalente al 6,4% de los ingresos totales, lo que implica una pérdida de 0,8 pp respecto al nivel alcanzado en 2008. En relación con el conjunto de los fondos propios medios del ejercicio, dicho resultado contable supuso el 21,4%, frente al 29% de 2008 y al 57% de 2007.

19.7.2010.

## APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Distribución de las tasaciones según el objeto: número, superficie e importe.
- A.2 Medias de importes, superficies y valores resultantes del metro cuadrado medios de los bienes inmuebles tasados.
- A.3 Distribución de las tasaciones según peticionario, y de bienes inmuebles por finalidades.
- A.4 Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por comunidades autónomas y tamaño de los municipios.
- A.5 Dependencia de las sociedades de tasación respecto de sus clientes.
- A.6 Balance y resultados de las sociedades de tasación e información complementaria.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO: NÚMERO, SUPERFICIE E IMPORTE (a)

CUADRO A.1

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, millones de euros y %												
	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>A. NÚMERO</b>												
<b>TOTAL</b>	<b>1.802,1</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>1.062,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>	<b>-3,6</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>99,6</b>	<b>99,5</b>	<b>98,9</b>	<b>98,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>
Terrenos total	84,3	73,5	72,1	77,2	4,7	4,8	6,5	7,3	10,7	-12,8	-1,8	7,1
Suelo urbano	62,3	51,6	48,3	49,4	3,5	3,4	4,4	4,7	14,1	-17,2	-6,4	2,3
Fincas rústicas	20,3	19,1	20,7	24,8	1,1	1,2	1,9	2,3	1,8	-6,0	8,5	19,6
Suelo no urbanizable (b)	1,6	2,7	3,1	3,0	—	0,2	0,3	0,3	6,1	67,0	11,5	-2,8
Edificios completos (c)	93,3	92,4	70,0	61,1	5,2	6,0	6,4	5,8	4,3	-1,0	-24,2	-12,8
De uso residencial	52,6	48,6	27,7	20,2	2,9	3,2	2,5	1,9	10,4	-7,6	-43,0	-27,3
— De primera residencia	49,3	45,9	25,9	18,9	2,7	3,0	2,3	1,8	10,9	-6,9	-43,6	-27,1
— De segunda residencia	3,3	2,7	1,8	1,3	0,2	0,2	0,2	0,1	3,0	-17,6	-32,6	-29,3
De uso terciario	5,0	8,4	12,2	12,7	0,3	0,5	1,1	1,2	-14,1	68,3	45,3	4,6
— De oficinas	1,5	3,5	5,9	6,8	—	0,2	0,5	0,6	-0,7	128,1	71,2	14,6
— De uso comercial	3,4	4,9	6,2	5,9	0,2	0,3	0,6	0,6	-19,0	41,9	26,9	-5,0
Industriales	25,8	25,6	22,4	21,6	1,4	1,7	2,0	2,0	0,2	-0,9	-12,5	-3,4
Otros	9,9	9,9	7,8	6,6	0,6	0,6	0,7	0,6	-3,2	-0,8	-21,3	-15,1
Elementos de edificios	1.606,2	1.347,8	940,6	896,8	89,1	88,1	85,4	84,4	-1,8	-16,1	-30,2	-4,6
Viviendas	1.411,2	1.161,9	768,8	714,6	78,3	75,9	69,8	67,3	-1,6	-17,7	-33,8	-7,1
— Situadas en edificios o bloques	1.021,0	820,6	534,9	508,3	56,7	53,6	48,5	47,9	-1,6	-19,6	-34,8	-5,0
— Unifamiliares	390,2	341,3	233,9	206,3	21,7	22,3	21,2	19,4	-1,4	-12,5	-31,5	-11,8
Oficinas	10,1	10,3	9,6	9,5	0,6	0,7	0,9	0,9	4,3	1,9	-6,9	-0,2
Locales comerciales	77,5	69,1	63,7	57,4	4,3	4,5	5,8	5,4	-13,9	-10,8	-7,8	-9,9
Otros	107,4	106,5	98,2	115,3	6,0	7,0	8,9	10,9	4,2	-0,8	-7,8	17,4
Explotación económica (d)	6,0	6,7	6,6	6,7	0,3	0,4	0,6	0,6	6,5	11,4	-1,2	1,9
Otros bienes inmuebles (e)	5,3	1,7	1,3	1,3	0,3	0,1	0,1	0,1	-16,4	-67,5	-21,6	-6,3
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>19,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>24,1</b>	<b>13,9</b>	<b>43,6</b>	<b>64,4</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>												
Otras valoraciones	290,8	325,1	277,1	190,7	16,1	21,2	25,1	18,0	13,7	11,8	-14,7	-31,2
Actualizaciones (g)	107,3	107,1	82,3	76,9	6,0	7,0	7,5	7,2	22,9	-0,2	-23,1	-6,6
Valoraciones intermedias (i)	183,5	218,0	194,8	113,8	10,2	14,2	17,7	10,7	8,9	18,8	-10,6	-41,6
Patrimonios (h)	2,3	2,5	1,5	1,3	0,1	0,2	0,1	0,1	-74,0	7,3	-41,4	-9,6
<b>B. SUPERFICIE</b>												
<b>Hectáreas</b>												
<b>Estructura</b>												
<b>Variación anual</b>												
<b>TOTAL BIENES INMUEBLES</b>	<b>565.646,0</b>	<b>523.671,0</b>	<b>538.585,0</b>	<b>611.252,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-32,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>2,8</b>	<b>13,5</b>
Terrenos total	500.582,0	478.770,0	498.063,0	573.183,0	88,5	91,4	92,4	93,8	-36,4	-4,4	4,0	15,1
Suelo urbano	82.557,0	75.672,0	92.124,0	86.394,0	14,6	14,5	17,1	14,1	11,8	-8,3	21,7	-6,2
Fincas rústicas	409.972,0	388.674,0	369.555,0	471.188,0	72,5	74,2	68,6	77,1	-41,8	-5,2	-4,9	27,5
Suelo no urbanizable (b)	8.053,0	14.424,0	36.384,0	15.602,0	1,4	2,8	6,8	2,6	1,3	79,1	152,2	-57,1
Edificios completos (c)	20.669,0	17.882,0	13.701,0	12.671,0	3,7	3,4	2,5	2,1	7,2	-13,5	-23,4	-7,5
De uso residencial	11.510,0	10.308,0	6.325,0	4.845,0	2,0	2,0	1,2	0,8	14,2	-10,4	-38,6	-23,4
— De primera residencia	10.576,0	9.508,0	5.801,0	4.389,0	1,9	1,8	1,1	0,7	14,9	-10,1	-39,0	-24,3
— De segunda residencia	934,0	800,0	525,0	457,0	0,2	0,2	—	—	6,3	-14,3	-34,5	-12,9
De uso terciario	938,0	953,0	1.258,0	1.403,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-6,2	1,6	32,0	11,6
— De oficinas	497,0	547,0	668,0	654,0	—	0,1	0,1	0,1	-7,0	10,0	22,2	-2,1
— De uso comercial	440,0	406,0	589,0	749,0	—	—	0,1	0,1	-5,2	-7,8	45,3	27,1
Industriales	5.760,0	4.320,0	4.126,0	4.526,0	1,0	0,8	0,8	0,7	18,7	-25,0	-4,5	9,7
Otros	2.461,0	2.302,0	1.992,0	1.897,0	0,4	0,4	0,4	0,3	-26,6	-6,5	-13,5	-4,8
Elementos de edificios	20.137,0	16.983,0	12.932,0	12.555,0	3,6	3,2	2,4	2,1	-3,4	-15,7	-23,9	-2,9
Viviendas	17.216,0	14.380,0	10.162,0	9.546,0	3,0	2,7	1,9	1,6	-2,1	-16,5	-29,3	-6,1
— Situadas en edificios o bloques	9.686,0	7.768,0	5.269,0	5.197,0	1,7	1,5	1,0	0,9	-2,5	-19,8	-32,2	-1,4
— Unifamiliares	7.531,0	6.611,0	4.893,0	4.350,0	1,3	1,3	0,9	0,7	-1,7	-12,2	-26,0	-11,1
Oficinas	197,0	188,0	198,0	167,0	—	—	—	—	6,0	-4,4	5,2	-15,4
Locales comerciales	1.299,0	1.115,0	1.189,0	1.073,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-19,9	-14,2	6,6	-9,8
Otros	1.425,0	1.301,0	1.383,0	1.768,0	0,3	0,2	0,3	0,3	-1,6	-8,7	6,4	27,8
Explotación económica (d)	24.259,0	10.036,0	13.888,0	12.842,0	4,3	1,9	2,6	2,1	69,0	-58,6	38,4	-7,5

	mm de euros				Estructura				Variación anual			
C. IMPORTE	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>TOTAL</b>	<b>862,3</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>568,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,1</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>99,0</b>	<b>98,8</b>	<b>99,5</b>	<b>99,1</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>
Terrenos total	168,0	179,3	206,8	162,2	19,5	21,2	30,1	28,5	20,1	6,7	15,3	-21,6
Suelo urbano	147,9	140,5	169,7	137,8	17,1	16,6	24,7	24,2	18,1	-5,0	20,8	-18,8
Fincas rústicas	13,4	11,3	11,9	12,7	1,6	1,3	1,7	2,2	32,7	-15,3	5,3	6,7
Suelo no urbanizable (b)	6,8	27,5	25,2	11,7	0,8	3,3	3,7	2,1	46,7	303,8	-8,4	-53,4
Edificios completos (c)	272,5	277,9	199,2	164,3	31,6	32,9	29,0	28,9	21,9	2,0	-28,3	-17,5
De uso residencial	192,8	190,1	110,5	83,1	22,4	22,5	16,1	14,6	24,3	-1,4	-41,8	-24,8
— De primera residencia	176,0	173,6	101,7	75,4	20,4	20,6	14,8	13,2	25,7	-1,4	-41,4	-25,9
— De segunda residencia	16,8	16,5	8,9	7,7	2,0	2,0	1,3	1,4	12,0	-1,9	-46,4	-12,6
De uso terciario	18,4	21,0	27,8	26,8	2,1	2,5	4,1	4,7	0,8	14,0	32,5	-3,7
— De oficinas	11,2	14,3	18,8	16,9	1,3	1,7	2,7	3,0	-4,1	27,6	31,8	-10,4
— De uso comercial	7,2	6,7	9,0	9,9	0,8	0,8	1,3	1,7	9,4	-7,0	34,0	10,3
Industriales	29,4	32,6	29,8	29,2	3,4	3,9	4,3	5,1	15,8	10,9	-8,5	-2,1
Otros	31,9	34,2	31,0	25,2	3,7	4,1	4,5	4,4	28,2	7,2	-9,4	-18,6
Elementos de edificios	385,8	346,8	245,4	208,1	44,7	41,1	35,8	36,6	9,0	-10,1	-29,2	-15,2
Viviendas	345,8	306,3	203,8	173,1	40,1	36,3	29,7	30,4	10,1	-11,4	-33,5	-15,1
— Situadas en edificios o bloques	223,1	191,0	122,2	106,6	25,9	22,6	17,8	18,7	10,3	-14,4	-36,0	-12,8
— Unifamiliares	122,8	115,3	81,6	66,5	14,2	13,7	11,9	11,7	9,8	-6,0	-29,3	-18,5
Oficinas	4,8	5,7	5,7	4,7	0,6	0,7	0,8	0,8	13,1	18,9	-1,1	-17,6
Locales comerciales	25,3	25,5	26,1	20,6	2,9	3,0	3,8	3,6	-12,4	0,9	2,4	-21,1
Otros	9,9	9,2	9,8	9,7	1,1	1,1	1,4	1,7	47,2	-7,0	6,2	-0,5
Explotación económica (d)	25,3	27,7	29,8	26,9	2,9	3,3	4,3	4,7	20,2	9,3	7,9	-9,8
Otros bienes inmuebles (e)	2,1	2,4	1,6	1,9	0,2	0,3	0,2	0,3	8,0	13,5	-33,2	20,8
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>29,8</b>	<b>16,7</b>	<b>-66,9</b>	<b>62,1</b>
<b>PRO MEMORIA:</b>												
Actualizaciones (g)	144,3	173,7	178,5	157,9	16,7	20,6	26,0	27,8	50,4	20,4	2,8	-11,6
Patrimonios (h)	10,7	6,2	15,0	3,1	1,2	0,7	2,2	0,5	-36,1	-41,7	141,3	-79,3

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

- a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.
- b. Se trata de los terrenos no urbanizables, excluidos los ligados a una explotación económica permitida por la legislación vigente y los incluidos en fincas rústicas. Véase nota (d).
- c. Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.
- d. Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.
- e. Incluye obras de urbanización, etc.
- f. Activos inmatemariales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.
- g. Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.
- h. Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.
- i. Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.

MEDIAS DE IMPORTES, SUPERFICIES Y VALORES RESULTANTES DEL METRO CUADRADO DE BIENES  
INMUEBLES TASADOS (a)

CUADRO A.2

Datos del ejercicio				Variación anual				
	Miles de euros							
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>A. IMPORTES MEDIOS</b>								
Suelo urbano	2.372,7	2.721,8	3.511,6	2.786,0	3,4	14,7	29,0	-20,7
Fincas rústicas	657,5	592,0	574,5	512,5	30,4	-10,0	-2,9	-10,8
Edificios completos	2.919,8	3.006,7	2.844,5	2.690,1	16,8	3,0	-5,4	-5,4
<i>De uso residencial</i>	3.664,5	3.909,4	3.985,8	4.119,2	12,6	6,7	2,0	3,3
<i>– De primera residencia</i>	3.569,0	3.781,7	3.926,9	3.993,0	13,3	6,0	3,8	1,7
<i>– De segunda residencia</i>	5.085,2	6.056,2	4.814,6	5.951,0	8,7	19,1	-20,5	23,6
<i>De uso terciario</i>	3.707,1	2.511,7	2.290,3	2.108,8	17,3	-32,2	-8,8	-7,9
<i>– De oficinas</i>	7.347,2	4.111,0	3.165,7	2.474,7	-3,4	-44,0	-23,0	-21,8
<i>– De uso comercial</i>	2.097,4	1.374,7	1.451,0	1.685,6	35,0	-34,5	5,5	16,2
Industriales	1.139,6	1.275,0	1.333,2	1.351,9	15,6	11,9	4,6	1,4
Elementos de edificios (b)	250,8	272,0	279,8	253,9	10,8	8,4	2,9	-9,3
Viviendas	245,1	263,6	265,1	242,2	11,9	7,6	0,6	-8,6
<i>– Situadas en edificios o bloques</i>	218,5	232,7	228,5	209,7	12,1	6,5	-1,8	-8,2
<i>– Unifamiliares</i>	314,6	338,0	348,8	322,4	11,4	7,4	3,2	-7,6
Oficinas	477,4	556,9	591,6	488,0	8,5	16,7	6,2	-17,5
Locales comerciales	326,7	369,7	410,4	359,8	1,7	13,2	11,0	-12,3
<b>B. SUPERFICIES MEDIAS</b>								
	Metros cuadrados				Variación anual			
Suelo urbano	13.248,5	14.662,8	19.065,9	17.473,2	-2,0	10,7	30,0	-8,4
Fincas rústicas	201.579,3	203.228,2	178.107,4	189.864,8	-42,9	0,8	-12,4	6,6
Edificios completos	2.214,4	1.934,6	1.956,3	2.074,2	2,7	-12,6	1,1	6,0
<i>De uso residencial</i>	2.187,6	2.119,9	2.280,7	2.402,0	3,4	-3,1	7,6	5,3
<i>– De primera residencia</i>	2.145,1	2.071,5	2.240,2	2.325,5	3,6	-3,4	8,1	3,8
<i>– De segunda residencia</i>	2.820,3	2.932,2	2.850,6	3.510,4	3,2	4,0	-2,8	23,1
<i>De uso terciario</i>	1.887,5	1.139,5	1.035,1	1.104,3	9,3	-39,6	-9,2	6,7
<i>– De oficinas</i>	3.265,0	1.574,5	1.123,8	959,9	-6,3	-51,8	-28,6	-14,6
<i>– De uso comercial</i>	1.278,3	830,3	950,2	1.271,3	17,0	-35,0	14,4	33,8
Industriales	2.231,8	1.688,4	1.843,3	2.094,0	18,5	-24,3	9,2	13,6
Elementos de edificios (b)	124,8	126,3	137,1	138,0	-1,3	1,2	8,6	0,6
Viviendas	122,0	123,8	132,2	133,6	-0,6	1,4	6,8	1,1
<i>– Situadas en edificios o bloques</i>	94,9	94,7	98,5	102,2	-0,9	-0,2	4,0	3,8
<i>– Unifamiliares</i>	193,0	193,7	209,2	210,8	-0,3	0,4	8,0	0,8
Oficinas	195,2	183,0	206,8	175,3	1,7	-6,2	13,0	-15,2
Locales comerciales	167,6	161,4	186,7	186,9	-7,0	-3,7	15,7	0,1
<b>C. VALORES MEDIOS DEL M<sup>2</sup></b>								
	Euros por metro cuadrado				Variación anual			
Suelo urbano	179,1	185,6	184,2	159,4	5,6	3,6	-0,8	-13,4
Fincas rústicas	3,3	2,9	3,2	2,7	128,2	-10,7	10,7	-16,3
Edificios completos	1.318,5	1.554,2	1.454,0	1.297,0	13,7	17,9	-6,4	-10,8
<i>De uso residencial</i>	1.675,1	1.844,2	1.747,6	1.715,0	8,9	10,1	-5,2	-1,9
<i>– De primera residencia</i>	1.663,8	1.825,6	1.752,9	1.717,0	9,4	9,7	-4,0	-2,1
<i>– De segunda residencia</i>	1.803,1	2.065,4	1.689,0	1.695,2	5,3	14,5	-18,2	0,4
<i>De uso terciario</i>	1.964,1	2.204,2	2.212,6	1.909,6	7,4	12,2	0,4	-13,7
<i>– De oficinas</i>	2.250,3	2.611,1	2.817,1	2.578,0	3,1	16,0	7,9	-8,5
<i>– De uso comercial</i>	1.640,8	1.655,8	1.527,2	1.326,0	15,4	0,9	-7,8	-13,2
Industriales	510,6	755,1	723,3	645,6	-2,5	47,9	-4,2	-10,7
Elementos de edificios (b)	2.009,2	2.152,6	2.040,1	1.839,3	12,3	7,1	-5,2	-9,8
Viviendas	2.008,7	2.130,2	2.005,6	1.813,2	12,6	6,0	-5,8	-9,6
<i>– Situadas en edificios o bloques</i>	2.303,1	2.458,4	2.319,2	2.050,7	13,1	6,7	-5,7	-11,6
<i>– Unifamiliares</i>	1.630,1	1.744,6	1.667,8	1.529,5	11,8	7,0	-4,4	-8,3
Oficinas	2.445,4	3.042,6	2.860,7	2.783,6	6,7	24,4	-6,0	-2,7
Locales comerciales	1.949,0	2.290,7	2.198,8	1.924,6	9,4	17,5	-4,0	-12,5

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO, Y DE BIENES INMUEBLES POR FINALIDADES (a)

CUADRO A.3

Datos del ejercicio (mm de euros y %)												
	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.802,1</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>1.062,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>	<b>-3,6</b>
Entidades de crédito	1.608,8	1.353,8	938,6	873,1	89,3	88,5	85,2	82,2	-1,7	-15,9	-30,7	-7,0
Bancos (b)	526,4	480,6	366,6	370,4	29,2	31,4	33,3	34,9	-5,1	-8,7	-23,7	1,0
Cajas de ahorros	915,5	729,9	480,3	427,5	50,8	47,7	43,6	40,3	1,1	-20,3	-34,2	-11,0
Cooperativas de crédito	108,1	95,3	67,2	63,3	6,0	6,2	6,1	6,0	-1,8	-11,9	-29,5	-5,8
EFC	58,8	48,0	24,4	11,9	3,3	3,1	2,2	1,1	-11,7	-18,3	-49,1	-51,5
Otros peticionarios	193,3	176,3	163,4	189,1	10,7	11,5	14,8	17,8	6,1	-8,8	-7,3	15,7
Seguros, IIC y FF	6,9	7,3	27,6	49,5	0,4	0,5	2,5	4,7	-0,8	4,9	280,8	79,1
Organismos públicos (c)	17,7	20,6	22,9	20,2	1,0	1,3	2,1	1,9	7,7	16,4	10,9	-11,8
Otros (d)	168,7	148,4	112,9	119,4	9,4	9,7	10,2	11,2	6,3	-12,0	-23,9	5,8
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	1.712,9	1.428,6	946,2	830,0	95,4	93,9	86,8	79,6	-0,3	-16,6	-33,8	-12,3
De las que: Por Ley 2/1981 (f)	1.709,9	1.426,9	943,4	825,4	95,3	93,8	86,5	79,1	0,3	-16,6	-33,9	-12,5
Exigidas a EC (g)	1,8	2,0	8,1	12,7	—	0,1	0,7	1,2	-86,9	14,4	304,5	56,4
Seguros, IIC y FF (h)	3,1	6,3	23,8	40,5	0,2	0,4	2,2	3,9	48,8	103,0	279,6	70,2
Otros fines	77,3	85,0	112,3	159,8	4,3	5,6	10,3	15,3	-2,7	10,0	32,0	42,4
<b>Importe</b>												
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>862,3</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>568,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>	<b>-17,1</b>
Entidades de crédito	661,8	621,3	447,5	362,0	76,7	73,6	65,2	63,6	12,9	-6,1	-28,0	-19,1
Bancos (b)	215,8	211,1	176,5	162,1	25,0	25,0	25,7	28,5	11,4	-2,2	-16,4	-8,2
Cajas de ahorros	398,8	367,5	242,2	178,7	46,3	43,5	35,3	31,4	15,0	-7,9	-34,1	-26,2
Cooperativas de crédito	35,6	32,7	23,3	18,6	4,1	3,9	3,4	3,3	4,2	-8,3	-28,7	-20,2
EFC	11,5	10,0	5,5	2,7	1,3	1,2	0,8	0,5	4,3	-13,0	-45,5	-51,1
Otros peticionarios	200,6	222,8	238,6	206,8	23,3	26,4	34,8	36,4	24,5	11,1	7,1	-13,3
Seguros, IIC y FF	9,8	13,2	18,3	19,0	1,1	1,6	2,7	3,3	68,7	34,6	39,0	3,7
Organismos públicos (c)	5,5	6,7	5,7	7,2	0,6	0,8	0,8	1,3	-61,3	22,2	-15,5	27,1
Otros (d)	185,3	202,9	214,7	180,7	21,5	24,0	31,3	31,8	31,4	9,5	5,8	-15,8
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	747,0	695,5	502,3	393,5	87,5	83,4	73,6	69,8	17,7	-6,9	-27,8	-21,7
De las que: Por Ley 2/1981 (f)	737,8	692,7	499,5	391,3	86,4	83,1	73,1	69,4	22,6	-6,1	-27,9	-21,7
Exigidas a EC (g)	1,0	1,9	3,9	5,1	0,1	0,2	0,6	0,9	-90,8	85,0	111,9	29,1
Seguros, IIC y FF (h)	9,0	9,4	14,4	16,9	1,1	1,1	2,1	3,0	115,5	4,1	54,1	17,3
Otros fines	96,8	127,3	162,1	148,0	11,3	15,3	23,7	26,3	6,8	31,5	27,3	-8,7

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

- a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.
- b. Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).
- c. Incluye la Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.
- d. Incluye otras personas físicas y jurídicas; entre ellas, las empresas públicas.
- e. Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.
- f. Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994, de desarrollo de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.
- g. Requeridas por las normas contables que rigen las entidades de crédito.
- h. Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de IIC inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y  
TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (a)

CUADRO A.4

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y %)												
NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>TOTAL</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>1.043,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>	<b>-4,3</b>
Andalucía (b)	340,4	297,2	207,3	193,5	19,0	19,5	19,0	18,6	-1,5	-12,7	-30,2	-6,6
Aragón	41,5	35,7	26,7	26,0	2,3	2,3	2,4	2,5	3,8	-13,9	-25,3	-2,5
Asturias	30,7	28,4	20,1	17,5	1,7	1,9	1,8	1,7	0,6	-7,6	-29,0	-13,2
Baleares	51,3	43,8	30,4	28,2	2,9	2,9	2,8	2,7	0,9	-14,6	-30,6	-7,4
Canarias	89,5	76,8	51,9	44,9	5,0	5,0	4,8	4,3	4,9	-14,2	-32,4	-13,4
Cantabria	20,1	17,0	12,8	12,5	1,1	1,1	1,2	1,2	-6,8	-15,5	-25,0	-2,0
Castilla-La Mancha	77,2	72,4	52,0	45,7	4,3	4,8	4,8	4,4	8,8	-6,3	-28,2	-12,1
Castilla y León	70,5	65,1	50,7	47,5	3,9	4,3	4,7	4,6	—	-7,6	-22,2	-6,2
Cataluña	349,8	262,4	170,9	156,8	19,5	17,2	15,7	15,0	-4,4	-25,0	-34,9	-8,3
Extremadura	27,8	24,5	19,4	18,5	1,5	1,6	1,8	1,8	3,3	-11,8	-21,0	-4,4
Galicia	65,9	61,1	47,7	46,3	3,7	4,0	4,4	4,4	-0,3	-7,2	-22,0	-2,8
La Rioja	11,0	9,4	7,7	8,3	0,6	0,6	0,7	0,8	7,0	-14,0	-18,5	6,6
Madrid	214,3	182,3	140,1	149,6	11,9	12,0	12,8	14,3	-2,9	-14,9	-23,2	6,8
Murcia	67,1	57,6	42,4	41,7	3,7	3,8	3,9	4,0	0,5	-14,2	-26,4	-1,5
Navarra	21,8	18,8	16,8	17,3	1,2	1,2	1,5	1,7	9,8	-13,6	-10,6	2,8
País Vasco	54,1	49,7	40,6	40,0	3,0	3,3	3,7	3,8	-8,2	-8,0	-18,4	-1,4
Valencia	260,8	218,4	151,5	147,4	14,5	14,4	13,9	14,1	-0,4	-16,3	-30,6	-2,7
Extranjero	1,4	1,4	1,5	1,3	—	—	0,1	0,1	-4,3	-2,9	8,5	-10,1
<b>PRO MEMORIA: Municipios españoles:</b>												
Madrid y Barcelona	143,6	122,2	92,7	95,3	8,0	8,0	8,5	9,1	-3,8	-14,9	-24,2	2,8
Otros de más de 500.000 hab.	118,4	98,6	52,9	54,3	6,6	6,5	4,9	5,2	-5,5	-16,7	-46,3	2,5
Otros de más de 100.000 hab.	415,1	360,9	250,4	247,1	23,1	23,7	23,0	23,7	-2,5	-13,0	-30,6	-1,4
Resto de municipios	1.116,6	938,9	692,9	645,1	62,2	61,7	63,5	61,8	0,4	-15,9	-26,2	-6,9
<b>IMPORTE</b>												
<b>Miles de millones de euros</b>												
<b>TOTAL</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>563,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>	<b>-17,5</b>
Andalucía (b)	161,3	151,2	114,7	99,6	18,9	18,1	16,8	17,7	15,0	-6,3	-24,1	-13,2
Aragón	22,6	20,3	18,1	15,0	2,6	2,4	2,7	2,7	47,5	-10,2	-10,8	-17,3
Asturias	9,7	12,1	9,2	7,2	1,1	1,5	1,3	1,3	16,8	25,2	-24,2	-21,5
Baleares	26,2	26,1	20,9	17,6	3,1	3,1	3,1	3,1	15,9	-0,4	-20,0	-15,9
Canarias	34,3	33,2	24,6	19,1	4,0	4,0	3,6	3,4	14,4	-3,3	-26,0	-22,5
Cantabria	9,7	8,0	6,5	5,1	1,1	1,0	1,0	0,9	16,7	-18,1	-17,8	-22,8
Castilla-La Mancha	37,9	41,2	27,8	21,2	4,4	4,9	4,1	3,8	22,9	8,7	-32,6	-23,7
Castilla y León	29,6	32,0	25,9	21,8	3,5	3,8	3,8	3,9	17,2	8,2	-19,1	-15,8
Cataluña	168,9	150,2	108,0	93,1	19,8	18,0	15,8	16,5	19,2	-11,1	-28,0	-13,8
Extremadura	8,0	7,9	7,1	6,7	0,9	0,9	1,0	1,2	22,6	-1,5	-10,0	-5,6
Galicia	24,4	25,6	19,6	16,4	2,9	3,1	2,9	2,9	13,5	4,9	-23,3	-16,3
La Rioja	5,2	5,0	4,6	3,9	0,6	0,6	0,7	0,7	13,4	-4,2	-7,2	-15,6
Madrid	139,5	145,2	151,9	116,5	16,3	17,4	22,3	20,7	0,4	4,0	4,7	-23,3
Murcia	34,3	35,9	28,1	21,1	4,0	4,3	4,1	3,7	32,5	4,6	-21,6	-24,9
Navarra	9,2	9,2	7,4	6,0	1,1	1,1	1,1	1,1	-18,5	0,2	-19,2	-19,3
País Vasco	27,2	25,9	27,4	23,3	3,2	3,1	4,0	4,1	19,1	-4,7	5,6	-14,9
Valencia	102,7	95,9	72,5	63,7	12,0	11,5	10,6	11,3	21,5	-6,6	-24,4	-12,2
Extranjero	2,9	9,1	8,3	6,3	0,3	1,1	1,2	1,1	93,9	211,6	-9,1	-24,3
<b>PRO MEMORIA: Municipios españoles:</b>												
Madrid y Barcelona	98,2	106,6	115,4	83,9	11,5	12,8	16,9	14,9	-0,2	8,5	8,3	-27,3
Otros de más de 500.000 hab.	54,8	51,7	38,5	36,7	6,4	6,2	5,6	6,5	17,5	-5,6	-25,5	-4,7
Otros de más de 100.000 hab.	181,4	185,2	151,0	130,9	21,2	22,2	22,1	23,2	11,7	2,1	-18,4	-13,4
Resto de municipios	516,4	481,3	369,5	305,7	60,5	57,7	54,1	54,3	19,7	-6,8	-23,2	-17,3

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Incluye Ceuta y Melilla.

## DEPENDENCIA DE LAS SOCIEDADES DE TASACIÓN RESPECTO DE SUS CLIENTES (a)

CUADRO A.5

Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ST				Ingresos ordinarios, en porcentaje				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15%			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
	<b>Total ST activas</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>41,1</b>	<b>38,2</b>	<b>33,4</b>
Relacionadas con EC (c)	13	13	12	12	51,3	51,8	48,8	46,8	50,4	46,4	40,9	40,8
Cliente principal => 50%	20	18	16	18	8,4	3,9	4,0	4,5	68,8	86,2	80,0	80,4
Cliente principal => 25% y < 50%	9	12	12	9	18,7	25,0	26,0	23,0	34,0	32,3	28,2	27,8
Cliente principal => 15% y < 25%	7	7	7	7	14,3	7,8	4,9	6,1	17,5	19,3	23,8	19,4
Resto	7	5	9	8	7,3	11,5	16,4	19,6	10,2	10,9	10,4	11,5

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de julio de 2010.

a. Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

b. Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, si bien hay entidades con otros clientes, distintos del principal, que superan el 15% de los ingresos ordinarios.

c. Se incluyen las filiales y las participadas por EC. En bastantes casos, el socio mayoritario es, al mismo tiempo, el cliente principal.

Datos a fin de ejercicio y resultados del ejercicio (miles de euros y %)												
	Miles de euros				Estructura				Variación anual			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
<b>BALANCE</b>												
<b>Activo total = Pasivo total</b>	<b>273.556</b>	<b>253.851</b>	<b>237.383</b>	<b>224.478</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>12,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,9</b>
Circulante	186.494	158.379	158.427	147.459	68,2	62,4	66,7	65,7	13,0	-15,1	—	-4,7
Inmovilizado	75.299	84.839	70.333	70.215	27,5	33,4	29,6	31,3	14,7	12,7	-17,1	-0,1
Fondos propios	83.887	95.760	113.085	114.201	30,7	37,7	47,6	50,9	17,7	14,2	18,1	1,7
Acreedores	128.248	104.956	90.629	82.607	46,9	41,3	38,2	36,8	12,1	-18,2	-13,7	-9,6
Resultados	58.994	51.242	31.107	24.359	21,6	20,2	13,1	10,9	8,5	-13,1	-39,3	-10,7
<b>CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS:</b>												
<b>1 Ingresos</b>	<b>600.201</b>	<b>552.553</b>	<b>431.344</b>	<b>378.040</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>12,8</b>	<b>-7,9</b>	<b>-21,9</b>	<b>-12,3</b>
Por tasación de inmuebles	571.004	519.926	394.247	346.736	95,3	91,4	91,4	91,7	12,0	-8,9	-24,2	-12,0
Constituir garantías hipotecarias (b)	529.149	473.772	331.588	276.918	88,3	76,9	76,9	73,3	10,9	-10,5	-30,0	-16,5
Exigidas a EC (c)	411	698	1.670	2.537	0,1	0,4	0,4	0,7	-60,0	69,8	139,3	51,9
Seguros, IIC y FF (d)	2.217	3.052	3.628	5.052	0,4	0,8	0,8	1,3	52,8	37,7	18,9	39,2
Otros fines (e)	39.222	42.399	57.352	62.221	6,5	13,3	13,3	16,5	28,6	8,1	35,3	8,5
Por otros servicios	22.100	23.853	27.351	25.986	3,8	6,3	6,3	6,9	17,4	7,9	14,7	-4,9
Financieros	3.468	5.439	6.215	2.595	0,6	1,4	1,4	0,7	70,9	56,8	14,3	-58,3
Otros	3.631	3.338	3.534	2.725	0,3	0,8	0,8	0,7	169,2	-8,1	5,9	-22,4
<b>2 Gastos</b>	<b>-505.273</b>	<b>-476.577</b>	<b>-386.801</b>	<b>-336.145</b>	<b>84,1</b>	<b>-89,7</b>	<b>-89,7</b>	<b>-88,9</b>	<b>12,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>-18,8</b>	<b>-13,3</b>
De personal	-68.069	-77.008	-73.786	-70.652	11,4	-17,1	-17,1	-18,7	18,9	13,1	-4,2	-6,4
Por servicios profesionales	-365.003	-329.386	-246.578	-209.729	-61,0	-57,2	-57,2	-55,5	12,2	-9,8	-25,1	-15,2
De los que: Tasadores	-297.615	-265.834	-196.151	-161.476	-49,7	-45,5	-45,5	-42,7	10,3	-10,7	-26,2	-17,7
Otros generales	-61.751	-58.691	-52.789	-43.660	-10,2	-12,2	-12,2	-11,5	11,9	-5,0	-10,1	-14,4
Financieros	-1.106	-1.459	-1.850	-1.591	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	33,9	31,9	26,8	-12,1
Amortización y provisiones	-9.344	-10.033	-11.798	-10.513	-1,4	-2,7	-2,7	-2,8	-0,9	7,4	17,6	-13,8
<b>3 Resultados ordinarios</b>	<b>94.928</b>	<b>75.976</b>	<b>44.543</b>	<b>41.895</b>	<b>15,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>11,1</b>	<b>12,7</b>	<b>-20,0</b>	<b>-41,4</b>	<b>-3,2</b>
4 Resultados extraordinarios	-4.523	-404	61	-6.977	-0,4	0,0	0,0	-1,8	282,7	-91,1	—	223,5
<b>5 Resultados antes de impuestos</b>	<b>90.405</b>	<b>75.572</b>	<b>44.604</b>	<b>34.918</b>	<b>15,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>-16,4</b>	<b>-41,0</b>	<b>-15,1</b>
6 Impuestos	-31.412	-24.322	-13.504	-10.554	-5,2	-3,1	-3,1	-2,8	9,6	-22,6	-44,5	-23,9
<b>7 Resultado contable</b>	<b>58.995</b>	<b>51.242</b>	<b>31.107</b>	<b>24.359</b>	<b>10,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>-13,1</b>	<b>-39,3</b>	<b>-10,7</b>
<b>INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA:</b>												
Sociedades de tasación	56	57	56	54	-5,1	1,8	-1,8	-3,6				
Filiales de EC (f)	9	9	8	8	12,5	—	-11,1	—				
Participadas por EC	4	4	4	4	—	—	—	—				
Otras	43	42	44	42	-6,5	-2,3	4,8	-4,5				
Inactivas	—	2	—	—	—	—	—	—				
Empleados en plantilla de ST	2.016	2.069	1.809	1.748	12,9	2,6	-12,6	-3,4				
Tasadores	9.888	9.727	8.917	8.407	-0,7	-1,6	-8,3	-5,7				
Vinculados	555	559	552	550	5,5	0,7	-1,3	-0,4				
No vinculados	9.333	9.168	8.365	7.857	-1,0	-1,8	-8,8	-6,1				
Sucursales o delegaciones de ST	334	349	318	298	14,0	4,5	-8,9	-6,3				

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 8 de julio de 2010.

- a. Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.
- b. Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda del capítulo II del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994.
- c. Requeridas por las normas contables que rigen a las entidades de crédito.
- d. Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.
- e. Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.; además, contiene pequeñas discrepancias, debidas a que la información de detalle se recoge en un impresario distinto.
- f. Sociedades en las que una EC es accionista mayoritario.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIAS DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2009

## **Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009**

Este artículo ha sido elaborado por M.<sup>a</sup> Mercedes Redondo, de la Dirección General de Regulación.

El cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público está regulado inicialmente por el artículo 178 de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. Para que esta actividad pueda ser llevada a cabo por personas físicas o jurídicas distintas de las entidades de crédito, necesitan una autorización previa del Banco de España e inscribirse en el Registro de Establecimientos de Cambio de Moneda, a cargo del Banco de España.

La autorización puede solicitarse para efectuar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajeros con pago en euros (en este artículo los que tienen este tipo de autorización forman la categoría «Grupo COMP»). Las citadas operaciones pueden constituir la actividad principal del establecimiento o bien ser complementarias de su actividad principal. La vigilancia y el control del cumplimiento de las disposiciones relativas al régimen de transparencia de las operaciones e información a la clientela sobre las mismas corresponden a la administración que tenga atribuidas las competencias relativas a la defensa de consumidores y usuarios.

Otras autorizaciones que exigen mayores requisitos<sup>1</sup> son las que se solicitan para compra y venta de billetes (Grupo CV) y/o gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior a través de entidades de crédito (Grupo CVT). La autorización para gestionar transferencias puede solicitarse únicamente para operaciones en concepto de gastos de estancia en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España (Grupo Transferencias restringidas) o para cualquier tipo de transferencia (Grupo Resto). La supervisión y el control de los grupos CV y CVT corresponden al Banco de España.

El número de establecimientos registrados del Grupo COMP (véase cuadro A.1) ha venido disminuyendo desde la introducción del euro, aunque en 2009 las bajas casi se compensaron con las altas, quedando a fin de ejercicio 2.231 establecimientos.

En el Grupo CVT hubo tres bajas en el Grupo Transferencias restringidas (dos por revocación de la autorización por el Consejo de Gobierno del Banco de España y una por fusión por absorción de otro establecimiento de su mismo grupo) y otras tres en el Grupo CV (dos por revocación de la autorización por el Consejo de Gobierno del Banco de España y una por disolución y liquidación). Estas seis bajas fueron compensadas por siete altas en el Grupo Transferencias restringidas.

### **Actividad del sector en 2009**

En el cuadro A.2 se recoge la actividad de estos establecimientos, sumando los volúmenes de compras y ventas de divisas con los de transferencias emitidas y recibidas. El volumen total de actividad alcanzó 6.515 m€ al cierre de 2009, con un crecimiento negativo del 9,9% por segundo año consecutivo (–2,5% en 2008), como consecuencia de la intensificación de la crisis económica y financiera. Disminuyeron tanto la compraventa de divisas —que pasó de 1.136 m€ a 867 m€ (–23,7%), con especial incidencia en el Grupo COMP, que realizó la mayor parte de las compras (88%)— como las transferencias emitidas, que retrocedieron el 7,8%, a pesar de que el volumen de transferencias que los emigrantes enviaron a sus países de origen se mantuvo ligeramente por encima del registrado en 2008.

1. Véase Real Decreto 2660/1998, de 14 de diciembre.

Los ingresos por comisiones y diferencias de cambio siguieron en la misma línea de años anteriores, acentuándose la diferencia de la ratio sobre total actividad del Grupo CV con respecto al Grupo CVT, lo que apunta nuevamente hacia un mayor coste relativo de las operaciones de compraventa que el de las transferencias.

El número de empleados y el de oficinas en el Grupo CVGT<sup>2</sup> se movieron en consonancia con la evolución del número de establecimientos. Creció en el Grupo CVT, porque contaron con cuatro establecimientos más, y disminuyó claramente en el Grupo CV, en el que hubo tres establecimientos menos. En el Grupo CVT las variaciones positivas se contabilizaron en el Grupo Transferencias restringidas, mientras que el Grupo Resto ajustó su estructura, a pesar de contar con el mismo número de establecimientos que en 2008.

En el caso de los agentes, personas físicas o jurídicas a las que el titular del establecimiento les ha dado poderes para ejecutar, de manera habitual y en nombre del titular, las operaciones para las que está autorizado, excepto la compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero, aumentaron las personas físicas en los dos subgrupos del Grupo CVT, pero las personas jurídicas y los locales en los que trabajan los agentes solo aumentaron en el Grupo Transferencias restringidas<sup>3</sup>.

La moneda más utilizada en el caso de las compras (véase cuadro A.3) fue la libra esterlina. Las transferencias emitidas se denominaron en euros (3.566 m€) y en dólares (1.813 m€), y las recibidas, prácticamente solo en euros.

Los diez países a los que se envió el mayor volumen de transferencias fueron los mismos que en 2008, los cinco primeros en el mismo orden (véase cuadro A.4). Repasando la evolución de estos porcentajes, es de destacar el caso de Ecuador, que en 2002 encabezaba la lista con un 26,3%, para pasar en 2009 al 13,6% (segundo puesto). La suma de los porcentajes de Ecuador y Colombia pasó del 51,6% en 2002 al 32,1% en 2009. En sentido contrario, Paraguay ha pasado del 0% al 4,2% en ese período. Las transferencias recibidas, con un volumen muy inferior al de las emitidas, vinieron sobre todo de Europa y de Estados Unidos (43,7% del 49,8% que sumaban los diez países de los que se recibió el mayor volumen)<sup>4</sup>.

## **Concentración de operaciones**

En el Grupo CVT<sup>5</sup> (11% del volumen total, 10 entidades con datos) hubo un fuerte descenso en el volumen relativo de compras del mayor de los establecimientos y, no obstante, un ligero aumento en el de los cinco mayores. En el Grupo COMP Actividad principal, el segundo más representativo en estas operaciones, con 122 establecimientos con datos que acumulaban el 37% del total, la concentración disminuyó ligeramente. Por último, el Grupo COMP Actividad complementaria, que acumulaba el 50,5% del total y 1.174 establecimientos con datos, registró un marcado aumento de la concentración en todos los niveles.

En el caso de las transferencias emitidas, en el Grupo Transferencias restringidas (43 establecimientos, 70,6% de cuota) el R1 mostró un ligero aumento de la concentración, que sin embargo disminuyó en el R5; y en el Grupo Resto (seis establecimientos, 29,4% de cuota) lo más notable fue un aumento del 4,5% en el R1.

---

2. Suma de los grupos CVT y CV. 3. Del Grupo COMP solo se tiene información del número de locales, que también subió, pasando de 2.379 a 2.453. 4. Los establecimientos solo informan de los volúmenes de transferencias que se envían a o se reciben de los cinco principales países de destino u origen, o cuyo volumen supere el 5% del total de transferencias ordenadas o recibidas. El total ordenado por el conjunto de establecimientos fue del 74,5% (el recibido, del 52,9%). Las restantes, hasta el 100%, fueron las enviadas a o recibidas de otros países cuyo volumen era inferior al de los cinco primeros. 5. El Grupo CV representaba el 1,5% del volumen total.

En porcentaje														
Compras a clientes														
Total establecimientos		CVT		CV		COMP		CVT		Transferencias emitidas		Resto de transferencias		
2008	2009	2008	2009	2008	2009	Act. principal	Act. complem.	2008	2009	2008	2009	2008	2009	
R1	4,5	4,8	61,4	43,6	43,8	47,6	11,3	10,8	5,3	6,6	12,0	13,7	18,4	19,4
R5	16,7	18,3	94,5	95,9	91,0	100,0	33,6	35,0	20,9	25,5	48,8	45,6	51,4	48,0
R10	26,9	30,1	100,0	100,0	100,0	100,0	47,2	48,5	28,8	33,1	68,2	65,0	70,1	70,0
R20	36,8	42,0	100,0	100,0	100,0	100,0	65,7	64,7	40,5	44,5	87,8	87,6	90,3	91,3
R50	55,7	59,6	100,0	100,0	100,0	100,0	90,1	89,8	58,3	61,6	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010. Establecimientos existentes a cada fecha.

**Balance y cuenta de resultados del Grupo CV/GT**

Por segundo año consecutivo, el total activo del balance agregado tuvo un crecimiento negativo (12%) y se situó en 192,6 m€ (véase cuadro A.5). Esta reducción afectó a la mayor parte de los establecimientos y, así, entre los doce con mayor volumen de activos (acumulaban más del 70%) solo tres tuvieron crecimiento positivo. La estructura del balance mostró una situación saneada, con unos fondos propios que se situaron en el 54% del balance. No obstante, la cuenta de pérdidas y ganancias presentó en 2009 un beneficio conjunto de solo 175.000 euros (pérdidas de 954.000 euros de 2008). De las 53 entidades informantes, 23 tuvieron resultados positivos de 11,2 m€, 3 tuvieron resultados nulos y otras 27 tuvieron resultados negativos de 11 m€. Por agrupaciones, solo el grupo de transferencias restringidas tuvo pérdidas, que fueron compensadas por los beneficios de los otros dos grupos.

La caída de la actividad se reflejó en menores importes de comisiones, tanto percibidas como pagadas, resultando unas comisiones netas de 39,2 m€, casi un 11% menos que en 2008. Esta circunstancia se dio en las tres agrupaciones pertinentes: en las dos del Grupo CVT —Transferencias restringidas y Resto— y en el Grupo CV (este último no paga comisiones). Las diferencias de cambio netas también sufrieron retroceso en las tres agrupaciones y no consiguieron mejorar el margen ordinario con respecto al ejercicio anterior, que se situó en 97,4 m€, con pérdida del 6%.

La siguiente partida importante son los gastos de explotación, y particularmente los sueldos y salarios. Estos últimos crecieron un 1,5%, aunque hubo una acusada disparidad entre establecimientos individuales. Con todo ello el margen de explotación quedó en 7,8 m€, prácticamente igual que el de 2008.

Una ajustada dotación a amortizaciones y a provisiones por insolvencias y la reducción del resto de las partidas llevaron a unos resultados de 3,3 m€, que los impuestos sobre beneficios redujeron a 175.000 euros.

16.7.2010.

## APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Registro de establecimientos.
- A.2 Volumen de actividad y datos de estructura.
- A.3 Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes.
- A.4 Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CVGT). Distribución geográfica de las transferencias.
- A.5 Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias

	Situación al 31.12.2006		Situación al 31.12.2007		Situación al 31.12.2008		Situación al 31.12.2009	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas	Altas	Bajas
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	<b>2.334</b>	<b>153</b>	<b>158</b>	<b>2.329</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>2.309</b>	<b>107</b>
I TOTAL GRUPO CVGT (a)	59	4	4	59	6	3	62	7
I.a Total Grupo CVT (b)	45	4	3	46	6	2	50	7
I.a.1 Transferencias restringidas (c)	40	2	3	39	6	2	43	7
I.a.2 Resto (d)	5	2	—	7	—	—	7	—
I.b Total Grupo CV (e)	14	—	1	13	—	1	12	—
II TOTAL GRUPO COMP (f)	2.270	101	121	2.250	101	118	2.233	78
II.a Actividad principal (g)	198	21	17	202	20	15	207	11
II.b Actividad complementaria (h)	2.072	80	104	2.048	81	103	2.026	67
<b>PRO MEMORIA: DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL GRUPO COMP:</b>								
Andalucía (i)	333	17	21	329	28	19	338	20
Aragón	2	—	—	2	1	—	3	2
Asturias	4	—	—	4	—	—	4	—
Baleares	629	32	30	631	28	41	618	15
Canarias	506	32	33	505	23	31	497	24
Cantabria	11	—	—	11	—	1	10	—
Castilla-La Mancha	5	—	1	4	—	—	4	—
Castilla y León	14	2	—	16	—	1	15	—
Cataluña	388	3	17	374	4	13	365	9
Extremadura	5	—	1	4	—	—	4	—
Galicia	12	2	1	13	1	—	14	—
La Rioja	4	—	—	4	—	—	4	—
Madrid	152	2	9	145	6	2	149	2
Murcia	8	2	—	10	—	—	10	—
Navarra	6	1	1	6	—	—	6	—
País Vasco	17	1	—	18	—	1	17	1
Valencia	174	7	7	174	10	9	175	5
								175

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010.

- a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.
- i. Incluye Ceuta y Melilla.

