

BOLETÍN ECONÓMICO

01/2009

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



BOLETÍN ECONÓMICO ENERO 2009

**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2009
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	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 esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
 - 2 Entorno exterior del área del euro 21
 - 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 29
 - 4 La economía española 45
 - 5 Evolución financiera 65
- Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España 79**
- Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006 89**
- La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM 103**
- Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales 117**
- Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008 131**

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

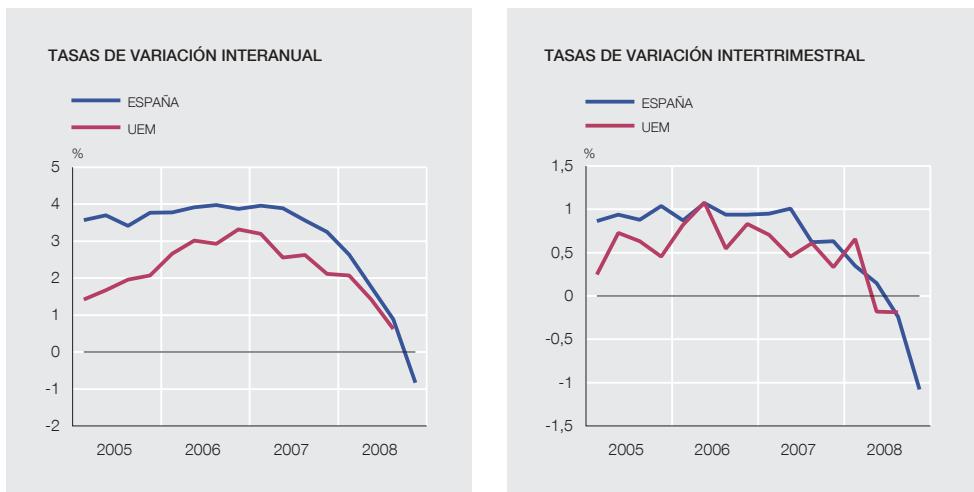
1 Rasgos básicos

Durante los tres primeros trimestres de 2008, la economía española experimentó una continua pérdida de impulso, fruto de la propia dinámica del ajuste interno que había iniciado el año anterior y del impacto del prolongado episodio de inestabilidad financiera. Según la información disponible, esta pauta se habría intensificado en el cuarto trimestre, tras el agravamiento de la crisis financiera internacional —que tuvo importantes efectos sobre la confianza de los agentes y supuso un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación—, estimándose un descenso de la tasa interanual del PIB del 0,8% (−1,1% en su tasa intertrimestral). Detrás de esta evolución se encontraría una reducción de la demanda nacional del 2,4%, en términos de su tasa interanual, que no pudo ser compensada por la demanda exterior neta, que amplió en nueve décimas su aportación positiva al crecimiento del producto, hasta alcanzar 1,7 pp.

Con este cierre del año, la tasa de crecimiento del PIB en el conjunto del 2008 se habría situado en el 1,1%, cifra que representa una sustancial desaceleración con respecto a la tasa de avance del año previo (3,7%). El pronunciado declive del ritmo de crecimiento a lo largo de 2008 se produjo como consecuencia de la intensa ralentización de la demanda nacional, que registró una tasa de avance promedio del 0,4%, frente al 4,2% de 2007, resultado del debilitamiento generalizado de todos sus componentes, excepto del consumo público, que mantuvo registros similares a los del año previo. Destacan, no obstante, la fuerte corrección de la inversión residencial —cuya tasa de variación descendió en el promedio del año cerca del 10%— y el rápido ajuste del consumo —que en la segunda mitad del año experimentó crecimientos prácticamente nulos o incluso negativos—. Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva al crecimiento del producto, por primera vez desde 1997, de 0,7 pp, frente a una aportación negativa de 0,8 pp en 2007, apoyada sobre todo en la rápida pérdida de pulso de las importaciones, que fue de mayor intensidad que la ralentización de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, el frenazo del gasto repercutió en todas las ramas productivas, aunque en mayor medida en las ramas industriales y en la construcción, así como en el ritmo de generación de empleo, que registró un acusado deterioro, hasta el punto de entrar en una fase de reducción neta de puestos de trabajo en el tercer trimestre, que se intensificó en los últimos meses del ejercicio. Como consecuencia de ello, en 2008 la ocupación cayó el 0,5% (frente a un aumento del 3,1% en 2007) y la tasa de paro se elevó sustancialmente, hasta el 11,3% en el promedio del año (13,9% en el cuarto trimestre), según la EPA, en un contexto en el que la oferta laboral mantuvo un fuerte dinamismo. En cuanto a la inflación, la tasa de crecimiento del IPC se situó, en el promedio del año, en el 4,1%, por encima del valor medio del año anterior (2,8%), si bien en la segunda parte del ejercicio mostró un perfil de rápida desaceleración, hasta alcanzar en diciembre una tasa de variación interanual del 1,4%, la más baja desde 1998. De este modo, el diferencial de inflación con la UEM, en términos del IAPC, se redujo en diciembre, finalizando el año con un registro negativo, por primera vez desde el inicio de la UEM, de −0,1 pp.