	Millions of euros and percentages											
	Activity								Incomes from commissions and differences in exchange rates s/total activity with clients (%)		Of which: Average commission by currency transfer (%)	
	Total		Currency exchange with clients		Transfers		2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p
	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	7.231	6.515	1.136	867	6.095	5.648	—	—	—	—	—	—
I Total Grupo CVGT (a)	6.281	5.825	186	177	6.095	5.648	3,8	3,8	2,7	2,8	89,8	91,9
I.a Total Grupo CVT (b)	6.257	5.807	162	159	6.095	5.648	3,8	3,8	2,7	2,8	91,5	94,0
I.a.1 Transferencias restringidas (c)	3.907	3.966	21	34	3.886	3.932	3,5	3,6	2,5	2,8	90,0	93,0
I.a.2 Resto (d)	2.349	1.842	140	126	2.209	1.716	4,1	4,0	3,0	2,8	100,0	100,0
I.b Total Grupo CV (e)	24	18	24	18	0	0	10,9	13,2	—	—	83,3	83,3
II Total Grupo COMP (f)	950	690	950	690	—	—	—	—	—	—	67,9	64,0
II.a Actividad principal (g)	376	292	376	292	—	—	—	—	—	—	70,3	63,2
II.b Actividad complementaria (h)	574	398	574	398	—	—	—	—	—	—	67,7	64,0
Número de empleados												
Asalariados				No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Número de agentes
	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	Locales
	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	...	...	...	...	2.637	2.724	—	—	—	—	—	—
I Total Grupo CVGT (a)	1.699	1.684	38	40	258	271	10.367	12.570	4.083	4.057	24.529	27.393
I.a Total Grupo CVT (b)	1.616	1.624	38	40	240	260	10.367	12.570	4.083	4.057	24.529	27.393
I.a.1 Transferencias restringidas (c)	897	966	15	21	130	153	7.424	9.448	2.366	2.421	15.374	18.290
I.a.2 Resto (d)	719	658	23	19	110	107	2.943	3.122	1.717	1.636	9.155	9.103
I.b Total Grupo CV (e)	83	60	0	0	18	11	0	0	0	0	0	0
II Total Grupo COMP (f)	.	.	.	.	2.379	2.453	—	—	—	—	—	—
II.a Actividad principal (g)	.	.	.	.	171	181	—	—	—	—	—	—
II.b Actividad complementaria (h)	.	.	.	.	2.208	2.272	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010. Establecimientos existentes a cada fecha.

- a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.

## TOTAL ACTIVIDAD: PRINCIPALES MONEDAS UTILIZADAS EN LA ACTIVIDAD CON CLIENTES

CUADRO A.3

	Contravalor en millones de euros										
	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes		
	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	
Denominación de la moneda	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	2008	2009 p	
<b>TOTAL ESTABLECIMIENTOS</b>	<b>1.049</b>	<b>789</b>	<b>87</b>	<b>79</b>	<b>5.837</b>	<b>5.389</b>	<b>258</b>	<b>259</b>	<b>7.231</b>	<b>6.515</b>	
Euro	61	36	2	3	3.713	3.566	257	256	4.033	3.862	
Dólar USA	91	95	54	45	2.113	1.813	1	3	2.260	1.956	
Libra esterlina	861	616	15	15	—	—	—	—	876	631	
Franco suizo	8	8	2	1	—	—	—	—	11	10	
Resto de monedas	28	33	14	14	10	9	—	—	52	56	
I Grupo CVGT	81	87	81	73	5.837	5.389	258	259	6.257	5.807	
Euro	15	13	2	3	3.713	3.566	257	256	3.986	3.839	
Dólar USA	49	51	52	43	2.113	1.813	1	3	2.216	1.910	
Libra esterlina	13	9	12	12	—	—	—	—	24	21	
Franco suizo	2	2	2	1	—	—	—	—	4	3	
Resto de monedas	3	12	13	13	10	9	—	—	26	34	
II Grupo COMP	950	690	—	—	—	—	—	—	950	690	
Euro	41	21	—	—	—	—	—	—	41	21	
Dólar USA	35	38	—	—	—	—	—	—	35	38	
Libra esterlina	844	604	—	—	—	—	—	—	844	604	
Franco suizo	6	6	—	—	—	—	—	—	6	6	
Resto de monedas	24	21	—	—	—	—	—	—	24	21	

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010. Establecimientos existentes a cada fecha.

**TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CVGT).  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s/ total ordenado		País de origen (a)	% s/ total recibido	
	2008	2009 p		2008	2009 p
<b>TOTAL</b>	<b>70,19</b>	<b>68,33</b>	<b>TOTAL</b>	<b>48,48</b>	<b>49,79</b>
Colombia	18,69	18,46	Italia	12,51	11,73
Ecuador	13,72	13,63	Estados Unidos	8,68	11,17
Bolivia	9,51	9,42	Reino Unido	9,63	8,65
Rumanía	5,95	5,14	Francia	6,14	6,77
Marruecos	5,52	4,29	Alemania	4,98	4,32
Paraguay	4,00	4,23	Guinea Ecuatorial	2,50	3,06
República Dominicana	3,73	4,16	Perú	1,17	1,21
Perú	2,70	3,71	Suiza	0,60	1,09
Brasil	3,99	3,52	Colombia	1,03	0,97
Senegal	2,38	1,77	Venezuela	1,24	0,82

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010. Establecimientos existentes a cada fecha.

a. Se seleccionan los diez primeros países por orden de importancia.

**BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS  
TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.5

Miles de euros y porcentajes											
	Balance (diciembre)										
	Importe				% s/ total activo				% Δ		
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
<b>Total activo = Total pasivo</b>	<b>208.356</b>	<b>223.613</b>	<b>218.972</b>	<b>192.640</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>7,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-12,0</b>
<b>ACTIVO:</b>											
Caja y entidades de crédito	86.236	92.425	85.109	66.377	41,4	41,3	38,9	34,5	7,2	-7,9	-22,0
Deudores	43.147	57.908	43.955	48.404	20,7	25,9	20,1	25,1	34,2	-24,1	10,1
Inversiones financieras temporales	41.132	37.592	36.229	28.334	19,7	16,8	16,6	14,7	-8,6	-3,6	-21,8
Inmovilizado no financiero	21.422	22.050	30.573	28.659	10,3	9,9	14,0	14,9	2,9	38,7	-6,3
Inmovilizado financiero	8.286	9.276	10.656	11.523	4,0	4,2	4,9	6,0	11,9	14,9	8,1
Otras partidas	8.134	4.362	12.382	9.345	3,9	2,0	5,7	4,9	-46,4	183,9	-24,5
<b>PASIVO:</b>											
Acreedores a corto plazo	98.816	107.896	103.480	79.144	47,4	48,3	47,3	41,1	9,2	-4,1	-23,5
Transferencias pendientes de pago	25.419	19.523	14.089	6.614	12,2	8,7	6,4	3,4	-23,2	-27,8	-53,1
Otros acreedores no comerciales	14.909	20.989	16.529	15.569	7,2	9,4	7,6	8,1	40,8	-21,2	-5,8
Otros	58.489	67.381	72.866	56.962	28,1	30,1	33,3	29,6	15,2	8,1	-21,8
Otras partidas	12.505	12.302	9.692	9.499	6,0	5,5	4,4	4,9	-1,6	-21,2	-2,0
Fondos propios	88.081	90.316	97.302	104.994	42,3	40,4	44,4	54,5	2,5	7,7	7,9
Resultados	8.956	13.099	8.497	-998	4,3	5,9	3,9	-0,5	46,3	-35,1	—
Cuenta de resultados acumulada (diciembre)											
	Importe				% s/ comisiones percibidas				% Δ		
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2007	2008	2009
	Comisiones percibidas	172.100	180.234	178.510	156.708	100,0	100,0	100,0	100,0	4,7	-1,0
Comisiones pagadas	120.739	140.920	134.678	117.557	70,2	78,2	75,4	75,0	16,7	-4,4	-12,7
Comisiones netas	51.361	39.314	43.832	39.151	29,8	21,8	24,6	25,0	-23,5	11,5	-10,7
Diferencias de cambio netas	44.876	63.490	59.893	58.257	26,1	35,2	33,6	37,2	41,5	-5,7	-2,7
Margen ordinario	96.237	102.804	103.725	97.408	55,9	57,0	58,1	62,2	6,8	0,9	-6,1
Ingresos y gastos financieros	1.150	2.530	2.649	1.978	0,7	1,4	1,5	1,3	120,0	4,7	-25,3
Otros ingresos	4.067	8.200	4.393	2.387	2,4	4,5	2,5	1,5	101,6	-46,4	-45,7
Gastos de explotación	77.678	87.005	102.920	93.972	45,1	48,3	57,7	60,0	12,0	18,3	-8,7
Margen de explotación	23.776	26.529	7.847	7.801	13,8	14,7	4,4	5,0	11,6	-70,4	-0,6
Saneamientos e insolvenias	4.891	5.238	6.777	5.475	2,8	2,9	3,8	3,5	7,1	29,4	-19,2
Otras partidas	703	-2.003	2.157	1.017	0,4	-1,1	1,2	0,6	—	—	-52,9
Resultados antes de impuestos	19.588	19.288	3.227	3.343	11,4	10,7	1,8	2,1	-1,5	-83,3	3,6
Impuesto sobre beneficios	4.968	6.460	4.181	3.165	2,9	3,6	2,3	2,0	30,0	-35,3	-24,3
Resultados después de impuestos	14.619	12.826	-954	175	8,5	7,1	-0,5	0,1	-12,3	—	—
<b>PRO MEMORIA:</b>											
ROE (%)	—	—	—	—	16,6	14,2	-1,0	0,2	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 29 de junio de 2010. Establecimientos existentes a última fecha.

REGULACIÓN FINANCIERA: SEGUNDO TRIMESTRE DE 2010

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

## **Introducción**

Durante el segundo trimestre de 2010 se han promulgado nuevas disposiciones de cierta relevancia en distintos ámbitos del sistema financiero.

En el terreno de la regulación de las entidades de crédito, hay que destacar el nuevo régimen jurídico de los sistemas institucionales de protección (SIP), ciertas modificaciones en la normativa del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y en la relativa a los sistemas de garantía de depositantes e inversores, así como una nueva normativa sobre la regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios.

En el ámbito del mercado de valores, al igual que en el de las entidades de crédito, se ha actualizado la normativa relativa a los sistemas de indemnización de los inversores, y se ha regulado la publicidad de los servicios y productos de inversión. Además, se ha introducido una serie de mejoras que permiten una mayor flexibilidad en la actuación de las instituciones de inversión colectiva (IIC), y se han solucionado ciertos problemas planteados en la liquidación de sus activos. Asimismo, se ha actualizado la normativa en materia de tarifas y de contratos-tipo de los servicios de inversión, así como su régimen de publicidad, adaptándolo a las circunstancias actuales.

Por otro lado, se ha desarrollado el régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago, y la regulación del régimen de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, con el fin de completar la transposición de la normativa comunitaria al ordenamiento español.

Por último, en el ámbito comunitario, se ha establecido un mecanismo de apoyo financiero a los Estados miembros que se encuentren en dificultades causadas por circunstancias excepcionales, y se ha articulado un fondo de apoyo a la República Helénica.

## **Medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo**

SISTEMAS INSTITUCIONALES  
DE PROTECCIÓN (SIP) ENTRE  
ENTIDADES DE CRÉDITO

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 6/2010, de 9 de abril* (BOE del 13), de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Se destacan los siguientes apartados en el ámbito de la regulación financiera:

Se configura el régimen aplicable a los SIP que se creen entre varias entidades de crédito a efectos de su consideración como grupos consolidables de entidades de crédito. Así, en su constitución deben cumplirse, además de los ya establecidos en la CBE 3/2008, de 22 de mayo<sup>1</sup>, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, los siguientes requisitos: 1) la existencia de una entidad de crédito central, que será la responsable de satisfacer los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP y de establecer de modo vinculante la estrategia de negocio; 2) el acuerdo contractual del SIP contendrá un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades integrantes del sistema, ilimitado respecto a la liquidez y que alcance como mínimo el 40% de los recursos propios en el apoyo a la solvencia; 3) las entidades integrantes pondrán en común una parte significativa de sus resultados, que suponga, al menos, el 40% de los mismos, y que deberá ser distri-

1. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2008, Banco de España, pp. 147-158.

buida de manera proporcional a la participación de cada una de ellas en el sistema; 4) las entidades deberán permanecer en el SIP un período mínimo de 10 años, debiendo preaviso con, al menos, dos años de antelación su deseo de abandonar el mismo transcurrido aquel período, para lo que, además, deberá contar con la autorización del Banco de España. Adicionalmente, el acuerdo contractual deberá incluir un régimen de penalizaciones por baja que refuerce la permanencia y la estabilidad de las entidades en el SIP; 5) la citada entidad central será una de las entidades de crédito integrantes del sistema institucional de protección u otra entidad de crédito participada por todas ellas y que formará, asimismo, parte del sistema, y 6) que, a juicio del Banco de España, se cumplan los requisitos previstos en la normativa vigente sobre recursos propios de las entidades financieras para asignar una ponderación de riesgo del 0% a las exposiciones que tengan entre sí los integrantes del SIP.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA  
DEL FONDO  
DE REESTRUCTURACIÓN  
ORDENADA BANCARIA (FROB)

Se reducen determinados plazos previstos en la anterior normativa. Así, se establece que el plan de actuación<sup>2</sup> se presentará de forma simultánea (antes el plazo era de un mes) al momento en el que dicha entidad informa al Banco de España de la posición de debilidad en su situación económico-financiera.

Se reduce a diez días naturales (antes era un mes) el período del que dispone el Banco de España para exigir de oficio a una entidad de crédito con debilidad financiera la presentación de un plan de actuación, a la vista del deterioro de sus activos, de sus recursos propios computables o de la confianza externa en su solvencia.

También se reduce a cinco días hábiles (antes eran de diez) el plazo del que dispone el Ministerio de Economía y Hacienda para oponerse a las propuestas realizadas por el FROB, contenidas en la memoria económica que detalla el impacto financiero del plan de reestructuración presentado sobre los fondos aportados con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.

Por otro lado, se añade un nuevo supuesto para proceder a la reestructuración de una entidad de crédito con intervención del FROB; concretamente, cuando la entidad, encontrándose en una situación de debilidad financiera, se enfrenta a circunstancias sobrevenidas que, a juicio del Banco de España, haga que no sea previsible encontrar una solución viable sin el apoyo del FROB.

Para las emisiones de cuotas participativas de una caja de ahorros que vayan a ser suscritas por el FROB, se prevé la sustitución de los dos informes (recogidos en el Real Decreto 302/2004<sup>3</sup>, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros) por uno solo del propio FROB, y no será obligatoria su cotización en un mercado secundario organizado en tanto sean propiedad de este último. Dichas cuotas serán computables como recursos propios básicos.

Finalmente, se mantiene el derecho de representación del FROB en la asamblea general de la caja de ahorros en proporción a las cuotas que ostente. La representación no computará a los efectos del cálculo de los límites a la representación de las Administraciones Públicas y entidades y corporaciones de derecho público.

---

2. En dicho plan de actuación se concretan las acciones previstas para superar esa situación, que deberán ir encaminadas a asegurar la viabilidad de la entidad, bien reforzando su patrimonio y solvencia, bien facilitando su fusión o absorción por otra de reconocida solvencia o el traspaso total o parcial de su negocio o de unidades del mismo a otras entidades de crédito. 3. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 88 y 89.

FONDOS DE TITULIZACIÓN:  
MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA

Se modifica la normativa vigente<sup>4</sup> para permitir que los fondos de titulización puedan ser titulares de inmuebles, bienes, valores o derechos, y cantidades percibidas en pago de principal e intereses de los valores hipotecarios u otros derechos agrupados en su activo por resolución de cualquier procedimiento judicial iniciado para el cobro de tales derechos (por ejemplo, el producto del remate de garantías hipotecarias o no hipotecarias).

MERCADO DE VALORES:  
OFERTAS DE VALORES QUE  
NO REQUIEREN FOLLETO

A fin de garantizar la protección del inversor, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>5</sup>, del Mercado de Valores, requiriendo la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión en determinadas ofertas de valores<sup>6</sup> dirigidas al público en general, que no requieran folleto y que empleen para ello cualquier forma de comunicación publicitaria. El incumplimiento de este requisito por parte de la entidad emisora queda catalogado como infracción muy grave dentro de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores.

MEDIDAS DE APOYO  
A LAS PYMES

Se reforma la Ley 26/2009, de 23 de diciembre<sup>7</sup>, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010, con el objetivo de flexibilizar el funcionamiento de los FTPYME (fondos de titulización de créditos a pequeñas y medianas empresas), permitiendo que la liquidez obtenida como consecuencia del proceso de titulización pueda destinarse también a financiar activo circulante de las pymes<sup>8</sup>.

Por su parte, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) ha puesto en vigor desde el 14 de junio una nueva línea de financiación directa a las pymes y autónomos (ICOdirecto), en la que el ICO asume el 100% del riesgo de crédito para operaciones de hasta 200.000 euros.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 14 de abril.

**Sistemas de garantía  
de depositantes  
e inversores: modificación  
de la normativa**

Se ha publicado el *Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo* (BOE del 3 de junio), por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre<sup>9</sup>, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito (FGD), y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto<sup>10</sup>, sobre sistemas de indemnización de los inversores (SII), con el objeto de completar la transposición de la Directiva 2009/14/CE, del Parlamento y del Consejo, de 11 de marzo de 2009<sup>11</sup>.

Los aspectos más significativos de la norma son los siguientes:

Se mantiene el nivel de protección de 100.000 euros, tanto en los FGD como en el SII, recordando que esas garantías se aplicarán por depositante o inversor, sea persona física o jurídica.

4. Concretamente, la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero. 5. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 6. En concreto, algunos de los casos de ofertas públicas de valores contemplados en el art. 30 bis de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, como son las dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados; las dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada, y aquellas cuyo valor nominal unitario sea, al menos, de 50.000 euros. 7. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 181-183. 8. Antes, la entidad que cedía los préstamos y créditos debía reinvertir la liquidez obtenida en préstamos o créditos concedidos, sobre todo a pymes, que tuvieran un plazo de amortización superior a un año. 9. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 106-109. 10. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2001», *Boletín económico*, octubre de 2001, Banco de España, pp. 105-110. 11. La Directiva 2009/14/CE introdujo una serie de reformas esenciales en la regulación de los sistemas de garantía de depósitos europeos, como son: el fomento de la cooperación entre sistemas europeos, el incremento de las obligaciones de información de las entidades de crédito a los depositantes sobre la cobertura de sus depósitos por sistemas extranjeros o nacionales, el aumento del nivel de cobertura de los depósitos, la reducción de los plazos para declarar por la autoridad competente la incapacidad de una determinada entidad para satisfacer las cantidades exigidas por depositantes e inversores y para hacer efectivo el pago, y, por último, la obligatoriedad de los fondos de garantía de llevar a cabo pruebas de esfuerzo para evaluar su capacidad para hacer frente a una posible crisis de una entidad. Una parte importante de estas reformas fueron introducidas en nuestro país mediante el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, p. 152.

ca, y cualesquiera que sean el número y la clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad.

Se reduce a cinco días hábiles (antes eran 21) el plazo que tiene el Banco de España para comprobar la incapacidad de una entidad de crédito para restituir los depósitos vencidos y exigibles.

Se establecen dos plazos de pago distintos para que los fondos satisfagan los importes garantizados, según que los destinatarios sean depositantes o inversores. En el caso de los depositantes, los FGD deberán restituirllos dentro de los 20 días hábiles siguientes a la fecha en que se haya dictado auto declarando el concurso de la entidad o en que el Banco de España haya comprobado la incapacidad de pago de la entidad de crédito. En circunstancias debidamente justificadas, dicho plazo podrá ser prorrogado hasta 10 días hábiles más (antes el plazo era de tres meses, que, con las prórrogas, podía llegar hasta los nueve). Respecto a los inversores, los FGD o el SII mantienen el plazo de tres meses, pero se comenzará a contar desde el momento en el que se identifica y se calcula la posición acreedora del inversor (antes era desde la fecha en que se comprobaba la incapacidad de pago de la entidad afectada o se dictaba auto declarando su concurso). Podrá ser prorrogado, en circunstancias debidamente justificadas, hasta otros tres meses más (antes era hasta un máximo de nueve).

Se implanta la obligación de las entidades de crédito de poner a disposición de sus clientes la información relativa al funcionamiento de los FGD a los que están adscritas, especificando el importe y el alcance de la cobertura ofrecida. Además, deberán informar de las condiciones y de las formalidades necesarias para que se produzca el pago del importe garantizado.

Se especifica que el excedente de que pueden disponer los fondos sobre la cuantía necesaria para el cumplimiento de sus fines permanecerá en dicho patrimonio, sin que pueda distribuirse o devolverse a las entidades adheridas.

Se introduce la obligación de los FGD de realizar regularmente pruebas de funcionamiento con el fin de evaluar su capacidad para hacer frente a una posible crisis de una entidad.

Finalmente, se deja constancia explícita de que el SII no cubrirá a los inversores que tuvieran contratada una cuenta de valores con una entidad no cubierta por el SII, aunque esta a su vez los hubiera depositado en una cuenta de otra entidad cubierta por el mismo.

El Real Decreto entró en vigor el 4 de junio.

**Regulación y control de la publicidad de los servicios y productos financieros  
DE LOS SERVICIOS Y PRODUCTOS BANCARIOS**

Se ha publicado la *Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio* (BOE del 29), de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, que sustituye y deroga al capítulo III de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 1989<sup>12</sup>, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito.

La Orden establece un nuevo régimen de control administrativo de la publicidad que realicen las entidades de crédito españolas y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, dirigida a clientes o potenciales clientes residentes en España, sobre productos y servicios bancarios distintos de los instrumentos financieros y servicios de inversión. También queda incluida en su ámbito de aplicación la actividad publicitaria relativa a la prestación de

12. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1989», *Boletín Económico*, enero de 1990, Banco de España, p. 35.

servicios de pago que realicen las entidades de pago, reguladas por la Ley 16/2009<sup>13</sup>, de 13 de noviembre, de servicios de pago.

Se define la actividad publicitaria como toda forma de comunicación por la que se ofrezcan productos o servicios bancarios, o se divulgue información sobre ellos, cualquiera que sea el medio de difusión que se utilice<sup>14</sup>, dejando excluidas de regulación a determinadas actividades publicitarias como: a) las campañas publicitarias corporativas; b) los contenidos informativos que figuren en las páginas propias de la entidad en Internet, o en otro medio de difusión, que resulten necesarios para llevar a cabo la contratación de una operación, y c) las informaciones sobre las características específicas de las operaciones que figuren en las páginas operativas de la entidad en Internet en las cuales se lleven a cabo.

Se sustituye el actual régimen de autorización previa por un sistema de control de la publicidad basado en dos elementos: *uno preventivo*, a través del establecimiento de los principios generales a los que debe ajustarse la publicidad y los criterios generales sobre el contenido mínimo y formato del mensaje publicitario, que determinará el Banco de España, junto con la exigencia a las entidades de crédito de unos procedimientos y controles internos para proteger los legítimos intereses de la clientela y gestionar los riesgos a los que estén o puedan estar expuestas derivados de su actividad publicitaria; y otro elemento revisor o *ex post*, que permita la corrección de eventuales conductas inadecuadas, para lo cual el Banco de España podrá requerir el cese o la rectificación de la publicidad que no se ajuste a esta normativa, o, en su caso, requerir que se incluyan en la misma cuantas advertencias estime necesarias con relación al producto o servicio publicitado.

Las entidades, así como quienes ostenten cargos de administración o dirección en las mismas, que infrinjan las obligaciones previstas en esta Orden o en la normativa que la desarrolle incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable, conforme a lo dispuesto en la Ley 26/1988, de 29 de julio<sup>15</sup>, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

La Orden entró en vigor el 30 de junio.

DE LOS SERVICIOS  
Y PRODUCTOS DE INVERSIÓN

Siguiendo idénticos principios que en el caso anterior, se ha publicado la *Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio* (BOE del 29), de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, con objeto de establecer las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los instrumentos financieros y servicios de inversión.

Esta Orden regula la actividad publicitaria dirigida a inversores residentes en España, que se refiera a instrumentos financieros, a otros productos financieros sometidos a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a los servicios de inversión y auxiliares y actividades accesorias y reservadas, y a la actividad de gestión de IIC, de entidades de capital-riesgo y de fondos de titulización.

Al igual que en los productos bancarios, se define la actividad publicitaria como toda forma de comunicación dirigida al público en general con el fin de promover, directamente o a través de terceros, la contratación de un determinado servicio o actividad de inversión, o bien la suscripción o adquisición de instrumentos financieros, así como aquellas comunicaciones que

---

**13.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 158-163. **14.** Prensa, radio, televisión, correo electrónico, Internet u otros medios electrónicos, carteles interiores o exteriores, vallas, octavillas, circulares y cartas que formen parte de una campaña de difusión, llamadas telefónicas, visitas a domicilio o cualquier otro sistema de divulgación. **15.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 56-58.

realice cualquier parte interesada en el curso de una oferta pública de adquisición (OPA) de valores con el objeto de influir en el resultado de la misma.

De la misma manera, se establece un sistema de control de la publicidad basado en dos elementos: por un lado, *uno preventivo*, en el que la CNMV determinará los principios generales a los que debe ajustarse la publicidad y los criterios generales sobre el contenido y formato del mensaje publicitario y cualquier otro aspecto que pueda afectar a la publicidad, junto con la exigencia a las empresas de servicios de inversión (ESI) y demás entidades que presten servicios de inversión de contar con una política de comunicación comercial que incorpore los criterios y procedimientos adecuados para asegurar que la entidad cumple con la normativa vigente.

Por otro, un elemento revisor o *ex post*, de forma que la CNMV tendrá la potestad administrativa de requerir el cese o la rectificación de la publicidad que no se ajuste a la normativa, o de requerir a su oferente o emisor que se incluyan en la misma cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento o producto publicitado. Si estos requerimientos no fueran atendidos, podrá incurrirse en responsabilidad sancionable de acuerdo con lo establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Cuando exista la obligación de elaborar un folleto, la publicidad deberá indicar la publicación del mismo, e indicará dónde pueden, o podrán, obtenerlo los inversores. En estos supuestos, la información publicitaria deberá ser coherente con respecto a la información contenida en el folleto.

La Orden entró en vigor el 30 de junio.

#### **Instituciones de inversión colectiva: modificación del reglamento**

MODIFICACIONES DIRIGIDAS A FLEXIBILIZAR LA OPERATIVA DE LAS IIC

Se flexibiliza el régimen jurídico de los fondos de inversión cotizados (conocidos por *Exchange Traded Funds* o ETF)<sup>17</sup>. De este modo, será potestativa la constitución de estos fondos ante notario y su inscripción en el registro mercantil. Asimismo, se amplía el objetivo de su política de inversión, ya que se limitará a reproducir no solo un índice que cumpla las condiciones previstas en el reglamento, sino también cualquier otro subyacente que autorice expresamente la CNMV.

Se crean las sociedades de inversión colectiva de capital variable (SICAV) índice cotizadas, que tienen un régimen similar a los ETF, pero en forma de SICAV. Cuentan con ciertas excepciones en relación con las SICAV. Así, no se les exige, en el momento de su admisión a cotización, el número mínimo de accionistas establecido<sup>18</sup>; están exentas de la mayoría de las reglas especiales establecidas para las SICAV a la hora de solicitar la admisión a negociación en bolsa de valores de sus acciones; tampoco se les aplicará el procedimiento establecido para el traspaso de acciones<sup>19</sup>.

---

**16.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129. **17.** Los ETF son semejantes a los fondos índices, aunque se permite la adquisición o venta de la participación no solo una vez al día, sino también durante todo el período diario de negociación en la correspondiente bolsa de valores. Sus participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores. **18.** El número de accionistas no será inferior a 100. En el caso de sociedades de inversión por compartimentos, el número mínimo de accionistas en cada uno de los compartimentos no podrá ser inferior a 20, sin que, en ningún caso, el número total de accionistas totales que la integren sea inferior a 100. **19.** Véase artículo 28 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

Por otro lado, se flexibiliza el régimen de inversión de las IIC inmobiliarias: 1) se les permite que puedan incluir entre los activos en los que pueden materializar sus inversiones a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)<sup>20</sup>, siempre que no tengan participaciones en el capital o patrimonio de otras IIC inmobiliarias; 2) podrán incluir en su objeto principal la inversión en otras IIC inmobiliarias, de similares características, con un límite del 10% de su activo, y 3) se reduce el porcentaje de inversión obligatorio en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, pasando del 90% al 80% de su activo, para equipararlo al establecido en las SOCIMI.

Respecto a las IIC de inversión libre (más conocidas como *hedge funds* o fondos de gestión alternativa), se establecen determinadas excepciones para los partícipes que tengan la condición de clientes profesionales (antes era conocido como inversor cualificado), definidos en la Ley del Mercado de Valores<sup>21</sup> en lo referente a la suscripción y adquisición de participaciones, y se ajusta el texto del resto del articulado a esta nueva denominación.

#### MODIFICACIONES DIRIGIDAS A FACILITAR LA LIQUIDACIÓN DE LOS ACTIVOS DE LAS IIC

Se crean las *IIC (o compartimentos) de propósito especial* (*en adelante, IIC de propósito especial*), conocidos a escala internacional como *side pockets*. Estas nuevas entidades son las resultantes de escindir una parte de la IIC original con el fin de traspasar exclusivamente los activos afectados por circunstancias excepcionales que hace que no resulte posible su valoración o la venta razonable de los mismos, y que representen más del 5% del patrimonio de la IIC. De esta forma, la IIC de propósito especial tendrá la misma forma jurídica que la IIC original, pero queda sometida a un régimen especial de valoración, liquidez, suscripciones y reembolsos que permiten una liquidación ordenada de sus activos.

Los partícipes o accionistas de la IIC original recibirán en proporción a su inversión en la IIC original participaciones o acciones de la IIC de propósito especial resultante.

La creación de la misma será objeto de comunicación previa a la CNMV, y tendrá la consideración de hecho relevante. También se comunicará por escrito a los partícipes o accionistas, con indicación de las causas que motivaron la creación de la IIC de propósito especial y las condiciones que rijan el mismo.

Una vez satisfechos los reembolsos o realizadas las recompras o los traspasos de los inversores, se procederá la extinción de la IIC de propósito especial resultante, que se comunicará a la CNMV.

Cabe reseñar que las SICAV cuyas acciones estén admitidas a negociación en bolsas de valores u otros mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación de valores no podrán crear compartimentos de propósito especial, debiendo adoptar necesariamente la figura de IIC, y no podrán solicitar la admisión a cotización en bolsas de valores u otros mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación de valores.

Por otra parte, se mejora el régimen de liquidación de los fondos de inversión mobiliarios, ya que el liquidador (es decir, la sociedad gestora de la IIC con el concurso del depositario) podrá ir repartiendo el efectivo obtenido en la enajenación de los valores y activos del fondo, en concepto de liquidaciones a cuenta, de forma proporcional entre todos los partícipes del fondo, una vez que hayan sido satisfechos todos los acreedores o consignado el importe de sus cré-

---

**20.** Reguladas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 176-180. **21.** La denominación y las características del cliente profesional fueron introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 139-147.

ditos vencidos, mientras que antes estaban sujetos a determinados requisitos y plazos, establecidos en el Reglamento. Este mismo régimen de liquidación también se comienza a aplicar a los fondos de inversión inmobiliarios, aunque sujeto a ciertas especialidades detalladas en la norma, permitiendo que se vayan liquidando parcialmente los mismos, repartiéndose el patrimonio resultante entre los partícipes sin necesidad de esperar a que se venda todo el activo.

Por último, se introducen modificaciones en los reglamentos del impuesto sobre la renta de no residentes, del impuesto de sociedades y del IRPF, que consisten en eximir de la obligación de practicar retención o ingreso a cuenta de las rentas derivadas de transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones representativas del capital o patrimonio de los fondos de inversión cotizados (ETF) o SICAV índice cotizadas.

El Real Decreto entró en vigor el 9 de junio.

**Servicios de inversión:  
actualización de la  
normativa en materia  
de tarifas y de contratos-  
tipo**

Se ha publicado la *Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio* (BOE del 23), por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero<sup>22</sup>, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo<sup>23</sup>.

La regulación del régimen de las tarifas no presenta novedades significativas respecto a la vigente anteriormente. Así, se detalla su contenido mínimo, se establecen los requisitos formales y se dispone que las entidades no pueden aplicar tarifas superiores a lo establecido en el folleto, ni por conceptos diferentes, ni tampoco cargar comisiones o gastos por operaciones innecesarias, servicios que no hayan sido efectivamente prestados o por aquellos que no hayan sido aceptados o solicitados en firme por el cliente.

También se mantiene el régimen de control previo de los folletos de tarifas por parte de la CNMV, que tendrá un plazo de 30 días (antes eran 15 días), tras la recepción del folleto remitido por las entidades, para efectuar objeciones o recomendaciones para su rectificación o exigir la inclusión de servicios financieros singulares, cuando ello contribuya a los fines de transparencia antes mencionados. En caso de no realizar ninguna actuación, la CNMV deberá poner el folleto informativo a disposición del público en su página web. El folleto resultará aplicable transcurrido el citado plazo de 30 días.

En cuanto a los contratos-tipo, se sustituye el actual régimen de control previo por un sistema de control «ex post» por parte de la CNMV. Esta medida supone una mejora para las entidades, ya que no tendrán que esperar a la autorización del contrato-tipo para poder utilizarlo con sus clientes, sino que podrán aplicarlo directamente, siempre y cuando se le haya dado la suficiente publicidad. No obstante, la CNMV podrá requerir a las entidades la rectificación o cese de aquellos contratos-tipo que no se ajusten a la normativa vigente. Esta medida se adoptará sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera haber incurrido la entidad con arreglo al régimen sancionador establecido en la Ley del Mercado de Valores.

Asimismo, se actualiza el contenido mínimo de dichos contratos<sup>24</sup>, aunque la CNMV se reserva el desarrollo del contenido obligatorio de los contratos-tipo de determinados servi-

---

**22.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 162-164. **23.** La Orden deroga íntegramente la Orden de 25 de octubre de 1995 y la Orden de 7 de octubre de 1999, que ya habían sido parcialmente derogadas por el Real Decreto 217/2008. **24.** Ahora, los contratos-tipo deben estar redactados conforme al Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley general para la defensa de los consumidores y usuarios y otras leyes complementarias, y a las normas de conducta que se establecen en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en sus normas de desarrollo.

cios<sup>25</sup>, y se recoge una lista de servicios de inversión para cuya prestación las entidades están obligadas a elaborarlos, así como una cláusula general para permitir que las entidades utilicen contratos-tipo para la prestación de otros servicios no contenidos en la lista.

Finalmente, también se actualiza el régimen de publicidad, tanto de los folletos de tarifas como de los contratos-tipo, adaptándolo a las circunstancias actuales. Así, la CNMV pondrá a disposición del público en su página web los folletos informativos sobre tarifas y sus modificaciones que le remitan las entidades, una vez que este organismo haya comprobado que se ajustan a la normativa vigente. Por su parte, las entidades harán lo propio en todas sus oficinas y representaciones, y en sus páginas web. La CNMV podrá establecer los requisitos y condiciones de dicha publicidad para conseguir, entre otros objetivos, la máxima difusión de las informaciones.

La Orden entró en vigor el 24 de junio.

#### **Servicios y entidades de pago: desarrollo de la normativa**

Se han publicado el *Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo* (BOE del 29), de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago (en adelante, EP)<sup>26</sup>, que desarrolla la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y la *Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio* (BOE del 18), sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, que desarrolla las obligaciones generales en esta materia, contenidas en la Ley 16/2009. De este modo, se completa la transposición al ordenamiento español de la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007<sup>27</sup>, sobre servicios de pago en el mercado interior.

#### RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS ENTIDADES DE PAGO

Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda autorizar la creación de las EP, 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. Antes de iniciar sus actividades, las EP deberán quedar inscritas en el Registro Especial de EP que se creará en el Banco de España. En ese registro se harán constar los servicios de pago para los que se haya autorizado, y figurarán, además, sus agentes y sucursales.

Se establecen los requisitos para obtener y conservar la autorización de una entidad de pago; entre otros, los siguientes: 1) disponer, en todo momento, de un capital inicial mínimo comprendido entre 20.000 y 125.000 euros, según el tipo de servicios de pago que preste; 2) idoneidad de los accionistas o socios titulares de participaciones significativas<sup>28</sup>; 3) reconocida honorabilidad de los administradores, y los directores generales o asimilados; 4) disposición de sólidos procedimientos de gobierno corporativo, que sean eficaces en la identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos, y los medios para prevenir e impedir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

---

**25.** En concreto, la gestión de carteras, la custodia y administración de instrumentos financieros, y aquellos otros servicios o supuestos en los que, por estimar conveniente su normalización, la CNMV determine la necesidad de un contrato-tipo. **26.** 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 en la Ley 16/2009. 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, y las transferencias de fondos, incluidas las órdenes permanentes; c) la emisión y adquisición de instrumentos de pago, y d) el envío de dinero. La Ley reservó la prestación de estos servicios a favor de las ahora comentadas entidades de pago, como a las entidades de crédito tradicionales, entidades de dinero electrónico así como el Servicio Estatal de Correos y Telégrafos. **27.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 152-155. **28.** Se entenderá por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos, el 10% del capital o los derechos de voto de la entidad, y aquellas que, sin llegar al porcentaje señalado, permitan ejercer una influencia notable en la entidad.

Se contemplan las particularidades aplicables a las *EP híbridas*, es decir, aquellas que, además de prestar servicios de pago, realizan cualquier otra actividad económica<sup>29</sup>. En determinados casos se les podrá exigir que constituyan una EP separada; en concreto, cuando la realización de las otras actividades económicas, distintas a la prestación de servicios de pago, pueda afectar a su solidez financiera, o menoscabe la capacidad del Banco de España para supervisar el cumplimiento de las obligaciones establecidas para la EP.

#### ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA

Las EP autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea que pretendan desarrollar la actividad transfronteriza en España, mediante apertura de sucursales o en régimen de libre prestación de servicios, quedarán condicionadas a que el Banco de España reciba una comunicación de la autoridad supervisora de la EP que contenga determinada información<sup>30</sup>.

En caso de que fueran EP autorizadas en un Estado no miembro, además de cumplir los requisitos contemplados para las EP residentes, se contemplan otros adicionales, como contar, al menos, con una persona que sea responsable de la gestión de la sucursal que pretenden establecer en España y que determine de modo efectivo la orientación de la sucursal. Cabe la posibilidad de que la autorización pueda ser denegada por aplicación del principio de reciprocidad.

De igual manera, las EP españolas que pretendan realizar la actividad transfronteriza en un Estado no miembro de la Unión Europea, mediante apertura de sucursales, en régimen de libre prestación de servicios, o bien a través de una filial, deberán solicitarlo previamente al Banco de España, acompañando determinada información<sup>31</sup>.

Finalmente, se contempla la creación o adquisición de participaciones significativas de EP de un Estado no miembro de la Unión Europea por parte de una EP española, que, en cualquier caso, quedará sujeta a la previa autorización del Banco de España.

#### AGENTES Y DELEGACIÓN DE FUNCIONES

Las EP españolas y las sucursales en España de EP extranjeras que tengan el propósito de prestar servicios de pago a través de un *agente* deberán suministrar al Banco de España información relativa a los procedimientos y órganos de control interno y de comunicación que vayan a utilizar en sus relaciones con los agentes, tanto para prevenir e impedir el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo como para asegurar el cumplimiento de la normativa sectorial aplicable.

Por su lado, para la delegación de funciones operativas esenciales relacionadas con los servicios de pago, la EP deberá comunicarlo al Banco de España, acompañando información detallada sobre las características de la delegación y la identidad de la empresa en la cual se pretanden delegar. La delegación deberá realizarse de modo que no afecte ni a la calidad del control interno de dichas funciones por parte de la EP, ni a la capacidad del Banco de España para supervisar la EP.

#### REQUISITOS DE GARANTÍA, REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS Y LIMITACIONES OPERATIVAS DE LAS CUENTAS DE PAGO

Las EP salvaguardarán los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago o recibidos a través de otro proveedor de servicios de pago para la ejecución de las operaciones de pago, sujetándose a uno de los dos procedimientos establecidos en la Ley 16/2009. Bajo el primer método, no se mezclarán, en ningún momento, con los fondos de otra persona física o jurídica, y, en su caso, se depositarán en una cuenta separada en una entidad de crédito o se in-

**29.** Las entidades de pago no son, a diferencia de otros intermediarios financieros, entidades de objeto exclusivo, al permitirse simultanea la prestación de los servicios de pago con otros auxiliares o con cualquier actividad económica. **30.** Entre otros aspectos, debe especificar un programa de actividades en el que se indiquen, en particular, las operaciones que pretende realizar, la estructura de la organización de la sucursal, y el nombre y el historial de los directivos responsables propuestos para la misma. **31.** Entre otros aspectos, debe detallarse un programa de las actividades, la estructura de organización de la sucursal y el nombre e historial de los directivos propuestos para la misma.

vertirán en activos seguros, líquidos y de bajo riesgo, respecto a los cuales los usuarios de servicios de pago gozarán de derecho de separación, de conformidad con la normativa concursal. Alternativamente, estarán cubiertos por una póliza de seguro u otra garantía comparable de una compañía de seguros o de una entidad de crédito que disponga de una alta calidad crediticia, y que no pertenezcan al mismo grupo de la propia EP.

En relación con el primer procedimiento, se relacionan los activos seguros, líquidos y de bajo riesgo en que podrán invertir los fondos. En lo que respecta al segundo, se concretan las condiciones que deberá cumplir la póliza de seguro o garantía comparable.

Por otro lado, se detalla el método de cálculo que deberán aplicar las EP para determinar sus requerimientos de recursos propios, basado en una ponderación de la cuantía de las operaciones de pago ejecutadas por ellas durante el año anterior<sup>32</sup>.

Además, se establece una serie de previsiones destinadas a garantizar el retorno al cumplimiento de las normas relativas a recursos propios, en caso de que una entidad presente un déficit de recursos propios. En concreto, la entidad informará de ello, con carácter inmediato, al Banco de España, y presentará en el plazo de un mes un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento. En estas circunstancias, se obliga a las entidades a someter la aplicación de sus resultados a la autorización previa del Banco de España<sup>33</sup>.

En cuanto a las limitaciones operativas a las cuentas de pago de estas entidades, se regulan los efectos de la inactividad de la cuenta de pago durante un año<sup>34</sup>, y se limitan también las posibilidades de que la cuenta mantenga saldo deudor como resultado de operaciones iniciadas directamente por el ordenante titular de la cuenta de pago<sup>35</sup>.

#### RÉGIMEN SANCIONADOR Y DE SUPERVISIÓN

A las EP, así como a quienes ostenten cargos de administración o dirección en las mismas, les será de aplicación, con algunas adaptaciones, el régimen sancionador establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Por otro lado, las EP deberán remitir al Banco de España información de: a) cualquier adquisición de una participación significativa en las mismas; b) las entidades financieras que posean, directa o indirectamente, participaciones en su capital, y c) cualquier persona que posea al menos un 2,5% de su capital.

#### OTRAS DISPOSICIONES RELATIVAS AL RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS SERVICIOS DE PAGO

Algunos aspectos de la normativa reguladora de los servicios de pago pueden no ser de aplicación a los instrumentos de pago de escasa cuantía<sup>36</sup>, si así se pacta expresamente.

---

**32.** No obstante, se permite que el Banco de España, a iniciativa propia o de la EP afectada, y atendiendo a la necesidad de mejorar su solvencia, de proteger los intereses de los usuarios, del propio sistema de pagos, o de favorecer la eficaz supervisión de la entidad, pueda determinar que el cálculo de los requerimientos de recursos propios se efectúe conforme a alguno de los otros dos métodos recogidos en la norma: en uno de ellos, el cálculo se hace en función de los gastos generales del año anterior, y en el otro, en función de la suma de distintos ingresos, gastos y comisiones. **33.** Si el déficit de recursos propios es superior al 20% de los requeridos, la entidad deberá destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos, salvo que el Banco de España autorice otra cosa, al aprobar el programa de retorno al cumplimiento. **34.** Las cuentas de pago tendrán asociadas, desde su apertura y en todo momento, una cuenta de depósito de efectivo abierta por uno de sus titulares en una entidad de crédito autorizada en la Unión Europea, a la que deberá transferirse el saldo de la cuenta de pago cuando la misma no presente ninguna operación en el último año. **35.** Salvo algún supuesto excepcional que contempla la Ley, las cuentas de pago podrán presentar saldo deudor únicamente como resultado de la prestación de servicios de pago iniciados por el beneficiario de los mismos, pero nunca por operaciones de pago iniciadas directamente por el ordenante titular de la cuenta de pago. **36.** En concreto, para las operaciones de pago individuales no superiores a 30 euros o que, o bien tengan un límite de gasto de 150 euros, o bien permitan almacenar fondos que no excedan, en ningún momento, de la cantidad de 150 euros, se permite que los proveedores de servicios de pago convengan con los usuarios la no aplicación de determinados preceptos de la Ley 16/2009.

Por otro lado, se establecen unos requisitos de transparencia y una serie de condiciones a las operaciones de pago sujetas a los contratos marco y al resto de las operaciones (denominadas singulares). En los casos en los que el usuario del servicio de pago no sea un consumidor, las partes podrán acordar que no se apliquen, total o parcialmente, tales requisitos.

Tanto en las operaciones singulares como en las sujetas a un contrato marco, se exige que el proveedor de servicios de pago facilite con carácter previo al usuario, de un modo fácilmente accesible, determinada información general y las condiciones relativas al servicio. En el primer caso, fundamentalmente, deberá proporcionar información previa sobre el plazo de ejecución máximo del servicio de pago, el conjunto de gastos que el usuario debe abonar al proveedor por dicho servicio y, en el supuesto de que la operación de pago incluya un cambio de divisa, el tipo de cambio efectivo o el de referencia que se aplicará.

En el caso de las operaciones con contrato marco, el proveedor de servicios de pago facilitará al usuario información previa sobre las condiciones contenidas en el mismo. Cuando se produzca una operación de pago, el proveedor suministrará al ordenante información explícita sobre el plazo máximo de ejecución y sobre los gastos que debe abonar, añadiendo, en su caso, el desglose de las cantidades correspondientes a tales gastos. De igual manera, el proveedor de servicios de pago del beneficiario deberá facilitarle determinadas informaciones sobre operaciones de pago que estén sujetas a un contrato marco, tales como el importe de la operación y de cualesquiera gastos de la operación de pago y, en su caso, el correspondiente desglose de gastos o los intereses que deba abonar el beneficiario.

Por último, se detallan el procedimiento y los requisitos mínimos que han de cumplir aquellos establecimientos de cambio de moneda que hubieran sido autorizados para la gestión de transferencias con el exterior con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa, para la convalidación de su autorización o, si lo desean, para su transformación en EP.

El Real Decreto entró en vigor el 30 de mayo, y la Orden, el 8 de julio.

***Prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo: nueva normativa***

Se ha publicado la Ley 10/2010, de 28 de abril (BOE del 29), de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, que deroga la Ley 19/1993, de 28 de diciembre<sup>37</sup>, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, y modifica la Ley 12/2003, de 21 de mayo, de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo, y la Ley 19/2003, de 4 de julio<sup>38</sup>, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

La norma transpone la Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005<sup>39</sup>, y adopta el régimen sancionador del Reglamento 1781/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de noviembre, relativo a la información sobre los ordenantes que acompaña a las transferencias de fondos. La Ley, en línea con la Directiva, unifica

**37.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1993», *Boletín Económico*, enero de 1994, Banco de España, pp. 78 y 79. **38.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, octubre de 2003, Banco de España, pp. 99-101. **39.** Relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, que fue desarrollada por la Directiva 2006/70/CE, de la Comisión, de 1 de agosto de 2006, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la definición de personas del medio político, y los criterios técnicos aplicables en los procedimientos simplificados de diligencia debida con respecto al cliente, así como en lo que atañe a la exención por razones de actividad financiera ocasional o muy limitada.

los regímenes de prevención del blanqueo de capitales y de financiación del terrorismo en lo que se refiere a las obligaciones de prevención de los sujetos obligados<sup>40</sup>.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la Ley en relación con la normativa anterior.

#### SUJETOS OBLIGADOS

Se establece una carga preventiva a los sujetos intermediarios de operaciones o negocios jurídicos con indicios o certezas de involucrar activos con una procedencia ilícita. Entre los sujetos obligados a supervisar estos actos se encuentran, de manera similar a la normativa anterior, las entidades financieras<sup>41</sup>, los promotores inmobiliarios, los auditores de cuentas, los notarios, los registradores, los casinos, los abogados y los procuradores, y los que comercien con joyas y con objetos de arte. La Ley añade nuevos sujetos, como las recién reguladas entidades de pago, las personas dedicadas profesionalmente a la intermediación en la concesión de préstamos o créditos, las personas que, sin haber obtenido autorización como establecimientos financieros de crédito, desarrollean alguna de estas actividades, y las que comercien profesionalmente con bienes en que los cobros o pagos se efectúen con los medios de pago<sup>42</sup> por importe superior a 15.000 euros, ya se realicen en una o en varias operaciones entre las que parezca existir algún tipo de relación.

Por otro lado, se eleva de 6.000 euros a 10.000 euros el importe de los medios de pago a partir del cual las personas físicas deberán realizar declaración previa en las salidas o entradas del territorio nacional, y de 80.500 euros a 100.000 euros si son movimientos de medios de pago dentro del territorio. Solo quedan exceptuadas de esta obligación las personas físicas que actúen por cuenta de empresas que, debidamente autorizadas e inscritas por el Ministerio del Interior, ejerzan actividades de transporte profesional de fondos o medios de pago.

#### MEDIDAS DE DILIGENCIA DEBIDA

Una de las novedades más importantes de la norma es el establecimiento de una serie de medidas de diligencia debida por parte de los sujetos obligados, dirigidas a obtener información de sus clientes tanto en el momento de entablar relaciones de negocio como en el transcurso de la relación con los mismos. Así, no mantendrán relaciones de negocio o realizarán operaciones con personas físicas o jurídicas que no hayan sido debidamente identificadas, quedando prohibidos, en particular, la apertura, la contratación o el mantenimiento de cuentas, libretas, activos o instrumentos numerados, cifrados, anónimos o con nombres ficticios.

Los sujetos obligados adoptarán medidas de diligencia debida dirigidas a sus clientes nuevos y existentes<sup>43</sup>, entre otros aspectos, para: 1) conocer y comprobar la naturaleza de su actividad profesional o empresarial; 2) realizar un seguimiento continuo de sus negocios, de su perfil empresarial y de riesgo, incluido el origen de sus fondos; 3) obtener información de los clientes para determinar si estos actúan por cuenta propia o de terceros (titularidad formal y

---

**40.** Siguen regulados por la Ley 12/2003, de 21 de mayo, los aspectos relativos al bloqueo de los fondos presuntamente vinculados al terrorismo, que quedan bajo la órbita del Ministerio del Interior. **41.** Se incluyen en esta definición las entidades de crédito; las entidades aseguradoras; las empresas de servicios de inversión; las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y las sociedades de inversión cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora; las entidades gestoras de fondos de pensiones; las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo y las sociedades de capital-riesgo cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, y las sociedades de garantía recíproca. **42.** A los efectos de la Ley, se entenderán por medios de pago: a) el papel moneda y la moneda metálica, nacionales o extranjeros; b) los cheques bancarios al portador denominados en cualquier moneda, y c) cualquier otro medio físico, incluidos los electrónicos, concebido para ser utilizado como medio de pago al portador. En caso de salida o entrada en territorio nacional, también se incluyen como medios de pago: los cheques de viaje, los instrumentos negociables, incluidos cheques, pagarés y órdenes de pago, ya sean extendidos al portador, endosados sin restricción, extendidos a la orden de un beneficiario ficticio o en otra forma en virtud de la cual la titularidad de los mismos se transmite a la entrega, y los instrumentos incompletos, incluidos cheques, pagarés y órdenes de pago, firmados pero con omisión del nombre del beneficiario. **43.** Se prevé para los existentes un plazo de cinco años para la aplicación de las medidas de diligencia debida.

LEY 19/1993, DE 28 DE DICIEMBRE	LEY 10/2010, DE 28 DE ABRIL
<b>Sujetos obligados</b>	
Las entidades financieras, los promotores inmobiliarios, los auditores de cuentas, los notarios, los registradores, los casinos, los abogados y los procuradores, y los que comercien con joyas y con objetos de arte.	Se añaden: las entidades de pago, las personas dedicadas profesionalmente a la intermediación en la concesión de préstamos o créditos, y las personas físicas o jurídicas que comercien profesionalmente con bienes en que los cobros o pagos se efectúen con los medios de pago por importe superior a 15.000 euros.
Las personas físicas deben realizar declaración previa por salida o entrada en territorio nacional de medios de pago por importe igual o superior a 6.000 euros, y movimientos por territorio nacional por importe igual o superior a 80.500 euros.	Se eleva a 10.000 euros y a 100.00 euros, respectivamente.
<b>Medidas de diligencia debida</b>	
Se contemplan parcialmente.	Medidas de diligencia debida dirigidas a sus clientes para: 1) comprobar la naturaleza de su actividad profesional o empresarial; 2) realizar un seguimiento continuo de sus negocios; 3) conocer si estos actúan por cuenta propia o de terceros, y 4) determinar la estructura de propiedad o de control de las personas jurídicas, de forma que no establecerán relaciones de negocio si la estructura de propiedad o de control no ha podido determinarse.
Se contemplan parcialmente.	Estas medidas serán reforzadas en determinados supuestos contemplados en la Ley; en particular, cuando el cliente sea una persona con responsabilidad pública, así como sus familiares próximos o allegados reconocidos.
<b>Obligaciones de información</b>	
Los sujetos obligados deben realizar un examen especial de cualquier hecho u operación, incluso la mera tentativa, que por su naturaleza pueda tener indicios de estar vinculado con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo. Lo comunicarán sin dilación y por iniciativa propia al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias.	Sin cambios significativos.
Los sujetos obligados comunicarán al Servicio Ejecutivo, con la periodicidad que se determine, las operaciones que se establezcan reglamentariamente, y le facilitarán la documentación e información que les requieran para el ejercicio de sus competencias.	Sin cambios significativos.
Los sujetos obligados conservarán durante un período mínimo de seis años toda la documentación en que se haya formalizado el cumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley.	El período de conservación de la documentación se eleva a diez años.
<b>Medidas de control interno</b>	
Los sujetos obligados establecerán procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para conocer, prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.	Se añaden las políticas y procedimientos de diligencia debida, de información, de conservación de documentos, y de evaluación y gestión de riesgos. Además, las medidas de control interno serán objeto de examen anual por un experto externo.
No se contempla.	Aprobación de un manual adecuado de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, que se mantendrá actualizado, con información completa sobre las medidas de control interno.
<b>Régimen sancionador</b>	
Infracciones muy graves: amonestación pública y sanciones de entre un mínimo de 90.000 euros y, como máximo, la mayor de las siguientes cantidades: el 5% del patrimonio neto del sujeto obligado, el duplo del contenido económico de la operación, o 1,5 millones de euros.	Infracciones muy graves: amonestación pública y sanciones de entre un mínimo de 150.000 euros y, como máximo, la mayor de las siguientes cantidades: el 5% del patrimonio neto del sujeto obligado, el duplo del contenido económico de la operación, o 1,5 millones de euros.
Infracciones graves: amonestación privada o pública y sanciones de entre un mínimo de 6.000 euros y, como máximo, la mayor de las siguientes cantidades: el 1% del patrimonio neto del sujeto obligado, el contenido económico de la operación más un 50% o 150.000 euros.	Infracciones graves: amonestación privada o pública y sanciones de entre un mínimo de 60.001 euros y, como máximo, la mayor de las siguientes cantidades: el 1% del patrimonio neto del sujeto obligado, el contenido económico de la operación más un 50% o 150.000 euros.
No se contemplan.	Infracciones leves: amonestación privada y sanciones hasta un importe máximo de 60.000 euros.
En relación con las personas físicas, en caso de incumplimiento de la obligación de declaración por movimientos de capitales: multa de entre un mínimo de 600 euros y un máximo equivalente a la mitad del valor de los medios de pago empleados.	En relación con las personas físicas, en caso de incumplimiento de la obligación de declaración por movimientos de capitales: multa de entre un mínimo de 600 euros y un máximo equivalente al duplo del valor de los medios de pago empleados.

FUENTES: BOE y Banco de España

real), de modo que, si existen indicios o certeza de que los clientes no actúan por cuenta propia, recabarán la información precisa a fin de conocer la identidad de las personas por cuenta de las cuales actúan aquellos, y 4) determinar la estructura de propiedad o de control de las personas jurídicas, de forma que no se establecerán relaciones de negocio si dicha estructura no ha podido determinarse.

En todo caso, los sujetos obligados aplicarán las medidas cuando concurran indicios de blanqueo de capitales o de financiación del terrorismo, cuando se proceda a la contratación de nuevos productos o cuando se produzca una operación significativa por su volumen o complejidad.

La regla genérica es la posibilidad de que el sujeto pueda graduar la aplicación de las medidas en función del riesgo, tipo de cliente, producto u operación. Concretando esta regla, la norma fija la existencia de determinados clientes<sup>44</sup> y operaciones<sup>45</sup> para los que no son de aplicación todas o algunas de las medidas de diligencia debida, que quedan reducidas, en general, a la identificación formal.

En sentido contrario, estas medidas serán reforzadas expresamente en ciertos supuestos contemplados en la Ley (en particular, y además de la banca privada, envío de dinero y operaciones de cambio de moneda extranjera, cuando el cliente sea una persona con responsabilidad pública, así como sus familiares próximos o allegados reconocidos), en relaciones y operaciones no presenciales y en relaciones de corresponsalía bancaria transfronteriza con terceros países.

#### OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

Los sujetos obligados deberán realizar, al igual que ocurría con la normativa anterior, un examen especial de cualquier hecho u operación, incluso la mera tentativa, con independencia de su cuantía, que por su naturaleza pueda tener indicios de estar vinculado con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, reseñando por escrito los resultados del examen. Lo comunicarán sin dilación y por iniciativa propia al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias. También le comunicarán las operaciones que muestren una falta de correspondencia ostensible con la naturaleza, volumen de actividad o antecedentes operativos de los clientes, siempre que en el examen especial no se aprecie justificación económica, profesional o de negocio para la realización de las operaciones, así como las operaciones que se establezcan reglamentariamente, con la periodicidad que se determine.

Aparte de esta comunicación por indicio, se mantiene la previsión de que los sujetos obligados realicen comunicaciones sistemáticas y periódicas al Servicio Ejecutivo de todas las operaciones superiores al importe determinado reglamentariamente.

Finalmente, los sujetos obligados conservarán durante un período mínimo de diez años (antes eran seis) toda la documentación en que se haya formalizado el cumplimiento de las obligaciones establecidas en la Ley.

---

**44.** Como son, entre otros: a) las entidades de derecho público de los Estados miembros de la Unión Europea o de países terceros equivalentes; b) las entidades financieras domiciliadas en la Unión Europea o en países terceros equivalentes que sean objeto de supervisión para garantizar el cumplimiento de las medidas de diligencia debida, y c) las sociedades con cotización en bolsa cuyos valores se admitan a negociación en un mercado regulado de la Unión Europea o de países terceros equivalentes. **45.** Como son, entre otras: a) las pólizas de seguro de vida cuya prima anual no excede de 1.000 euros o cuya prima única no excede de 2.500 euros, salvo que se aprecie fraccionamiento de la operación; b) los instrumentos de previsión social, siempre y cuando la liquidez se encuentre limitada a los supuestos contemplados en la normativa de planes y fondos de pensiones y no puedan servir de garantía para un préstamo; c) los seguros colectivos que instrumenten compromisos por pensiones, siempre que cumplan determinados requisitos, y d) el dinero electrónico en los términos que se determinen reglamentariamente.

## MEDIDAS DE CONTROL INTERNO

Se actualizan las medidas de control interno al adaptarlas a las novedades de la Ley. Así, los sujetos obligados, con las excepciones que se determinen reglamentariamente, aprobarán por escrito y aplicarán políticas y procedimientos adecuados en materia de diligencia debida, información, conservación de documentos, control interno, evaluación y gestión de riesgos, garantía del cumplimiento de las disposiciones pertinentes y comunicación, con objeto de prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo. Las medidas de control interno serán objeto de examen anual por un experto externo.

Como novedad, dichos sujetos deberán aprobar un *manual* adecuado de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, que se mantendrá actualizado, con información completa sobre las medidas de control interno. Para el ejercicio de su función de supervisión e inspección, el manual estará a disposición del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, que podrá instarles a adoptar las medidas correctoras oportunas.

## RÉGIMEN SANCIONADOR Y OTRAS DISPOSICIONES

Se actualiza el régimen sancionador, recogiendo un mayor número de infracciones, distinguiéndose entre muy graves y graves, y, como novedad, las de carácter leve, y se elevan las sanciones económicas, sin perjuicio de las responsabilidades penales.

Por otro lado, se prevé que el Ministerio de Economía y Hacienda pueda acordar la constitución de órganos centralizados de prevención de las profesiones colegiadas sujetas a la Ley, que tendrán por función la intensificación y canalización de la colaboración de las profesiones colegiadas con las autoridades judiciales, policiales y administrativas responsables de la prevención y represión del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, sin perjuicio de la responsabilidad directa de los profesionales incorporados como sujetos obligados.

También se prevé entre los sujetos obligados el intercambio de información relativa a determinadas operaciones con la finalidad de prevenir o impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo, además del intercambio de información y colaboración entre las autoridades españolas y las competentes de otros Estados, ya establecido.

La Ley entró en vigor el 30 de abril, salvo las medidas de diligencia debida, que se aplicarán en un plazo máximo de cinco años contados a partir de la entrada en vigor de la norma.

## **Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera y Facilidad Europea de Estabilización Financiera**

Se ha publicado el *Reglamento 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo* (DOUE del 12), por el que se establece un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), con el objeto de proporcionar ayudas a aquellos Estados miembros que se encuentren afectados o gravemente amenazados por una severa perturbación económica o financiera ocasionada por acontecimientos excepcionales que escapan a su control. Su activación se hará en el contexto de un apoyo conjunto UE/FMI y estará sujeto a estrictos requisitos de condicionalidad. Este mecanismo se mantendrá mientras sea necesario para salvaguardar la estabilidad financiera y operará sin perjuicio de la asistencia financiera a la balanza de pagos de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro. La contribución del presupuesto comunitario será de hasta 60 mm de euros.

El Estado miembro que solicite la ayuda financiera evaluará sus necesidades financieras con la Comisión, y en colaboración con el Banco Central Europeo (BCE). Su concesión requerirá una decisión del Consejo adoptada por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión. Dicha ayuda revestirá la forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro.

El préstamo se desembolsará, por lo general, en varios tramos. La Comisión verificará a intervalos regulares si la política económica del Estado miembro beneficiario se adecua a su programa de ajuste y, sobre la base de los resultados de esta verificación, decidirá si se liberan nuevos tramos.

Por otra parte, en nuestro país se ha publicado el *Real Decreto Ley 9/2010, de 28 de mayo* (BOE del 29), por el que se autoriza a la Administración General del Estado al otorgamiento de avales, hasta un importe máximo de 53,9 mm de euros, a las operaciones realizadas a través de la «Facilidad Europea de Estabilización Financiera<sup>46</sup>» (FEEF). La FEEF se ha creado tras el compromiso alcanzado por los Estados miembros de la zona del euro para complementar el MEEF con una aportación de hasta 440 mm.

Su objetivo es la captación de fondos en los mercados internacionales de capitales con el respaldo de los avales que concedan los Estados miembros de la zona del euro, para proporcionar préstamos, en colaboración con el FMI<sup>47</sup>, a aquellos Estados que tengan dificultades para cubrir sus necesidades de financiación, sujetos a una estricta condicionalidad. Esta facilidad se mantendrá un máximo de tres años, hasta el 30 de junio de 2013.

El Reglamento y el Real Decreto Ley entraron vigor el 13 y el 29 de mayo, respectivamente.

#### **Fondo de Apoyo a la República Helénica**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 7/2010, de 7 de mayo* (BOE del 7), por el que se crea el Fondo de Apoyo a la República Helénica, y se autoriza un crédito extraordinario por importe de 9,8 mm de euros para su dotación.

En respuesta a la solicitud de ayuda de Grecia, el Eurogrupo activó el mecanismo de apoyo, consistente en una provisión de financiación, a través de préstamos bilaterales mancomunados centralizados por la Comisión Europea. Dichos préstamos se otorgarán bajo fuertes elementos de condicionalidad, negociados por el FMI, la Comisión Europea, el BCE y el Gobierno griego.

El importe total del paquete financiero asciende a 110 mm de euros en tres años, de los que 80 mm serán aportados por los Estados miembros de la zona del euro (de ellos, 30 mm se desembolsarán en 2010), y los 30 mm restantes, por el FMI.

La contribución total de España a este programa de ayuda, calculada sobre la clave de participación de España en el capital desembolsado del BCE, ajustada a los Estados de la zona del euro, excluyendo a Grecia, asciende a 9,8 mm de euros, de los cuales 3,7 mm de euros se desembolsarán en el año 2010.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 7 de mayo.

6.7.2010.

---

<sup>46</sup>. En inglés, *European Financial Stability Facility* (EFSF). <sup>47</sup>. El FMI realizará una contribución especial de 250 mm.

## 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. Base 2005=100 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 bruta 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*
<b>TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD</b>	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)**

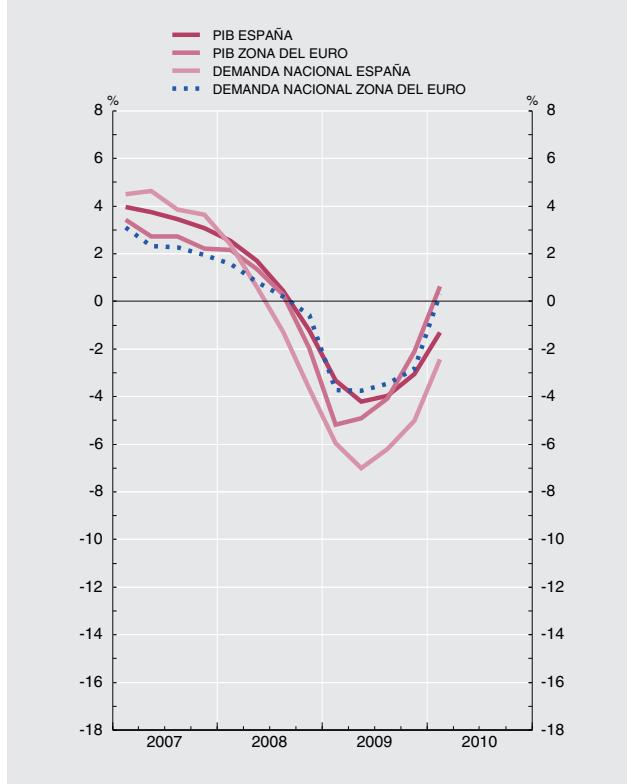
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las APP		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 (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro (d)	España (e)	Zona del euro (f)	España (g)	Zona del euro (f)	España (h)	Zona del euro (f)	España (i)	Zona del euro (j)	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
07	P	3,6	2,8	3,6	1,6	5,5	2,3	4,6	4,6	4,2	2,4	6,6	6,3	8,0	5,5	1 053	9 013
08	P	0,9	0,5	-0,6	0,3	5,4	2,2	-4,4	-0,8	-0,5	0,5	-1,0	0,8	-4,9	0,9	1 089	9 258
09	P	-3,6	-4,1	-4,8	-1,2	3,8	2,7	-15,3	-10,8	-6,0	-3,4	-11,5	-13,1	-17,9	-11,8	1 051	8 968
07 //	P	3,8	2,7	4,1	1,7	5,9	2,3	5,4	4,4	4,6	2,3	6,3	6,5	8,7	5,6	262	2 243
//	P	3,5	2,7	3,5	1,9	5,7	2,3	4,0	3,8	3,8	2,3	8,8	7,3	9,0	6,3	265	2 266
/IV	P	3,1	2,2	3,3	1,2	5,1	2,2	3,7	3,0	3,6	1,9	3,8	4,2	5,5	3,6	269	2 285
08 /	P	2,5	2,2	2,1	1,6	4,6	1,7	1,3	2,4	2,4	1,6	3,9	5,6	3,1	4,2	272	2 317
//	P	1,7	1,4	0,2	0,5	5,1	2,3	-1,9	1,0	0,6	0,8	2,4	3,7	-1,3	2,4	274	2 325
/III	P	0,4	0,3	-1,3	-0,1	5,8	2,3	-6,0	-0,9	-1,3	0,2	-2,9	1,0	-7,6	0,8	273	2 322
/IV	P	-1,2	-2,0	-3,3	-0,9	6,3	2,6	-10,9	-5,9	-3,7	-0,6	-7,1	-7,1	-13,5	-3,9	270	2 294
09 /	P	-3,3	-5,2	-5,3	-1,7	6,0	3,0	-14,9	-11,5	-6,0	-3,7	-16,6	-16,4	-22,3	-13,3	267	2 237
//	P	-4,2	-4,9	-5,8	-1,2	4,7	2,9	-17,0	-11,5	-7,0	-3,8	-14,7	-17,0	-21,7	-14,7	262	2 234
/III	P	-4,0	-4,1	-4,8	-1,3	4,1	3,0	-16,0	-11,4	-6,2	-3,5	-10,8	-13,6	-17,0	-12,4	260	2 246
/IV	P	-3,1	-2,1	-3,4	-0,5	0,8	2,0	-12,9	-8,7	-5,0	-2,8	-2,9	-5,2	-9,6	-7,0	261	2 250
10 /	P	-1,3	0,6	-0,6	0,0	1,5	1,4	-9,9	-4,8	-2,4	0,3	8,0	5,7	2,6	4,9	264	2 263

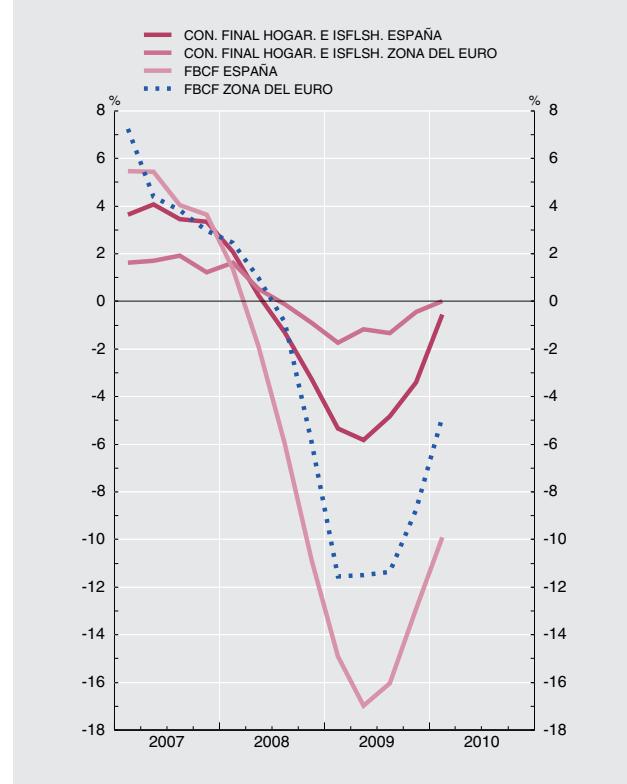
**PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO**  
Tasas de variación interanual

Tasas de variación interanual



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

Tasas de variación interanual



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rubrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

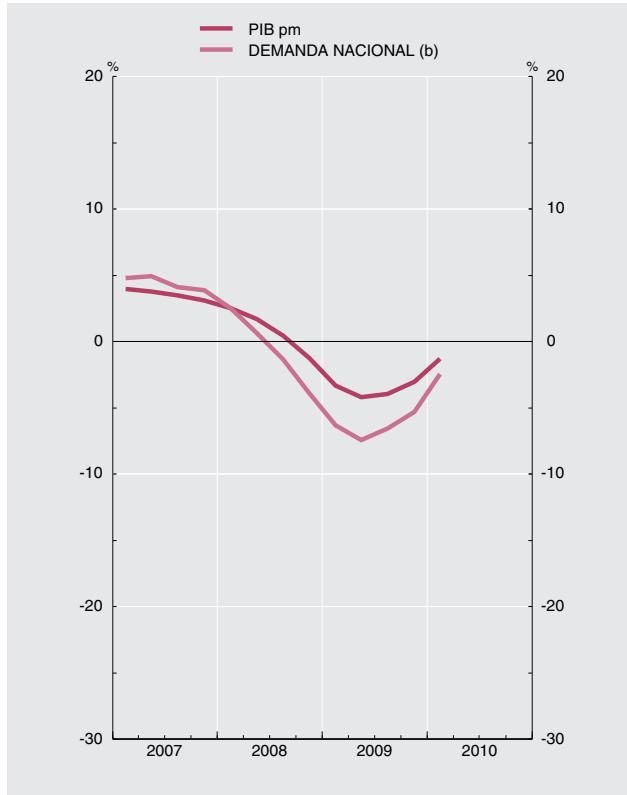
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

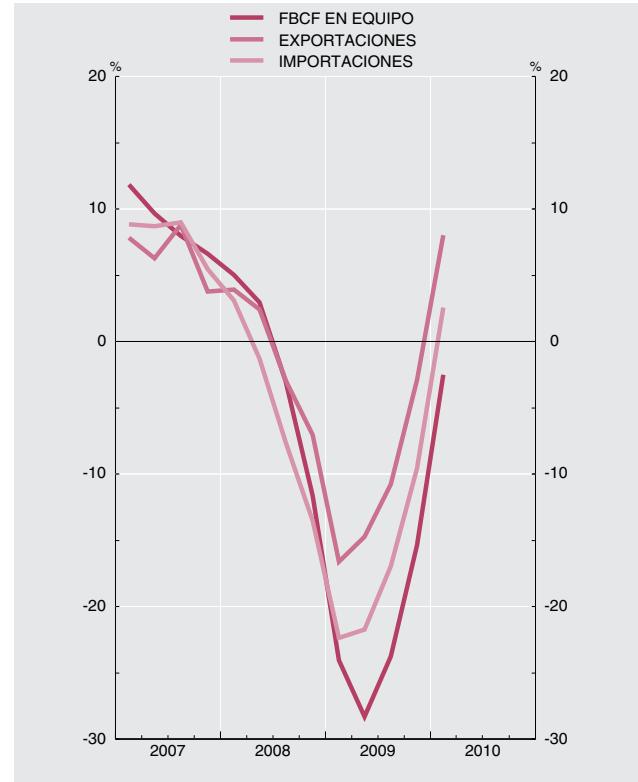
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
	Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos			Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demandada nacional (b) (c)	PIB
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
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
09	P -15,3	-23,1	-11,2	-17,2	0,0		-11,5	-11,6	-9,6	-12,5	-17,9	-18,9	-14,3	-14,2	-6,4	-3,6
07 //	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 I	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
II	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
III	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 I	P -14,9	-24,0	-11,3	-13,2	0,1		-16,6	-19,9	-14,0	-6,5	-22,3	-24,7	-19,9	-11,5	-6,3	-3,3
II	P -17,0	-28,3	-11,6	-17,6	-0,0		-14,7	-16,6	-9,1	-12,5	-21,7	-23,8	-12,7	-13,8	-7,4	-4,2
III	P -16,0	-23,8	-11,4	-19,9	-0,0		-10,8	-9,7	-9,3	-16,0	-17,0	-17,8	-12,2	-14,4	-6,6	-4,0
/V	P -12,9	-15,3	-10,2	-18,5	0,1		-2,9	1,3	-5,5	-15,1	-9,6	-7,7	-12,0	-17,2	-5,3	-3,1
10 I	P -9,9	-2,5	-10,6	-17,5	0,0		8,0	13,0	-0,2	-1,6	2,6	5,3	-1,7	-7,3	-2,5	-1,3

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



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



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

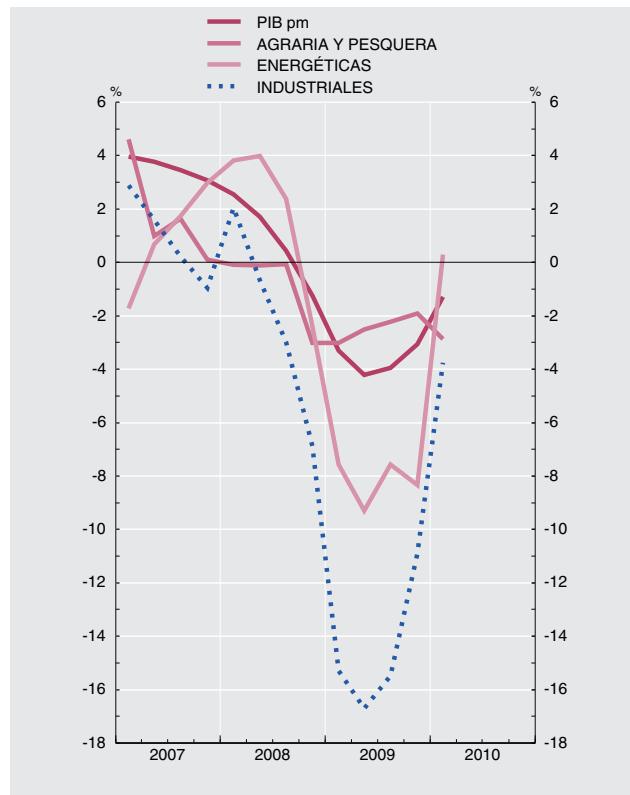
**1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

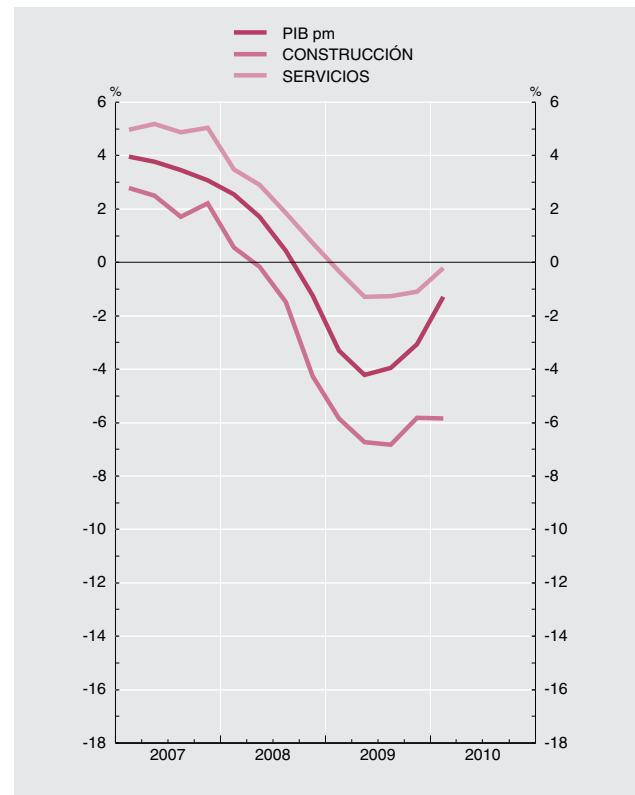
Tasas de variación interanual

	1	2	3	4	5	6	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
							7	8	9			
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
09	P	-3,6	-2,4	-8,2	-14,7	-6,3	-1,0	-2,0	2,6	-4,1	-10,2	2,1
07 //	P	3,8	1,0	0,7	1,6	2,5	5,2	5,3	4,7	2,9	2,7	-1,4
//	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
///	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	-3,3	-3,0	-7,6	-15,3	-5,9	-0,3	-1,3	3,0	-3,7	-9,8	2,3
//	P	-4,2	-2,5	-9,3	-16,7	-6,7	-1,3	-2,6	3,3	-4,6	-10,5	1,9
///	P	-4,0	-2,2	-7,6	-15,5	-6,8	-1,3	-2,4	2,8	-4,4	-12,3	1,4
/V	P	-3,1	-1,9	-8,3	-10,9	-5,8	-1,1	-1,8	1,2	-3,6	-8,3	2,5
10 /	P	-1,3	-2,9	0,3	-3,8	-5,9	-0,2	-0,7	1,4	-1,5	0,8	0,6

**PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD**  
Tasas de variación interanual



**PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD**  
Tasas de variación interanual



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

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

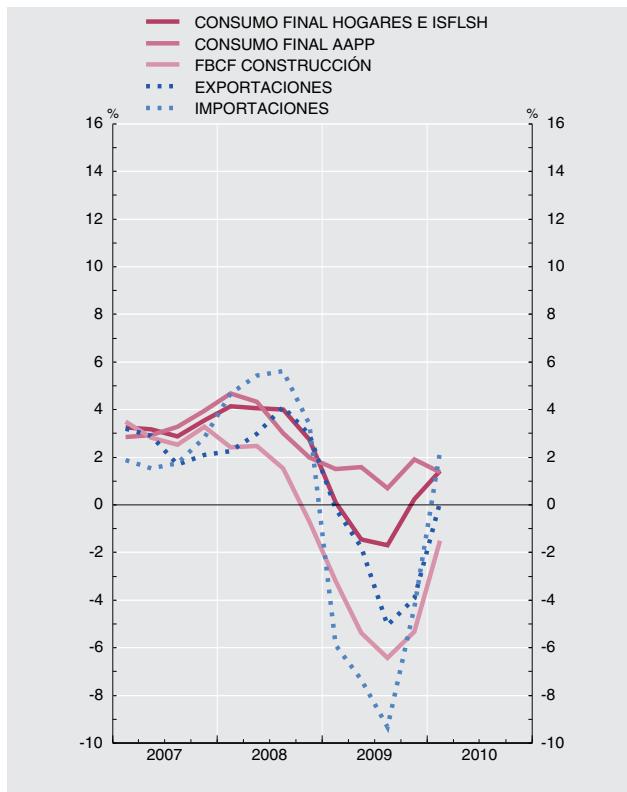
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

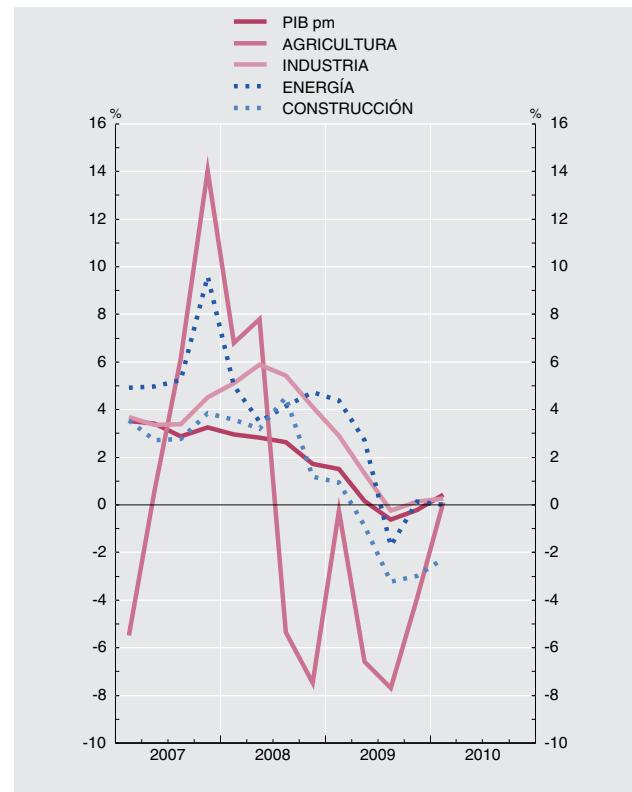
Tasas de variación interanual

	1	Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios			Producto interior bruto a precios de mercado			
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	Ramas de los servicios	Servicios de mercado
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
09	P	-0,6	1,4	-0,8	-5,1	-1,9	-2,7	-6,7	0,2	-4,6	1,4	1,1	-1,5	2,8	2,9
07 //	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
//	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
/V	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 /	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
//	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
/V	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
09 /	P	0,2	1,5	0,1	-3,2	-0,3	-0,2	-5,9	1,5	-0,2	4,4	2,9	0,9	4,2	4,6
//	P	-1,4	1,6	-0,8	-5,4	-2,3	-1,8	-7,3	0,2	-6,6	2,7	1,3	-0,9	3,5	3,7
/V	P	-1,6	0,7	-1,3	-6,4	-3,0	-5,0	-9,3	-0,6	-7,7	-1,7	-0,2	-3,2	2,2	2,2
10 /	P	0,3	1,9	-1,2	-5,3	-2,2	-3,9	-4,3	-0,2	-3,9	0,1	0,1	-3,0	1,3	1,1
		1,4	1,4	0,6	-1,5	1,2	0,1	2,2	0,4	0,1	0,0	0,3	-2,2	1,0	0,9

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).

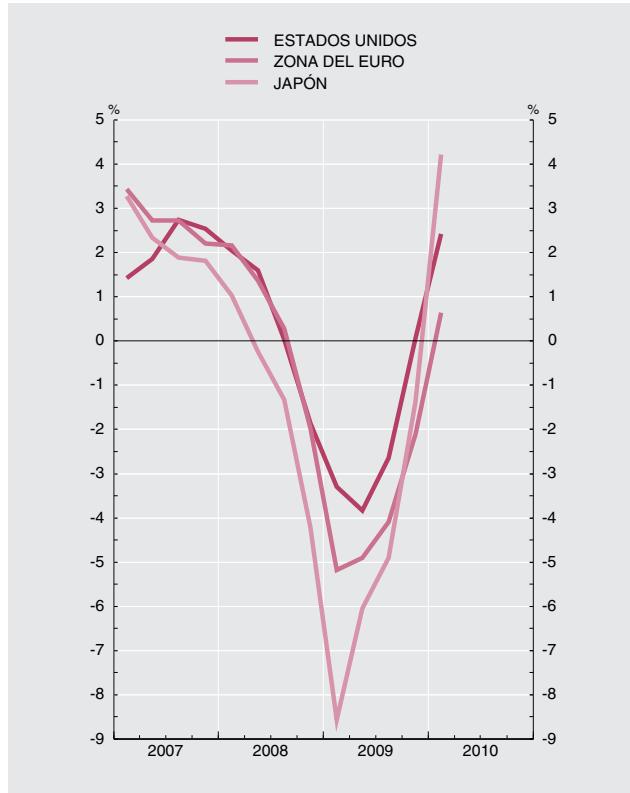
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

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

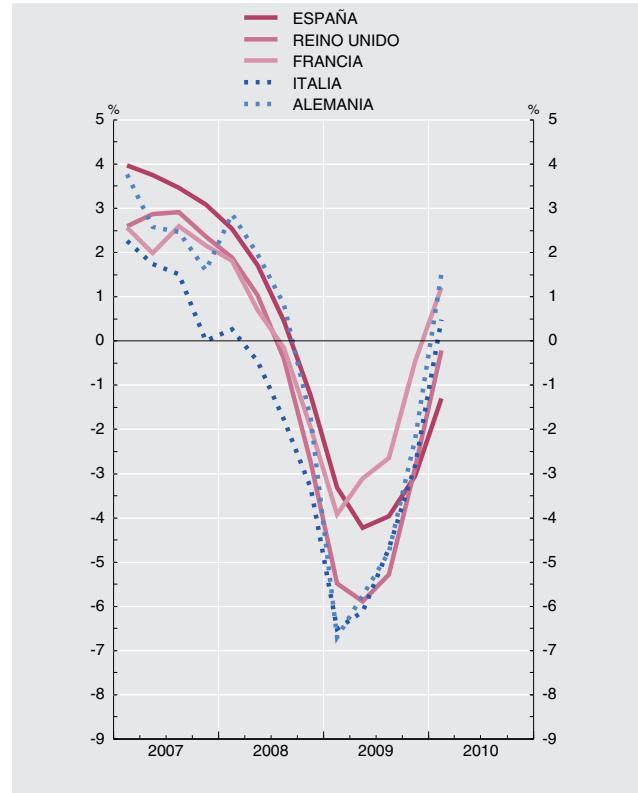
■ Serie representada gráficamente.

	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	
07	2,8	2,9	2,8	2,6	3,6	2,1	2,3	1,4	2,3	2,7	
08	0,5	0,6	0,4	1,0	0,9	0,4	0,1	-1,3	-1,2	-0,1	
09	-3,4	-4,2	-4,1	-4,9	-3,6	-2,4	-2,5	-5,1	-5,3	-4,9	
07 I	2,8	3,4	3,4	3,8	4,0	1,4	2,6	2,3	3,3	2,6	
//	2,6	2,9	2,7	2,6	3,8	1,9	2,0	1,7	2,3	2,9	
///	2,9	2,9	2,7	2,5	3,5	2,7	2,6	1,5	1,9	2,9	
IV	2,7	2,5	2,2	1,6	3,1	2,5	2,2	0,0	1,8	2,4	
08 I	2,3	2,3	2,2	2,9	2,5	2,0	1,8	0,3	1,0	1,9	
//	1,5	1,6	1,4	2,0	1,7	1,6	0,7	-0,5	-0,2	1,0	
///	0,3	0,5	0,3	0,8	0,4	0,0	-0,2	-1,8	-1,3	-0,4	
IV	-2,2	-1,9	-2,0	-1,8	-1,2	-1,9	-2,0	-3,3	-4,2	-2,7	
09 I	-4,8	-5,1	-5,2	-6,7	-3,3	-3,3	-3,9	-6,5	-8,6	-5,5	
//	-4,5	-5,1	-4,9	-5,8	-4,2	-3,8	-3,1	-6,1	-6,0	-5,9	
///	-3,4	-4,3	-4,1	-4,8	-4,0	-2,6	-2,6	-4,7	-4,9	-5,3	
IV	-0,7	-2,3	-2,1	-2,2	-3,1	0,1	-0,5	-2,8	-1,4	-2,9	
10 I	2,4	0,5	0,6	1,5	-1,3	2,4	1,2	0,5	4,2	-0,2	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

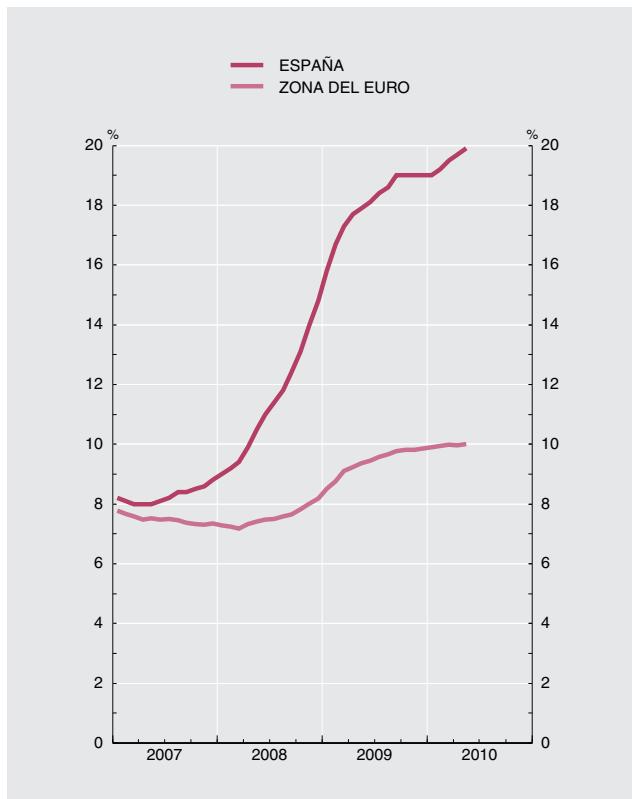
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

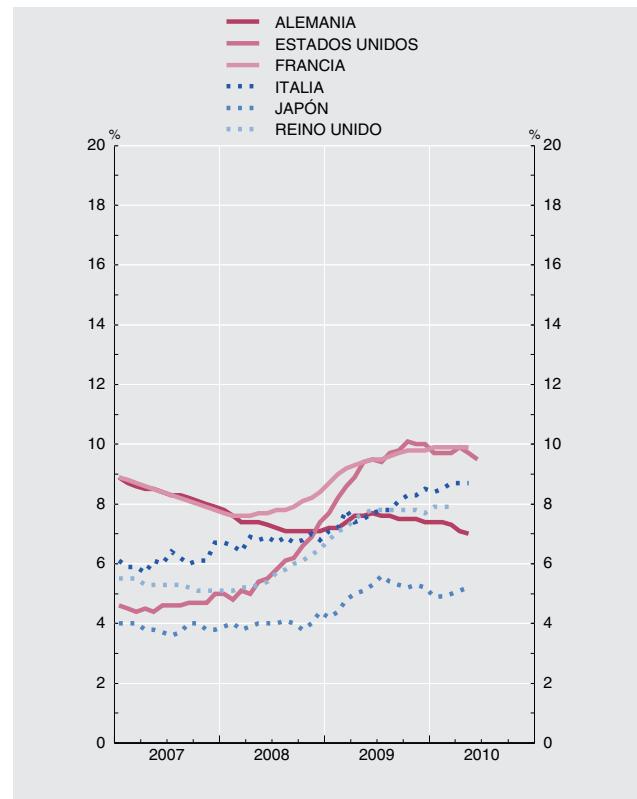
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 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	
07	5,7	7,1	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,8	5,3	
08	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6	
09	8,3	8,9	9,4	7,5	18,0	9,3	9,4	7,8	5,1	7,6	
09 Ene	7,3	7,9	8,5	7,2	15,8	7,7	8,7	7,1	4,2	6,8	
Feb	7,6	8,2	8,8	7,2	16,7	8,2	9,0	7,2	4,4	7,1	
Mar	7,9	8,5	9,1	7,4	17,3	8,6	9,2	7,8	4,8	7,2	
Abr	8,1	8,7	9,2	7,6	17,7	8,9	9,3	7,4	5,0	7,5	
May	8,4	8,9	9,4	7,6	17,9	9,4	9,4	7,5	5,1	7,7	
Jun	8,5	9,0	9,5	7,7	18,1	9,5	9,5	7,7	5,3	7,8	
Jul	8,5	9,1	9,6	7,6	18,4	9,4	9,5	7,8	5,6	7,8	
Ago	8,6	9,2	9,7	7,6	18,6	9,7	9,6	7,8	5,4	7,8	
Sep	8,7	9,3	9,8	7,5	19,0	9,8	9,7	8,1	5,3	7,8	
Oct	8,8	9,3	9,8	7,5	19,0	10,1	9,8	8,3	5,2	7,8	
Nov	8,7	9,4	9,8	7,5	19,0	10,0	9,8	8,3	5,3	7,8	
Dic	8,7	9,4	9,9	7,4	19,0	10,0	9,8	8,5	5,2	7,7	
10 Ene	8,7	9,5	9,9	7,4	19,0	9,7	9,9	8,4	4,9	7,9	
Feb	8,6	9,6	9,9	7,4	19,2	9,7	9,9	8,5	4,9	7,9	
Mar	8,7	9,6	10,0	7,3	19,5	9,7	9,9	8,7	5,0	7,9	
Abr	8,7	9,6	10,0	7,1	19,7	9,9	9,9	8,7	5,1	...	
May	8,6	9,6	10,0	7,0	19,9	9,7	9,9	8,7	5,2	...	
Jun	...	...	...	...	...	9,5	...	...	...	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



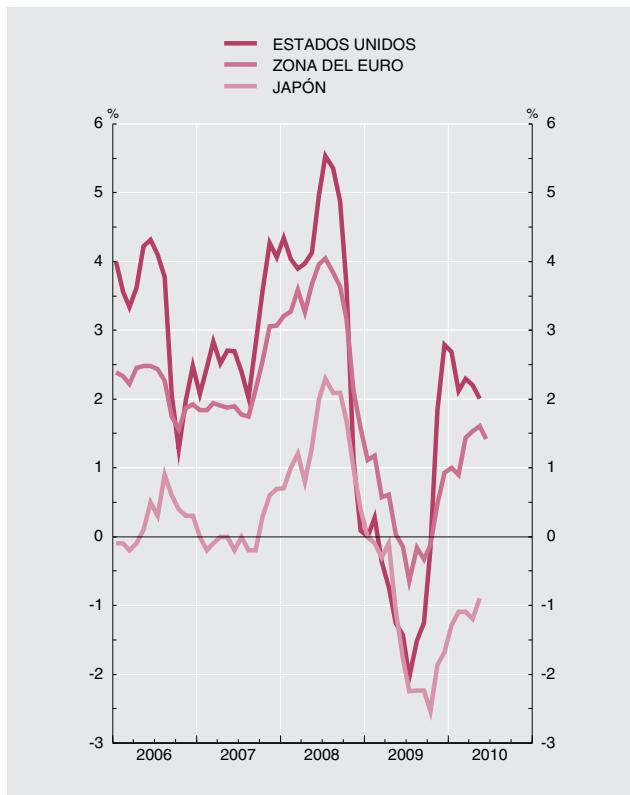
FUENTE: OCDE.

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

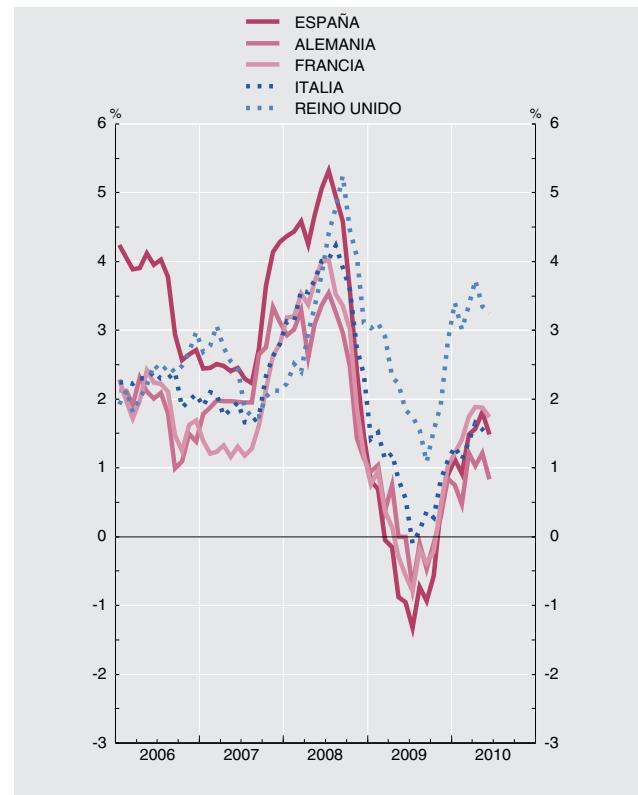
■ Serie representada gráficamente.