El panorama económico internacional en el último trimestre estuvo marcado por el episodio de excepcional inestabilidad que vivió el sistema financiero mundial en los meses de septiembre y octubre, así como por la contundente respuesta de los gobiernos y de los bancos centrales, que, ante la gravedad de la situación, adoptaron planes urgentes de apoyo en el ámbito fiscal y financiero, procedieron a ampliar los mecanismos de provisión de liquidez e instrumentaron reducciones en los tipos de intervención de magnitud sin precedente. Pese a



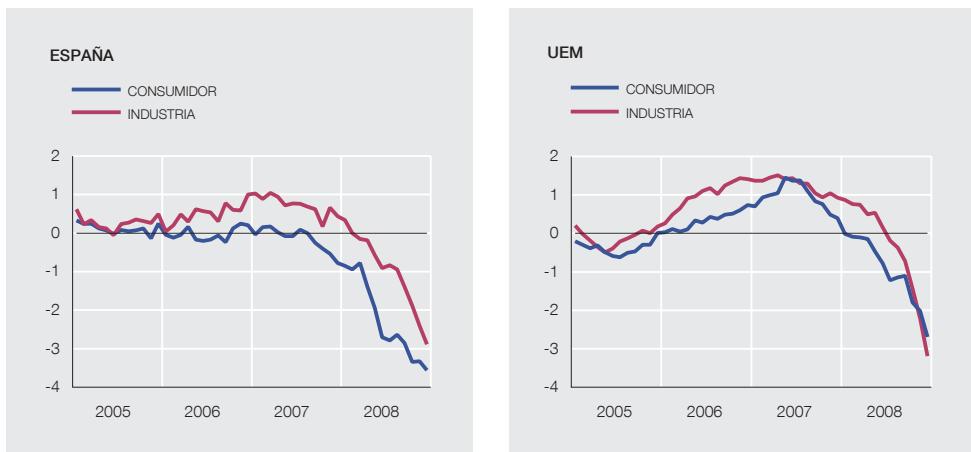
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

ello, persistieron las tensiones en los mercados financieros internacionales y las condiciones de financiación continuaron siendo restrictivas. En estas circunstancias se produjeron un nuevo y sustancial empeoramiento de la actividad económica mundial en los últimos meses de 2008, de carácter generalizado, y un deterioro de las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres. Simultáneamente, el precio del petróleo intensificó la trayectoria descendente iniciada en verano y se produjeron nuevos descensos en los precios de las otras materias primas, lo que propició recortes generalizados en las tasas de inflación y una nueva mejora de las perspectivas de inflación.

Como se señaló en el «Informe trimestral de la economía española», correspondiente al tercer trimestre de 2008, las autoridades económicas reaccionaron al severo deterioro que experimentaron los mercados financieros en los meses de septiembre y octubre con una amplia batería de medidas de distinto alcance, con el objetivo de restablecer la confianza, estabilizar los mercados financieros y evitar que se materializaran los posibles riesgos sistémicos. Estas medidas incluían la elevación de los umbrales de garantía de los fondos nacionales de garantía de depósitos, la adopción de medidas encaminadas a evitar la interrupción de flujos crediticios y, por último, la posibilidad de que las entidades mejoren sus ratios de capital mediante operaciones de recapitalización. En este marco, el Gobierno de España aumentó el umbral de las garantías de depósitos hasta 100.000 euros, creó un fondo con cargo al Tesoro para la adquisición de activos españoles de máxima calidad y aprobó la concesión de avales del Estado a las operaciones nuevas que realicen las entidades de crédito en España. Autorizó también la posibilidad de adquirir títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (véase, para más detalle de estas actuaciones, el recuadro 2 del citado Informe).