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

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

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

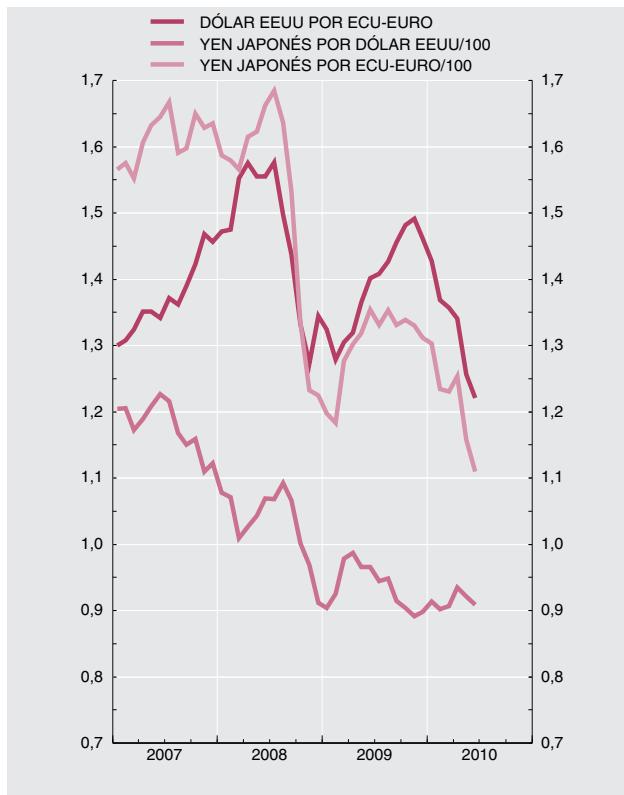
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

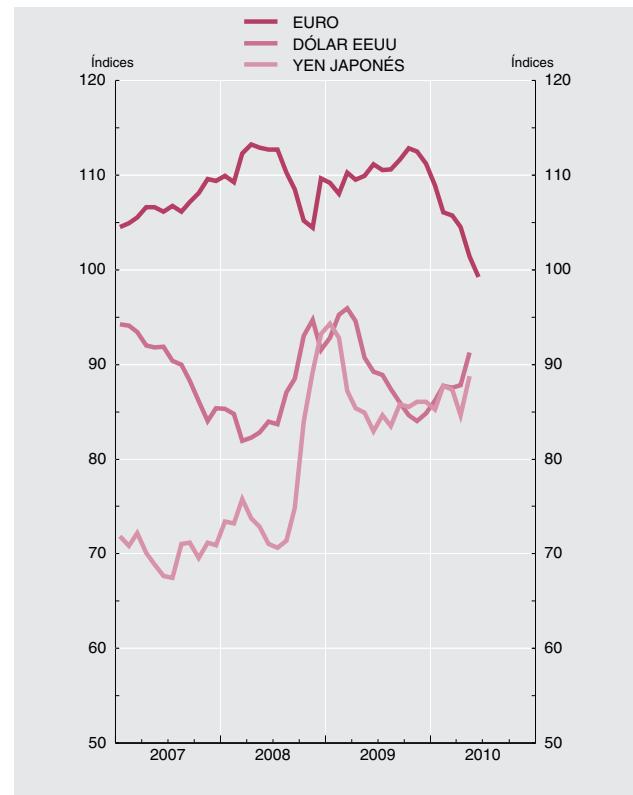
Media de cifras diarias

	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/cent	Yen japonés por euro/cent	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
07	1,3710	161,26	117,74	106,4	82,2	88,0	106,8	90,1	70,2	105,2	92,6	68,5
08	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	98,4	110,1	86,6	77,0	107,4	90,6	74,9
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,2	112,4	110,6	89,5	86,6	105,9	93,0	85,4
09 E-J	1,3328	127,28	95,48	110,5	84,8	113,3	109,7	93,1	87,9	105,0	96,0	86,8
10 E-J	1,3283	121,50	91,47	106,0	80,0	116,0	104,3	88,1	86,8	99,8	93,5	84,9
09 Abr	1,3190	130,25	98,74	110,3	86,2	110,0	109,5	94,6	85,3	104,6	97,3	84,2
May	1,3650	131,85	96,61	110,8	82,7	109,9	109,9	90,7	84,9	105,2	94,5	83,8
Jun	1,4016	135,39	96,60	112,0	80,8	108,1	111,1	89,2	82,9	106,2	93,4	81,5
Jul	1,4088	133,09	94,47	111,6	80,2	110,3	110,5	88,9	84,6	105,8	92,2	83,8
Ago	1,4268	135,31	94,84	111,7	78,9	108,8	110,6	87,4	83,5	106,0	91,6	82,1
Sep	1,4562	133,14	91,44	112,9	77,6	111,8	111,6	86,0	85,8	106,9	89,8	84,7
Oct	1,4816	133,91	90,38	114,3	76,3	112,0	112,8	84,6	85,5	108,2	88,5	84,4
Nov	1,4914	132,97	89,16	114,0	75,8	113,1	112,5	84,1	86,1	107,6	88,7	84,8
Dic	1,4614	131,21	89,81	113,0	76,6	113,4	111,2	84,8	86,1	106,2	89,5	84,9
10 Ene	1,4272	130,34	91,32	110,8	77,4	112,5	108,9	86,2	85,3	104,1	91,2	83,6
Feb	1,3686	123,46	90,21	108,0	79,1	116,2	106,1	87,8	87,7	101,6	92,6	86,4
Mar	1,3569	123,03	90,68	107,4	78,9	115,9	105,7	87,5	87,4	101,1	93,0	85,4
Apr	1,3406	125,33	93,49	106,1	79,3	112,6	104,5	87,8	84,7	100,2	93,5	82,7
May	1,2565	115,83	92,15	102,8	82,4	118,1	101,4	91,3	88,8	96,9	97,3	86,5
Jun	1,2209	110,99	90,92	100,7	83,1	121,0	99,2	... ...	94,8 ...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), 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.

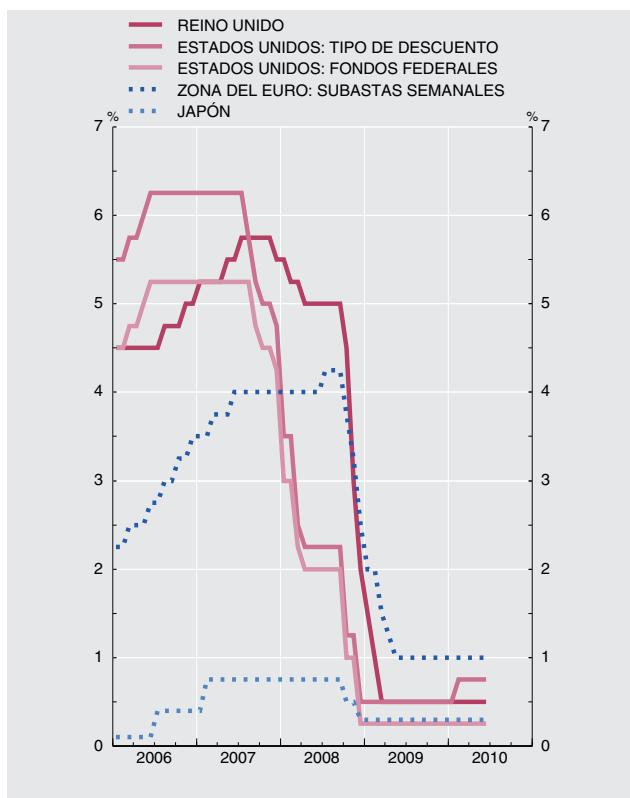
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

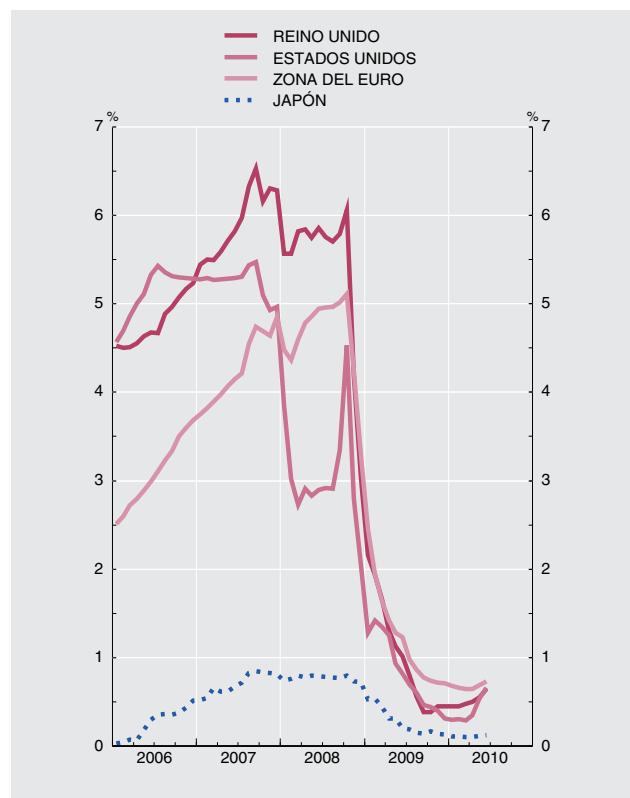
Porcentajes

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	
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
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>09 Ene</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
<i>Feb</i>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
<i>Mar</i>	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
<i>Abr</i>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<i>May</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<i>Jun</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
<i>Jul</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<i>Ago</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<i>Sep</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
<i>Oct</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
<i>Nov</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
<i>Dic</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45
<b>10 Ene</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,48	0,64	0,68	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
<i>Abr</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64

### 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).

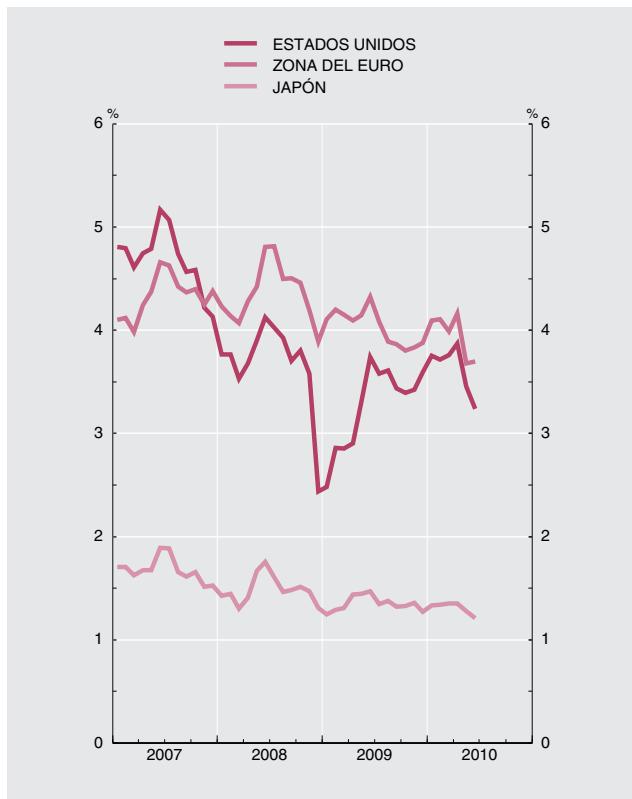
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

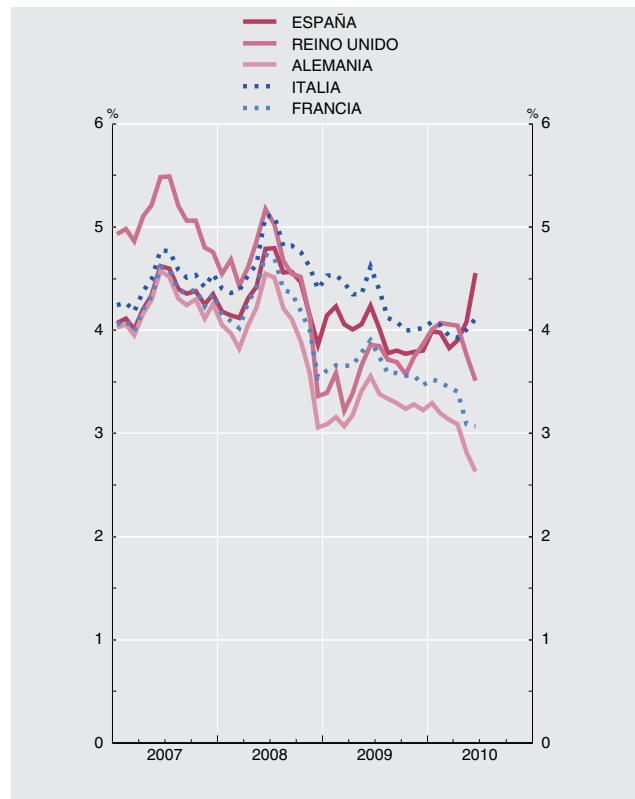
■ Serie representada gráficamente.

	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	
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	
09	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63	
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	
10 Ene	3,40	3,75	4,10	3,30	3,99	3,75	3,53	4,08	1,34	4,01	
Feb	3,36	3,73	4,11	3,19	3,98	3,71	3,50	4,05	1,34	4,07	
Mar	3,36	3,65	3,99	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05	
Abr	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05	
May	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76	
Jun	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51	

### 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.

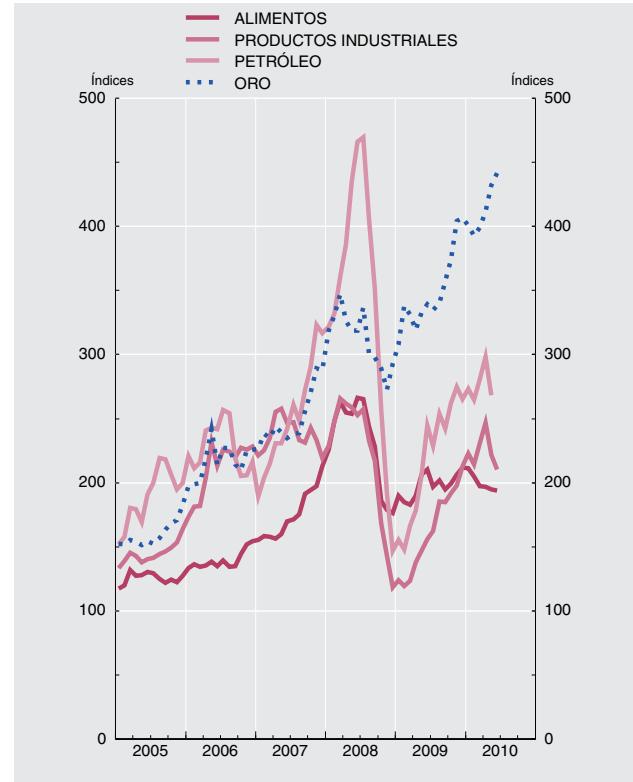
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte Dólares estadounidenses por barril	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						
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						
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42						
09 E-J	116,6	168,2	194,1	134,6	118,6	143,2	183,3	51,6	327,9	914,6	22,08						
10 E-J	146,6	210,6	199,8	224,7	202,5	236,7	...	77,4	413,2	1 152,7	28,06						
09 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	265,2	74,4	406,8	1 134,7	24,90						
10 Ene	139,8	216,4	211,3	223,0	185,8	243,3	273,1	76,4	400,6	1 117,7	25,19						
Feb	140,6	208,9	204,6	214,5	190,8	227,4	264,9	74,1	392,7	1 095,4	25,75						
Mar	144,3	211,7	197,2	230,6	202,0	246,1	280,9	78,8	399,1	1 113,3	26,37						
Abr	150,6	218,7	197,0	246,7	219,3	261,7	298,1	84,5	411,8	1 148,7	27,52						
May	151,9	206,7	195,0	222,0	210,7	228,1	268,4	75,8	432,1	1 205,4	30,96						
Jun	152,4	201,1	193,9	210,5	206,2	212,9	...	75,0	441,8	1 232,4	32,45						

**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, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista (a)	Pro memoria: zona del euro	De las que	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio								Pro memoria: zona del euro (b)	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista						Matrículaciones	Uso privado	Ventas estimadas	Matrículaciones	Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
07	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	2,8	2,4	1,3	1,8	6,2	3,2	0,5	1,9
08	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
09	P -28	-26	-13	-24	-25	-15	-18,1	-10,7	-17,9	5,3	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-1,8
09 E-J	P -36	-38	-20	-26	-30	-18	-38,7	-32,8	-38,3	-5,7	-7,5	-8,1	-4,6	-7,6	-3,2	-10,1	-9,3	-2,4
10 E-J	P -21	-17	-9	-14	-17	-5	39,6	33,6	39,5	-1,8	...	...	...	...	...	...	...	...
09 Jul	P -20	-16	-8	-22	-23	-13	-10,7	-1,3	-10,9	7,4	-4,4	-4,9	-2,9	-5,3	-0,3	-7,5	-6,5	-1,3
Ago	P -20	-15	-8	-23	-22	-14	-0,6	1,7	-0,0	15,2	-4,3	-4,5	-4,5	-5,9	-2,0	-6,1	-7,9	-1,8
Sep	P -22	-16	-8	-22	-19	-15	17,8	20,6	18,0	9,9	-3,8	-3,8	-2,5	-4,8	-1,1	-2,7	-4,4	-2,6
Oct	P -21	-15	-7	-21	-18	-15	26,4	28,6	26,7	10,9	-4,3	-3,9	-1,6	-3,6	-0,1	-5,0	-5,1	-0,5
Nov	P -21	-14	-7	-22	-17	-11	37,5	37,3	37,3	34,3	-4,8	-3,5	-2,3	-7,4	-	-2,3	-3,8	-1,6
Dic	P -18	-12	-4	-24	-16	-10	26,6	30,4	25,1	19,8	-1,2	-0,1	0,2	0,9	3,4	-1,5	3,0	0,3
10 Ene	P -14	-8	-4	-20	-16	-5	17,4	16,6	18,1	8,3	-4,5	-3,2	-3,1	-2,3	-0,8	-5,6	-4,7	-0,3
Feb	P -19	-11	-5	-11	-17	-8	47,0	33,0	47,0	2,9	-0,9	0,2	0,9	1,6	4,2	-5,2	-1,4	0,3
Mar	P -22	-17	-9	-12	-17	-6	64,2	53,4	63,1	10,2	3,6	5,3	4,9	7,3	9,6	1,5	2,1	2,0
Abr	P -20	-13	-9	-9	-15	-1	40,7	38,3	39,3	-10,1	-2,4	-1,1	-2,5	-2,4	-0,5	-3,7	-1,2	-0,0
May	P -24	-27	-12	-15	-18	-6	44,5	39,9	44,6	-13,1	-1,8	-0,7	-0,9	-2,9	0,4	-1,9	-1,7	0,5
Jun	P -25	-25	-14	-14	-17	-6	24,7	22,1	25,6	-8,8	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



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



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

a. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

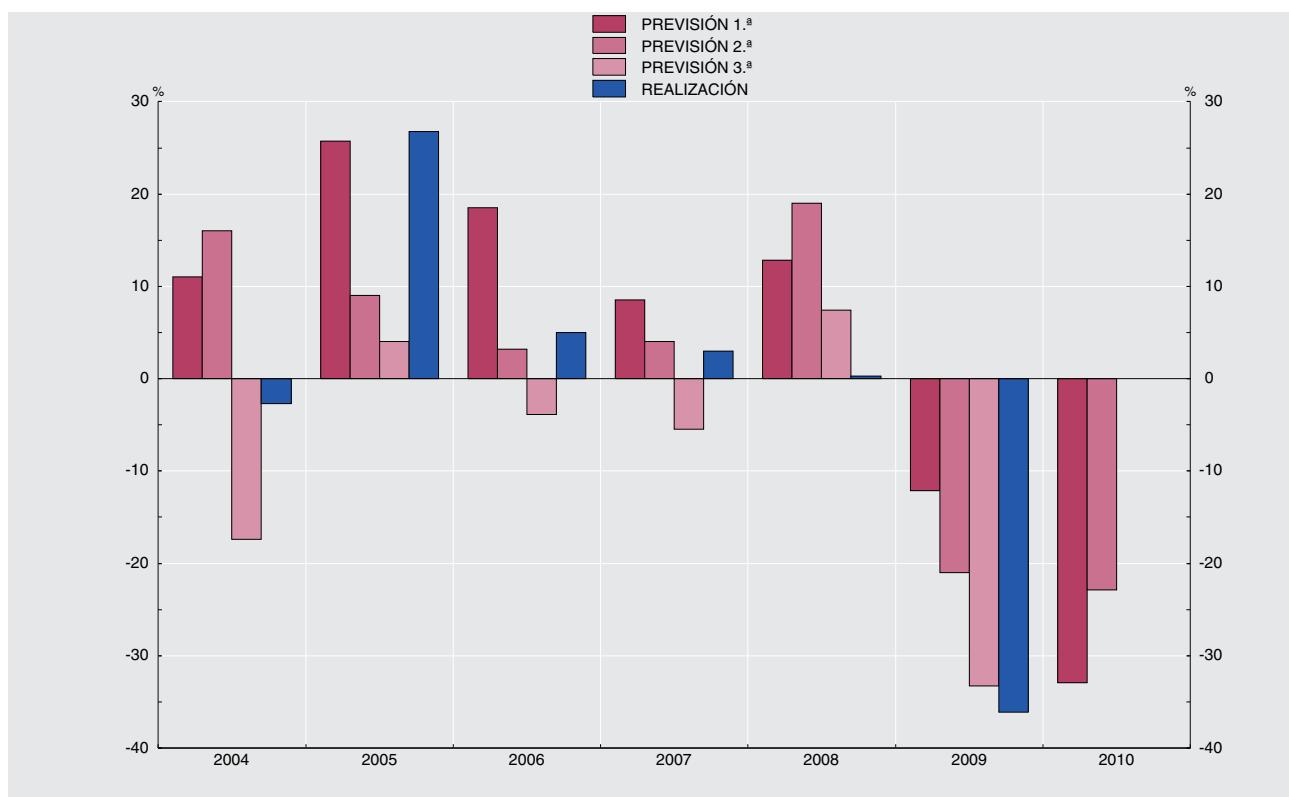
b. Índice corregido de efecto calendario.

### 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	4
06	5	19	3	-4	-4
07	3	9	4	-6	-6
08	0	13	19	7	7
09	-36	-12	-21	-33	-33
10	...	-33	-23	...	...

**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.

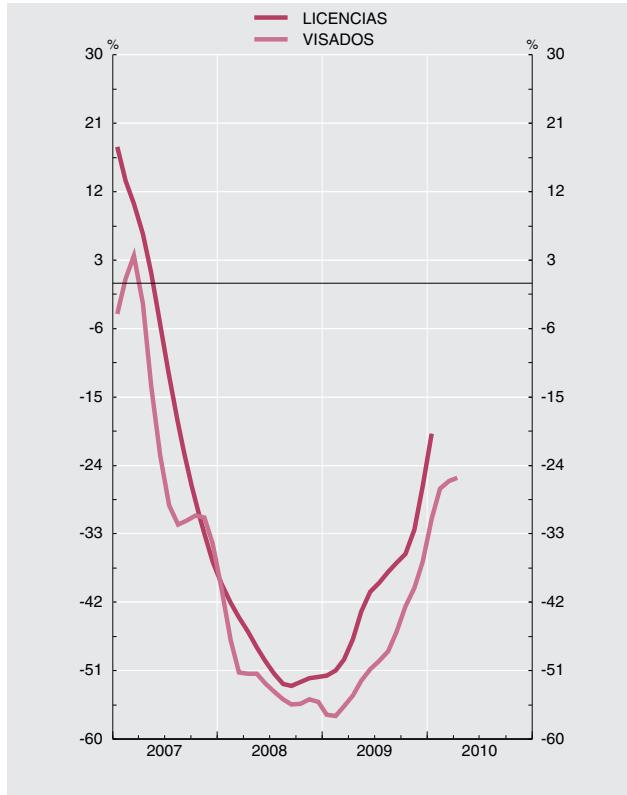
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

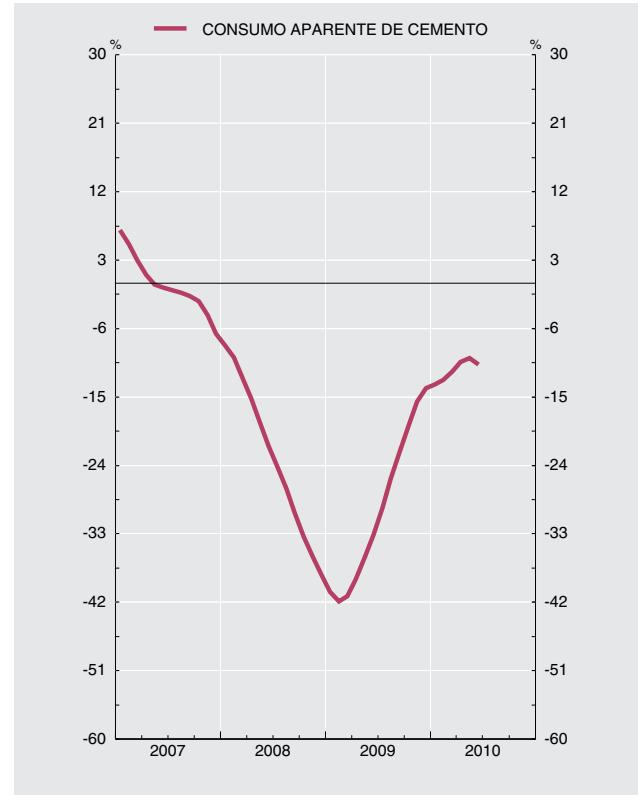
Tasas de variación interanual

	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					
07	P	-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	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8				
09	P	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,1	-8,1	1,2	3,7	-19,9	0,5	-11,4	-32,7				
09 E-J	P	-45,9	-53,0	-52,3	-24,6	-56,0	-61,7	-6,5	-6,5	7,8	2,7	-17,2	9,1	-11,8	-40,8				
10 E-J	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-15,9				
09 Mar	P	-56,7	-63,1	-62,0	-35,4	-46,7	-58,0	-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	-60,9	-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	-48,0	-55,7	43,4	-13,2	147,9	139,5	-6,0	151,1	22,0	-37,4				
Jun	P	-22,2	-42,9	-44,1	38,1	-52,3	-57,5	94,3	-6,5	87,3	-14,1	49,0	138,4	98,4	-19,3				
Jul	P	-47,8	-49,1	-51,0	-44,6	-46,2	-51,2	-0,5	-5,6	41,5	360,0	256,7	-0,5	-12,0	-32,3				
Ago	P	-36,5	-46,9	-46,6	-15,5	-52,7	-54,6	8,1	-4,4	-13,8	-33,6	-51,3	-4,3	22,6	-21,2				
Sep	P	-29,6	-40,5	-43,1	-5,4	-47,0	-52,5	-12,8	-5,0	-7,5	-44,8	-68,0	4,2	-14,5	-23,9				
Oct	P	-53,0	-55,0	-54,4	-48,0	-42,4	-45,6	-34,0	-7,5	-8,6	-13,3	-24,7	-7,7	-40,4	-21,1				
Nov	P	-30,8	-34,4	-31,8	-22,2	-37,1	-39,7	-32,3	-9,8	-35,3	-35,3	-96,7	-35,3	-30,9	-9,3				
Dic	P	-36,3	-35,0	-37,2	-39,1	-42,4	-50,7	5,2	-8,1	-5,6	45,0	55,0	-19,7	7,4	-20,0				
10 Ene	P	-10,0	-9,7	-13,0	-10,6	-29,5	-40,6	-55,0	-55,0	-46,4	-63,0	-48,2	-39,3	-59,4	-15,6				
Feb	P	...	...	...	...	-20,9	-24,0	-54,5	-54,7	-38,6	-55,1	-51,1	-36,1	-61,2	-24,0				
Mar	P	...	...	...	...	-24,5	-11,6	-42,4	-50,3	-10,4	93,8	80,2	-27,7	-56,5	-21,9				
Abr	P	...	...	...	...	-23,7	-23,7	-12,3	-43,7	5,3	-67,3	-65,3	34,5	-20,2	-10,4				
May	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-10,1				
Jun	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-14,0				

#### 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 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.

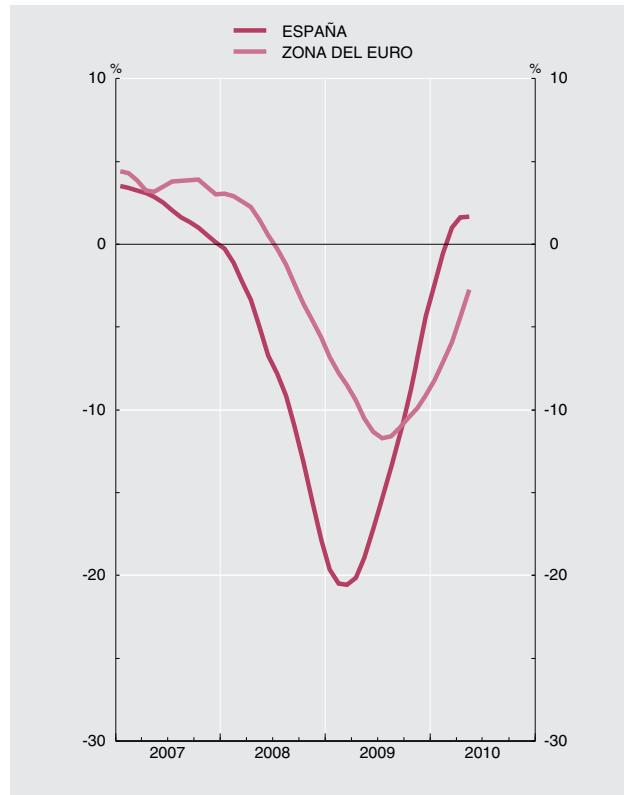
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

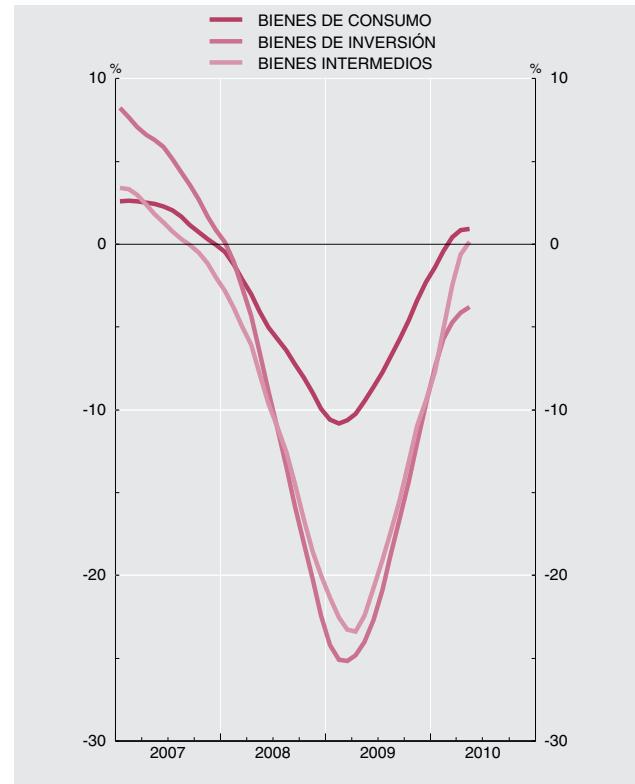
Tasas de variación interanual

	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	
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	6,6	3,7	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-1,9	-2,0	-0,1	-3,4	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,9	-15,9	-5,0	-20,9	-19,2	
09	E-M	82,0	-22,8	-13,6	-29,5	-30,4	-9,7	-32,0	-24,0	-9,9	-18,9	-20,3	-7,0	-24,5	-25,4	
10	E-M	83,4	1,6	1,6	-2,2	4,9	-0,3	6,0	1,4	3,2	6,7	6,9	3,4	5,2	11,0	
09	Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,1	-21,0	-8,4	-25,8	-25,5
	Mar	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-19,4	-20,5	-7,6	-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	-21,9	-7,3	-27,3	-27,1
	May	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-17,9	-18,8	-5,3	-23,1	-23,6
	Jun	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,8	-17,8	-5,3	-22,4	-22,0
	Jul	P	91,8	-16,9	-10,7	-25,2	-20,5	-6,7	-28,6	-17,9	-5,1	-15,8	-16,7	-4,1	-23,1	-20,0
	Ago	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,7	-16,9	-11,5	-3,5	-14,9	-16,1	-5,5	-21,8	-19,4
	Sep	P	87,1	-12,7	-5,3	-17,5	-17,7	-7,1	-16,3	-13,6	-4,0	-12,6	-13,0	-2,8	-18,3	-15,5
	Oct	P	88,0	-12,8	-9,8	-16,4	-14,9	-8,0	-20,3	-13,2	-6,3	-11,1	-11,8	-4,7	-17,3	-12,2
	Nov	P	87,3	-4,0	1,3	-8,0	-3,7	-10,2	-4,3	-3,3	-9,8	-6,8	-7,0	-1,9	-13,1	-5,6
	Dic	P	79,1	-1,5	0,9	-8,4	4,8	-8,1	-20,9	-0,4	-6,8	-3,7	-4,2	-0,9	-11,0	0,0
10	Ene	P	76,7	-5,0	-5,1	-7,0	-3,3	-5,7	-7,1	-5,1	-3,5	2,1	2,3	1,7	0,0	4,9
	Feb	P	80,8	-1,9	-3,1	-3,5	1,1	-3,6	4,1	-2,5	2,6	4,4	4,6	2,6	3,1	7,3
	Mar	P	91,2	6,8	8,5	2,0	8,0	7,7	7,8	6,4	11,0	7,8	8,1	5,8	4,7	12,0
	Abr	P	82,1	2,9	3,8	-4,9	8,4	-0,4	8,0	2,7	3,8	9,6	9,7	2,9	9,2	15,8
	May	P	86,1	5,1	3,9	1,5	9,8	1,9	16,0	5,1	3,7	9,4	9,5	4,0	8,6	14,7

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

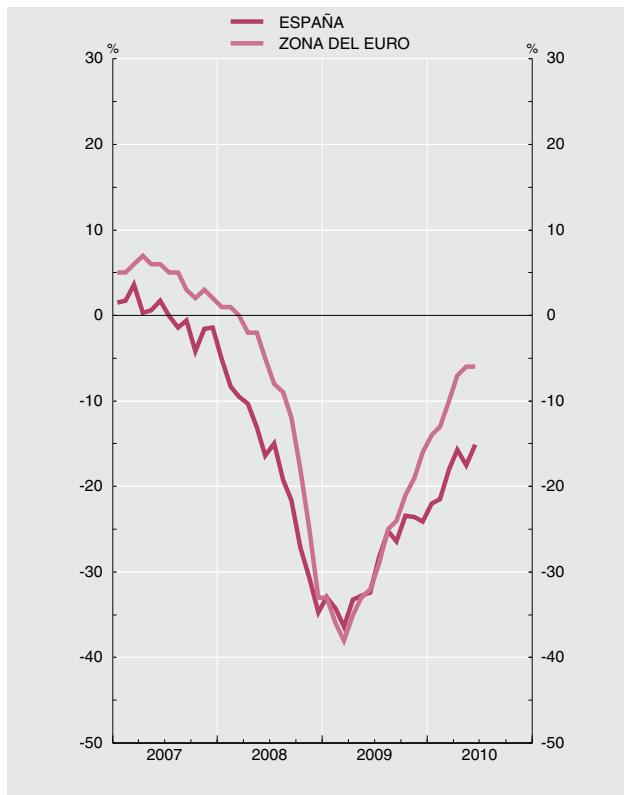
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

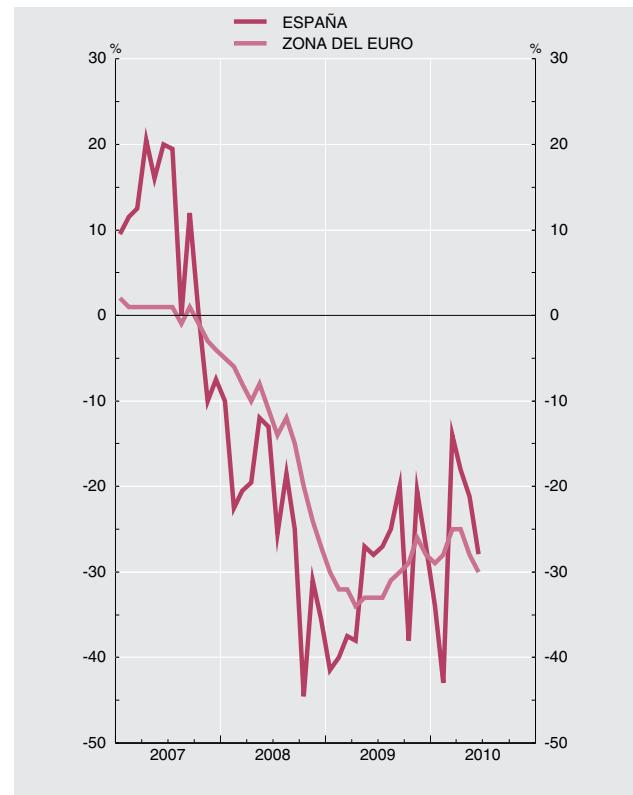
Saldo

		Industria, sin construcción							Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)						
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción (a)	Nivel de producción (a)	Nivel de contratación (a)	Tendencia		Industria, sin construcción Indicador del clima industrial (a)	Cartera de pedidos (a)	Indicador del clima en la construcción (a)	
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción (a)	Contratación (a)				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
07	M	0	7	6	3	-0	9	-2	6	-2	-1	9	20	11	18	21	5	5	-	
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-28	-3	-23	-2	-16	-16	-9	-15	-13		
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-28	-56	-31	
09	E-J	M	-34	-45	-18	-56	-54	27	-21	-31	-46	-35	-22	-36	-11	-22	-35	-58	-32	
10	E-J	M	-18	-15	1	-43	-36	13	-13	-18	-20	-54	-26	-19	-30	-15	-25	-9	-35	-28
09	Mar		-36	-56	-26	-57	-61	26	-22	-34	-51	-35	-38	-38	-11	-26	-38	-61	-32	
	Abr		-33	-43	-15	-58	-56	27	-21	-32	-42	-53	-38	-19	-40	-3	-15	-35	-60	-34
	May		-33	-44	-13	-58	-55	27	-23	-33	-38	-58	-27	-27	-39	2	-18	-33	-61	-33
	Jun		-32	-28	-12	-58	-55	28	-20	-24	-45	-59	-28	-27	-38	-3	-34	-32	-63	-33
	Jul		-28	-27	-5	-57	-56	23	-19	-29	-33	-34	-27	-23	-24	-15	-21	-29	-61	-33
	Ago		-25	-30	-1	-55	-50	19	-16	-20	-30	-37	-25	-26	-24	-6	-2	-25	-56	-31
	Sep		-26	-26	-7	-53	-45	19	-19	-23	-28	-56	-20	-22	-27	9	-23	-24	-55	-30
	Oct		-23	-20	-3	-51	-47	16	-16	-18	-27	-55	-38	-23	-47	-24	-21	-21	-53	-29
	Nov		-24	-20	-2	-52	-49	17	-16	-20	-29	-74	-21	-15	-23	-32	-13	-19	-51	-26
	Dic		-24	-22	-4	-50	-49	17	-13	-24	-29	-61	-27	2	-29	-23	-20	-16	-47	-28
10	Ene		-22	-25	1	-51	-47	16	-15	-24	-23	-55	-34	-48	-26	-40	-26	-14	-44	-29
	Feb		-22	-26	-1	-48	-44	15	-13	-24	-26	-54	-43	-35	-41	-36	-41	-13	-42	-28
	Mar		-18	-21	1	-44	-36	11	-13	-16	-20	-55	-14	-57	-20	12	-28	-10	-38	-25
	Abr		-16	-9	4	-40	-30	11	-11	-13	-17	-52	-18	9	-25	6	-12	-7	-32	-25
	May		-18	-4	-1	-38	-33	14	-13	-12	-20	-52	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-28
	Jun		-15	-1	1	-36	-27	11	-12	-17	-14	-54	-28	9	-39	-26	-37	-6	-26	-30

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

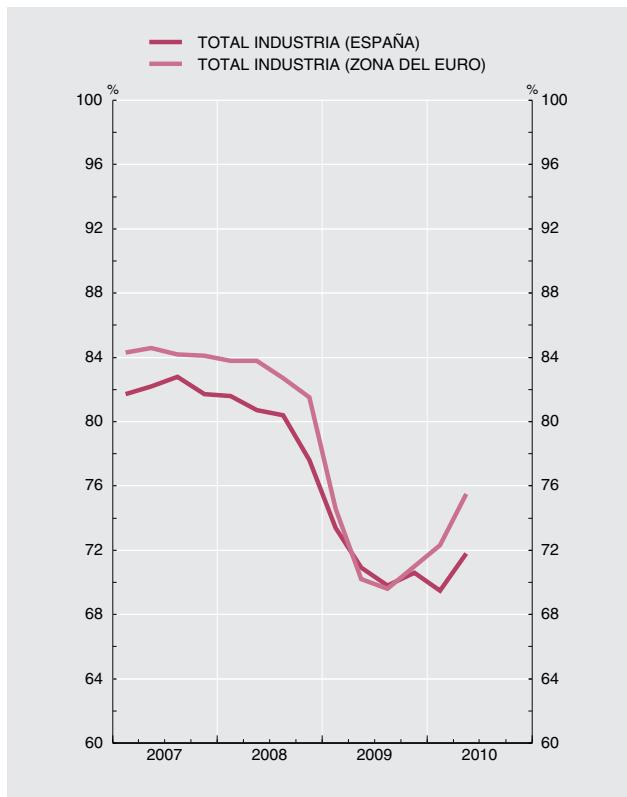
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

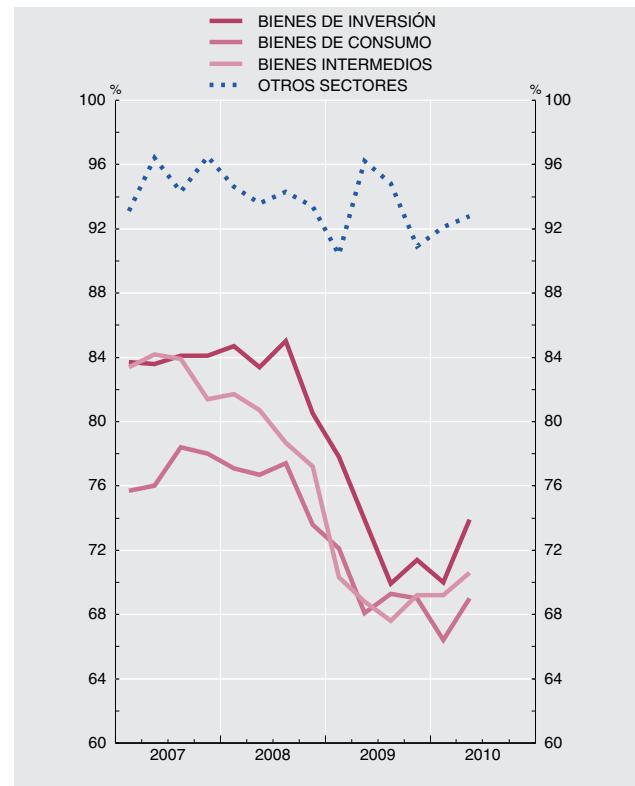
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instala- da (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
07	82,1	83,3	1	77,0	78,6	3	83,9	84,8	-0	83,2	84,5	1	95,1	96,0	-	84,3
08	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,0
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,4
09 I-II	72,2	72,2	24	70,1	70,8	14	75,9	75,1	19	69,6	69,4	35	93,3	94,7	-	72,4
10 I-II P	70,7	72,3	23	67,7	68,6	20	72,0	72,7	24	69,9	72,6	27	92,5	93,2	0	73,9
07 IV	81,7	82,5	4	78,0	78,4	6	84,1	85,0	6	81,4	82,4	4	96,5	97,0	-	84,1
08 I	81,6	82,6	4	77,1	78,6	5	84,7	86,2	7	81,7	82,1	3	94,6	95,5	-	83,8
II	80,7	81,8	5	76,7	79,0	6	83,4	83,3	4	80,7	81,7	5	93,6	94,1	-	83,8
III	80,4	80,8	6	77,4	78,1	11	85,0	84,7	5	78,7	79,3	4	94,3	94,1	-	82,7
IV	77,6	76,5	12	73,6	73,5	12	80,5	78,8	7	77,2	75,6	16	93,4	94,1	-0	81,5
09 I	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,6
II	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,2
III	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,6
IV	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	71,0
10 I	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,3
II P	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

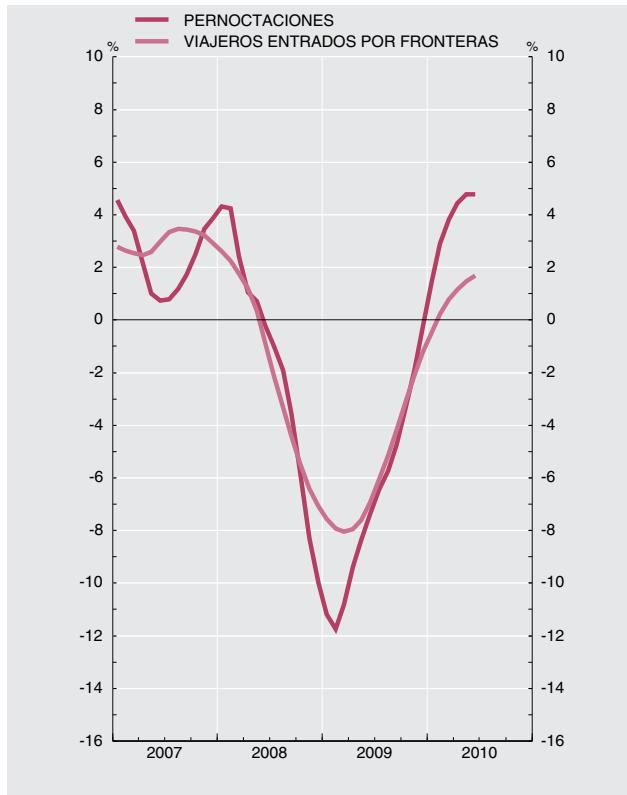
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

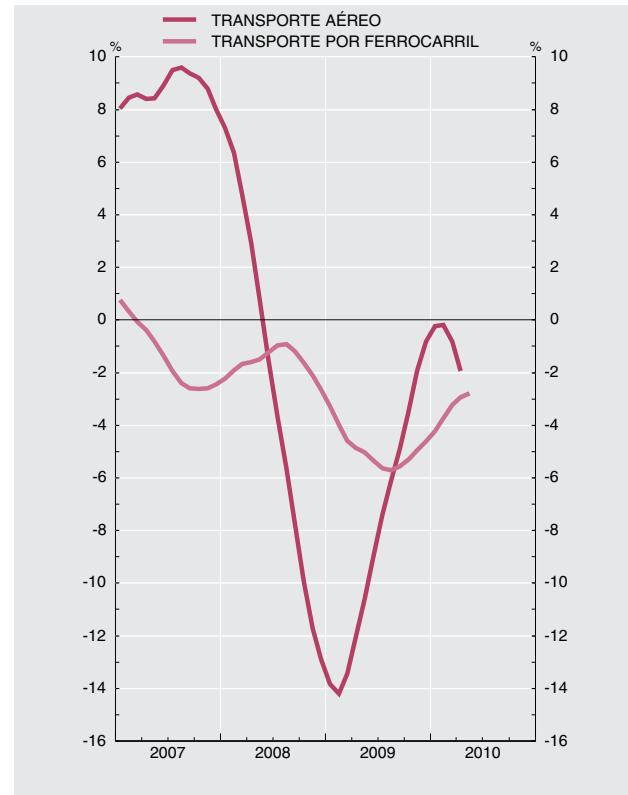
Tasas de variación interanual

	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
07	3,1	4,0	1,7	2,1	0,2	1,1	-1,3	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,3	-1,5
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,7	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,7	-10,3
09	P	-6,8	-10,1	-6,6	-9,2	-3,4	-8,8	4,8	-8,0	-8,0	-9,6	-12,9	-5,8	-24,8	
09 E-J	P	-10,1	-12,5	-9,3	-10,4	-8,0	-11,6	-2,4	-13,0	-15,3	-11,2	-18,8	-3,0	-17,0	-5,9
10 E-J	P	5,2	7,8	4,3	4,0	1,2	-1,8	5,3	...	...	...	...	...	...	...
09 Mar	P	-19,8	-20,1	-19,1	-15,6	-15,8	-20,8	-8,6	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-1,3
Abr	P	-1,7	-8,5	1,5	-5,9	-0,7	-1,6	0,5	-5,0	-9,3	-1,6	-23,0	23,5	-19,6	-12,4
May	P	-9,0	-11,4	-9,6	-11,0	-9,2	-11,7	-5,1	-11,9	-13,0	-11,2	-19,9	-5,1	-18,0	-2,9
Jun	P	-8,2	-10,7	-6,6	-7,6	-7,6	-10,0	-3,1	-8,7	-9,2	-8,4	-21,4	-2,6	-12,9	-5,7
Jul	P	-5,2	-9,0	-5,5	-9,0	0,6	-6,1	12,2	-4,8	-2,5	-6,1	-9,4	4,0	-15,9	-8,4
Ago	P	-4,9	-10,9	-5,0	-10,6	0,6	-8,1	12,2	-5,4	-1,4	-7,7	-10,4	-10,3	-11,4	-6,3
Sep	P	-6,4	-9,7	-6,6	-8,8	-5,0	-9,5	3,2	-5,1	-1,3	-7,3	-2,9	-3,6	-10,8	-5,8
Oct	P	0,1	-3,8	-1,7	-5,4	3,5	-3,6	15,8	-2,7	-0,2	-4,1	0,1	4,3	-10,4	-6,9
Nov	P	-2,9	-3,8	-3,6	-5,6	1,6	-3,1	7,2	-0,8	1,2	-2,3	4,0	5,4	-0,5	-2,3
Dic	P	2,2	-0,5	0,0	-2,5	4,9	-3,6	14,2	2,1	3,8	0,6	17,9	-0,4	-1,2	22,0
10 Ene	P	1,4	1,7	0,3	-1,5	2,4	1,1	3,7	3,3	6,4	1,0	13,6	25,6	4,8	-6,5
Feb	P	4,0	7,0	4,3	4,8	-0,1	-3,8	4,1	1,4	1,8	1,1	19,5	-5,5	-1,7	-4,1
Mar	P	7,5	6,9	7,5	5,9	8,1	3,2	14,4	5,5	5,4	5,6	29,8	10,7	1,9	-3,2
Abr	P	3,6	8,4	1,0	0,1	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-5,3	2,7	3,6
May	P	5,8	9,4	5,7	6,1	-1,3	1,1	-4,9	...	...	...	...	...	-4,2	...
Jun	P	6,9	9,2	5,4	5,4	4,5	1,7	9,4	...	...	...	...	...	...	...