Los esfuerzos por dar una salida coordinada a la situación internacional que se fueron produciendo a lo largo del trimestre culminaron en la reunión de Jefes de Estado y de Gobierno de las principales economías desarrolladas y emergentes que tuvo lugar en Washington a mediados de noviembre, y que concluyó con el acuerdo de apoyar al sistema financiero, con el establecimiento de unos principios básicos para guiar su reforma y con el compromiso de resistir las presiones proteccionistas. En este contexto, el Consejo Europeo aprobó el pasado 12 de diciembre el Plan de Recuperación Económica Europea, cuyo objetivo inmediato es desti-



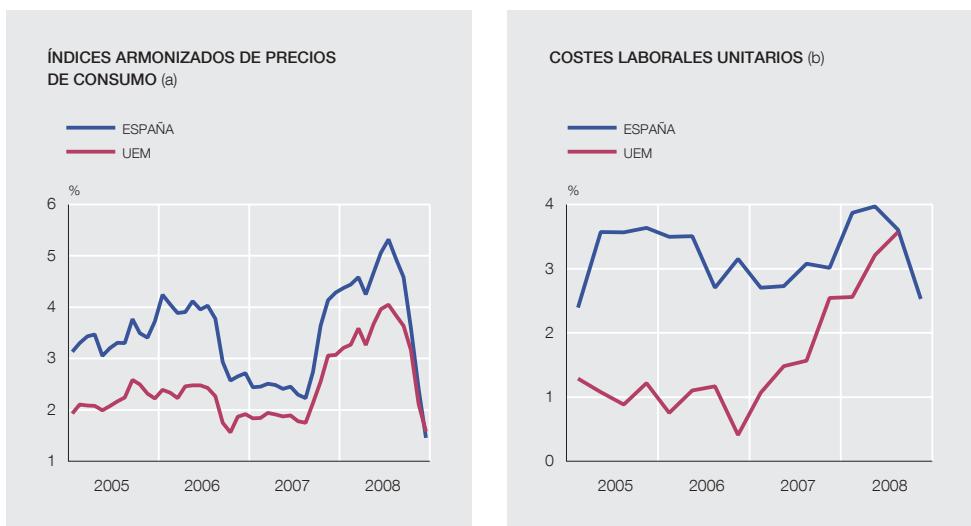
FUENTE: Comisión Europea.

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

nar en torno a un importe equivalente al 1,5% del PIB de la UE a promover la inversión pública y el gasto de las empresas (véase recuadro 3 de este Informe). Y bajo estas premisas se enmarcan también la iniciativa del Gobierno de España, aprobada a finales de noviembre, de constituir un Fondo Estatal de Inversión Local (dotado con 8.000 millones de euros), que deberá dedicarse a la financiación de inversiones generadoras de empleo en el ámbito municipal, y la creación de un Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo (dotado con 3.000 millones de euros) a sectores considerados estratégicos, para acometer proyectos que tengan impacto, asimismo, en el empleo.

Los bancos centrales, a su vez, acometieron importantes descensos en los tipos de intervención y continuaron realizando una oferta ilimitada de liquidez, según los procedimientos introducidos en los meses previos. La Reserva Federal redujo los tipos oficiales en octubre, noviembre y diciembre, fecha en la que el tipo de interés de los fondos federales quedó situado en un rango objetivo entre el 0% y el 0,25%, al tiempo que formalizaba un cambio de estrategia en su política monetaria, orientada ahora a la salvaguarda de la estabilidad financiera (véase recuadro 2); y el Banco de Inglaterra, que siguió una secuencia similar, dejó el tipo oficial en el 1,5% en enero. El Consejo de Gobierno del BCE, por su parte, decidió instrumentar cuatro recortes consecutivos de los tipos de interés entre octubre y enero, hasta situar el tipo de las operaciones principales de financiación en el 2%, 225 puntos básicos por debajo del nivel observado en septiembre, a la vez que siguió suministrando toda la liquidez demandada por las instituciones financieras, a plazos que van desde la semana hasta los seis meses, habiendo adquirido el compromiso de mantener esta orientación mientras siga siendo necesario.

La adopción de este conjunto de medidas contribuyó a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, no se ha superado la gran fragilidad que sigue prevaleciendo, en un contexto todavía dominado por la incertidumbre, la volatilidad de los mercados y la elevada aversión al riesgo, que mantienen unas condiciones de financiación de carácter restrictivo. Desde mediados de octubre se ha producido una considerable reducción de los tipos de interés de los depósitos interbancarios, que ha continuado en las semanas transcurridas de enero, pero los niveles negociados se sitúan todavía por encima de los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías, indicando la persistencia de tensión.



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

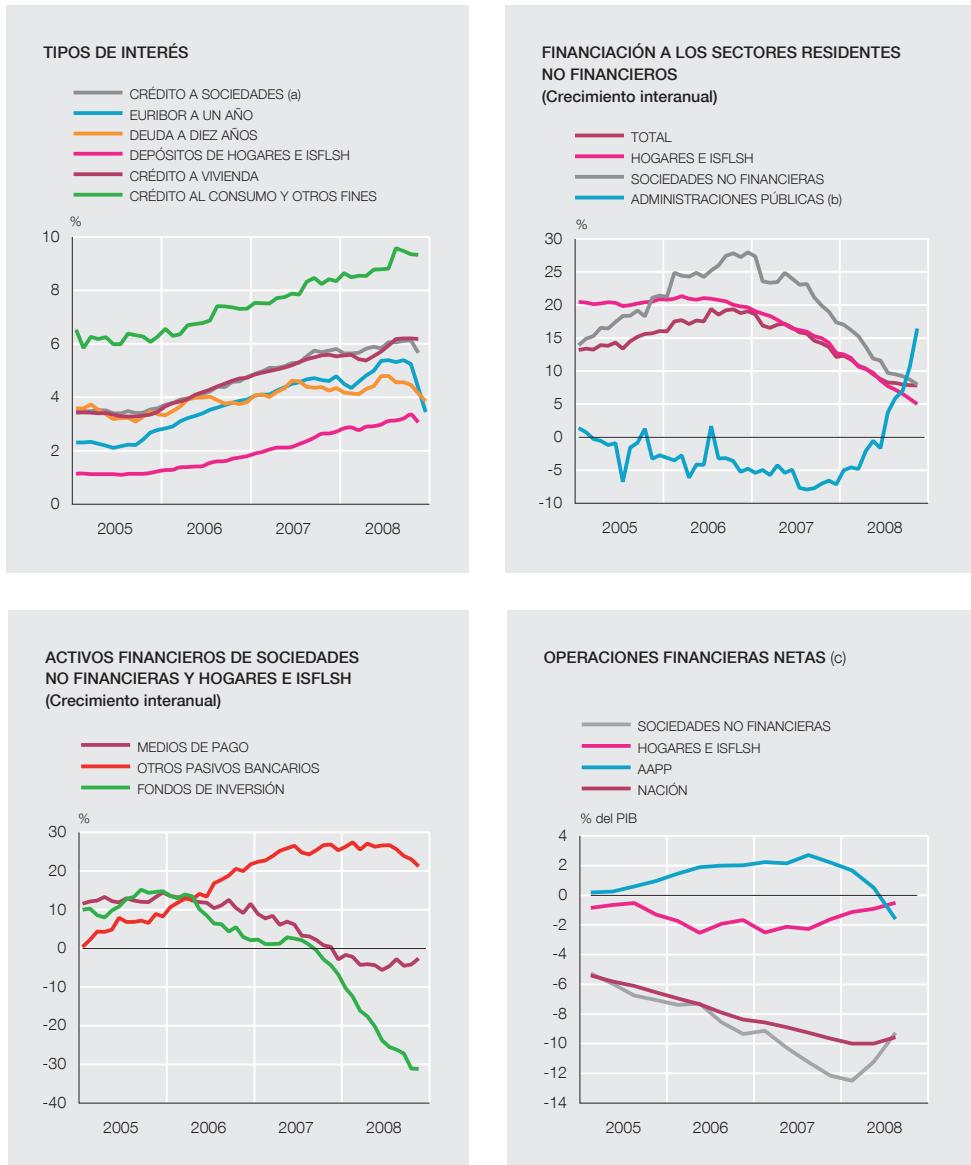
a. Tasas de variación interanual.

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

nes en los mercados monetarios. Las rentabilidades de la deuda pública también cayeron, sobre todo en los plazos cortos, observándose, dentro de la UEM, discrepancias de cierta importancia en el recorrido a la baja, por lo que se ampliaron los diferenciales en el caso de la mayoría de las deudas con respecto a la referencia alemana. En el caso de la deuda emitida por el Tesoro español a diez años, el diferencial con el título alemán se situaba en la tercera semana de enero en 120 pb (prácticamente nulo hasta el inicio de las turbulencias financieras). Standard & Poors rebajó el día 19 de este mes la calificación crediticia de dicha deuda en un escalón (de AAA a AA+). Por su parte, las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras se volvieron a ampliar en el último trimestre, aunque en enero se redujeron en alguna medida, y en los mercados de renta variable se produjeron caídas muy abultadas de las cotizaciones, en un trasfondo de elevada volatilidad, que han continuado en enero.