#### 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. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes.

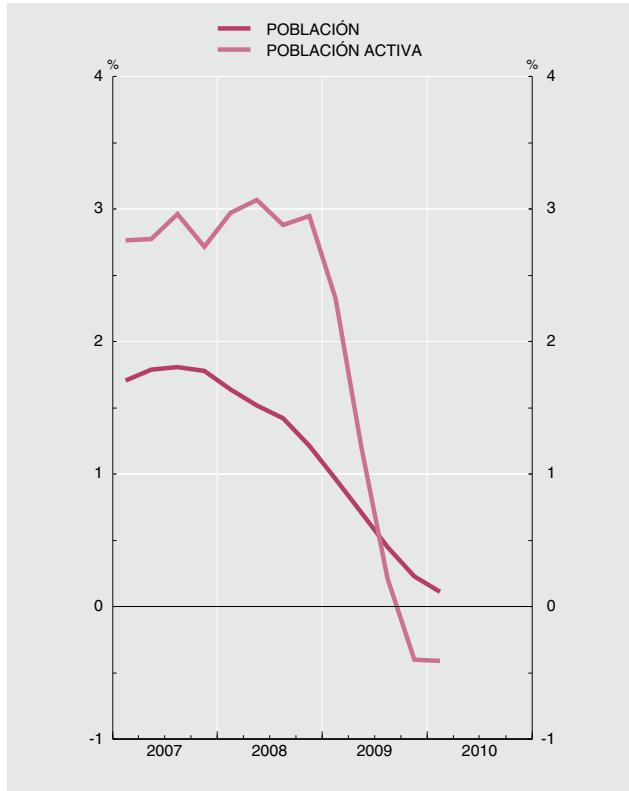
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

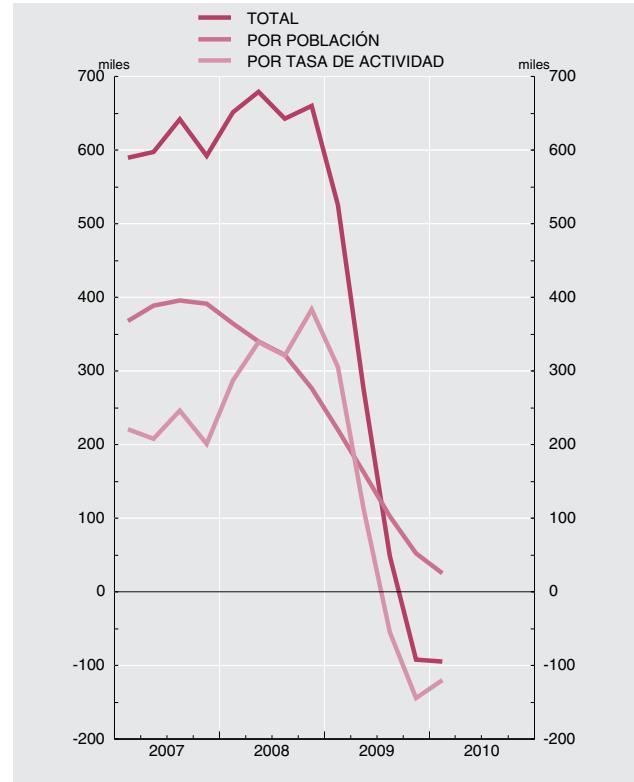
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Población activa				
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	<sup>1</sup> T 4	Miles de personas (a)		Variación interanual (b)			<sup>1</sup> T 4	
						Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
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
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8
09 I-I	M	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
10 I-I	M	38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4
07 III /IV		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
		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
		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
///		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
		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
		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2
///		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2
		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4

#### 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

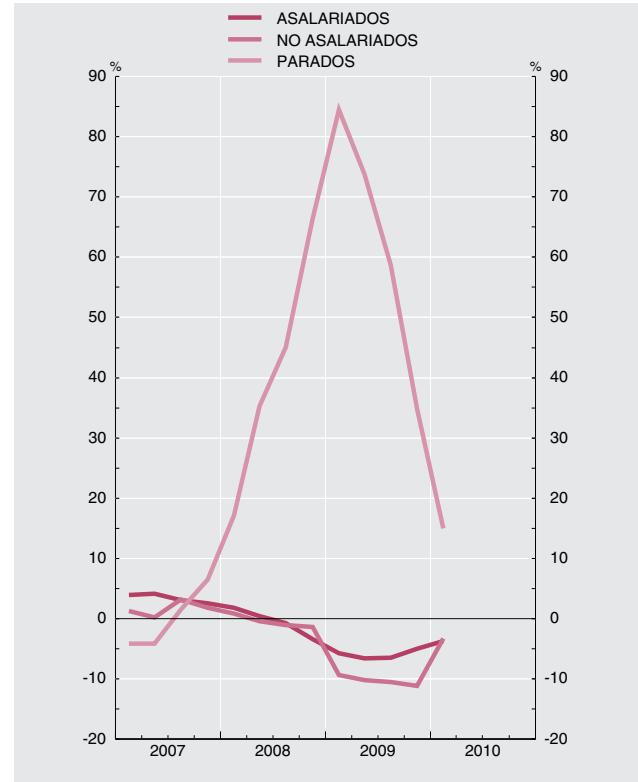
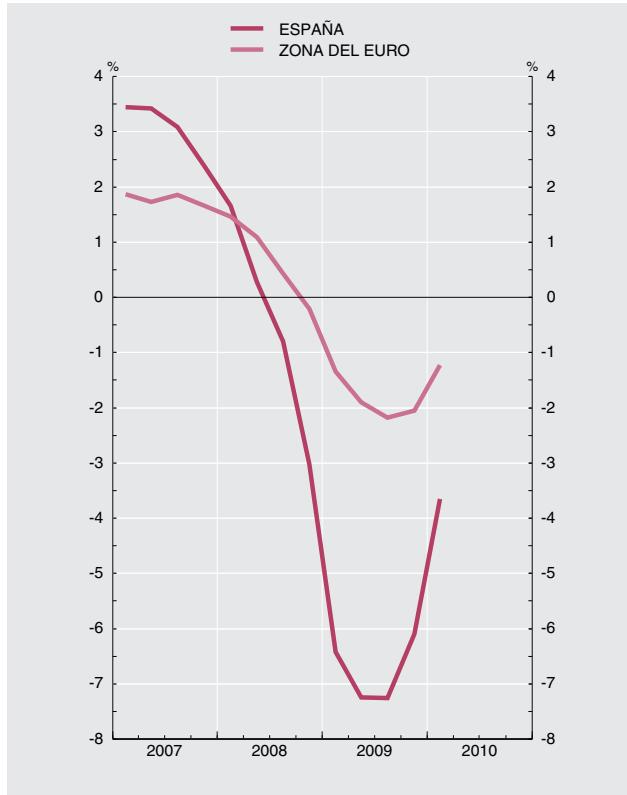
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro																		
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Miles de personas (Miles de personas)	Variación interanual (Miles de personas)	T 1 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados T 1 4	Tasa de paro (%) (a)										
		Miles de personas		Variación interanual	T 1 4		Miles de personas		Variación interanual	T 1 4																							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10																						
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																	
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,9	9,41																	
09 I-I	M	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	8,80																	
10 I-I	M	18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,2	9,94																	
07 III /IV		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																	
		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 II		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																	
		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,40																	
		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																	
		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	8,01																	
09 I II		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	8,80																	
		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	-1,9	9,35																	
		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	-2,2	9,68																	
		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,0	9,83																	
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,2	9,94																	

OCCUPADOS  
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)

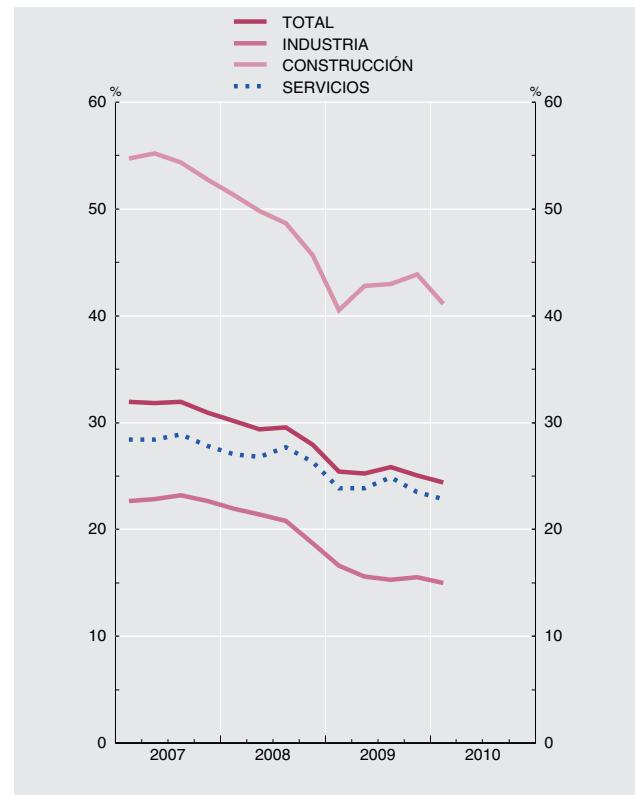
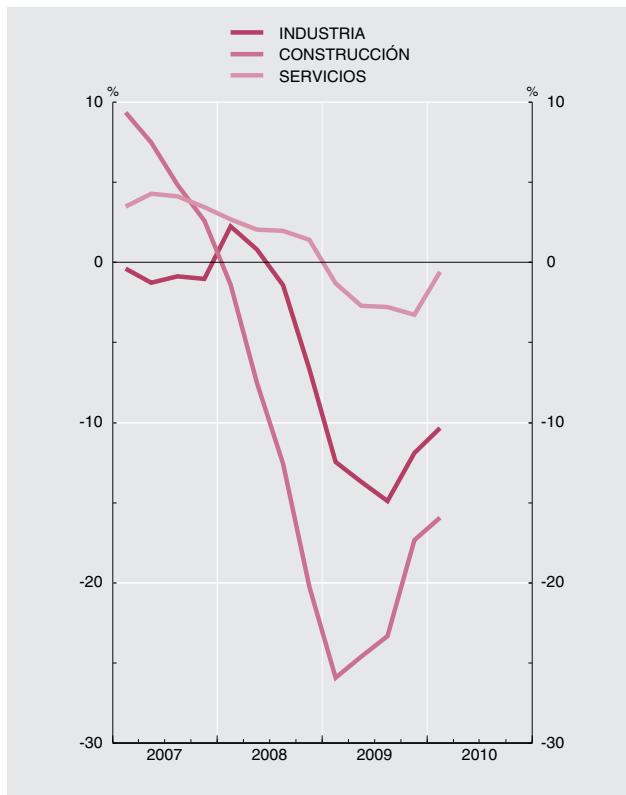
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

	M	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
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
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
09 I-I	M	-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
10 I-I	M	-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
07 III / IV		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
08 I / II		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
08 III / IV		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
09 I / II		-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
09 III / 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
10 I /		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8

**OCCUPADOS**  
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).

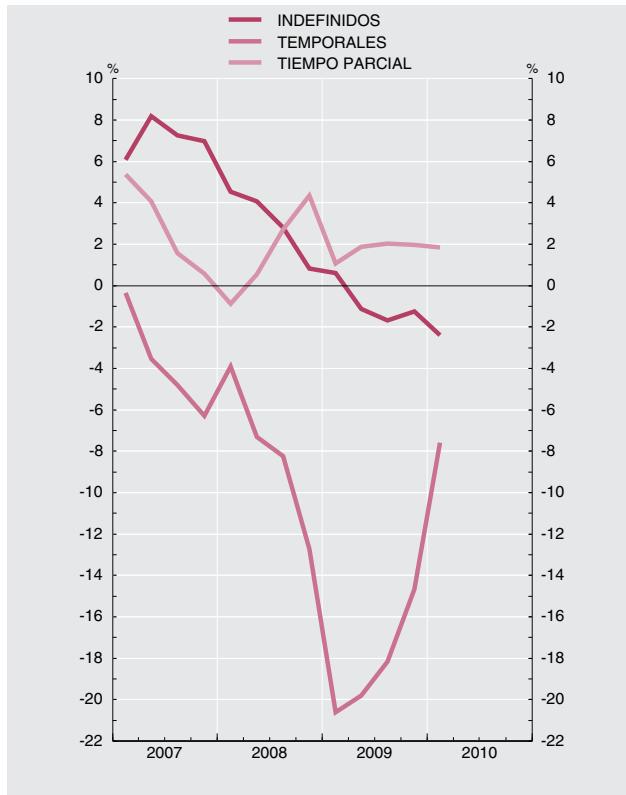
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

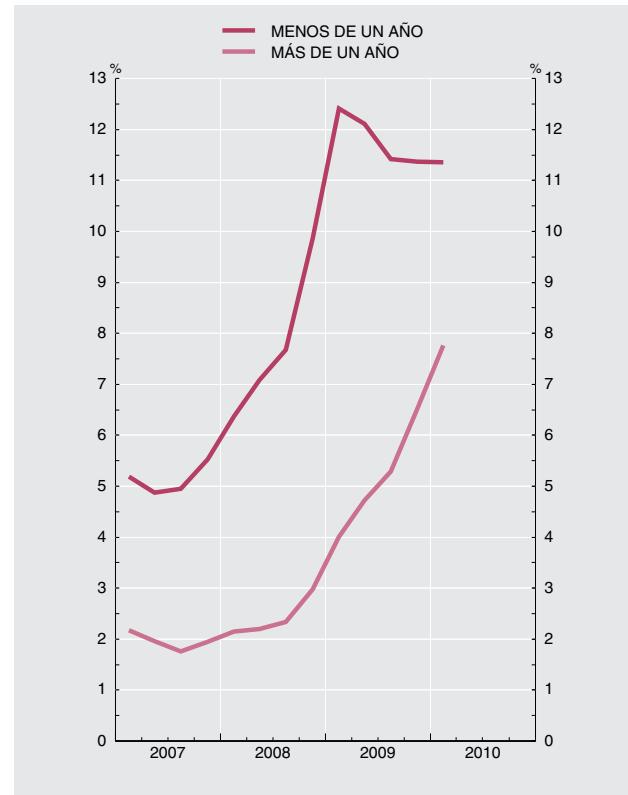
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	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)	T <sub>1</sub> 4	Variación interanual (Miles de personas)	T <sub>1</sub> 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T <sub>1</sub> 4	Variación interanual (Miles de personas)	T <sub>1</sub> 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T <sub>1</sub> 4	Tasa de paro (%) (a)	T <sub>1</sub> 4	Tasa de paro (%) (a)	T <sub>1</sub> 4
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	
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0	
09 I-I	M	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	
10 I-I	M	-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0	
07 III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	
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	
IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8	
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0	

**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

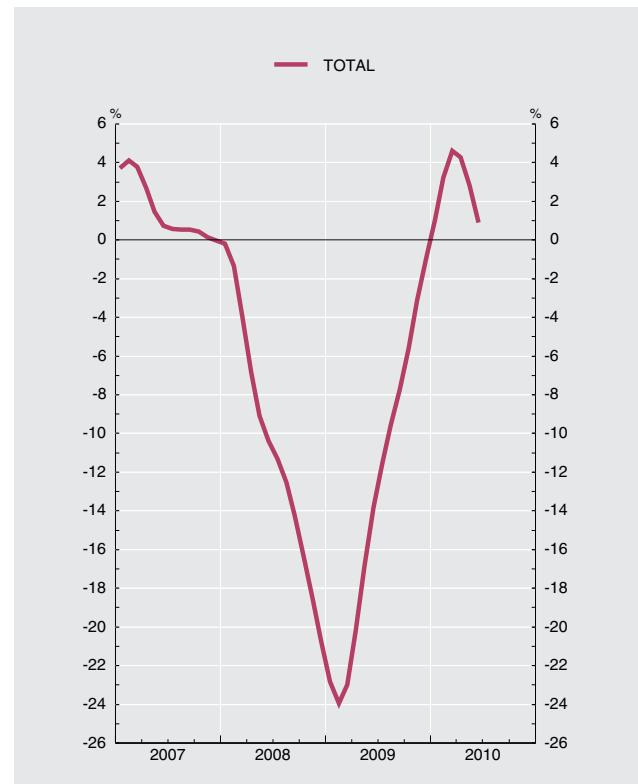
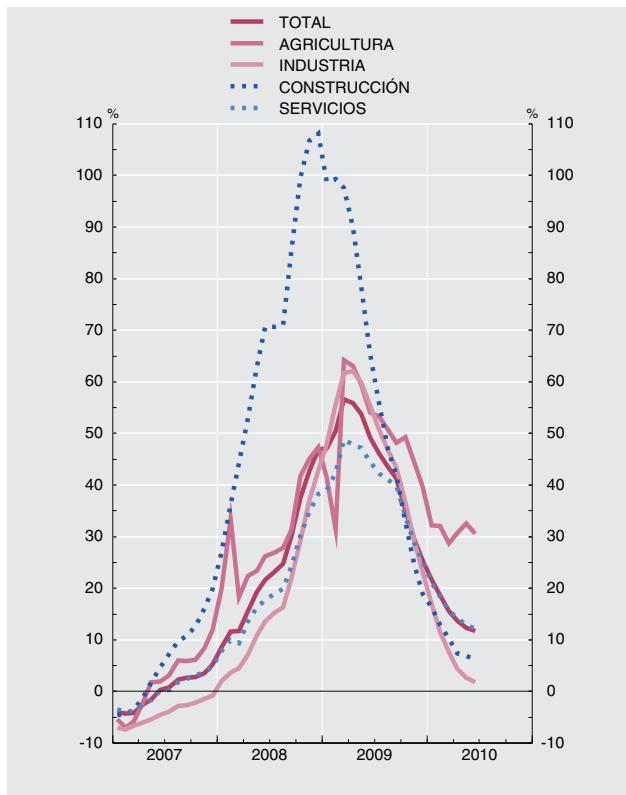
■ Serie representada gráficamente.

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	T 12								Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
					Total	Agri-cultura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios									
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	
09	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	
09 E-J	M	3 541	1 214	52,2	26,1	54,3	52,3	54,4	57,1	88,3	45,0	1 103	-22,7	10,41	26,13	89,59	1 093	-21,7	
10 E-J	M	4 089	549	15,5	43,4	13,7	31,1	13,2	7,5	10,0	15,7	1 138	3,1	9,18	27,81	90,82	1 124	2,8	
09 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	
10 Ene		4 048	721	21,7	53,8	19,7	32,2	19,4	16,9	16,3	21,0	1 050	-6,7	9,01	25,01	90,99	1 030	-7,3	
Feb		4 131	649	18,6	50,9	16,6	32,0	16,2	11,6	13,0	18,4	1 028	1,1	9,84	26,74	90,16	1 024	2,5	
Mar		4 167	561	15,6	44,3	13,7	28,8	13,2	7,6	10,3	15,6	1 189	12,1	9,92	28,08	90,08	1 178	12,5	
Apr		4 142	498	13,7	40,0	11,8	30,8	11,3	4,5	7,4	14,3	1 079	4,6	9,55	28,66	90,45	1 069	3,7	
May		4 066	446	12,3	36,1	10,6	32,6	10,0	2,7	6,9	12,8	1 182	6,5	9,16	28,97	90,84	1 198	7,9	
Jun		3 982	417	11,7	35,3	9,9	30,6	9,3	1,8	6,3	12,2	1 298	1,8	7,61	29,42	92,39	1 244	-1,2	

#### PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual

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



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

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

#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

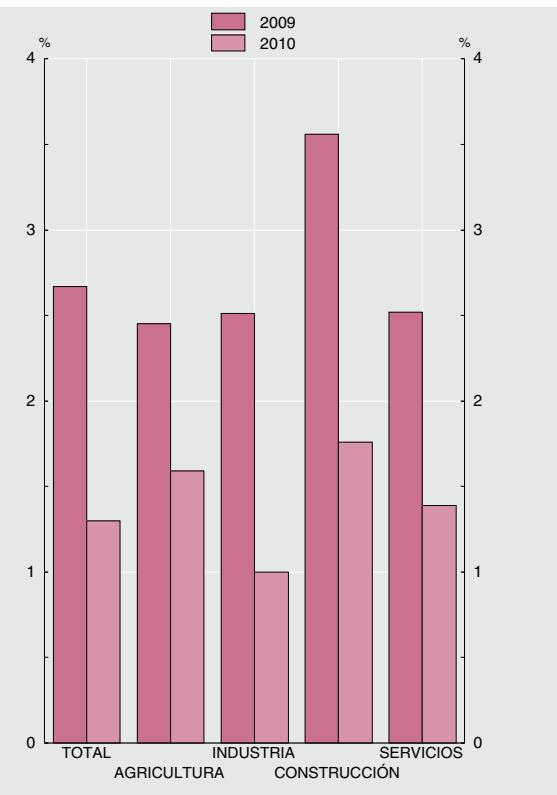
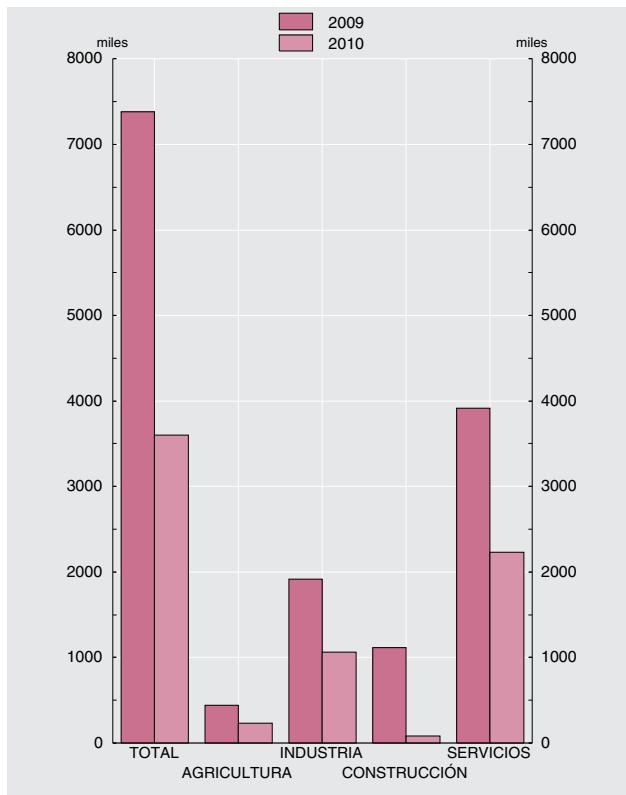
■ Serie representada gráficamente.

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	
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	11 968	3,60	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	10 305	2,35	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
<b>09 Ene</b>	9 924	2,41	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,93	2,70	3,54	2,77
<i>Feb</i>	9 947	2,41	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
<i>Mar</i>	9 947	2,41	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
<i>Abr</i>	10 135	2,38	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
<i>May</i>	10 141	2,38	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
<i>Jun</i>	10 168	2,38	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
<i>Jul</i>	10 175	2,38	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
<i>Ago</i>	10 176	2,38	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
<i>Sep</i>	10 300	2,35	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
<i>Oct</i>	10 305	2,35	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
<i>Nov</i>	10 305	2,35	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
<i>Dic</i>	10 305	2,35	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
<b>10 Ene</b>	3 522	1,29	1 154	-	1 154	-2 340	131	241	4	778	1,62	-	1,62	1,30	1,12	1,96	1,82
<i>Feb</i>	3 525	1,29	1 393	0	1 393	-4 590	151	337	39	866	1,52	1,54	1,52	1,20	1,18	0,90	1,73
<i>Mar</i>	3 530	1,29	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45
<i>Abr</i>	3 583	1,30	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
<i>May</i>	3 583	1,30	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
<i>Jun</i>	3 603	1,30	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-junio

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-junio



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.

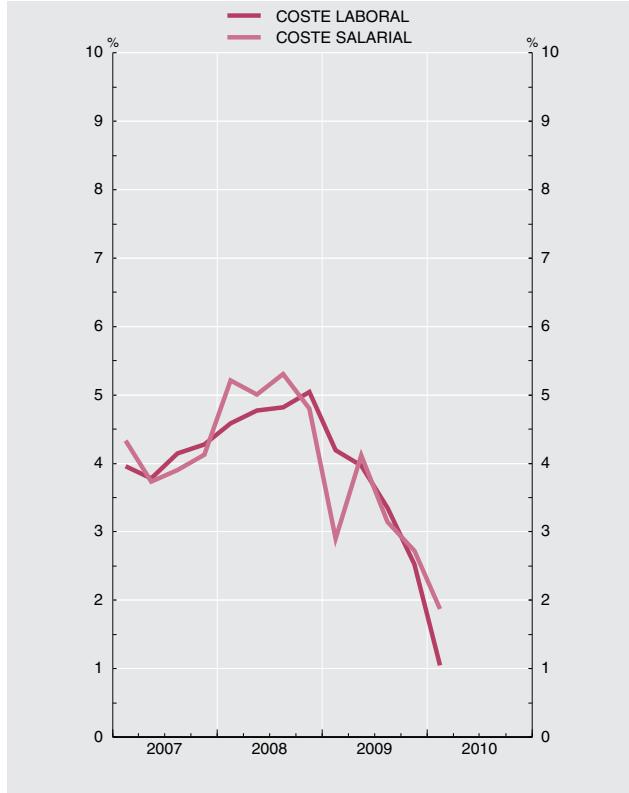
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

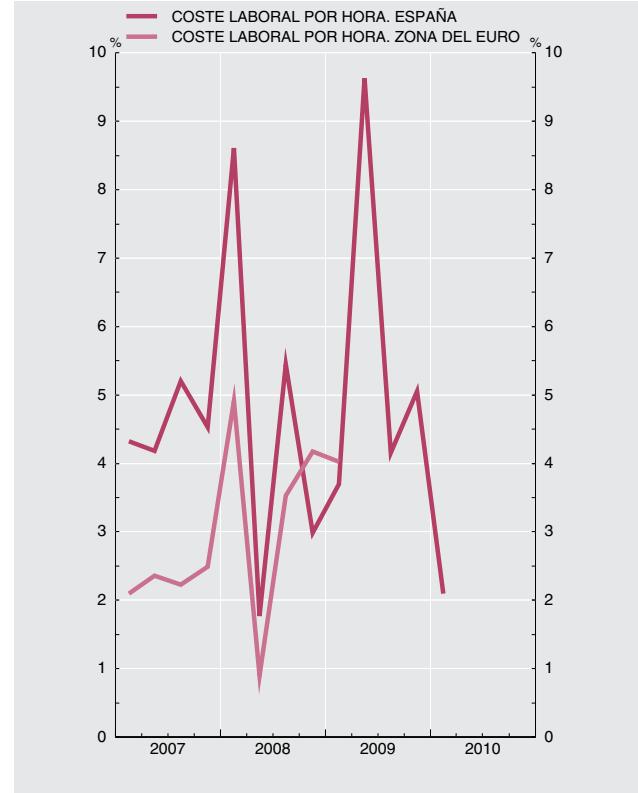
Tasas de variación interanual

	07	MP	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				
07	MP	4,0	3,6	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			
09	MP	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	...			
09 I-I	MP	4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	4,0			
10 I-I	MP	1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	...			
07 III / IV	P	4,1	3,7	5,0	4,2	5,2	3,9	2,9	4,1	4,2	4,9	4,8	2,2			
08 I / II	P	4,6	3,6	5,4	4,9	8,6	5,2	5,3	5,5	5,1	9,3	2,9	4,9			
08 III / IV	P	4,8	5,5	6,0	4,6	1,8	5,0	4,9	7,1	4,7	2,0	4,1	0,9			
09 I / II	P	4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	4,0			
09 III / IV	P	4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	...			
10 I	P	1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	...			

**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.

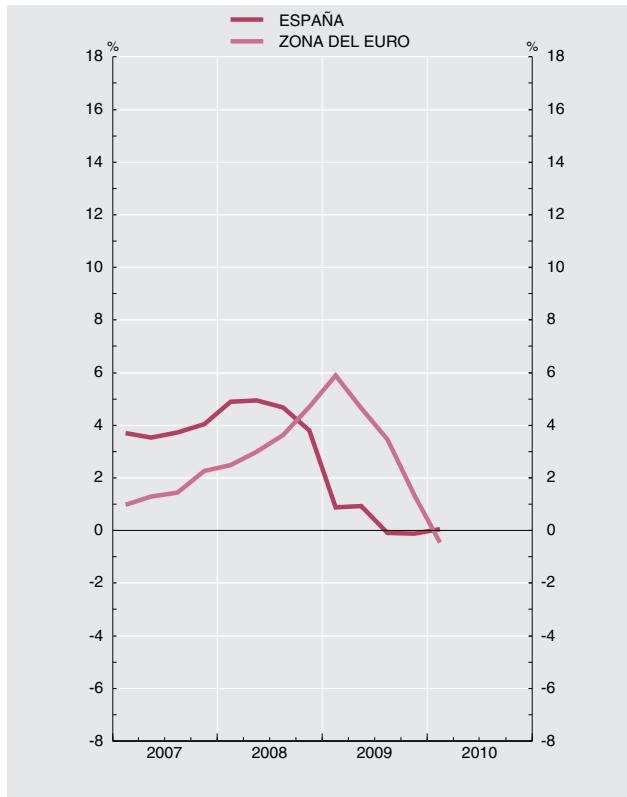
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

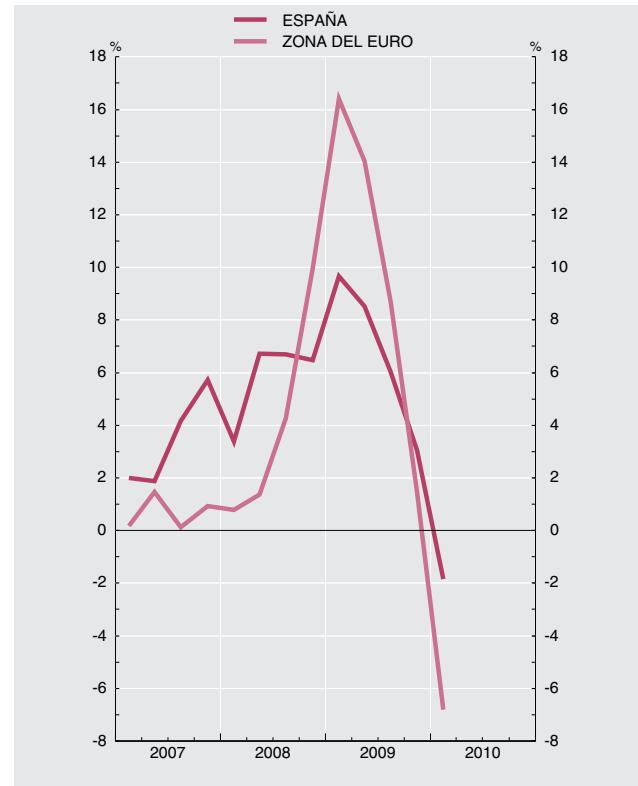
Tasas de variación interanual

	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	
07	P	3,8	1,5	4,5	2,5	0,7	1,0	3,6	2,8	2,8	1,8	3,4	0,7
08	P	4,6	3,5	6,1	3,1	1,5	-0,3	0,9	0,4	-0,6	0,7	5,7	4,1
09	P	0,4	3,8	3,7	1,5	3,3	-2,2	-3,6	-4,1	-6,7	-1,9	6,8	10,1
07 //	P	3,5	1,3	4,2	2,3	0,7	1,0	3,8	2,7	3,1	1,7	1,9	1,5
//	P	3,7	1,4	4,5	2,3	0,7	0,8	3,5	2,7	2,8	1,9	4,2	0,1
/V	P	4,0	2,3	4,9	2,8	0,9	0,5	3,1	2,2	2,2	1,7	5,7	0,9
08 /	P	4,9	2,5	6,0	3,2	1,0	0,7	2,5	2,2	1,5	1,5	3,4	0,8
//	P	5,0	3,0	6,4	3,2	1,4	0,2	1,7	1,4	0,3	1,1	6,7	1,4
/II	P	4,7	3,6	6,2	3,4	1,4	-0,2	0,4	0,3	-1,0	0,4	6,7	4,3
/V	P	3,8	4,7	6,0	2,8	2,1	-1,8	-1,2	-2,0	-3,2	-0,2	6,5	10,0
09 /	P	0,9	5,9	4,1	1,8	3,2	-3,9	-3,3	-5,2	-6,3	-1,3	9,7	16,4
//	P	0,9	4,7	4,2	1,4	3,2	-3,1	-4,2	-4,9	-7,2	-1,9	8,5	14,0
/II	P	-0,1	3,5	3,3	1,5	3,4	-1,9	-4,0	-4,1	-7,2	-2,2	6,0	8,7
/V	P	-0,1	1,3	3,1	1,3	3,2	-0,0	-3,1	-2,1	-6,1	-2,0	3,1	1,5
10 /	P	0,1	-0,5	2,5	1,5	2,4	1,9	-1,3	0,6	-3,6	-1,2	-1,8	-6,8

#### 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

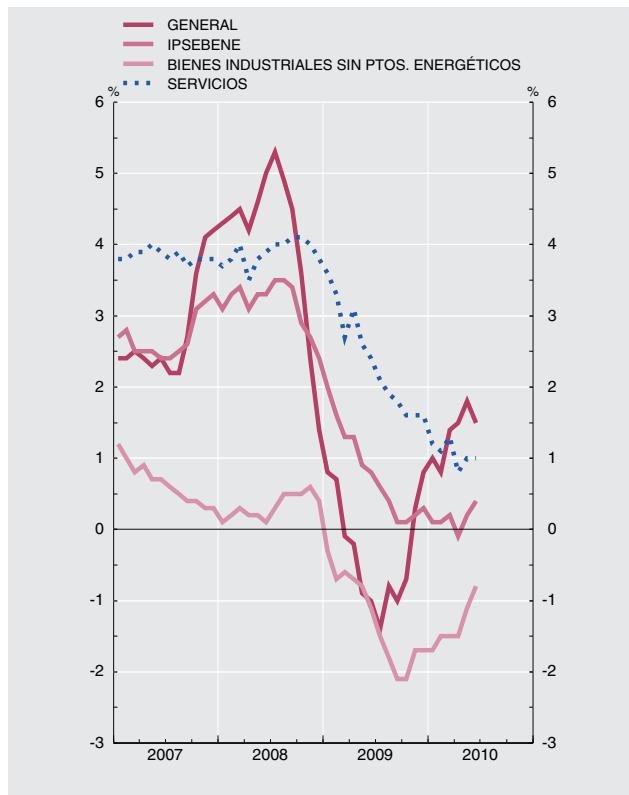
■ Serie representada gráficamente.

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 1 (a)	1 T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	1 T 12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	
09 M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3	
09 E-J M	106,3	0,1	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,7	-11,9	2,9	1,3	102,1	-10,0	
10 E-J M	107,7	0,2	1,3	-0,0	-1,8	0,7	-1,3	13,2	1,1	0,2	...	...	
09 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	91,4	-12,2	
Nov	107,8	0,5	0,3	0,8	-2,7	0,5	-1,7	1,9	1,6	0,2	92,2	-9,3	
Dic	107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	0,3	95,0	-5,5	
10 Ene	106,7	-1,0	1,0	-1,0	-3,2	0,5	-1,7	11,4	1,2	0,1	95,4	-5,5	
Feb	106,5	-0,2	0,8	-1,2	-3,8	0,5	-1,5	9,9	1,1	0,1	103,9	1,0	
Mar	107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	0,2	111,4	5,6	
Abr	108,4	1,1	1,5	0,6	-1,3	0,5	-1,5	16,7	0,8	-0,1	...	...	
May	108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	0,2	...	...	
Jun	108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	...	...	

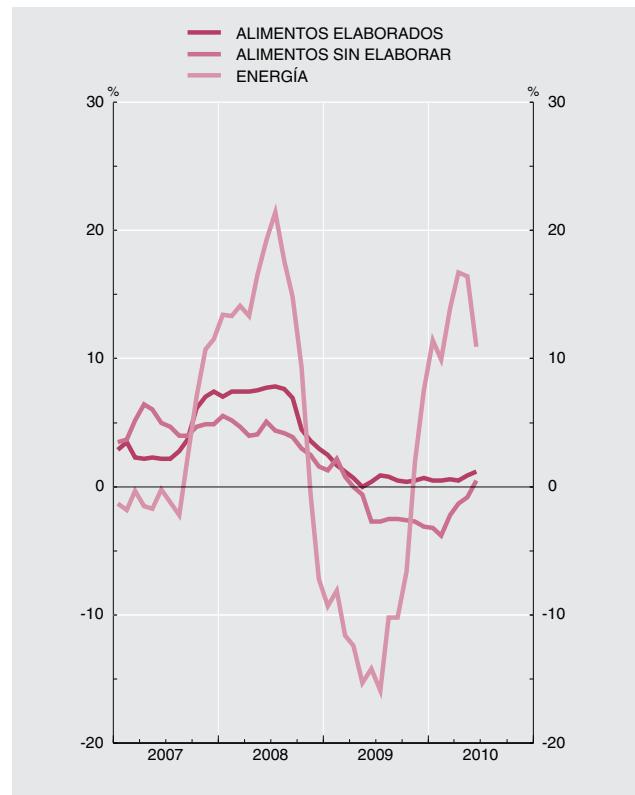
### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



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

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

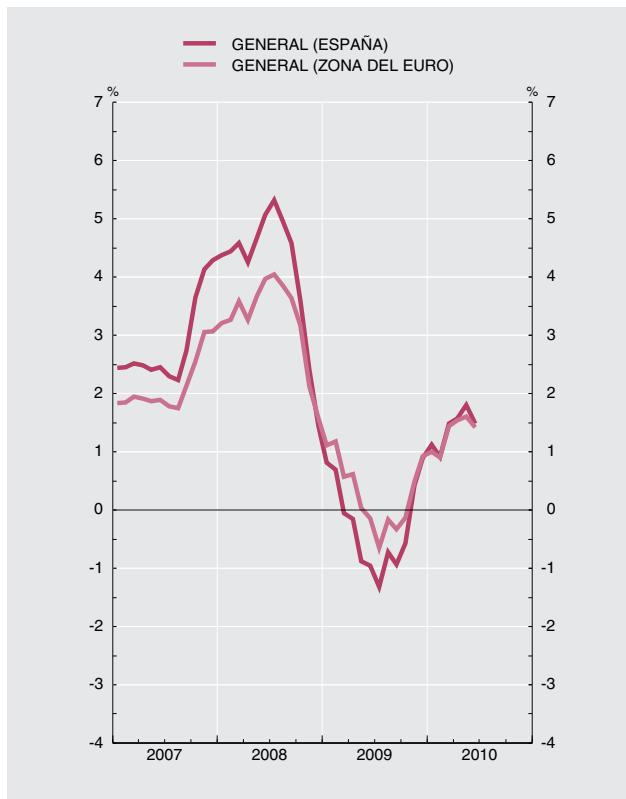
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

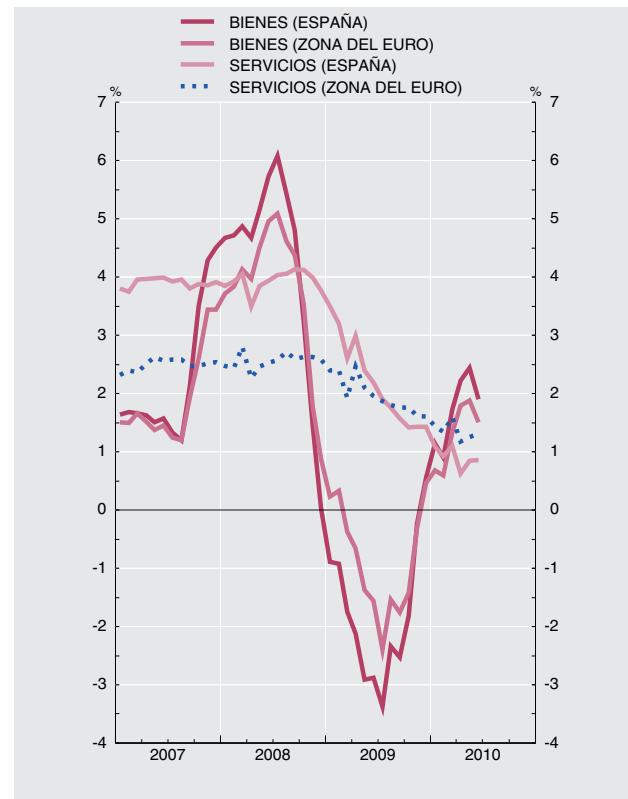
Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España		Zona del euro		No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro				
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	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6			
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0		
09	E-J	-0,1	0,6	-1,9	-0,6	0,8	1,7	1,0	1,6	0,6	1,8	-3,5	-1,7	-0,5	0,7	-11,8	-8,5	2,8	2,2		
10	E-J	1,4	1,3	1,7	1,3	-0,1	0,4	1,2	0,7	-1,5	-0,1	2,7	1,7	-1,0	0,2	13,1	6,5	0,9	1,4		
09	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	-	-4,3	-2,7	-0,8	0,6	-14,1	-11,7	2,2	2,0		
	Jul	-1,3	-0,6	-3,4	-2,4	-0,3	-	1,2	0,8	-1,8	-1,1	-5,1	-3,6	-1,1	0,5	-15,8	-14,4	1,9	1,9		
	Ago	-0,7	-0,2	-2,3	-1,5	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,6	-1,2	-3,5	-2,3	-1,3	0,6	-10,2	-10,2	1,8	1,8		
	Sep	-0,9	-0,3	-2,5	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,7	-2,6	-1,5	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8		
	Oct	-0,6	-0,1	-1,8	-1,4	-0,5	-0,4	0,8	0,3	-2,0	-1,6	-2,6	-1,9	-1,5	0,3	-6,5	-8,5	1,4	1,8		
	Nov	0,4	0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	0,5	-2,1	-1,3	-0,2	-0,4	-1,2	0,3	1,9	-2,4	1,4	1,6		
	Dic	0,9	0,9	0,5	0,5	-0,5	-0,2	1,3	0,7	-2,4	-1,6	1,1	0,8	-1,1	0,4	7,4	1,8	1,4	1,6		
10	Ene	1,1	1,0	1,1	0,7	-0,6	-0,1	1,1	0,6	-2,5	-1,3	2,0	1,1	-1,2	0,1	11,3	4,0	1,1	1,4		
	Feb	0,9	0,9	0,9	0,6	-0,9	-0,1	1,1	0,6	-2,9	-1,2	1,8	0,9	-1,1	0,1	9,8	3,3	0,9	1,3		
	Mar	1,5	1,4	1,7	1,3	-0,3	0,3	1,2	0,5	-1,8	-0,1	2,8	1,8	-1,1	0,1	13,8	7,2	1,1	1,6		
	Abr	1,6	1,5	2,2	1,8	-0,1	0,7	0,9	0,6	-1,2	0,7	3,5	2,3	-1,1	0,2	16,6	9,1	0,6	1,2		
	May	1,8	1,6	2,4	1,9	0,4	0,7	1,4	0,9	-0,7	0,4	3,6	2,5	-0,8	0,3	16,3	9,2	0,8	1,3		
	Jun	P	1,5	1,4	1,9	1,5	1,0	0,9	1,8	0,9	0,2	0,9	2,4	1,8	-0,6	0,4	10,8	6,2	0,9	1,3	

### 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

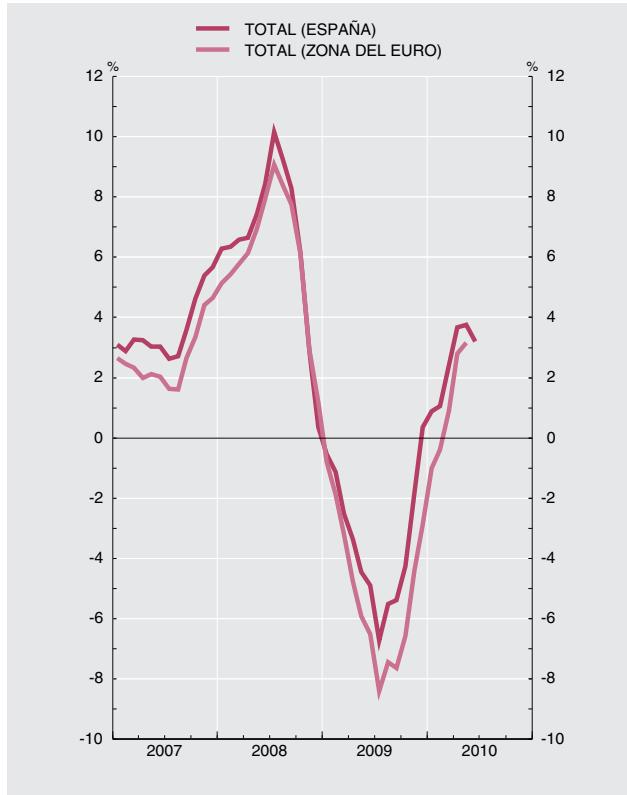
■ Serie representada gráficamente.

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	1 T 12	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	
07	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,2	2,2	4,6	1,3	
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,2	
09	MP	112,4	—	-3,4	—	-0,6	—	0,8	—	-5,4	—	-6,8	-5,0	-2,0	0,5	-5,2	-11,3	
09 E-J	MP	112,2	—	-2,8	—	-0,4	—	1,3	—	-4,7	—	-6,1	-3,8	-1,5	1,2	-4,3	-8,8	
10 E-J	MP	115,0	—	2,5	—	-0,1	—	-0,1	—	1,5	—	9,5	...	...	...	...	...	
09 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	-4,0	-7,1	
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	-1,7	1,2	-5,1	-11,2	
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	0,6	-5,8	-13,9	
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	0,4	-6,5	-14,9	
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	0,1	-7,6	-20,0	
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	-0,1	-7,5	-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	-0,4	-7,4	-17,4	
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	-0,6	-6,5	-14,3	
Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,6	-4,9	-8,7	
Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	-2,9	-2,0	-0,5	-3,5	-5,1	
10 Ene	P	113,6	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,6	-0,9	3,2	6,3	-1,0	-0,7	-0,6	-1,6	-1,6	
Feb	P	113,8	0,2	1,1	-	-0,6	0,2	-	0,3	-0,4	0,4	6,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,7	
Mar	P	114,7	0,8	2,4	0,1	-0,1	-0,1	-	0,5	0,5	2,2	10,1	0,9	-0,4	0,8	2,9	7,7	
Abr	P	115,8	1,0	3,7	-	0,1	-	-0,1	1,2	2,4	2,4	13,1	2,8	-0,3	0,0	2,8	7,7	
May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,2	-0,0	0,3	3,9	7,1	
Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	3,8	-0,1	8,5	...	...	...	...	...	

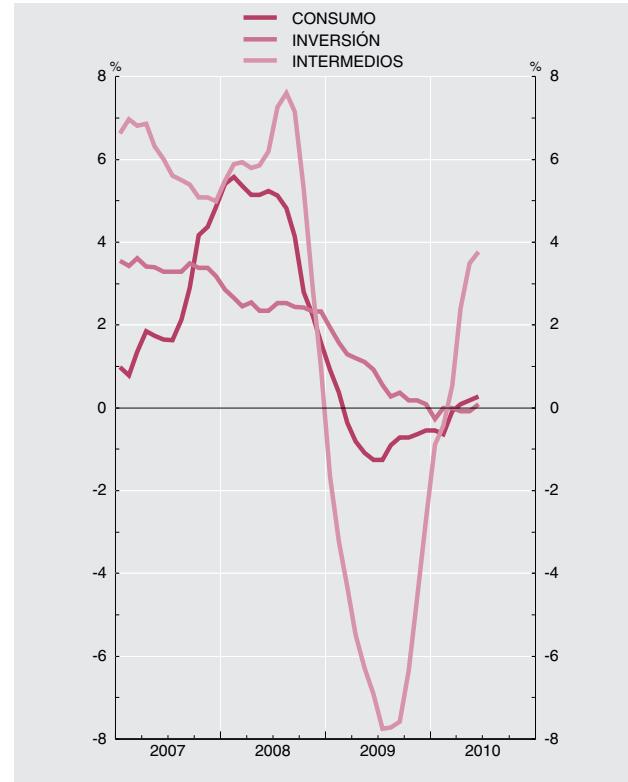
### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

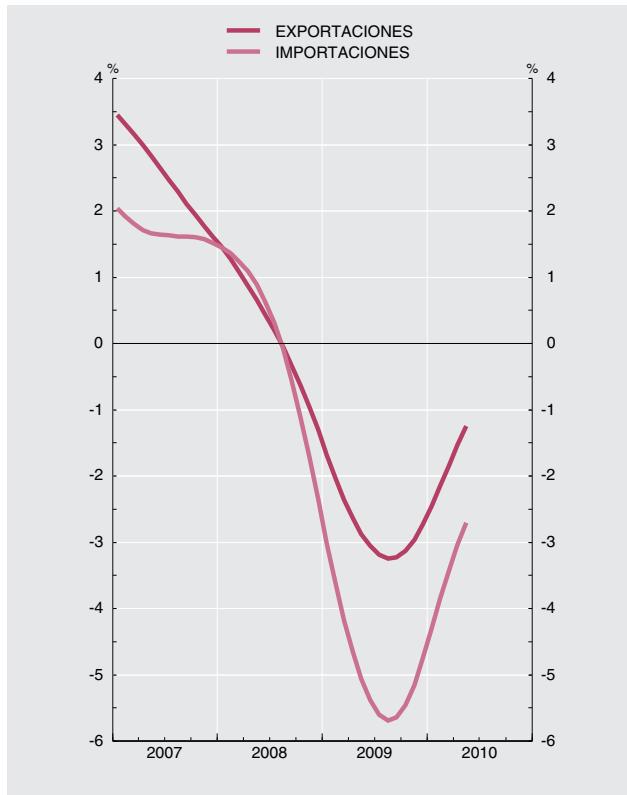
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

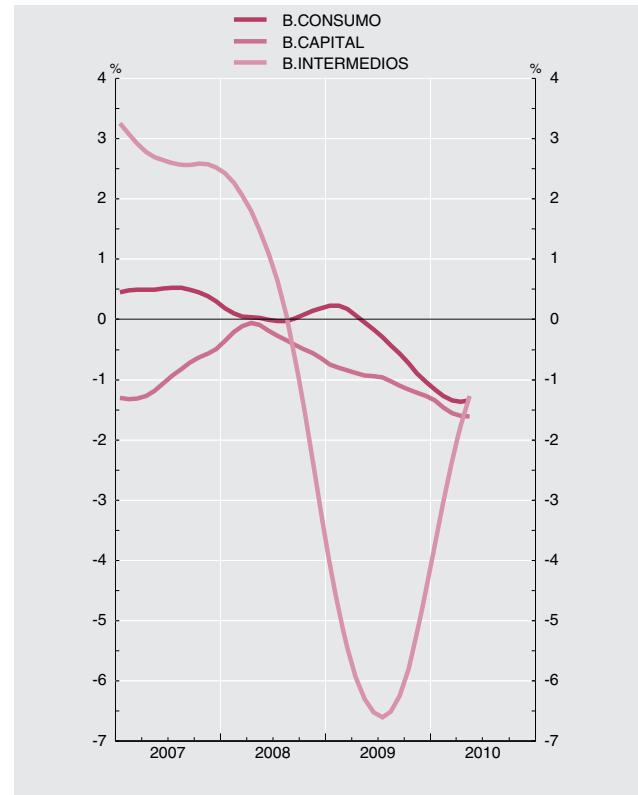
Tasas de variación interanual

	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
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
09	-6,8	-2,8	-6,3	-9,6	-29,8	-7,0	-10,6	-3,2	-5,1	-14,4	-27,5	-8,9
09 E-M	-5,3	-2,7	-5,6	-7,3	-20,8	-6,0	-8,2	3,2	-3,1	-13,7	-31,4	-7,3
10 E-M	-0,4	-0,2	-8,1	0,9	4,4	1,1	0,6	-7,1	-2,5	4,8	26,9	-0,4
08 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
Dic	-6,7	-2,5	-15,2	-7,9	-26,7	-5,3	-7,2	-8,0	-4,6	-7,3	-2,3	-7,6
10 Ene	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
Feb	-1,8	1,8	-7,7	-3,1	-3,7	-2,2	-0,8	-8,0	-6,7	4,3	24,9	0,3
Mar	-1,9	1,6	-13,5	-2,3	0,6	-2,3	-1,2	-8,6	-9,9	4,1	26,5	-1,1
Abr	0,3	-4,3	2,2	3,1	13,8	2,4	1,1	-5,3	-5,9	4,6	30,2	-2,0
May	4,1	3,0	-15,0	8,8	19,0	8,6	5,2	-7,3	4,8	10,7	38,4	4,5

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).

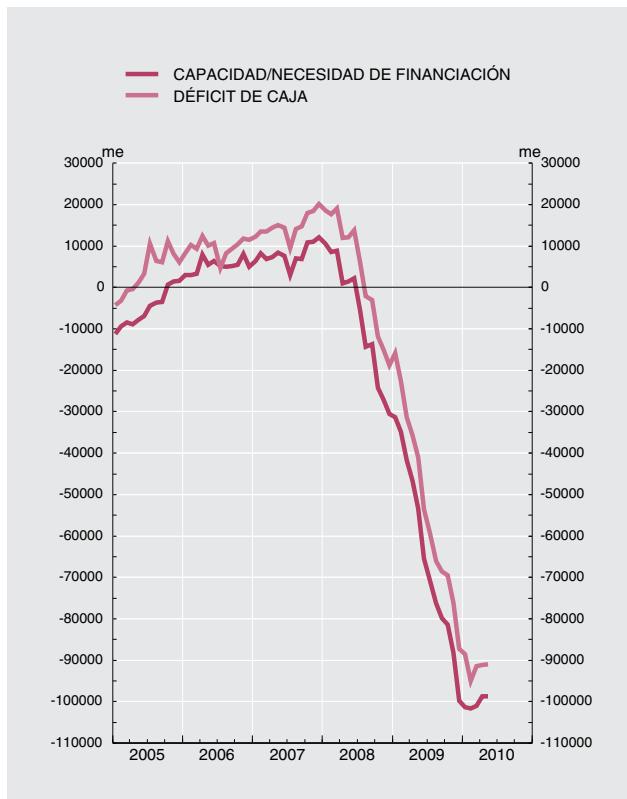
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

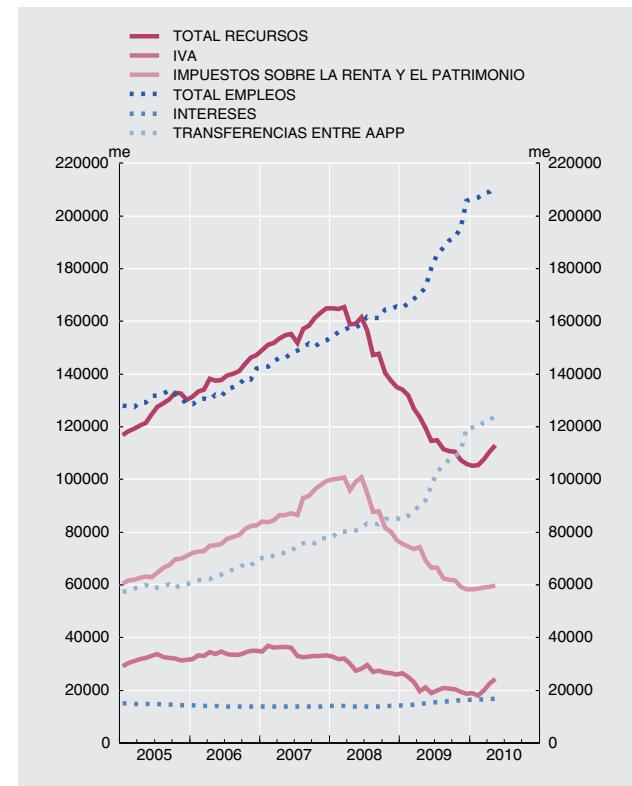
Millones de euros

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 sobre 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- ración de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- 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
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	-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
09	P -99 845	105 929	18 767	11 563	8 170	58 211	9 218	205 774	20 195	16 318	119 623	6 120	43 518	-87 281	102 038	189 319
09 E-M	P -19 958	44 720	12 686	4 564	2 631	23 453	1 386	64 678	7 322	6 583	37 381	681	12 711	-19 102	45 680	64 782
10 E-M	A -18 684	51 688	18 327	4 661	2 473	25 065	1 162	70 572	7 471	7 029	42 288	729	13 055	-22 878	51 306	74 184
09 May	P -13 043	81	-1 181	927	278	-830	887	13 124	1 500	1 389	7 525	302	2 408	-10 635	-202	10 433
Jun	P -19 606	1 707	-1 377	833	442	-52	1 861	21 313	2 731	1 377	12 363	348	4 494	-17 716	673	18 389
Jul	P -10 286	11 376	3 945	845	441	5 886	259	21 662	1 442	1 435	16 025	253	2 507	-14 127	11 405	25 532
Ago	P -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	P -2 448	12 037	3 495	1 142	478	5 644	1 278	14 485	1 426	1 334	8 504	208	3 013	-347	11 521	11 868
Oct	P 3 461	19 609	5 791	1 163	180	11 866	609	16 148	1 511	1 418	9 401	344	3 474	5 198	18 816	13 618
Nov	P -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
Dic	P -28 273	8 735	-326	930	3 390	2 886	1 855	37 008	2 846	1 426	18 526	3 499	10 711	-18 773	6 946	25 719
10 Ene	A -719	9 217	-496	1 006	330	9 477	-1 100	9 936	1 418	1 453	4 921	120	2 024	-3 590	10 725	14 315
Feb	A 3 971	18 302	12 454	945	220	2 946	1 737	14 331	1 451	1 259	8 322	98	3 201	-4 169	16 805	20 974
Mar	A -12 197	4 253	562	697	1 220	2 690	-916	16 450	1 494	1 430	10 651	243	2 632	-7 787	5 229	13 016
Abra	A 3 233	17 387	5 097	1 099	439	10 181	571	14 154	1 587	1 408	8 517	180	2 462	3 153	16 801	13 648
May	A -13 172	2 529	710	914	264	-229	870	15 701	1 521	1 479	9 877	88	2 736	-10 485	1 746	12 231

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

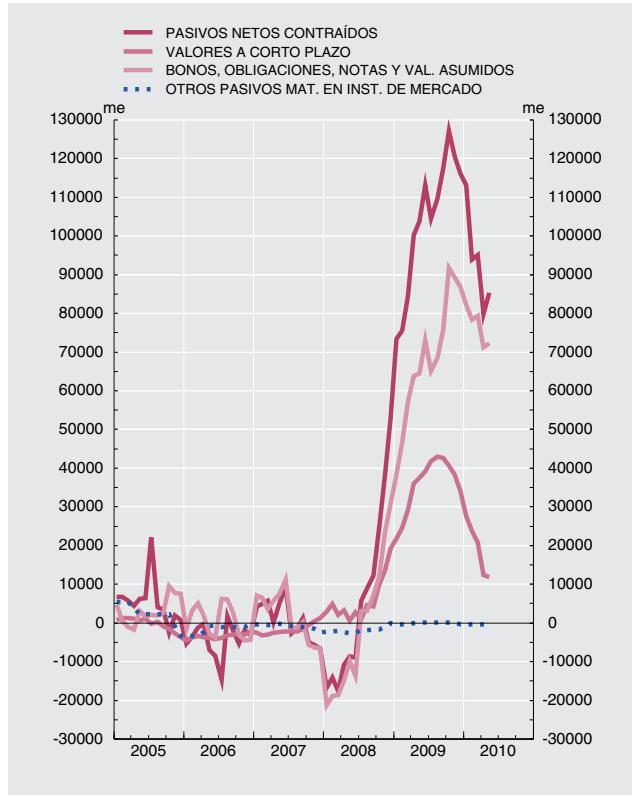
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

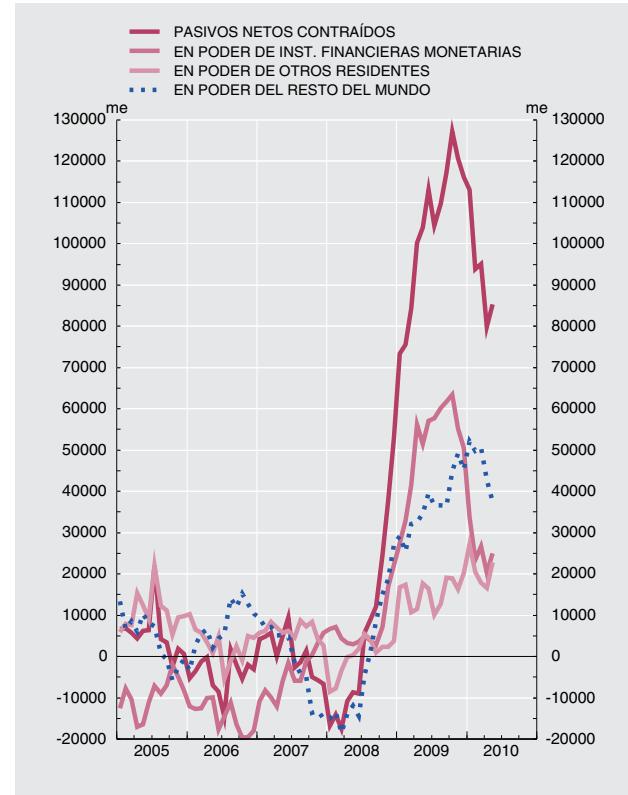
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual			Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Del cual		En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Creditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
		Total	Depósitos en el Banco de España	Total	5	6	7	8	9	Total	11	12	13	14	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	1 590	2 292	0	702	-1 910	-3 771	7 526	-486	-3 411	844	1 460	-8 257	9 717	-758	-142
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 197	-2 198	-4 348	-486	-418	4 361	-13 445	-17 968	4 524	10 357	-7 449
07	12 098	5 382	65	-6 716	-120	1 206	-6 477	-519	-2 495	1 569	8 311	5 698	2 612	-15 026	-8 285
08	-30 527	22 547	4 337	53 074	1 175	19 355	30 817	-520	-102	3 524	25 873	22 142	3 731	27 201	49 550
09	P -99 845	16 296	-4 197	116 141	1 503	34 043	86 813	-535	-468	-3 713	70 839	50 605	20 234	45 302	119 854
09 E-M	P -19 958	31 303	8 498	51 261	773	17 866	36 160	-535	-84	-2 146	39 563	26 863	12 700	11 698	53 407
10 E-M	A -18 884	1 474	-106	20 358	-70	-4 246	21 656	-544	-6	3 498	16 398	1 190	15 207	3 960	16 860
09 May	P -13 043	-4 549	-6 980	8 494	2	940	6 748	-	13	793	5 353	912	4 441	3 141	7 701
Jun	P -19 606	-5 795	-8 999	13 811	3	1 141	11 477	-	31	1 162	9 855	8 619	1 237	3 956	12 649
Jul	P -10 286	-15 203	-3 906	-4 917	2	2 862	-6 468	-	27	-1 338	-4 696	-2 453	-2 243	-221	-3 579
Ago	P -10 511	-5 083	6	5 428	2	3 089	4 367	-	16	-2 044	2 944	1 093	1 850	2 484	7 472
Sep	P -2 448	15 477	3 900	17 925	1 714	2 076	15 354	-	-30	525	8 724	5 383	3 340	9 202	17 400
Oct	P 3 461	12 369	5 996	8 908	-997	2 409	8 047	-	-27	-1 521	1 764	3 238	-1 474	7 144	10 428
Nov	P -12 224	-851	-2 563	11 373	2	4 190	10 655	-	-1	-3 471	2 329	4 977	-2 649	9 044	14 844
Dic	P -28 273	-15 921	-7 129	12 352	2	411	7 221	-	-399	5 119	10 356	2 883	7 473	1 996	7 233
10 Ene	A -719	6 902	1 176	7 621	3	-591	-11 818	-	16	20 014	-1 236	-11 267	10 030	8 857	-12 393
Feb	A 3 971	-10 984	-1 280	-14 955	2	-2 128	9 925	-	-17	-22 734	-10 983	-3 947	-7 036	-3 972	7 780
Mar	A -12 197	479	-2	12 676	-62	947	12 489	-	22	-782	7 551	9 085	-1 534	5 125	13 458
Abr	A 3 233	4 322	-100	1 089	-15	-3 070	3 173	-544	-32	1 561	4 958	1 784	3 174	-3 869	-472
May	A -13 172	755	100	13 927	2	597	7 886	-	4	5 440	16 108	5 536	10 572	-2 181	8 487

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.

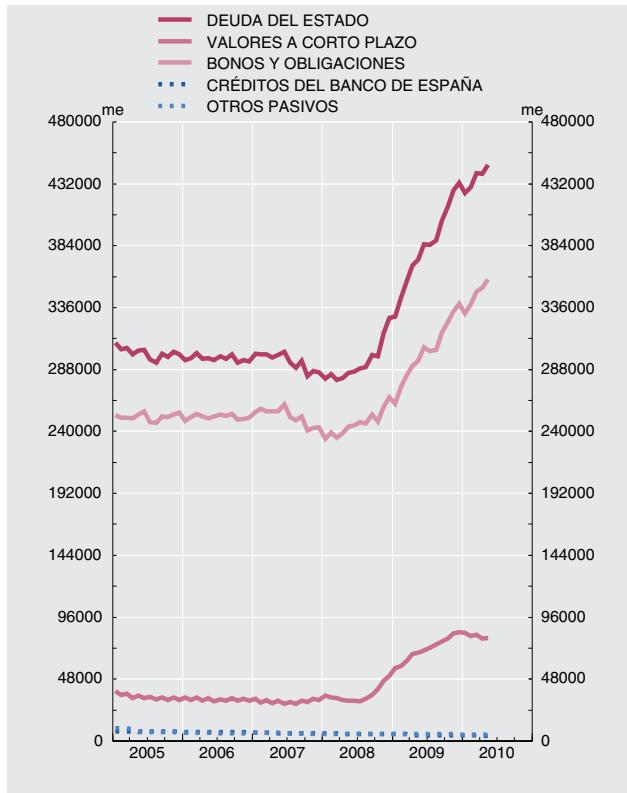
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

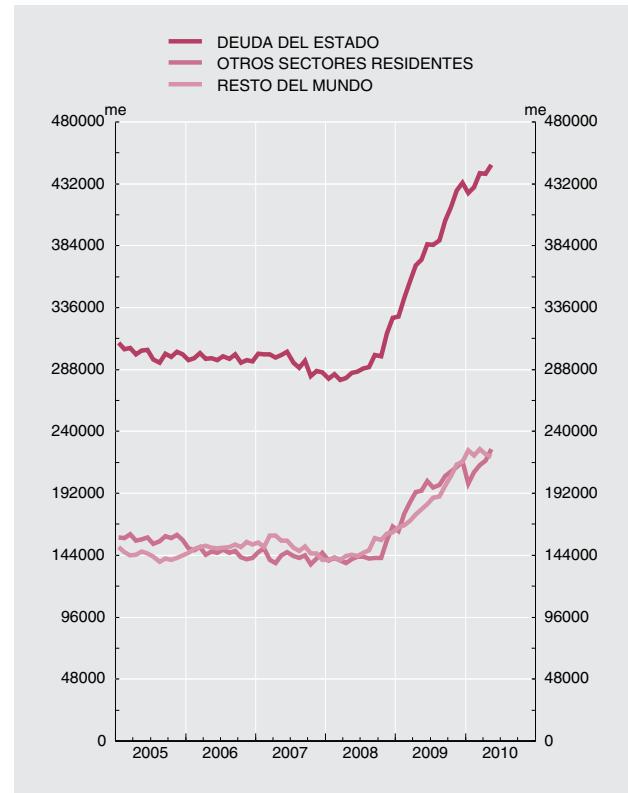
Millones de euros

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	Avales 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	7	8	9	10	11	12
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	327 876	63	50 788	266 334	5 249	5 505	200 608	34 511	166 097	161 779	4 502	8 152
09 May	P 373 459	69	68 519	294 853	4 665	5 421	235 942	42 111	193 831	179 628	13 000	39 874
Jun	P 385 196	70	70 005	305 074	4 665	5 451	243 295	41 786	201 509	183 687	4 001	46 398
Jul	P 384 735	70	72 291	302 300	4 665	5 478	239 859	43 524	196 335	188 400	95	46 949
Ago	P 387 996	68	74 823	303 013	4 665	5 495	244 552	46 213	198 339	189 657	101	47 191
Sep	P 403 642	66	76 918	316 594	4 665	5 465	251 921	46 282	205 639	198 003	4 001	47 882
Oct	P 413 965	67	79 370	324 492	4 665	5 438	254 936	46 222	208 714	205 250	9 997	48 134
Nov	P 426 835	66	83 552	333 181	4 665	5 436	258 708	46 495	212 213	214 622	7 434	53 565
Dic	P 432 940	68	84 302	338 935	4 665	5 037	262 839	46 140	216 700	216 241	305	58 854
10 Ene	A 424 782	69	83 695	331 368	4 665	5 054	245 824	46 140	199 685	225 098	1 481	60 667
Feb	A 429 354	67	81 304	338 347	4 665	5 037	256 658	48 420	208 238	221 116	201	61 278
Mar	A 440 223	0	82 275	348 223	4 665	5 059	263 590	49 568	214 022	226 200	200	61 326
Apr	A 439 918	0	79 231	351 578	4 082	5 027	269 270	51 683	217 587	222 331	99	62 765
May	A 446 702	0	79 921	357 651	4 082	5 049	278 686	52 179	226 506	220 196	199	64 284

#### ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



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



FUENTE: BE.

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

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

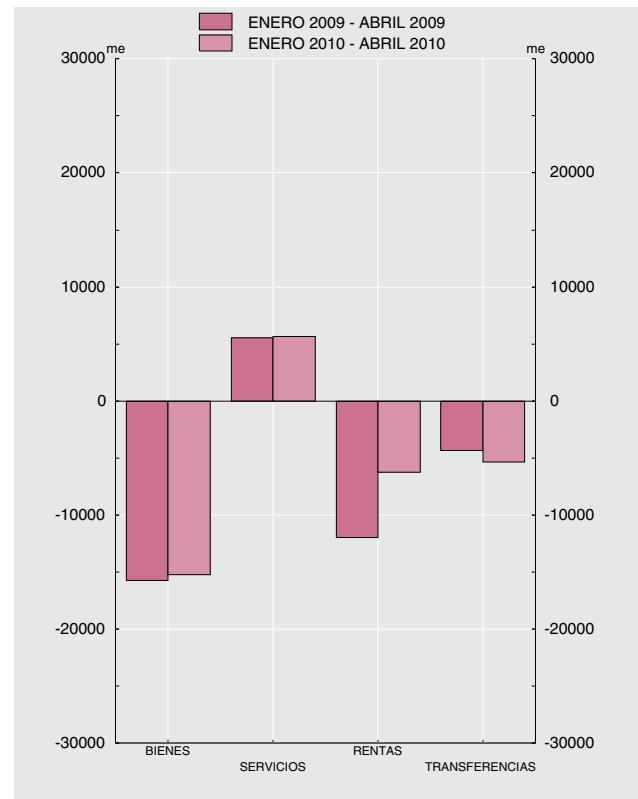
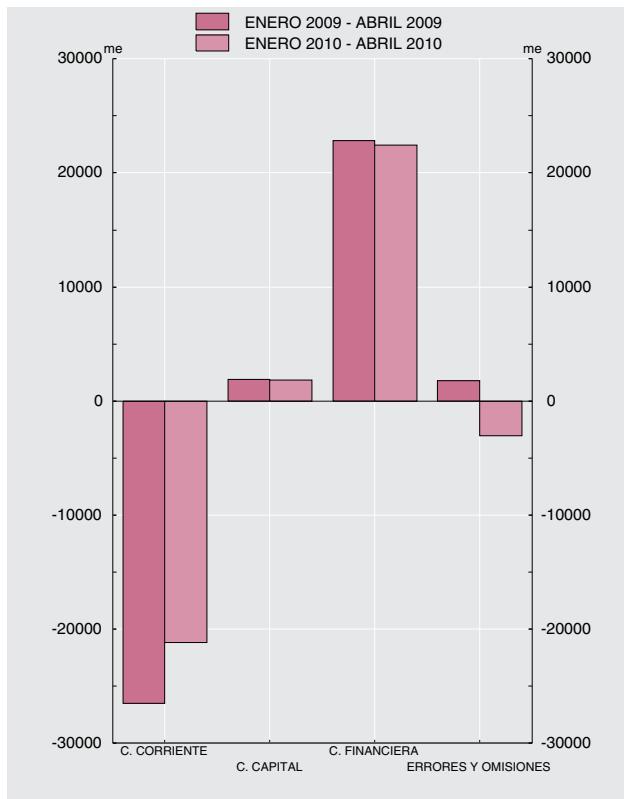
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)														(b)	17-(15+16)		
	Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) (15=1+14)	Cuenta finan- ciera (saldo) (16)					
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos								
						Del cual												
		Total	Turismo y viajes	8	Total	Turismo y viajes	9	10-11- 12	11	12								
	1-2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	13	14	15=1+14	16	17-(15+16)				
07	-105 266	-91 116	192 685	283 801	23 051	93 306	42 061	70 255	14 360	-30 055	57 961	88 016	-7 146	4 577	-100 689	101 004	-315	
08	P-105 973	-86 724	192 740	279 464	26 144	97 437	41 901	71 293	13 834	-36 034	54 034	90 067	-9 360	5 474	-100 499	101 975	-1 477	
09	P -58 299	-45 111	160 546	205 657	25 328	88 057	38 125	62 729	12 086	-30 536	40 679	71 215	-7 980	4 057	-54 241	57 580	-3 339	
09 E-A	P -26 534	-15 767	51 170	66 937	5 516	26 069	9 579	20 553	3 470	-11 969	12 547	24 516	-4 314	1 912	-24 622	22 819	1 803	
10 E-A	P -21 212	-15 222	58 155	73 378	5 634	25 741	9 473	20 107	3 546	-6 275	11 466	17 741	-5 349	1 808	-19 405	22 459	-3 055	
09 Ene	P -6 160	-4 080	11 262	15 342	1 484	6 576	2 488	5 093	857	-3 149	3 762	6 911	-415	347	-5 813	6 213	-401	
Feb	P -9 269	-5 364	12 596	17 960	1 180	6 344	2 102	5 163	943	-3 147	2 366	5 513	-1 939	242	-9 027	6 640	2 387	
Mar	P -6 623	-3 160	13 908	17 067	1 301	6 507	2 471	5 206	835	-3 859	3 547	7 405	-906	385	-6 238	7 012	-774	
Abr	P -4 482	-3 162	13 405	16 567	1 551	6 641	2 519	5 090	836	-1 815	2 872	4 687	-1 055	937	-3 545	2 954	591	
May	P -4 065	-2 857	13 052	15 909	2 610	7 123	3 182	4 513	640	-3 354	3 937	7 291	-464	152	-3 913	3 805	108	
Jun	P -3 477	-2 805	14 033	16 838	2 707	7 921	3 741	5 214	1 143	-2 941	3 366	6 307	-438	150	-3 326	5 427	-2 101	
Jul	P -2 056	-2 820	14 659	17 479	3 573	9 629	4 709	6 056	1 230	-2 388	4 561	6 949	-420	162	-1 895	2 947	-1 053	
Ago	P -3 344	-4 236	10 206	14 442	3 535	8 539	4 906	5 004	1 280	-1 650	2 218	3 869	-992	431	-2 913	3 330	-417	
Sep	P -4 671	-4 981	14 051	19 033	2 489	7 942	4 006	5 453	1 222	-1 472	3 263	4 734	-706	69	-4 602	4 951	-349	
Oct	P -4 923	-3 499	15 211	18 710	2 302	7 928	3 595	5 626	1 131	-2 006	2 650	4 657	-1 720	-4	-4 927	6 415	-1 489	
Nov	P -5 166	-4 437	14 316	18 753	1 218	6 132	2 365	4 914	1 020	-2 637	2 438	5 076	690	396	-4 770	5 531	-761	
Dic	P -4 063	-3 710	13 847	17 557	1 379	6 777	2 041	5 397	951	-2 117	5 698	7 815	384	789	-3 274	2 355	919	
10 Ene	P -5 262	-4 091	12 249	16 340	1 284	6 337	2 433	5 053	877	-1 112	3 075	4 187	-1 344	1 293	-3 969	3 887	82	
Feb	P -6 264	-2 995	14 206	17 201	1 177	6 072	2 087	4 896	910	-2 118	2 152	4 270	-2 328	170	-6 094	7 353	-1 259	
Mar	P -4 480	-3 707	16 881	20 587	1 597	6 856	2 552	5 259	899	-1 761	2 545	4 306	-609	212	-4 268	6 528	-2 260	
Abr	P -5 207	-4 430	14 819	19 249	1 576	6 475	2 400	4 899	860	-1 285	3 693	4 978	-1 068	133	-5 074	4 692	383	

### RESUMEN

### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.

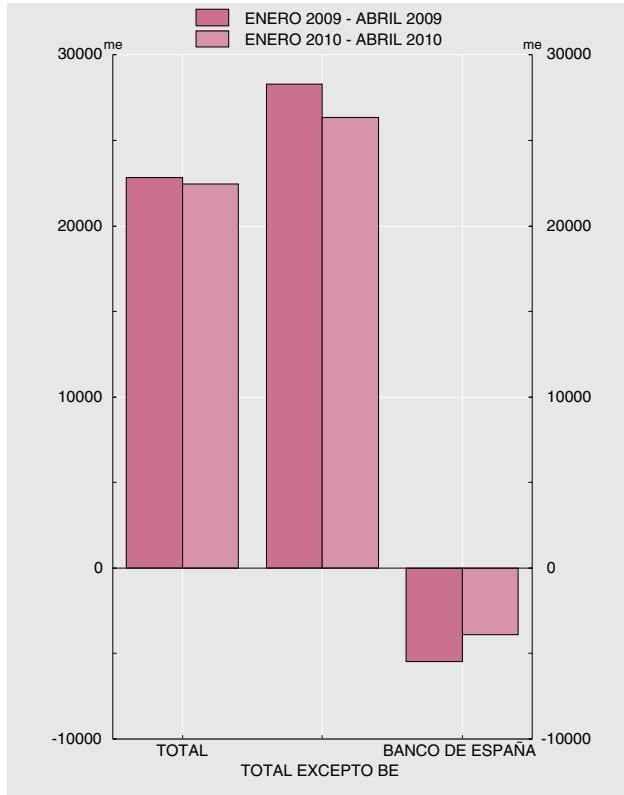
### DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

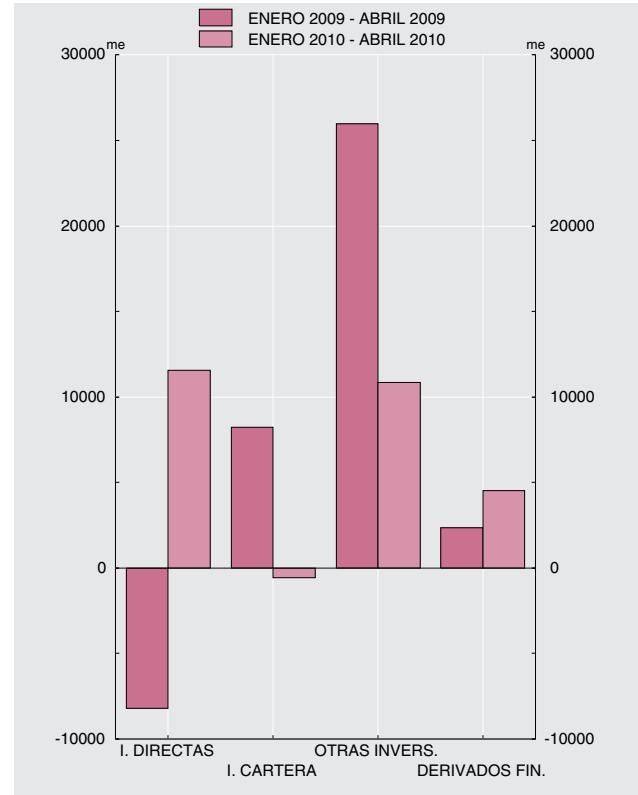
Millones de euros

Cuenta 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)		13=14+ 15+16				
	1=2+13 2=3+6+ 9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+ 15+16	14	15	16	
07	101 004	86 682	-53 181	1100 135	46 954	104 264	-8 746	95 517	39 693	56 134	95 827	-4 094	14 322	-164	28 329	-13 843
08	P101 975	71 757	-1 067	51 102	50 036	378	-21 928	-21 550	78 903	12 781	91 684	-6 457	30 218	-645	31 713	-850
09	P 57 580	47 116	-1 103	6 227	5 124	44 921	4 580	49 501	8 964	797	9 761	-5 666	10 464	-1 563	6 146	5 882
09 E-A	P 22 819	28 298	-8 191	9 174	983	8 228	-6 999	1 229	25 988	-14 756	11 232	2 274	-5 480	-284	-9 227	4 031
10 E-A	P 22 459	26 346	11 548	-8 037	3 511	-578	-8 480	-9 058	10 847	-8 348	2 498	4 529	-3 886	-119	-5 396	1 629
09 Ene	P 6 213	9 097	-4 746	4 808	63	9 327	-6 105	3 222	4 249	7 305	11 554	266	-2 883	-16	-2 439	-428
Feb	P 6 640	1 500	404	1 369	1 773	-3 564	-2 310	-5 874	4 962	-11 313	-6 350	-302	5 140	-84	4 972	251
Mar	P 7 012	9 661	-5 024	2 694	-2 330	1 105	1 983	3 088	14 203	-9 326	4 878	-624	-2 649	-165	-5 382	2 898
Abr	P 2 954	8 040	1 175	302	1 477	1 360	-566	794	2 572	-1 423	1 150	2 933	-5 087	-19	-6 379	1 311
May	P 3 805	1 510	-598	0	-597	-3 001	5 121	2 120	5 688	-4 909	779	-579	2 295	-120	1 177	1 237
Jun	P 5 427	-3 659	9 348	-799	8 549	-6 096	6 837	741	-5 542	7 273	1 731	-1 370	9 086	-187	8 321	952
Jul	P 2 947	-584	-1 464	480	-984	8 838	-3 707	5 131	-6 639	-7 852	-14 492	-1 319	3 531	-348	4 015	-136
Ago	P 3 330	-2 828	1 903	695	2 597	6 568	-144	6 424	-9 186	7 093	-2 093	-2 112	6 158	-220	6 099	279
Sep	P 4 951	3 295	1 379	-858	521	3 304	4 008	7 311	-399	7 165	6 766	-988	1 657	6	2 001	-351
Oct	P 6 415	12 607	403	-416	-13	11 916	-321	11 595	448	-383	65	-160	-6 191	-38	-6 159	6
Nov	P 5 531	16 834	-2 395	2 628	233	15 453	848	16 301	4 747	-6 885	-2 139	-971	-11 302	71	-11 663	289
Dic	P 2 355	-8 357	-1 489	-4 677	-6 165	-289	-1 063	-1 352	-6 139	14 051	7 911	-441	10 712	-444	11 581	-425
10 Ene	P 3 887	7 205	1 188	-308	880	12 465	-3 260	9 205	-6 802	7 530	728	354	-3 319	-2	-3 730	413
Feb	P 7 353	2 664	8 174	-7 339	836	-19 722	-736	-20 458	13 461	-12 577	885	750	4 689	-113	4 298	504
Mar	P 6 528	4 752	370	445	815	481	3 812	4 293	1 252	-2 310	-1 058	2 649	1 776	1	1 603	172
Abr	P 4 692	11 724	1 816	-835	980	6 197	-8 295	-2 098	2 936	-992	1 944	775	-7 032	-6	-7 566	540

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

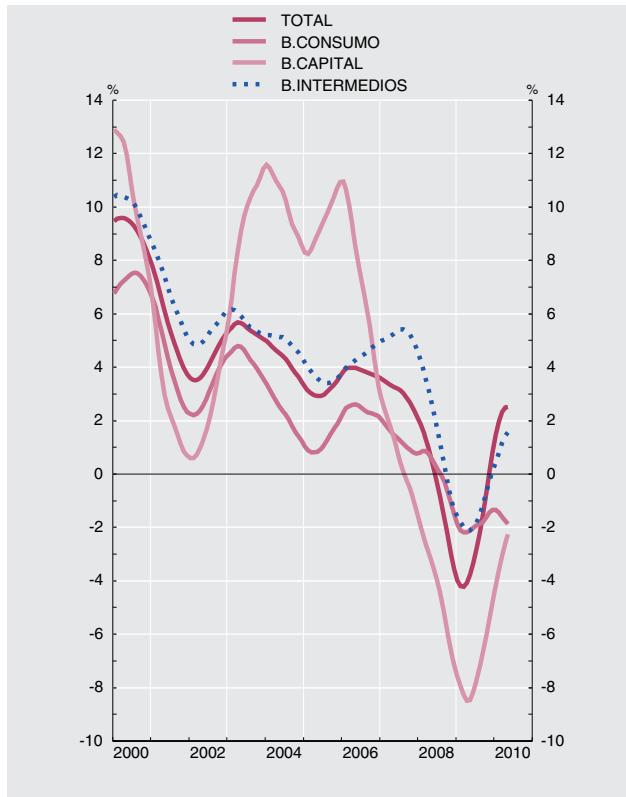
■ Serie representada gráficamente.

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	29,1	-1,0	1,2	4,2	
09	P 158 254	-15,3	-9,8	-4,5	-13,5	-12,8	-20,4	-11,3	-14,9	-12,8	-15,0	-24,6	-7,5	-17,3	-6,6	12,9	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
Dic	P 13 661	4,0	11,4	10,8	9,6	12,2	-11,2	13,5	4,4	5,0	1,8	-29,0	-23,7	-8,0	13,0	200,9	
10 Ene	P 12 092	9,0	12,3	5,1	1,8	19,6	-1,6	20,8	8,7	7,1	7,9	-24,8	-5,3	29,5	47,9	43,6	
Feb	P 13 986	12,8	14,8	1,5	16,6	25,6	-16,6	27,6	11,8	13,0	11,7	-3,7	-20,0	30,1	41,2	168,8	
Mar	P 16 652	21,4	23,8	0,0	42,2	42,3	28,9	42,9	19,3	21,8	19,9	11,4	15,5	22,2	46,8	12,4	
Abr	P 14 623	10,8	10,5	-8,9	24,9	24,3	29,9	24,0	7,1	4,6	9,0	10,0	9,5	13,5	18,9	17,0	
May	P 16 213	25,7	20,7	-4,1	88,7	30,7	10,2	31,8	22,9	23,4	23,2	3,3	-13,5	25,1	24,4	35,5	

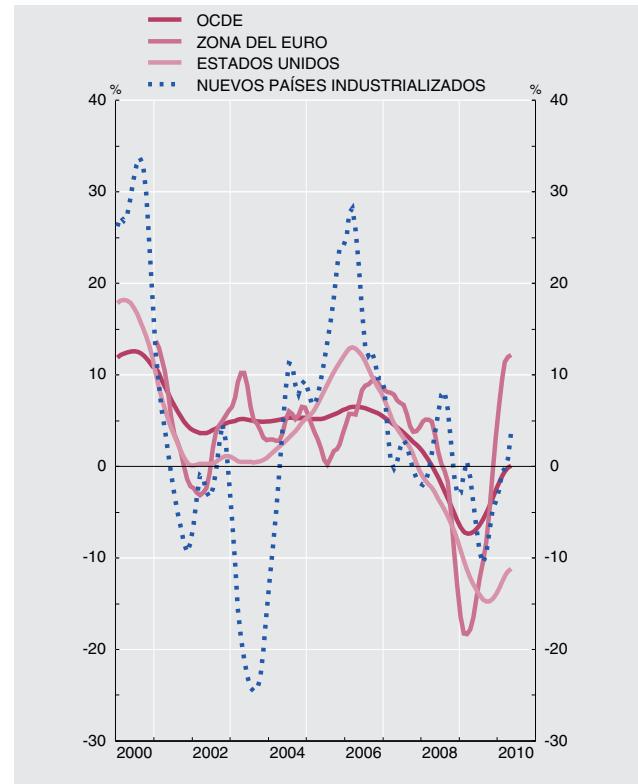
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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 FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORtACIONES E INTRODUCCIONES

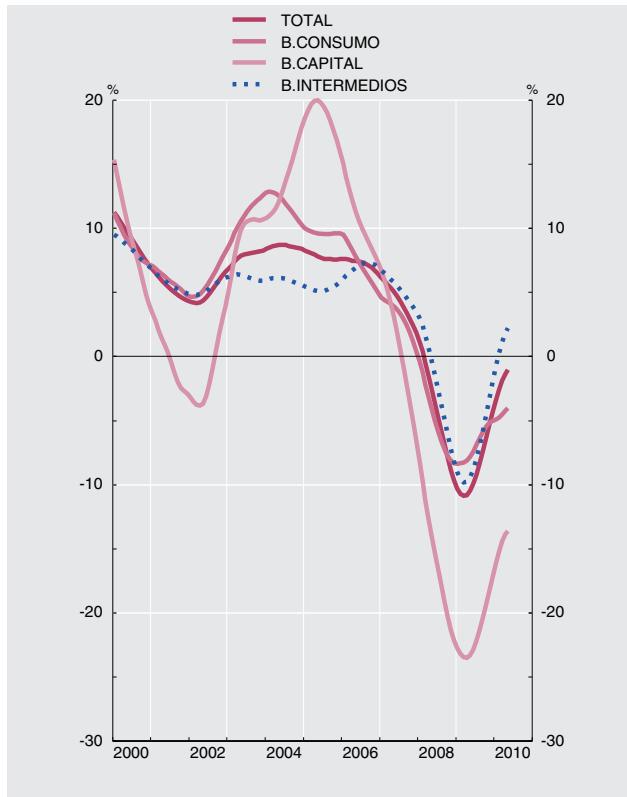
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nom-i- nal	Deflact- ado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países ameri- canos	China	Nuevos países indus- triali- zados	
						Total	Energé- ticos	No energé- ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
						1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	28,6	16,6	10,8	-16,1	
09	P 208 437	-25,6	-17,4	-6,2	-27,0	-20,5	-15,0	-20,0	-20,9	-22,0	-22,3	-23,6	-34,4	-26,7	-27,3	-31,1	
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	
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	
Jun	P 17 131	-29,0	-20,5	-7,4	-35,2	-23,5	-19,7	-24,5	-19,5	-21,3	-22,2	-19,8	-52,5	-36,7	-35,1	-51,2	
Jul	P 17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-23,4	-26,1	-24,3	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9	
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	
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	
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	
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	
Dic	P 17 733	-11,7	-4,8	-6,0	-18,2	-1,7	-16,3	3,0	-7,6	-7,7	-12,3	-34,2	-15,8	-6,3	-10,8	-21,7	
10 Ene	P 16 601	6,5	8,1	-9,1	-10,3	19,4	8,0	22,7	7,9	3,2	6,0	-12,0	28,7	-3,6	0,0	-6,0	
Feb	P 17 548	-3,9	-3,2	-24,5	-2,6	8,2	-18,5	17,4	-8,6	-15,0	-9,1	-31,6	4,5	4,0	8,5	-2,8	
Mar	P 20 945	20,6	22,0	2,9	8,3	33,8	11,2	40,2	17,0	12,6	15,6	6,1	40,0	36,4	47,0	47,2	
Abr	P 19 628	16,6	15,4	-0,2	11,1	23,6	6,7	28,4	8,6	5,9	9,9	-1,8	57,7	25,2	22,9	13,0	
May	P 20 378	26,1	19,9	11,8	9,2	25,4	1,0	32,4	19,3	10,1	19,9	17,2	19,3	64,3	52,6	8,4	

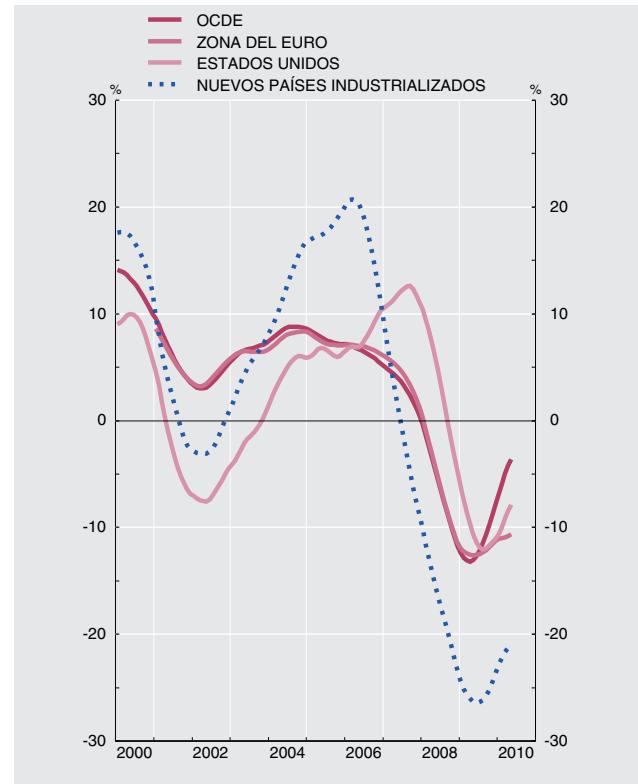
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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 2 y 3.

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

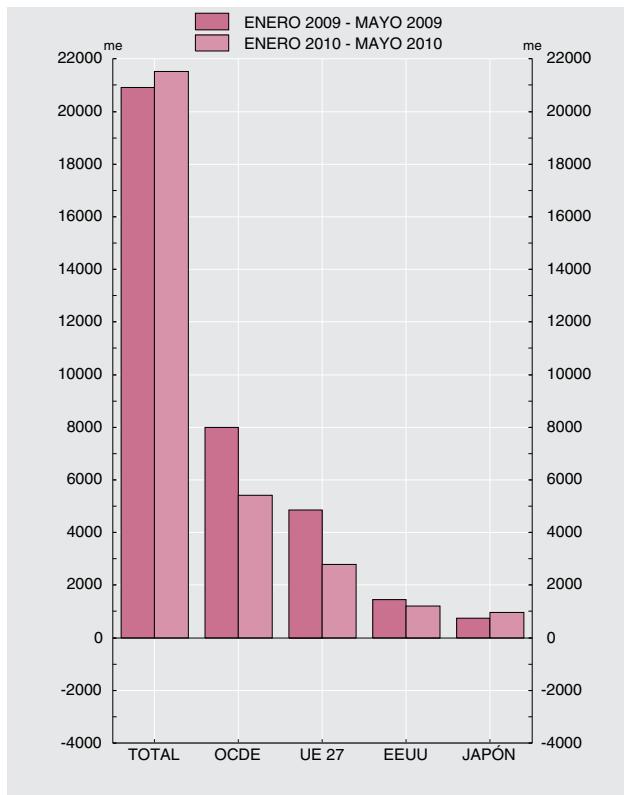
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

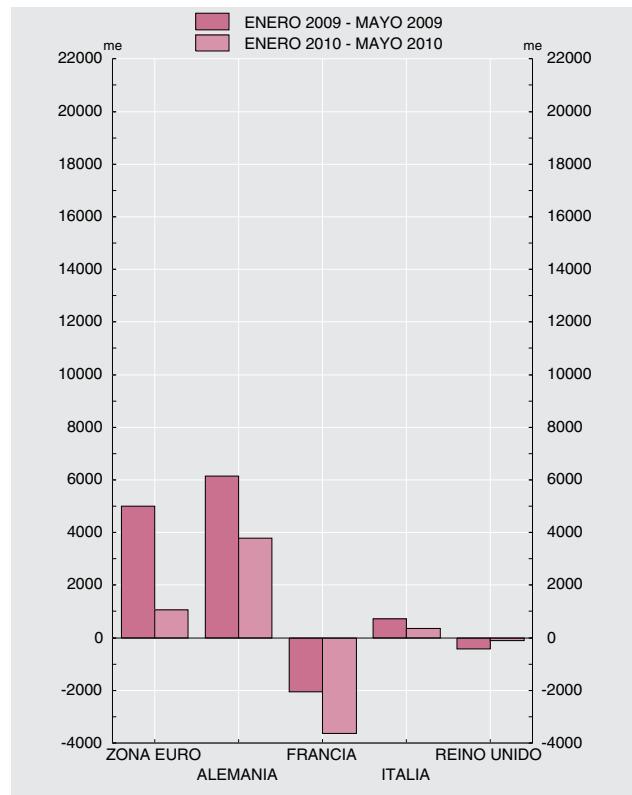
Millones de euros

	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	-21 099	-4 971	-18 340	-3 296			
09	P -50 183	-12 564	-10 214	-12 343	5 146	-1 947	-2 350	237	-18 937	-2 704	-1 903	-12 352	-3 098	-12 464	-1 504			
<b>09 Abr</b>	P -3 636	-832	-725	-1 236	659	-63	-107	20	-1 425	-293	-133	-831	-256	-884	-155			
<b>May</b>	P -3 266	-786	-849	-1 343	675	-134	62	163	-1 143	-132	-156	-887	-168	-793	-139			
<b>Jun</b>	P -3 235	-822	-591	-850	662	3	-231	31	-1 232	-235	-140	-829	-236	-885	-111			
<b>Jul</b>	P -3 231	-420	-270	-799	670	-200	-150	116	-672	110	-161	-990	-139	-1 080	-212			
<b>Ago</b>	P -4 523	-1 389	-985	-765	109	-252	-404	-14	-1 862	-160	-137	-1 100	-226	-1 085	-111			
<b>Sep</b>	P -5 432	-1 590	-963	-1 187	429	-29	-627	-282	-2 101	-277	-152	-1 161	-574	-1 196	-140			
<b>Oct</b>	P -3 909	-939	-533	-839	497	-146	-406	-94	-1 311	-269	-209	-1 227	-149	-1 083	-153			
<b>Nov</b>	P -4 855	-1 202	-902	-879	389	-308	-299	47	-1 910	-294	-213	-1 177	-259	-1 101	-159			
<b>Dic</b>	P -4 071	-1 341	-978	-879	338	-285	-363	20	-1 865	-140	-142	-1 191	-205	-1 104	129			
<b>10 Ene</b>	P -4 510	-489	-292	-656	540	-59	-198	44	-1 141	-293	-187	-1 314	-239	-1 218	-128			
<b>Feb</b>	P -3 562	-393	-15	-713	874	-89	-378	50	-757	-195	-157	-1 324	-109	-1 172	133			
<b>Mar</b>	P -4 292	-242	75	-874	808	-77	-317	57	-813	-263	-225	-1 434	-534	-1 279	-239			
<b>Abr</b>	P -5 004	-1 040	-868	-891	665	-201	-172	69	-1 665	-234	-181	-1 570	-368	-1 094	-169			
<b>May</b>	P -4 165	-620	42	-652	757	78	-662	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257	-114			

**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

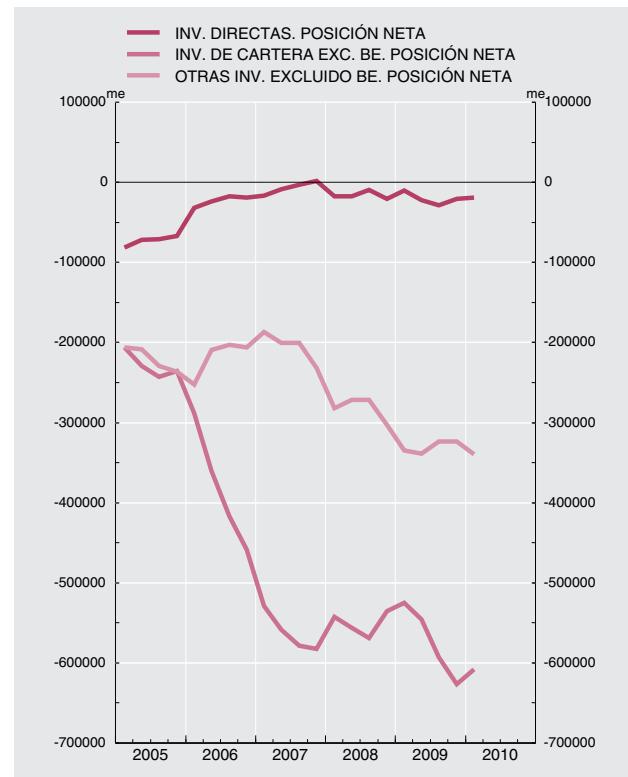
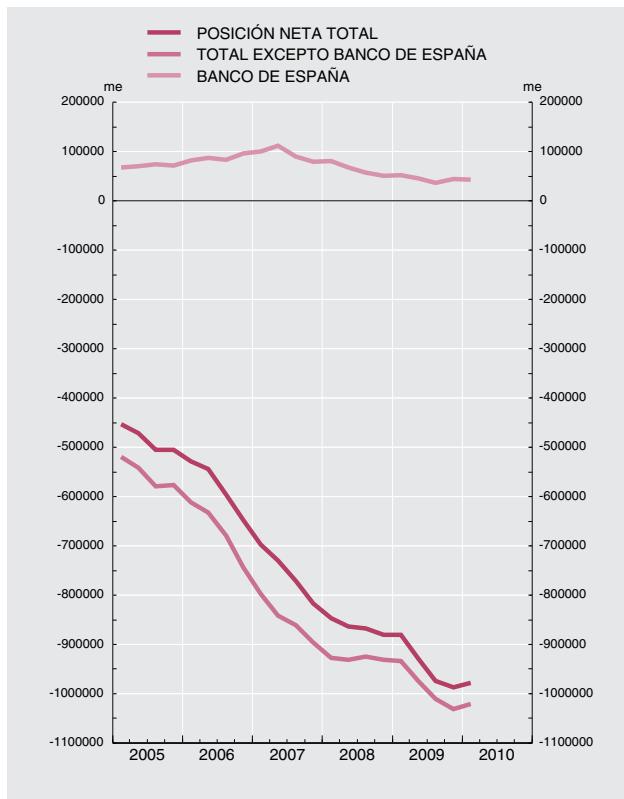
■ Serie representada gráficamente.

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) (a)	
		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	
02 R	-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	-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	-696,9	-797,3	-16,8	332,0	348,8	-581,9	461,0	1 042,9	-187,3	359,6	546,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-729,5	-841,6	-9,0	359,4	368,4	-616,0	469,5	1 085,5	-200,7	362,8	563,5	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-771,4	-861,1	-2,8	364,4	367,2	-640,1	453,7	1 093,9	-200,3	384,5	584,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-816,8	-895,8	1,6	398,9	397,3	-646,7	440,2	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-846,7	-927,3	-17,4	397,1	414,5	-607,5	414,4	1 021,9	-281,8	381,2	662,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-863,6	-930,8	-17,2	413,5	430,7	-618,2	395,9	1 014,1	-271,9	417,0	688,9	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-867,4	-924,5	-9,6	428,8	438,4	-631,7	382,4	1 014,1	-271,5	422,9	694,4	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-880,5	-931,5	-20,8	427,4	448,2	-601,8	356,8	958,6	-302,5	386,6	689,1	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 I	-880,9	-933,2	-10,2	438,7	448,9	-588,4	346,1	934,5	-334,6	374,6	709,2	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-928,6	-974,0	-22,4	441,9	464,3	-605,8	367,1	972,9	-338,5	370,7	709,2	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-973,6	-1 010,5	-28,4	438,0	466,5	-653,3	381,1	1 034,4	-323,9	364,8	688,6	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
IV	-987,6	-1 031,8	-20,5	440,4	460,9	-686,9	382,9	1 069,8	-323,4	370,4	693,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 I	-978,0	-1 020,4	-18,7	445,5	464,2	-667,9	389,8	1 057,7	-339,5	363,7	703,2	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la 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, a la 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.

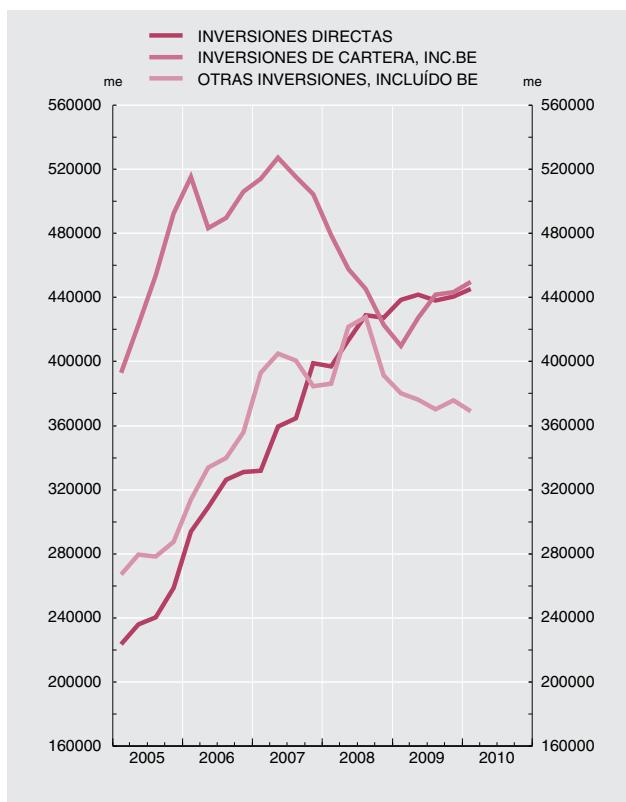
**7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.  
DETALLE DE INVERSIONES**

■ Serie representada gráficamente.

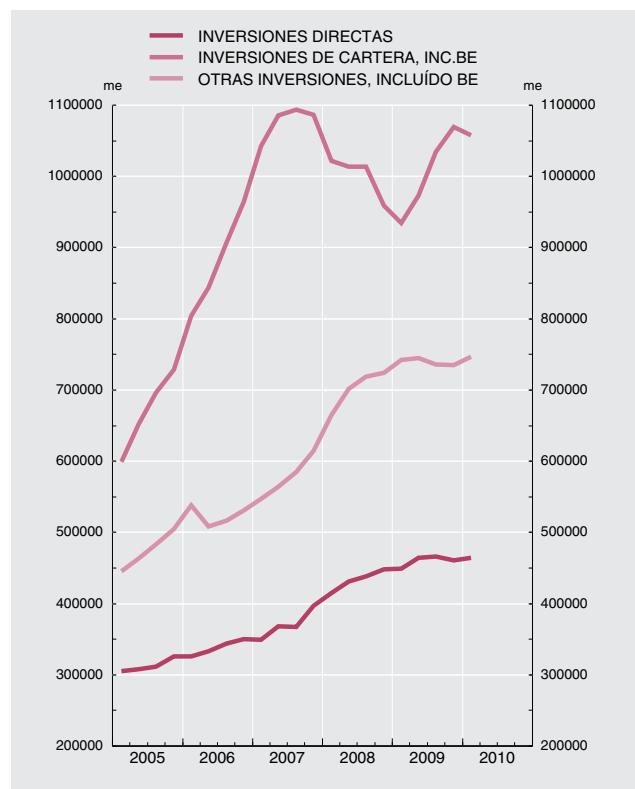
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 (a)	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	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 /	310 872	21 156	270 262	78 570	140 703	373 512	256 118	786 784	392 997	547 178	33 197	44 487
//	343 686	15 742	282 940	85 477	153 730	373 421	266 845	818 657	404 872	563 954	39 921	55 856
///	342 733	21 695	284 973	82 250	142 096	373 186	269 798	824 065	400 443	585 099	44 181	62 069
/V	371 777	27 086	306 582	90 696	134 763	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08 /	370 433	26 710	327 169	87 369	103 971	374 981	235 984	785 876	386 105	664 773	53 297	74 001
//	385 831	27 663	339 614	91 110	97 860	360 046	216 631	797 428	421 827	701 270	58 579	82 016
///	398 102	30 734	339 835	98 600	84 037	361 102	200 218	813 893	427 679	718 661	70 066	81 757
/V	396 358	31 063	342 565	105 638	65 141	357 842	170 787	787 812	391 372	724 318	108 278	114 027
09 /	406 091	32 626	342 071	106 832	58 200	351 435	142 867	791 674	380 077	741 722	111 670	111 538
//	410 034	31 857	341 282	123 029	65 792	361 619	178 368	794 571	376 114	744 777	92 879	100 032
///	408 877	29 173	346 228	120 262	77 334	364 469	219 729	814 718	370 243	736 185	85 194	90 098
/V	411 126	29 278	346 968	113 961	84 248	359 271	223 881	845 930	375 861	735 208	77 449	78 498
10 /	416 761	28 739	350 241	113 937	95 279	354 335	199 906	857 809	369 151	746 913	93 867	88 286

**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.

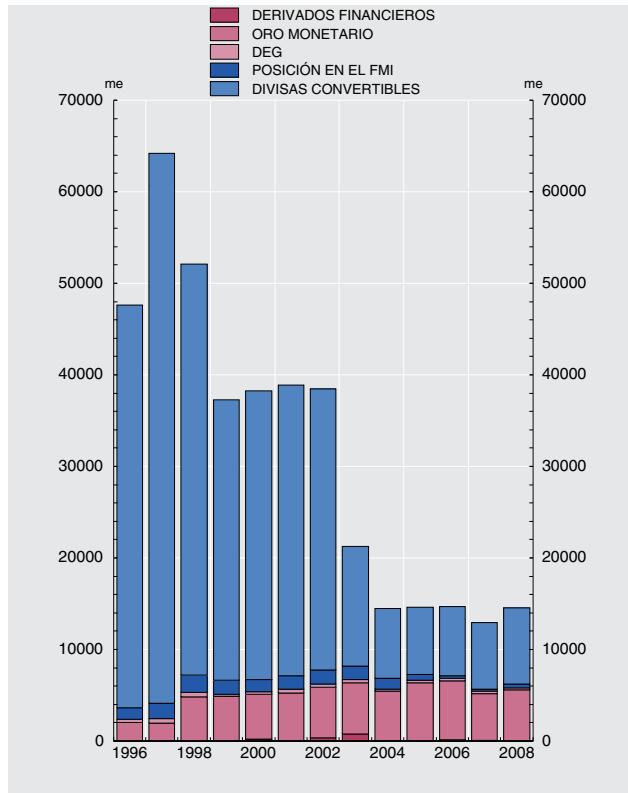
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

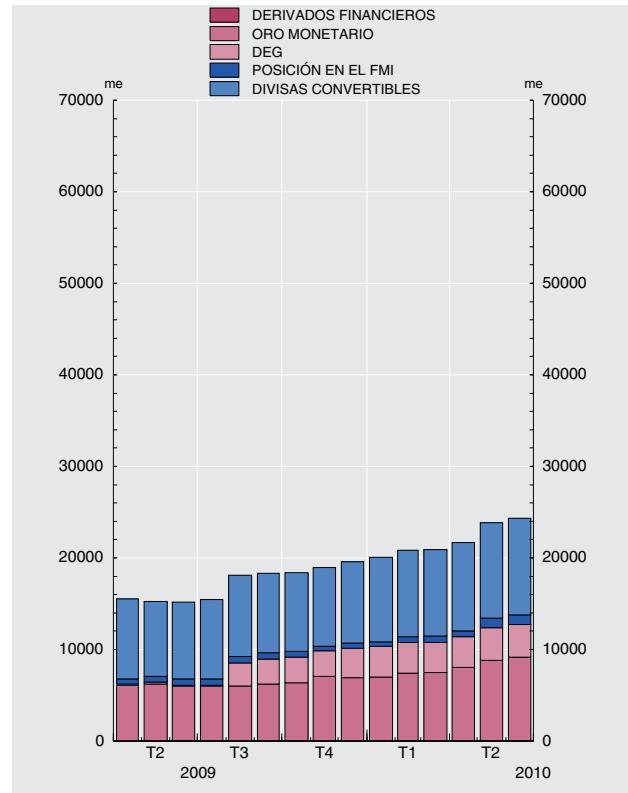
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
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	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09 Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
Feb	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
Mar	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
Abr	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
May	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
Jun	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1
Jul	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
Ago	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
Sep	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1
Oct	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1
Nov	18 946	8 570	533	2 761	7 083	-	9,1
Dic	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10 Ene	20 047	9 177	554	3 296	7 020	-	9,1
Feb	20 859	9 456	662	3 344	7 396	-	9,1
Mar	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	9,1
Abr	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1
May	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1
Jun	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	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				
06 /	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 /	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027			
II	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341			
III	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140			
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300			
08 /	1 595 222	200 162	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281			
II	1 649 772	202 265	5 594	161	177 009	19 501	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051			
III	1 688 149	217 753	9 722	493	187 624	19 914	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778			
IV	1 672 208	233 762	12 480	2 097	198 366	20 818	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187			
09 /	1 695 074	242 476	15 801	479	204 659	21 537	-	783 746	15 198	411 446	248 405	108 696			
II	1 722 015	255 955	21 125	977	211 201	22 652	-	784 190	14 200	409 692	250 957	109 341			
III	1 734 586	275 059	31 005	707	219 327	24 021	-	768 456	14 217	391 123	256 689	106 426			
IV	1 766 887	298 943	44 479	530	229 481	24 453	-	781 478	14 873	384 509	260 047	122 049			
10 /	1 787 640	317 491	51 813	115	240 254	25 308	-	788 184	16 642	392 162	257 003	122 377			

## 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												Millions de euros			
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa			
Total (a)	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:				
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas			
			16	17	18	19	20	21	22	23	24	25			
06 /	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 /	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504		
II	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769		
III	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714		
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128		
08 /	1 855	1 855	480 104	927	19 320	473	328 226	128 707	320	2 132	144 573	56 022	88 550		
II	12 326	12 326	490 021	6 217	20 258	1 465	327 505	132 211	317	2 047	151 074	61 172	89 902		
III	24 276	24 276	498 033	18 093	22 468	1 342	318 792	135 151	323	1 865	155 595	62 246	93 349		
IV	35 233	35 233	476 824	13 329	20 593	2 668	302 204	135 887	322	1 821	160 078	67 252	92 825		
09 /	32 491	32 491	474 683	20 066	17 108	3 275	287 545	144 007	356	2 327	161 678	72 214	89 465		
II	35 596	35 596	463 607	18 962	15 522	2 416	278 126	145 631	349	2 601	182 667	92 951	89 715		
III	47 538	47 538	459 850	13 242	14 278	2 322	280 237	146 657	383	2 731	183 683	91 673	92 010		
IV	41 400	41 400	459 316	17 974	11 944	2 052	279 076	145 029	381	2 860	185 750	94 398	91 352		
10 /	43 673	43 673	455 375	14 597	12 589	2 891	277 500	144 552	387	2 860	182 918	90 109	92 808		

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		
<b>09 Ene</b>	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	
<i>Feb</i>	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259	
<i>Mar</i>	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027	
<i>Abr</i>	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674	
<i>May</i>	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602	
<i>Jun</i>	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107	
<i>Jul</i>	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638	
<i>Ago</i>	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755	
<i>Sep</i>	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196	
<i>Oct</i>	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854	
<i>Nov</i>	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876	
<i>Dic</i>	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846	
<b>10 Ene</b>	541 473	61 899	664 650	-12 329	-	406	173 153	334 353	789 929	118 932	427 124	147 384	207 120	
<i>Feb</i>	534 339	72 624	647 446	-13 528	-	930	173 132	319 842	783 511	116 580	426 226	154 023	214 497	
<i>Mar</i>	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338	
<i>Abr</i>	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381	
<i>May</i>	518 635	97 546	692 289	-24 199	-	1 178	248 178	293 449	803 187	117 440	461 565	165 612	225 187	
<i>Jun</i>	496 616	129 940	713 202	-58 607	-	304	288 223	275 553	808 910	133 527	463 359	203 525	221 063	

### 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 financ. (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	
<b>09 Ene</b>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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	
<i>May</i>	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	
<i>Jun</i>	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	
<i>Jul</i>	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	
<i>Ago</i>	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	
<i>Sep</i>	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	
<i>Oct</i>	82 534	5 940	82 025	-579	-	4 4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257	
<i>Nov</i>	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	
<i>Dic</i>	76 105	2 801	78 640	-495	-	4 4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775	
<b>10 Ene</b>	77 318	591	88 649	-1 383	-	3 10 543	38 790	-5 447	17 774	78 093	31 878	16 160	76 037	26 201	
<i>Feb</i>	76 269	1 118	87 564	-1 254	-	2 11 161	40 278	-5 447	15 831	76 555	32 241	16 195	76 770	25 607	
<i>Mar</i>	81 881	1 504	88 688	-759	-	0 7 552	47 978	-5 447	13 216	76 922	30 454	16 266	77 895	26 134	
<i>Abr</i>	74 603	1 351	89 436	-861	-	-15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070	
<i>May</i>	85 618	7 984	97 566	-1 785	-	2 18 150	53 407	-5 447	10 853	76 313	30 862	17 638	78 683	26 805	
<i>Jun</i>	126 300	30 119	106 371	-607	-	55 9 638	92 411	-5 447	13 914	76 968	31 662	17 802	76 914	25 422	

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

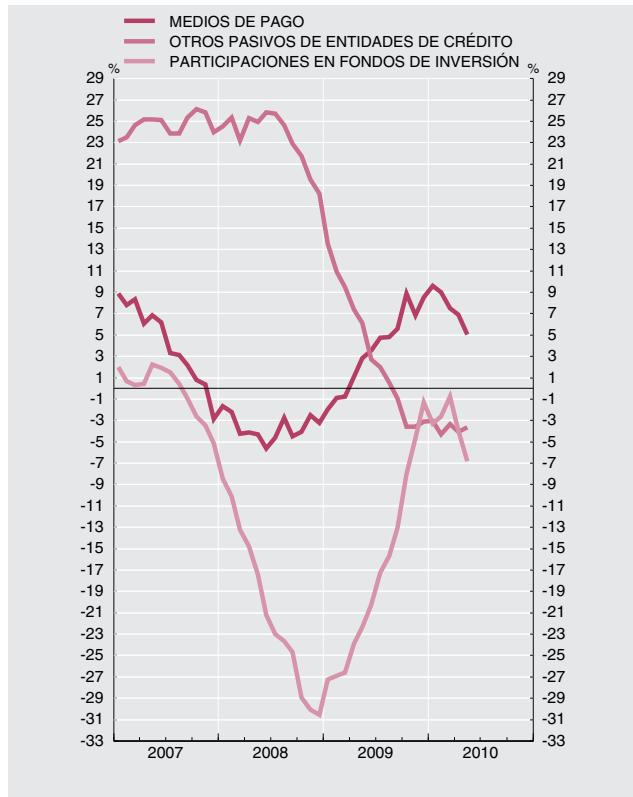
**8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

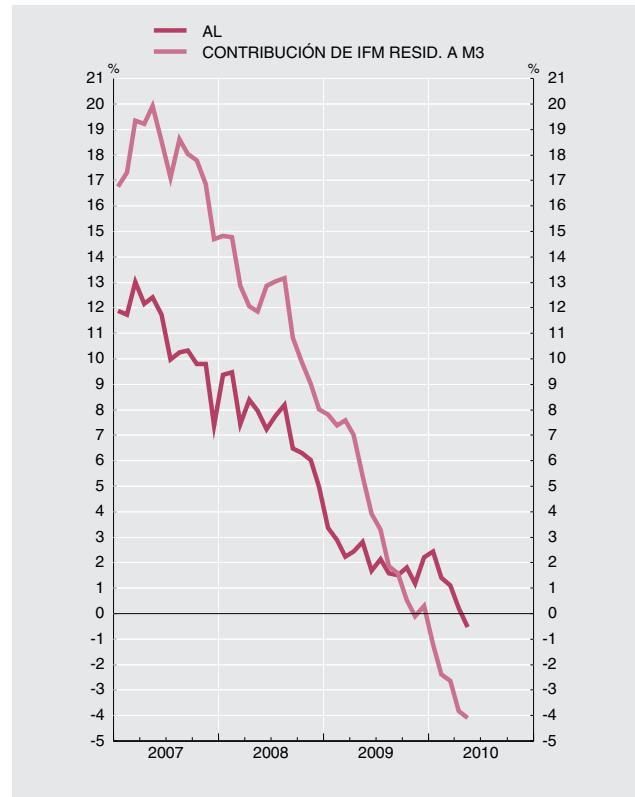
Millones de euros y porcentajes

	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	
07	497 886	-2,9	2,3	-4,1	461 537	24,0	29,8	-0,0	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,4	14,7	
08	481 724	-3,2	0,6	-4,2	545 638	18,2	24,3	-19,7	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0	
09	522 693	8,5	0,5	10,6	528 611	-3,1	-1,3	-14,6	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,2	0,3	
09 Feb	476 157	-0,9	1,3	-1,4	538 216	10,9	16,8	-27,1	-22,3	147 722	-26,9	-18,5	-34,8	2,9	7,4	
Mar	476 878	-0,8	1,8	-1,4	538 390	9,5	15,5	-30,2	-21,3	144 589	-26,6	-19,5	-33,7	2,2	7,6	
Abr	476 047	1,1	2,9	0,6	540 283	7,4	11,8	-21,8	-26,4	147 470	-23,9	-16,5	-31,2	2,4	7,0	
May	490 533	2,8	3,2	2,7	540 669	6,1	9,7	-16,7	-25,5	146 944	-22,3	-15,1	-29,4	2,8	5,4	
Jun	505 261	3,6	3,2	3,7	537 109	2,7	7,2	-20,4	-48,7	143 622	-20,2	-14,5	-26,0	1,7	3,9	
Jul	502 567	4,8	3,8	5,0	538 184	2,0	5,8	-19,9	-41,4	144 507	-17,2	-11,0	-23,6	2,1	3,3	
Ago	501 010	4,8	3,9	5,0	537 789	0,5	4,2	-20,7	-42,0	145 748	-15,7	-9,7	-21,9	1,6	1,9	
Sep	505 291	5,6	3,8	6,0	532 329	-0,9	2,6	-24,0	-35,2	145 654	-13,0	-5,9	-20,5	1,5	1,6	
Oct	506 846	8,9	-0,5	11,4	523 020	-3,6	-0,3	-27,0	-31,2	144 387	-8,0	-2,5	-13,9	1,8	0,5	
Nov	508 253	6,8	-0,0	8,6	522 661	-3,6	-1,4	-20,7	-28,2	144 514	-4,7	-0,1	-9,7	1,2	-0,1	
Dic	522 693	8,5	0,5	10,6	528 611	-3,1	-1,3	-14,6	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,2	0,3	
10 Ene	P 518 415	9,6	1,0	11,9	521 468	-3,0	-1,2	-19,7	-29,8	144 932	-3,3	-3,2	-3,4	2,4	-1,2	
Feb	P 519 032	9,0	0,8	11,1	515 131	-4,3	-2,2	-23,1	-38,5	143 869	-2,6	-5,4	0,7	1,4	-2,4	
Mar	P 512 629	7,5	1,0	9,2	520 495	-3,3	-1,4	-19,8	-40,3	143 517	-0,7	-7,5	7,3	1,1	-2,6	
Abr	P 509 031	6,9	-0,4	8,9	518 406	-4,0	-1,8	-25,5	-30,2	141 693	-3,9	-10,9	4,4	0,2	-3,8	
May	P 515 372	5,1	-0,1	6,4	520 842	-3,7	-0,1	-35,2	-40,7	136 923	-6,8	-13,7	1,3	-0,5	-4,1	

**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.

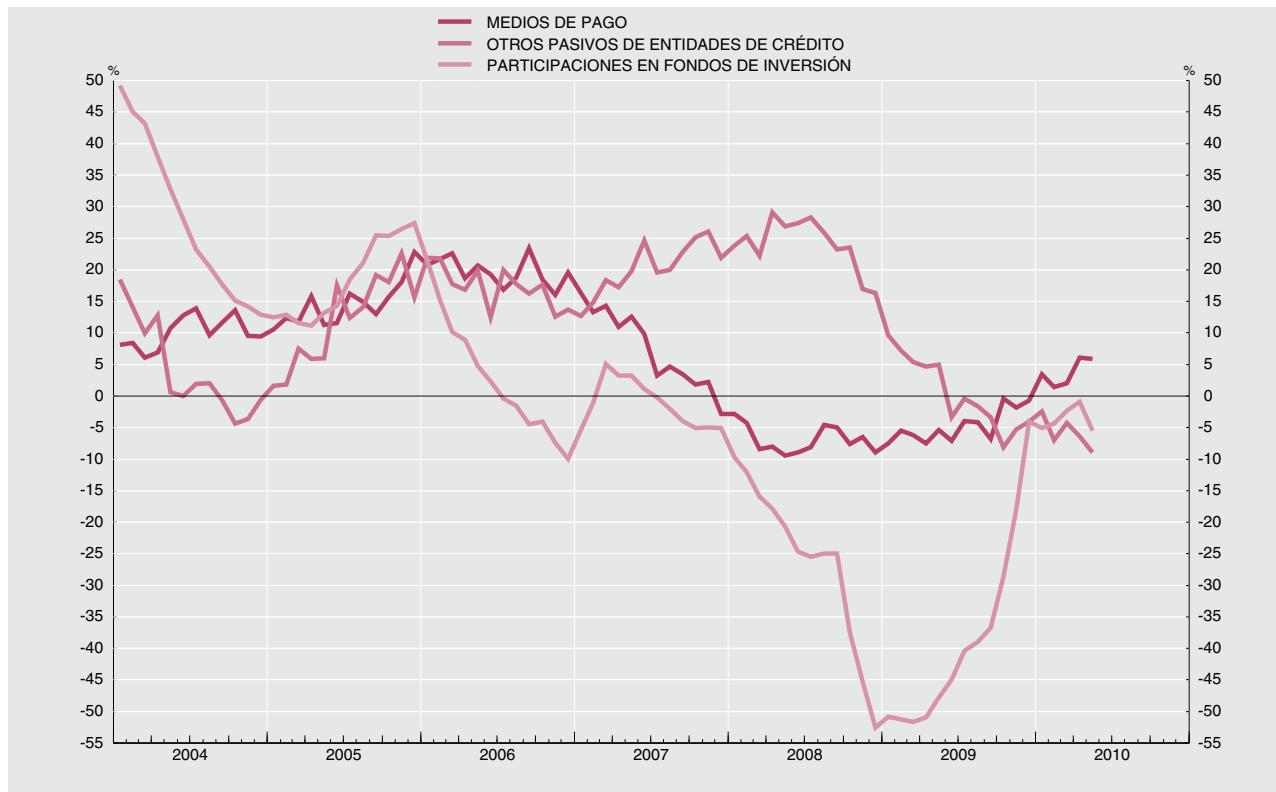
**8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión			
	Saldo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	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	
07	133 469	-2,8	101 522	22,0	37,4	0,4	25 188	-5,0	-2,2	-7,1	
08	121 593	-8,9	118 098	16,3	25,1	-0,4	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
09	120 775	-0,7	113 343	-4,0	9,2	-35,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
09 Feb	117 432	-5,4	111 817	7,2	16,8	-13,1	11 893	-51,2	-44,1	-57,7	
Mar	115 491	-6,2	112 190	5,4	16,7	-18,5	11 642	-51,7	-45,2	-57,8	
Abr	109 632	-7,5	114 936	4,7	11,7	-11,6	11 354	-50,9	-47,2	-54,5	
May	114 444	-5,3	117 216	5,0	11,8	-10,9	11 500	-47,8	-44,0	-51,5	
Jun	116 041	-7,1	114 366	-3,3	8,2	-27,6	11 252	-44,9	-42,7	-47,2	
Jul	113 274	-3,9	115 479	-0,4	12,6	-27,7	11 760	-40,4	-36,5	-44,4	
Ago	115 459	-4,1	116 753	-1,6	12,3	-30,7	11 860	-38,9	-34,7	-43,4	
Sep	117 229	-6,9	115 648	-3,3	13,2	-35,5	11 847	-36,8	-31,1	-42,6	
Oct	115 433	-0,4	111 485	-8,1	7,9	-40,6	11 265	-28,6	-27,0	-30,4	
Nov	118 459	-1,9	110 806	-5,3	9,3	-37,6	11 304	-18,0	-17,2	-18,8	
Dic	120 775	-0,7	113 343	-4,0	9,2	-35,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
10 Ene	P	119 672	3,4	108 716	-2,5	9,6	-34,8	11 443	-5,1	-8,8	-0,8
Feb	P	119 076	1,4	104 036	-7,0	4,9	-40,4	11 376	-4,4	-10,8	3,3
Mar	P	117 841	2,0	107 366	-4,3	6,3	-36,4	11 368	-2,4	-12,5	10,2
Abr	P	116 287	6,1	107 587	-6,4	4,0	-36,9	11 246	-0,9	-7,9	6,8
May	P	121 141	5,9	106 742	-8,9	3,4	-44,9	10 874	-5,4	-13,4	3,6

**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.

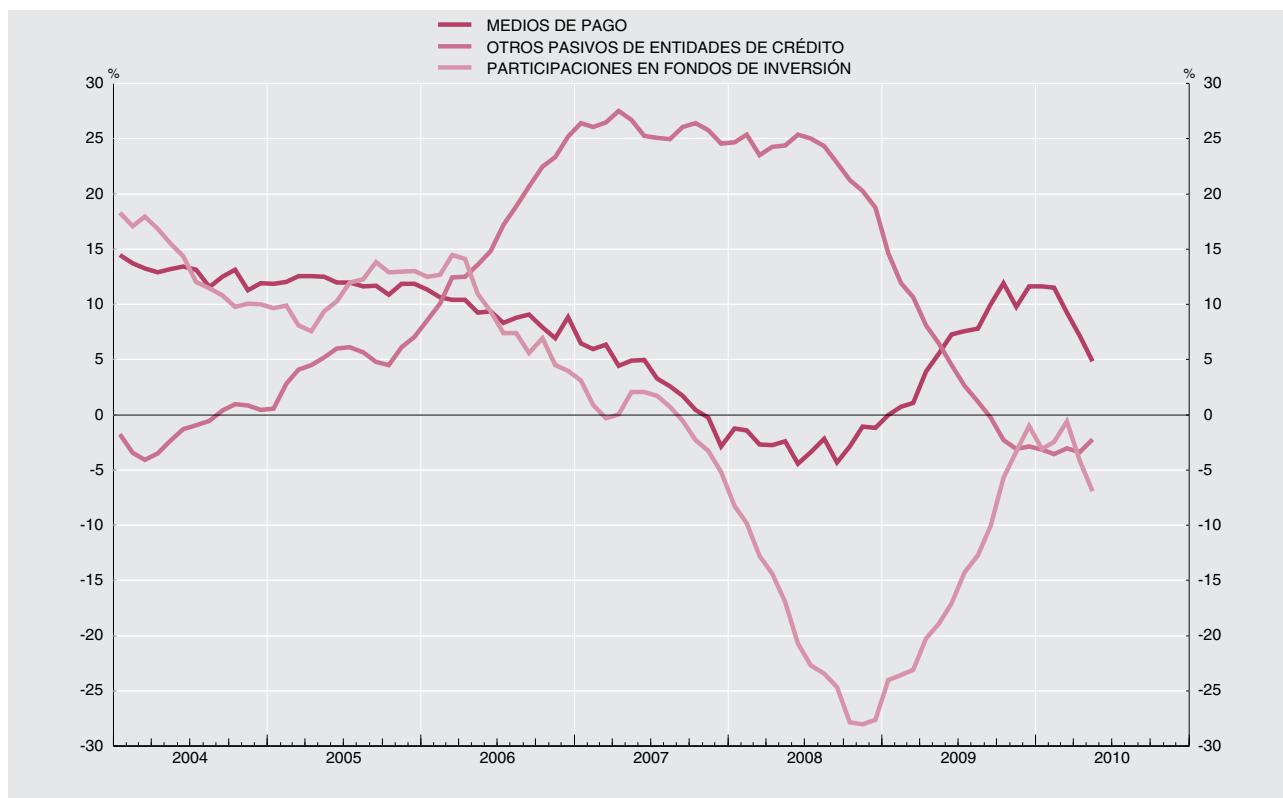
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ 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	11	12
07	364 417	-2,9	2,9	-4,6	360 016	24,6	28,4	-4,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08	360 131	-1,2	3,6	-2,7	427 540	18,8	24,2	-37,0	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
09	401 919	11,6	0,8	15,3	415 268	-2,9	-3,5	9,1	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>09 Feb</b>	358 725	0,7	3,9	-0,3	426 399	11,9	16,7	-40,2	135 829	-23,6	-15,0	-31,6
<i>Mar</i>	361 387	1,1	4,1	0,1	426 200	10,6	15,2	-39,7	132 947	-23,1	-16,0	-30,3
<i>Abr</i>	366 415	3,9	5,0	3,6	425 347	8,1	11,8	-33,8	136 116	-20,2	-12,4	-28,0
<i>May</i>	376 090	5,6	5,1	5,7	423 453	6,5	9,3	-25,6	135 444	-19,0	-11,3	-26,5
<i>Jun</i>	389 220	7,3	4,8	8,0	422 743	4,5	7,0	-23,1	132 370	-17,0	-10,8	-23,4
<i>Jul</i>	389 294	7,6	5,1	8,4	422 705	2,7	4,4	-18,7	132 747	-14,3	-7,8	-20,9
<i>Ago</i>	385 552	7,8	5,1	8,7	421 036	1,2	2,5	-16,7	133 888	-12,7	-6,5	-19,1
<i>Sep</i>	388 062	10,0	4,7	11,7	416 681	-0,3	0,5	-11,4	133 807	-10,1	-2,8	-17,7
<i>Oct</i>	391 413	11,9	0,3	16,0	411 535	-2,3	-2,0	-6,7	133 122	-5,7	0,2	-12,1
<i>Nov</i>	389 794	9,8	0,5	13,0	411 855	-3,1	-3,5	4,5	133 210	-3,3	1,6	-8,8
<i>Dic</i>	401 919	11,6	0,8	15,3	415 268	-2,9	-3,5	9,1	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10 Ene</b>	P 398 743	11,6	1,2	15,1	412 753	-3,2	-3,3	-0,3	133 489	-3,1	-2,7	-3,6
<i>Feb</i>	P 399 957	11,5	1,1	15,0	411 095	-3,6	-3,6	-3,6	132 493	-2,5	-4,9	0,4
<i>Mar</i>	P 394 788	9,2	1,3	11,9	413 128	-3,1	-3,0	-5,0	132 148	-0,6	-7,0	7,1
<i>Abr</i>	P 392 745	7,2	-0,1	9,6	410 819	-3,4	-3,0	-11,8	130 446	-4,2	-11,1	4,2
<i>May</i>	P 394 231	4,8	0,2	6,3	414 101	-2,2	-0,9	-24,8	126 049	-6,9	-13,7	1,1

**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.

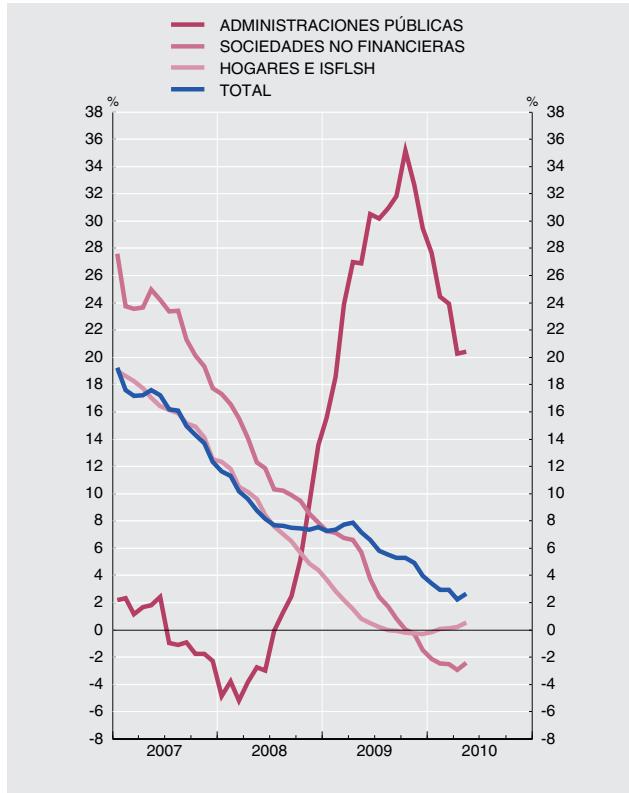
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

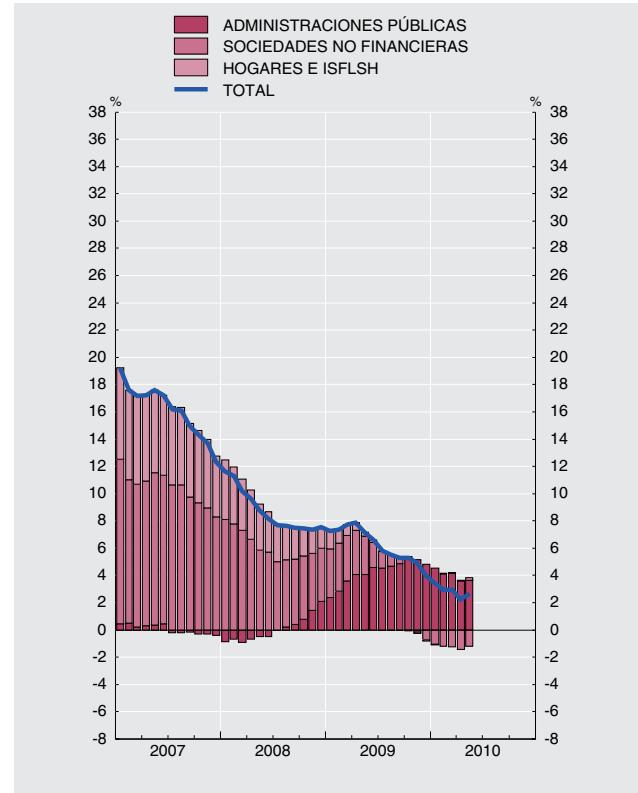
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi-nis-trac-cio-nes Pú-bli-cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi-nis-trac-cio-nes Pú-bli-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-tin-to-s de accio-nes	Prés-ta-mos del exte-rior		Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré-dito y fondos tituliz.	Valo-res dis-tin-to-s de accio-nes	Prés-ta-mos del exte-rior	Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré-dito y fondos tituliz.	Valo-res dis-tin-to-s de accio-nes	Prés-ta-mos del exte-rior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
07	2 470 505	270 478	12,3	-2,3	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,4	-0,4	12,7	8,3	4,4	11,1	0,3	1,4				
08	2 649 363	185 939	7,5	13,5	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3				
09	2 773 098	105 298	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	37,0	-0,2	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0				
09 Feb	2 668 540	16 853	7,4	18,6	5,3	7,1	2,8	4,2	22,0	10,5	2,8	4,5	3,5	1,0	3,0	0,3	1,2				
Mar	2 684 101	17 339	7,7	23,9	4,9	6,8	2,2	3,3	26,5	11,8	3,6	4,1	3,3	0,8	2,4	0,4	1,4				
Abr	2 707 487	23 129	7,9	27,0	4,5	6,6	1,5	2,9	24,4	12,0	4,1	3,8	3,3	0,5	2,1	0,4	1,4				
May	2 709 447	1 831	7,2	26,9	3,7	5,7	0,8	2,1	18,0	11,3	4,1	3,1	2,8	0,3	1,5	0,3	1,3				
Jun	2 735 016	14 154	6,6	30,5	2,4	3,7	0,5	0,8	12,9	10,5	4,6	2,0	1,8	0,2	0,6	0,2	1,2				
Jul	2 733 937	-2 364	5,8	30,2	1,5	2,4	0,2	-0,0	26,2	7,7	4,5	1,3	1,2	0,1	-0,0	0,4	0,9				
Ago	2 726 349	-8 097	5,5	31,0	1,0	1,7	-0,0	-0,6	25,4	7,4	4,7	0,9	0,9	-0,0	-0,4	0,4	0,9				
Sep	2 741 327	16 819	5,3	31,8	0,5	0,8	-0,1	-1,0	26,9	6,2	4,9	0,4	0,4	-0,0	-0,7	0,4	0,7				
Oct	2 752 149	11 076	5,3	35,2	-0,1	0,0	-0,2	-1,5	29,5	4,8	5,4	-0,1	0,0	-0,1	-1,1	0,4	0,6				
Nov	2 771 510	20 211	4,9	32,6	-0,3	-0,3	-0,2	-1,7	34,0	3,9	5,2	-0,2	-0,2	-0,1	-1,2	0,5	0,5				
Dic	2 773 098	-6 050	4,0	29,5	-1,0	-1,5	-0,3	-2,0	37,0	-0,2	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,6	-0,0				
10 Ene	P 2 756 070	-14 177	3,4	27,7	-1,3	-2,1	-0,1	-2,3	33,2	-0,5	4,5	-1,1	-1,1	-0,0	-1,6	0,5	-0,1				
Feb	P 2 760 541	4 772	2,9	24,5	-1,4	-2,5	0,1	-2,2	29,5	-1,4	4,1	-1,2	-1,2	0,0	-1,5	0,5	-0,2				
Mar	P 2 778 488	18 095	3,0	23,9	-1,4	-2,5	0,1	-2,1	32,3	-2,6	4,2	-1,2	-1,2	0,0	-1,4	0,5	-0,3				
Abr	P 2 781 799	4 063	2,2	20,3	-1,7	-2,9	0,2	-2,3	39,5	-3,6	3,6	-1,4	-1,4	0,1	-1,6	0,7	-0,4				
May	P 2 794 788	13 544	2,7	20,4	-1,2	-2,4	0,5	-2,0	47,8	-3,6	3,7	-1,0	-1,2	0,2	-1,4	0,8	-0,4				

### 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). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

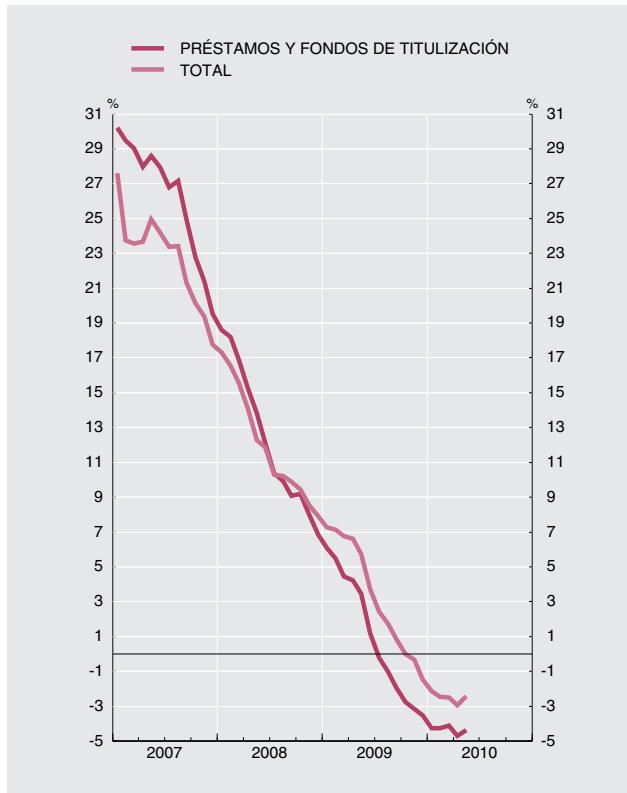
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

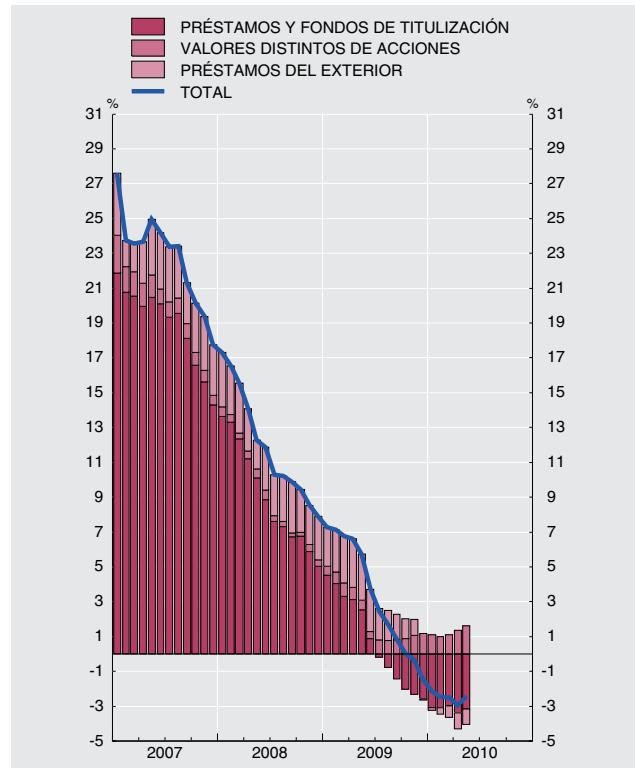
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emissions de filial. financ. resid.	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7							
07	1 215 441	181 829	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	283 137	12,2	2,9	2 678
08	1 306 593	95 981	7,9	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	311 396	10,8	2,5	2 060
09	1 310 437	-19 390	-1,5	916 357	-3,5	-2,6	56 254	40 095	37,0	1,2	337 826	-0,3	-0,1	1 252
09 Feb	1 313 408	2 611	7,1	953 408	5,5	4,0	44 680	30 002	22,0	0,7	315 320	10,5	2,4	1 900
Mar	1 315 889	3 554	6,8	952 533	4,4	3,3	45 424	30 788	26,5	0,8	317 931	11,7	2,7	1 788
Abr	1 323 923	7 751	6,6	955 121	4,2	3,1	45 774	31 893	24,4	0,7	323 028	12,0	2,8	2 787
May	1 320 699	-3 600	5,7	953 207	3,5	2,5	45 101	31 520	18,0	0,5	322 392	11,3	2,6	2 476
Jun	1 323 611	-9 103	3,7	940 241	1,2	0,9	44 475	31 731	12,9	0,4	338 895	10,5	2,5	1 560
Jul	1 324 267	-996	2,4	936 122	-0,2	-0,2	49 884	35 958	26,2	0,8	338 261	7,7	1,8	1 485
Ago	1 315 503	-9 532	1,7	926 637	-1,0	-0,8	49 505	35 444	25,4	0,8	339 361	7,3	1,7	1 461
Sep	1 313 499	-820	0,8	924 947	-2,0	-1,4	49 383	35 363	26,9	0,8	339 168	6,1	1,5	1 444
Oct	1 311 577	-1 998	0,0	922 853	-2,8	-2,0	50 844	35 330	29,5	0,9	337 880	4,8	1,1	1 402
Nov	1 309 783	-1 267	-0,3	918 855	-3,1	-2,3	55 168	39 262	34,0	1,1	335 759	3,8	0,9	1 414
Dic	1 310 437	-7 939	-1,5	916 357	-3,5	-2,6	56 254	40 095	37,0	1,2	337 826	-0,3	-0,1	1 252
10 Ene	P 1 301 306	-6 551	-2,1	909 621	-4,3	-3,1	57 618	41 388	33,2	1,1	334 068	-0,5	-0,1	1 217
Feb	P 1 299 503	-1 780	-2,5	908 076	-4,3	-3,1	57 857	41 445	29,5	1,0	333 570	-1,5	-0,4	1 183
Mar	P 1 302 585	2 707	-2,5	907 959	-4,1	-3,0	60 113	43 128	32,3	1,1	334 513	-2,7	-0,6	1 136
Abr	P 1 304 220	2 036	-2,9	904 750	-4,7	-3,4	63 868	45 871	39,5	1,4	335 602	-3,7	-0,9	1 109
May	P 1 307 055	3 149	-2,4	905 817	-4,4	-3,2	66 641	46 656	47,8	1,6	334 596	-3,7	-0,9	1 085

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.

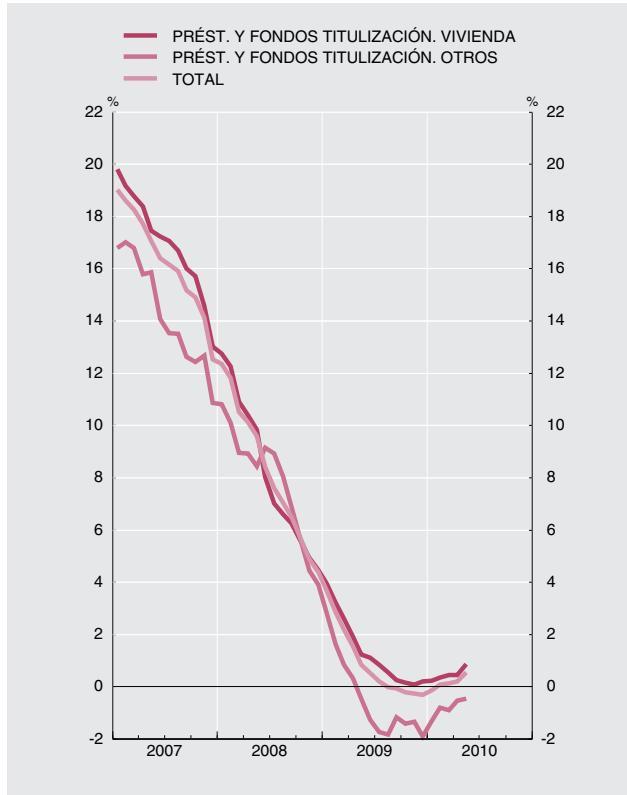
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

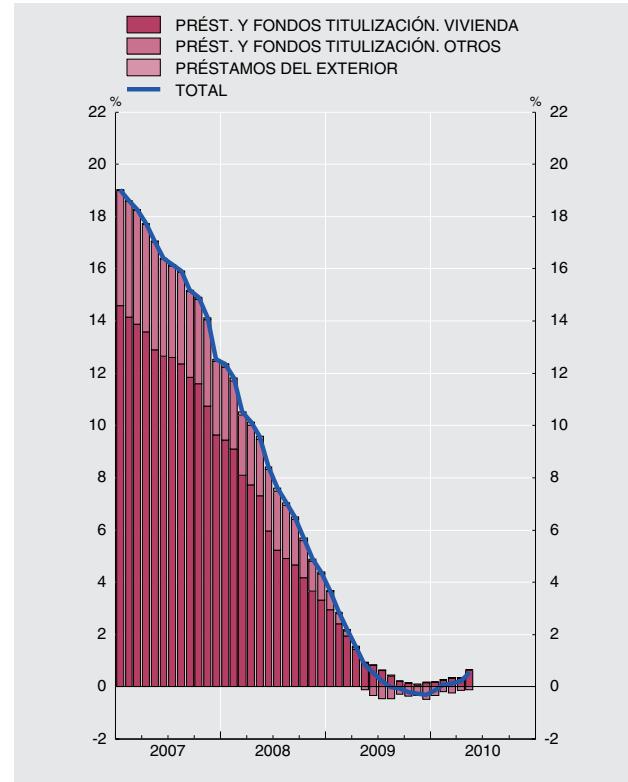
Millones de euros y porcentajes

	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
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
09	903 013	-2 726	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 637	11,0	0,0	23 986	2 986
09 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	902 737	-1 404	2,2	677 119	2,6	1,9	223 059	0,8	0,2	2 559	14,6	0,0	25 624	4 229
Abr	903 683	973	1,5	677 211	1,9	1,4	223 902	0,3	0,1	2 570	14,3	0,0	25 261	4 436
May	902 440	-996	0,8	675 976	1,2	0,9	223 883	-0,5	-0,1	2 581	13,1	0,0	24 130	4 116
Jun	908 465	6 624	0,5	676 651	1,1	0,8	229 223	-1,3	-0,3	2 591	12,9	0,0	25 087	3 674
Jul	905 593	-2 505	0,2	677 543	0,8	0,6	225 447	-1,7	-0,4	2 603	12,7	0,0	24 756	3 537
Ago	903 012	-2 323	-0,0	676 883	0,5	0,4	223 520	-1,8	-0,5	2 610	13,0	0,0	24 599	3 424
Sep	902 898	543	-0,1	676 739	0,3	0,2	223 538	-1,2	-0,3	2 621	13,0	0,0	24 305	3 310
Oct	903 451	884	-0,2	677 498	0,2	0,1	223 319	-1,4	-0,4	2 634	12,2	0,0	24 155	3 210
Nov	908 760	5 631	-0,2	678 402	0,1	0,1	227 716	-1,3	-0,3	2 641	12,0	0,0	24 623	3 040
Dic	903 013	-4 790	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 637	11,0	0,0	23 986	2 986
10 Ene	P 901 658	-1 085	-0,1	678 682	0,2	0,2	220 331	-1,3	-0,3	2 645	5,8	0,0	23 798	2 894
Feb	P 900 584	-795	0,1	678 908	0,4	0,3	219 020	-0,8	-0,2	2 656	5,3	0,0	23 564	2 784
Mar	P 899 003	-1 058	0,1	679 016	0,4	0,3	217 310	-0,9	-0,2	2 678	4,6	0,0	23 445	2 705
Abr	P 900 461	1 807	0,2	679 117	0,4	0,3	218 656	-0,5	-0,1	2 687	4,6	0,0	23 338	2 619
May	P 902 135	1 915	0,5	680 690	0,9	0,6	218 747	-0,5	-0,1	2 697	4,5	0,0	22 942	2 509

### 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.

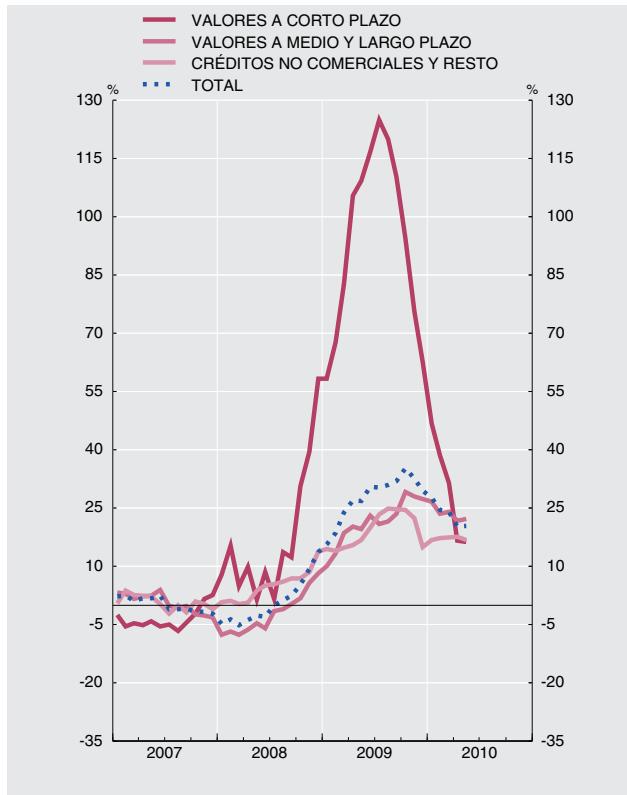
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

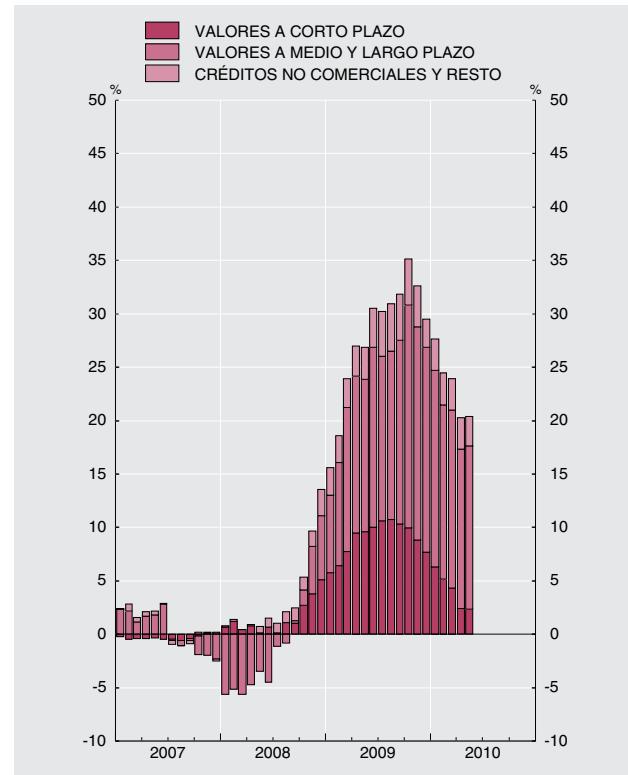
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta				Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	389 507	-1 575	-0,4	32 574	-770	-2,3	-0,2	288 873	-1 217	-0,4	-0,3	68 061	412	0,6	0,1	
07	380 660	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-669	-1,0	-0,2	
08	P 432 233	51 573	13,5	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	76 701	9 310	13,8	2,4	
09	P 559 647	127 414	29,5	86 001	33 125	62,6	7,7	385 528	82 872	27,4	19,2	88 118	11 417	14,9	2,6	
08 Dic	P 432 233	15 280	13,5	52 876	4 178	58,3	5,1	302 656	5 937	8,1	6,0	76 701	5 165	13,8	2,4	
09 Ene	P 433 264	1 031	15,6	58 415	5 540	58,3	5,7	297 997	-4 659	10,1	7,3	76 851	150	14,4	2,6	
Feb	P 450 286	17 022	18,6	60 287	1 871	67,7	6,4	312 065	14 068	13,3	9,7	77 934	1 083	13,9	2,5	
Mar	P 465 475	15 189	23,9	64 405	4 118	82,8	7,8	322 309	10 244	18,6	13,5	78 761	827	14,7	2,7	
Abr	P 479 881	14 406	27,0	69 740	5 335	105,4	9,5	330 996	8 687	20,2	14,7	79 145	383	15,5	2,8	
May	P 486 307	6 426	26,9	70 361	621	109,2	9,6	334 867	3 871	19,5	14,3	81 079	1 935	16,7	3,0	
Jun	P 502 940	16 633	30,5	71 807	1 446	116,6	10,0	346 566	11 699	23,0	16,8	84 567	3 488	19,9	3,6	
Jul	P 504 077	1 137	30,2	74 012	2 206	124,9	10,6	344 464	-2 102	20,9	15,4	85 601	1 034	23,4	4,2	
Ago	P 507 834	3 757	31,0	76 512	2 499	119,9	10,8	345 105	641	21,5	15,8	86 218	617	24,9	4,4	
Sep	P 524 930	17 096	31,8	78 475	1 963	110,3	10,3	359 130	14 025	23,5	17,2	87 326	1 108	24,7	4,3	
Oct	P 537 121	12 191	35,2	81 327	2 852	94,3	9,9	367 858	8 729	29,1	20,9	87 936	610	24,4	4,3	
Nov	P 552 968	15 847	32,6	85 522	4 195	75,6	8,8	379 901	12 043	28,0	20,0	87 545	-391	22,4	3,8	
Dic	P 559 647	6 680	29,5	86 001	480	62,6	7,7	385 528	5 627	27,4	19,2	88 118	573	14,9	2,6	
10 Ene	A 553 106	-6 541	27,7	85 770	-231	46,8	6,3	377 628	-7 900	26,7	18,4	89 708	1 590	16,7	3,0	
Feb	A 560 453	7 347	24,5	83 532	-2 238	38,6	5,2	385 480	7 852	23,5	16,3	91 441	1 733	17,3	3,0	
Mar	A 576 899	16 447	23,9	84 642	1 111	31,4	4,3	399 755	14 274	24,0	16,6	92 502	1 061	17,4	3,0	
Abr	A 577 119	219	20,3	81 352	-3 290	16,7	2,4	402 690	2 936	21,7	14,9	93 076	574	17,6	2,9	
May	A 585 598	8 479	20,4	81 749	397	16,2	2,3	409 119	6 428	22,2	15,3	94 731	1 655	16,8	2,8	

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

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

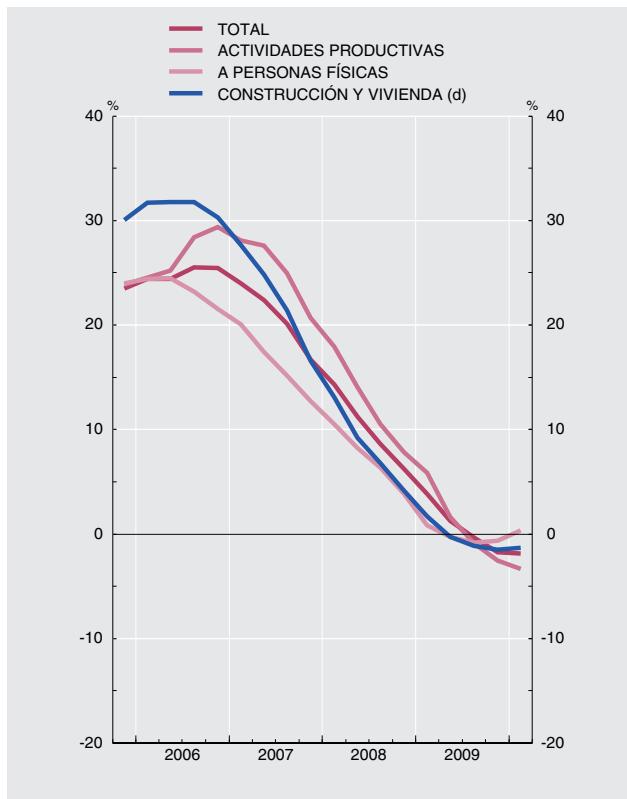
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

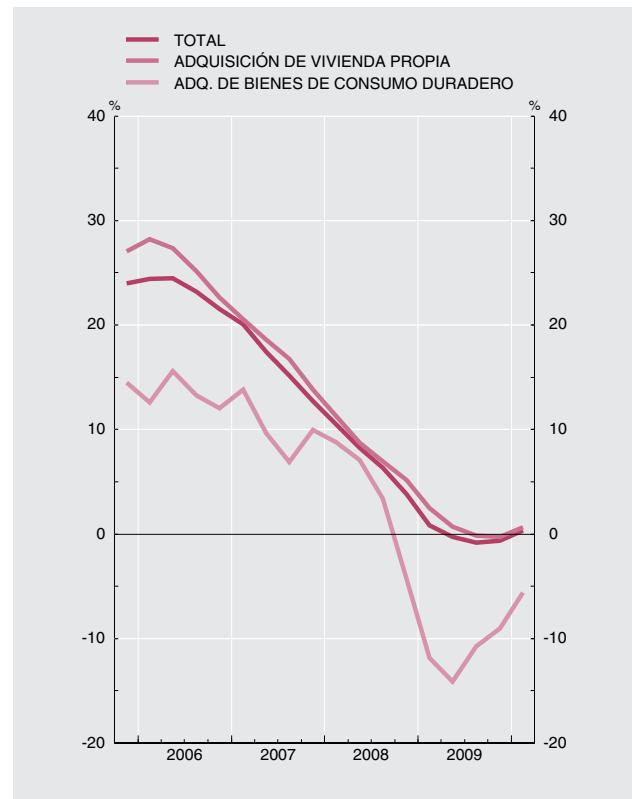
Millones de euros y porcentajes

	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					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
09	1 837 027	991 362	23 123	152 199	130 438	685 601	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 203	1 107 988
05 /V	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 /I	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
/II	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 /I	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
/II	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 /I	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
/II	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 /I	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
/II	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
/IV	1 837 027	991 362	23 123	152 199	130 438	685 601	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 203	1 107 988
10 /I	1 826 989	985 097	22 791	149 302	126 374	686 630	322 874	811 242	655 570	625 953	47 716	107 956	5 372	25 278	1 104 818

### 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.

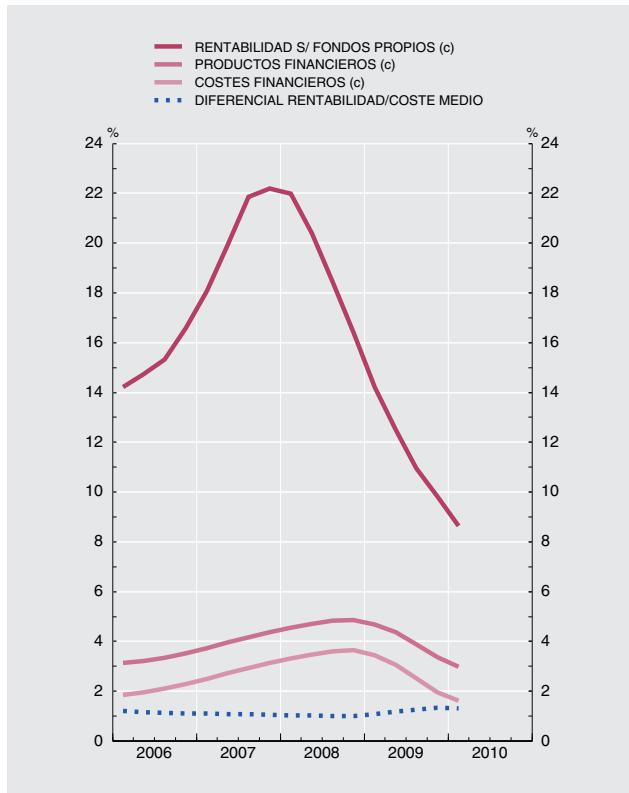
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias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

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

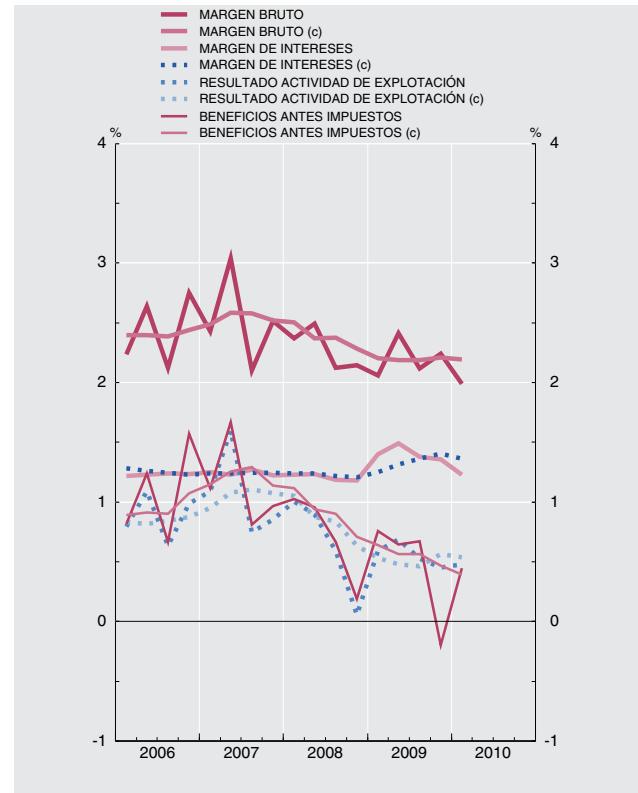
■ Serie representada gráficamente.

	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
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
09	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
07 /	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
//	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
/I	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
/V	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	3,5	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
//	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
/I	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
/V	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 /	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
//	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
/I	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
/V	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3
10 /	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	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.

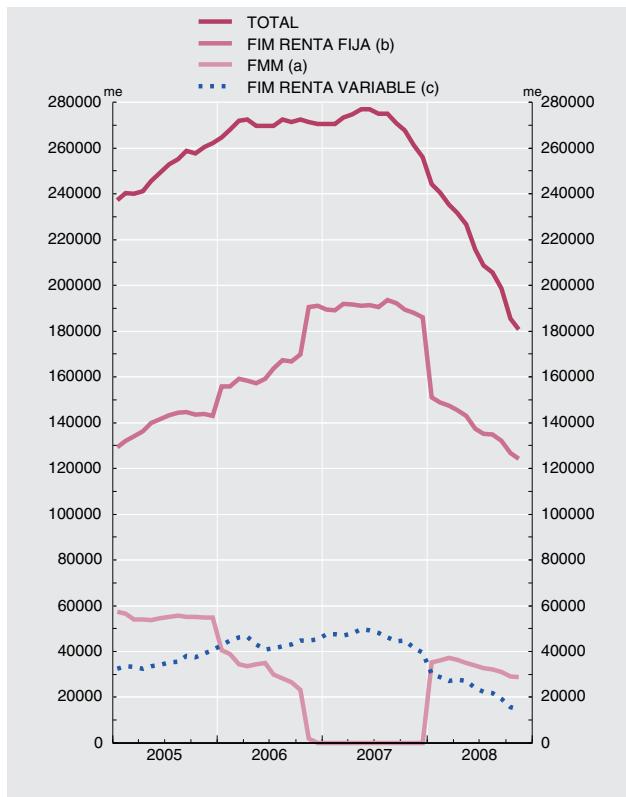
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

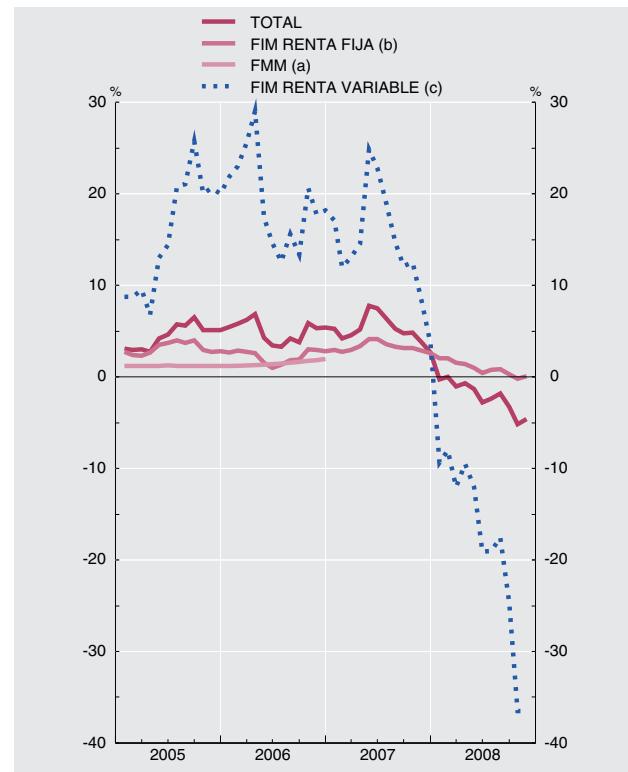
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	De la cual	Renta-bilidad últimos 12 meses	Patri-monio	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6				...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

### PATRIMONIO



### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

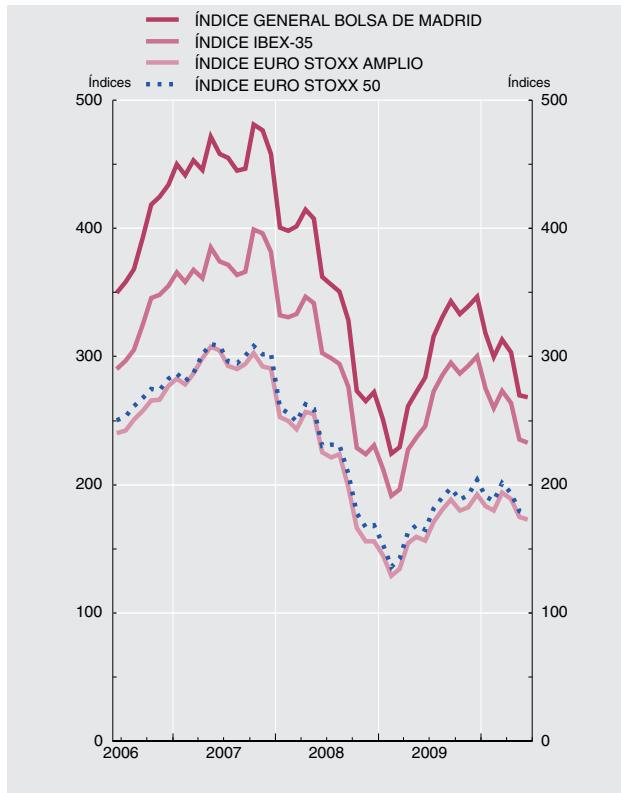
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

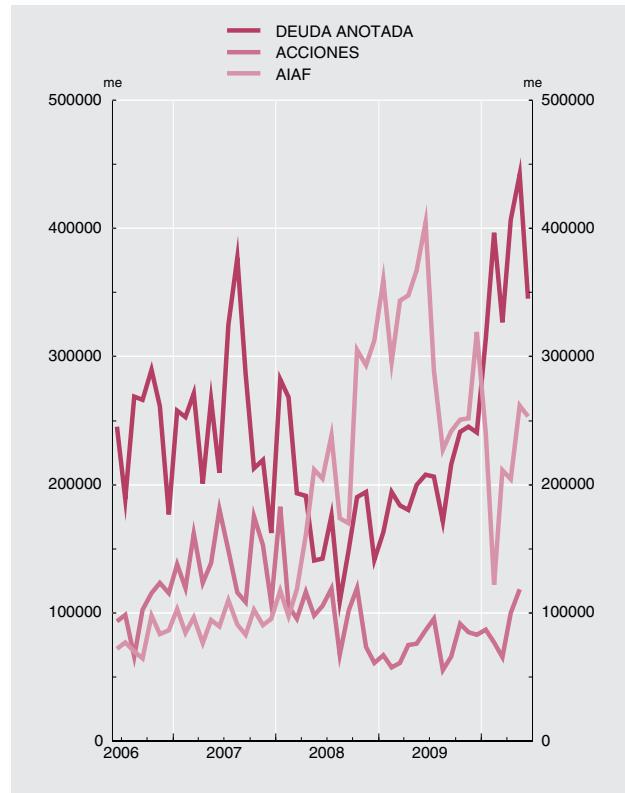
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
10	A 1 058,79	10 212,92	260,29	2 740,16	447 799	28 327	2 230 775	1 292 298	-	18 893	-	3 737
<b>09 Mar</b>	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>	1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	240 634	319 010	...	3 727	...	423
<b>10 Ene</b>	1 140,57	10 947,70	261,87	2 776,83	86 985	5 193	313 732	240 235	...	3 461	...	482
<i>Feb</i>	1 074,18	10 333,60	256,81	2 728,47	76 836	9 121	396 603	121 869	...	3 158	...	545
<i>Mar</i>	1 123,08	10 871,30	277,00	2 931,16	65 520	4 485	326 695	211 340	...	3 283	...	528
<i>Apr</i>	1 086,68	10 492,20	269,34	2 816,86	100 108	5 352	406 736	204 246	...	2 088	...	667
<i>May</i>	966,64	9 359,40	249,82	2 610,26	118 350	4 176	442 094	261 511	...	3 036	...	872
<i>Jun</i>	P 960,79	9 263,40	246,38	2 573,32	...	...	344 915	253 096	...	3 866	...	642

### 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

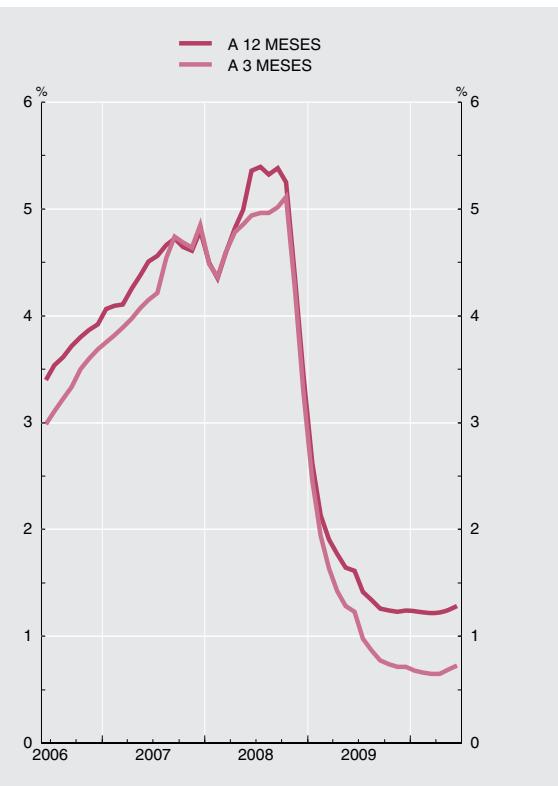
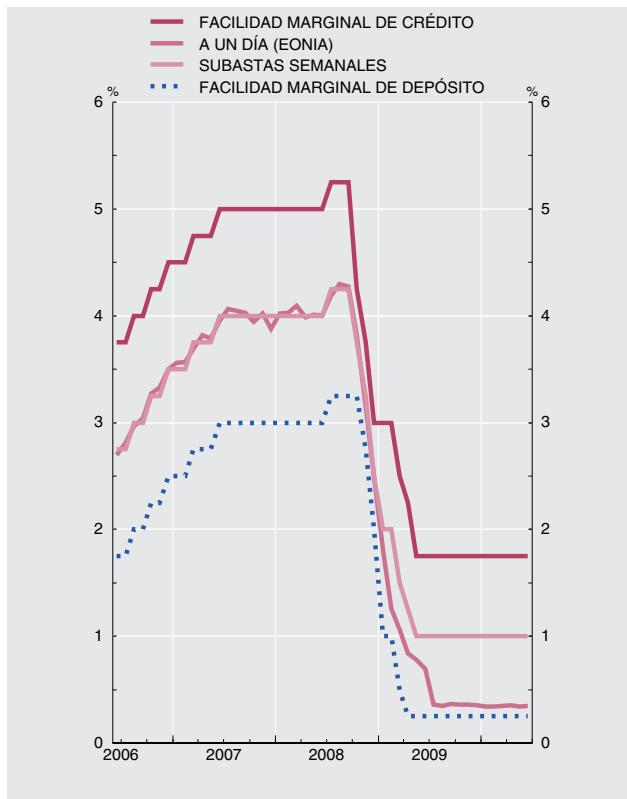
■ Serie representada gráficamente.

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				
					5	6	7	8	9	Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
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	
10	A	1,00	1,00	1,75	0,25	0,346	0,42	0,67	0,97	1,24	0,36	0,49	0,72	0,93	1,24	0,29	0,38	0,47	0,80
09	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
	Abr	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
10	Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,44	0,68	0,98	1,23	0,30	0,42	0,67	0,98	1,23	0,26	0,29	0,31	0,81
	Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,341	0,42	0,66	0,97	1,23	0,31	0,42	0,65	0,94	1,33	0,27	0,31	0,36	0,80
	Mar	1,00	-	1,75	0,25	0,348	0,41	0,64	0,95	1,22	0,32	0,40	0,61	0,87	1,17	0,26	0,29	0,36	-
	Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,353	0,40	0,64	0,96	1,23	0,32	0,42	0,64	0,84	1,21	0,26	0,27	0,33	0,79
	May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,69	0,98	1,25	0,38	0,46	0,69	0,97	-	0,30	0,38	0,50	-
	Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,345	0,45	0,73	1,01	1,28	0,53	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97	-

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

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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

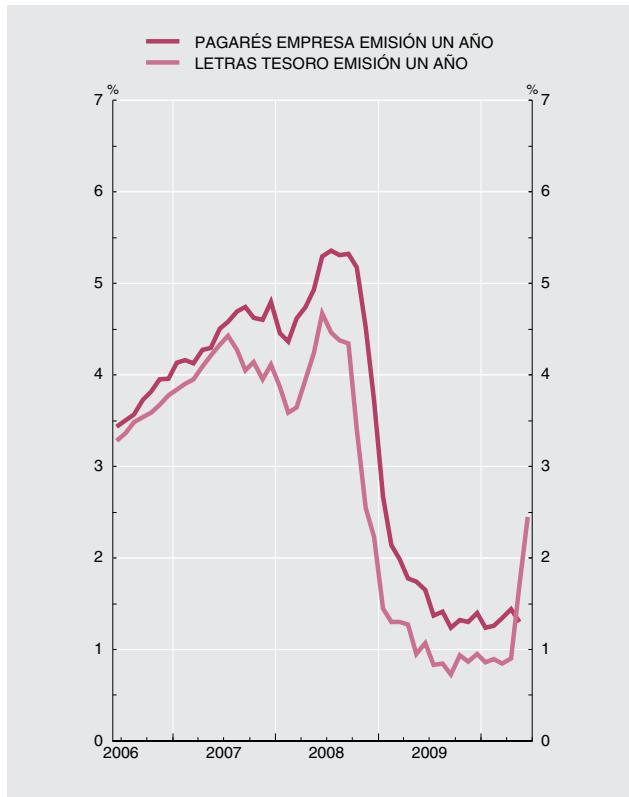
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

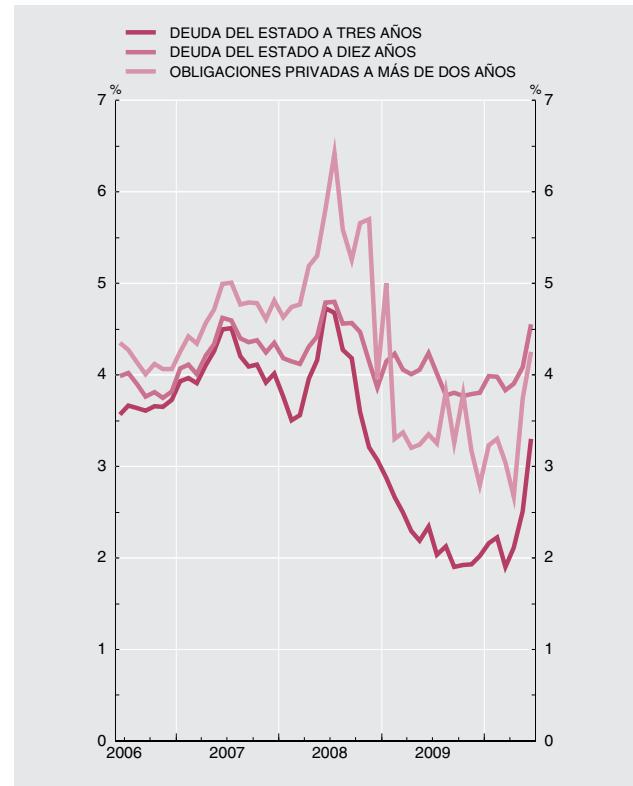
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	1	2	3	4	5	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	12	
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		
10	A	1,28	1,22	1,32	1,21	2,70	3,14	4,23	4,45	5,09	2,37	4,06	3,37	
<b>09 Mar</b>	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37		
<i>Abr</i>	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20		
<i>May</i>	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24		
<i>Jun</i>	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35		
<i>Jul</i>	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25		
<i>Ago</i>	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82		
<i>Sep</i>	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26		
<i>Oct</i>	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79		
<i>Nov</i>	0,87	0,85	1,30	1,24	-	2,76	-	4,26	-	1,93	3,79	3,17		
<i>Dic</i>	0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80		
<b>10 Ene</b>	0,86	0,81	1,24	1,15	-	2,86	4,10	-	4,86	2,16	3,99	3,23		
<i>Feb</i>	0,90	0,83	1,26	1,17	2,66	-	-	-	4,81	2,23	3,98	3,30		
<i>Mar</i>	0,85	0,74	1,34	1,17	-	2,84	3,86	-	4,77	1,90	3,83	3,04		
<i>Abr</i>	0,90	1,08	1,44	1,18	2,03	-	-	4,45	-	2,11	3,90	2,67		
<i>May</i>	1,70	1,58	1,30	1,24	-	-	4,08	-	-	2,51	4,08	3,74		
<i>Jun</i>	2,45	2,27	...	1,32	3,39	-	4,91	-	5,94	3,30	4,56	4,25		

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

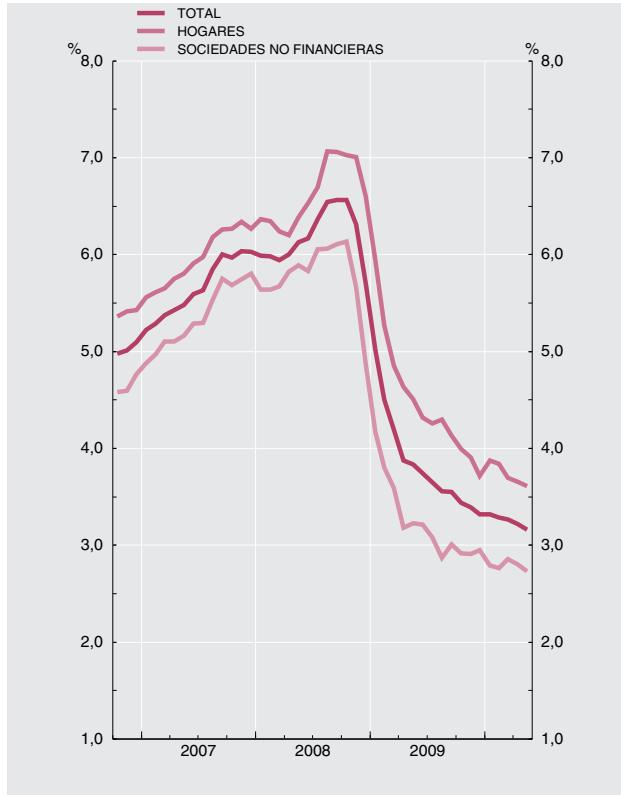
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)  
NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

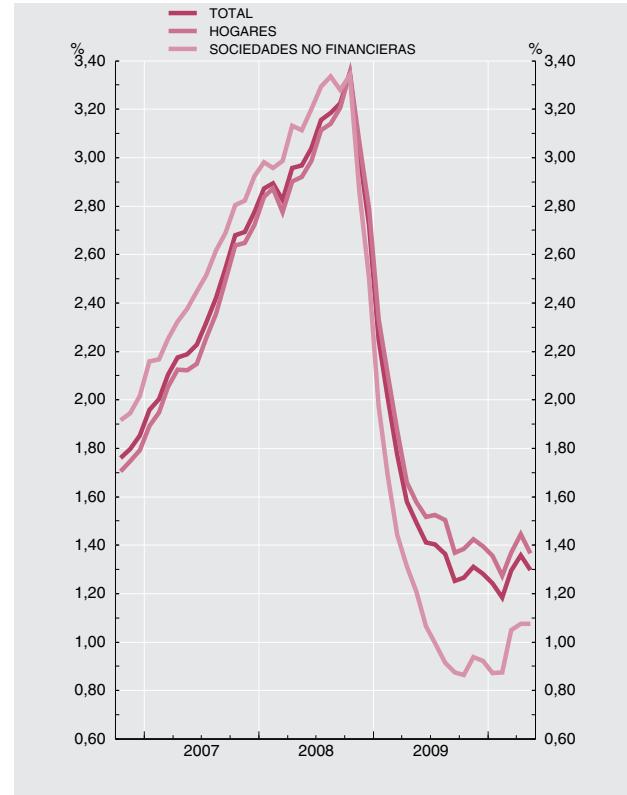
Porcentajes

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					
	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		
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	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
10	A	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40
08 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		3,39	3,91	2,70	7,40	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35
Dic		3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41
10 Ene	P	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27
Feb	P	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31
Mar	P	3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25
Abr	P	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34
May	P	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40

**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 (NEDD).

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.

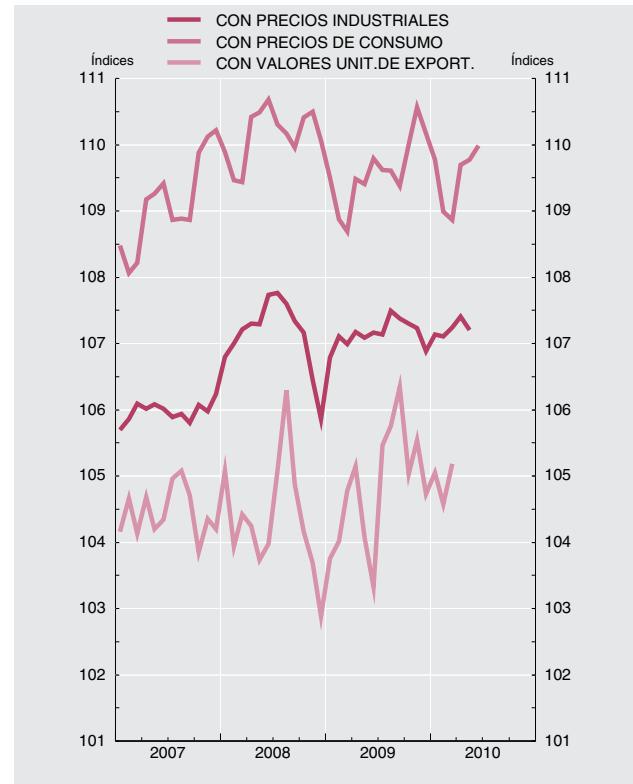
Base 1999 I = 100

	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 de manufac-	Con costes laborales unitarios de manufac-	
	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		
07	105,4	108,1	110,4	103,0	100,0	105,5	108,2	110,4	103,1	106,0	109,1	112,5	121,3	104,4		
08	107,6	110,5	113,0	103,0	101,3	106,2	109,0	111,5	101,8	107,1	110,2	113,8	123,2	104,4		
09	108,8	111,6	110,8	103,5	103,2	105,4	108,1	107,3	100,3	107,1	109,6	109,4	117,9	104,8		
08 //	107,8	110,7	113,6	102,4	101,1	106,6	109,5	112,3	101,3	107,4	110,5	114,6	125,2	104,0		
//	107,7	110,1	112,7	103,9	101,0	106,6	109,0	111,5	102,9	107,6	110,1	113,8	124,9	105,4		
/V	107,6	111,4	112,2	102,7	102,2	105,3	109,1	109,8	100,7	106,5	110,3	111,9	120,5	103,6		
09 /	109,2	111,7	110,7	103,2	103,7	105,3	107,7	106,8	99,7	107,0	109,0	108,6	114,6	104,2		
//	108,8	111,6	110,8	102,8	103,2	105,4	108,1	107,4	99,7	107,1	109,6	109,5	117,7	104,2		
/II	108,6	111,0	110,2	104,3	102,8	105,6	108,0	107,1	101,5	107,3	109,5	109,3	120,6	105,8		
/V	108,7	112,2	111,6	103,5	103,2	105,3	108,7	108,1	100,4	107,1	110,2	110,2	118,4	105,1		
10 /	108,3	110,6	110,0	102,9	102,8	105,4	107,5	107,0	100,1	107,2	109,2	109,1	112,7	105,0		
09 Sep	108,8	111,1	...	104,9	103,0	105,6	107,8	...	101,9	107,4	109,4	...	...	106,3		
Oct	109,1	112,1	...	103,7	103,3	105,5	108,4	...	100,4	107,3	110,0	...	...	105,0		
Nov	108,7	112,4	...	103,9	103,1	105,4	109,0	...	100,8	107,2	110,6	...	...	105,5		
Dic	108,4	112,0	...	103,0	103,2	105,0	108,6	...	99,9	106,9	110,2	...	...	104,7		
10 Ene	108,4	111,1	...	102,9	102,9	105,3	108,0	...	100,1	107,1	109,8	...	...	105,1		
Feb	108,2	110,2	...	102,6	102,7	105,3	107,3	...	100,0	107,1	109,0	...	...	104,6		
Mar	108,5	110,3	...	103,1	102,9	105,4	107,2	...	100,3	107,2	108,9	...	...	105,2		
Abr	108,2	110,7	...	102,5	102,5	105,6	108,0	...	107,4	109,7	...	...	...	...		
May	107,9	110,7	...	102,5	105,3	108,1	...	107,2	109,8	...	...	...	...	...		
Jun	...	110,6	...	102,2	...	108,3	...	...	110,0	...	...	...	...	...		

#### 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 correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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.

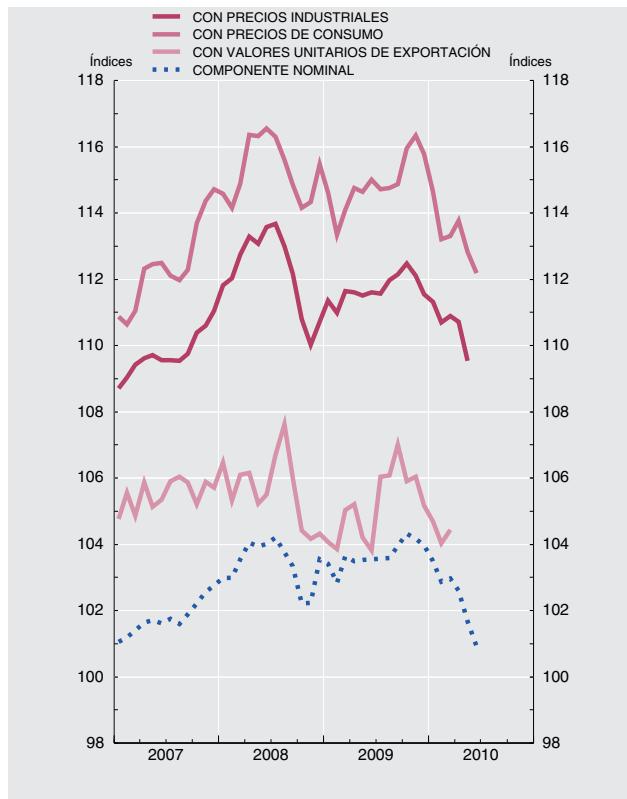
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ 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 manufactura- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactura- 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		
07	109,7	112,4	124,9	105,5	101,8	107,8	110,4	122,7	103,7	110,5	113,7	102,8	107,5	110,6		
08	112,2	115,3	129,3	105,7	103,4	108,5	111,5	125,0	102,3	113,0	116,7	104,8	107,9	111,3		
09	111,7	114,9	125,3	105,2	103,7	107,8	110,8	120,8	101,5	112,1	115,8	104,8	107,0	110,5		
08 //	113,3	116,4	131,6	105,6	104,0	109,0	111,9	126,6	101,6	114,6	118,3	105,8	108,3	111,8		
//	113,0	115,6	131,7	106,8	103,8	108,8	111,4	127,0	103,0	113,7	117,0	105,2	108,1	111,2		
/IV	110,5	114,7	126,4	104,3	102,7	107,6	111,7	123,1	101,7	110,6	115,2	103,4	107,0	111,4		
09 /	111,3	114,0	121,2	104,3	103,3	107,8	110,4	117,4	101,0	111,4	114,4	104,0	107,1	110,0		
//	111,6	114,8	125,3	104,4	103,5	107,8	110,9	121,0	100,9	111,8	115,5	104,5	107,1	110,6		
/III	111,9	114,8	128,0	106,4	103,7	107,9	110,7	123,4	102,6	112,5	115,9	105,1	107,1	110,3		
/IV	112,0	116,0	126,4	105,7	104,1	107,6	111,4	121,4	101,6	112,6	117,2	105,6	106,6	111,0		
10 /	111,0	113,7	119,1	104,4	103,1	107,6	110,3	115,5	101,3	110,7	114,1	103,9	106,5	109,8		
09 Sep	112,2	114,9	...	107,0	103,9	107,9	110,5	...	103,0	112,8	116,1	105,4	107,0	110,1		
Oct	112,5	115,9	...	105,9	104,3	107,8	111,2	...	101,6	113,1	117,2	105,8	106,9	110,7		
Nov	112,1	116,4	...	106,0	104,2	107,6	111,7	...	101,9	112,8	117,6	105,7	106,7	111,3		
Dic	111,5	115,8	...	105,2	104,0	107,3	111,4	...	101,2	111,9	116,9	105,3	106,3	110,9		
10 Ene	111,3	114,6	...	104,7	103,5	107,6	110,8	...	101,2	111,4	115,3	104,6	106,5	110,2		
Feb	110,7	113,2	...	104,0	102,9	107,6	110,1	...	101,2	110,3	113,5	103,6	106,5	109,6		
Mar	110,9	113,3	...	104,4	103,0	107,7	110,1	...	101,5	110,3	113,5	103,5	106,6	109,6		
Abr	110,7	113,8	...	102,6	107,9	110,9	...	...	110,0	113,7	102,9	106,9	110,5			
May	109,5	112,8	...	101,7	107,7	111,0	...	...	108,4	112,3	101,6	106,7	110,5			
Jun	...	112,2	...	100,9	...	111,2	...	...	...	111,5	100,7	...	110,7			

### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



### ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

MAY 2009	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
JUN 2009	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 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 Eurosystema 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 Análisis 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
FEB 2010	Evolución reciente de la economía española 11
	La evolución del empleo y del paro en 2009, según la Encuesta de Población Activa 31
	Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo 45
	Evolución reciente de las comisiones por servicios bancarios 55
	Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo 65
MAR 2010	Evolución reciente de la economía española 11
	Informe de proyecciones de la economía española 29
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2009 y avance de cierre del ejercicio 45
	Fluctuaciones del empleo en un mercado de trabajo con contratación dual 61
	Los instrumentos de ahorro-previsión en España: desarrollos recientes 71
	La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis 83
ABR 2010	Informe trimestral de la economía española 11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010 73
	Las reformas microeconómicas en el área del euro 85
	El comercio exterior de servicios no turísticos en España 103
	Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010 115
	Regulación financiera: primer trimestre de 2010 145
MAY 2010	Evolución reciente de la economía española 11
	La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 29
	Comportamiento cíclico de las entradas y salidas de inmigrantes 39
	El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro 49
	El empleo de la UEM en 2009 65
	La crisis financiera global en América Latina y Europa del Este. Un análisis comparado 77
JUN 2010	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 2010 39
	La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados 55
	Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España 65
	Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles 79
	El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis 87
	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009 105
JUL-AGO 2010	Informe trimestral de la economía española 11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010 81
	La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas 95
	El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica 109
	La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis 125
	La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010 133
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009 147
	Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009 165
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2010 177

## 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

- 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).

**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.

- 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

- 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 ANTON NAKOV: 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.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAIVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDÍZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICTHS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÈS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.
- 1014 LUIS M. VICEIRA Y RICARDO GIMENO: The euro as a reserve currency for global investors.
- 1015 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: Understanding the Spanish business innovation gap: The role of spillovers and firms' absorptive capacity.
- 1016 AITOR LACUESTA Y SERGIO PUENTE: El efecto del ciclo económico en las entradas y salidas de inmigrantes en España.
- 1017 REBEKKA CHRISTOPOULOU, JUAN F. JIMENO Y ANA LAMO: Changes in the wage structure in EU countries.
- 1018 THOMAS BREUER, MARTIN JANDAČKA, JAVIER MENCÍA Y MARTIN SUMMER: A systematic approach to multi-period stress testing of portfolio credit risk.

- 1019 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Micro-based estimates of heterogeneous pricing rules: The United States vs. the euro area.
- 1020 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: I.T. investment and intangibles: Evidence from banks.
- 1021 LUISA LAMBERTINI, CATERINA MENDICINO Y MARÍA TERESA PUNZI: Expectations-driven cycles in the housing market.
- 1022 JULIÁN MESSINA, PHILIPP DU CAJU, CLÁUDIA FILIPA DUARTE, NIELS LYNGGARD HANSEN Y MARIO IZQUIERDO: The incidence of nominal and real wage rigidity: an individual-based sectoral approach.
- 1023 ALESSIO MORO: Development, growth and volatility.
- 1024 LUIS J. ÁLVAREZ Y ALBERTO CABRERO: Does housing really lead the business cycle?
- 1025 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: Is judicial inefficiency increasing the house property market weight in Spain? Evidence at the local level.
- 1026 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y PILAR PONCELA: Green shoots in the Euro area. A real time measure.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.<sup>a</sup> 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 la 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.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGOS, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTÍN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.

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

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.  
JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). 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>
---------------------------------------	---