En este entorno de inestabilidad, la actividad de la economía mundial siguió deteriorándose en el último trimestre, tras haber registrado crecimientos negativos en el tercero en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y la zona del euro. En las economías emergentes, donde se había mantenido la fortaleza hasta la segunda parte del año, se produjo una fuerte desaceleración de la actividad en el último trimestre, de forma muy acusada en los países de Europa Central y del Este, que están siendo, hasta el momento, los más vulnerables a la crisis financiera internacional.

En el área del euro, tras experimentar en el período julio-septiembre un descenso del PIB, por segundo trimestre consecutivo, los indicadores coyunturales disponibles para los meses finales de 2008 señalan un deterioro adicional de la actividad, afectada por el impacto de la crisis financiera, el elevado clima de incertidumbre y la caída de la demanda procedente del exterior. Paralelamente, en el último trimestre se produjo una importante moderación de la inflación, que situó la tasa de crecimiento interanual del IAPC en el 1,6% en diciembre. Este comportamiento, como en el resto de zonas geográficas, estuvo muy ligado a la evolución de los precios de la energía, pues el resto de componentes apenas moderó su tasa de avance. La reducción sustancial de las presiones inflacionistas, en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas, sustentó el cambio sustancial en el tono de la política monetaria ya mencionado.



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Bajo estas circunstancias, el entorno exterior de la economía española continuó debilitándose y las condiciones de financiación de empresas y familias siguieron siendo restrictivas, a pesar de que el coste de la financiación bancaria habría empezado a reducirse en respuesta a los desarrollos descritos en los mercados monetarios. Los importantes descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios que se observan desde noviembre tenderán previsiblemente a reducir en los próximos meses el coste de la financiación del sector privado, así como la carga financiera soportada por las empresas y los hogares endeudados. Asimismo, las iniciativas adoptadas por las autoridades económicas nacionales e internacionales para restaurar el normal funcionamiento de los mercados financieros podrían ayudar a moderar las condiciones de acceso a la financiación por parte del sector privado. Por otra parte, la

significativa caída de las cotizaciones bursátiles en el último trimestre —que elevó las pérdidas acumuladas en 2008 en magnitudes próximas al 40% en los diferentes mercados de valores—, y los descensos en los precios de los inmuebles, que según la información proporcionada por el Ministerio de Vivienda se redujeron en el tercer trimestre en un 3,2% en tasa interanual, hasta cerrar el año con un crecimiento promedio del 0,7% (del 5,8% en 2007), tuvieron un efecto adverso sobre la riqueza del sector privado.

En este contexto, el gasto de los hogares experimentó una contracción más intensa que en el trimestre precedente. En particular, el consumo de las familias se redujo en una tasa interanual algo superior al 1,5% en el cuarto trimestre de 2008, con lo que en el conjunto del ejercicio resultó ser el componente de la demanda interna que más contribuyó a la desaceleración del PIB, por encima de la inversión residencial. El consumo se vio afectado por el clima de desconfianza inducido por las convulsiones de los mercados financieros en el trimestre y por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas generales. Pero, además, la destrucción de empleo y el endurecimiento de las condiciones de financiación contribuyeron a retraer las decisiones de gasto de los consumidores, amortiguando los efectos expansivos sobre la renta disponible provenientes del repunte de los salarios y del recorte de las tasas de inflación, así como del impulso fiscal vinculado a la rebaja del IRPF que entró en vigor en junio. Todos estos factores, junto con la disminución del valor real de la riqueza de las familias, están propiciando una rápida recuperación de su tasa de ahorro, que se elevó en el tercer trimestre hasta el 11,9% de la renta disponible, en términos acumulados del cuatro trimestres, frente al 10,2% en el promedio de 2007.

Por su parte, la inversión residencial se vio especialmente influida por el efecto contractivo que están ejerciendo el endurecimiento de las condiciones de financiación y el clima de incertidumbre sobre las perspectivas económicas, al que se añade, de forma singular, la trayectoria descendente que han iniciado los precios de la vivienda. La oferta inmobiliaria se fue ajustando a lo largo del año a la caída de la demanda residencial, al tiempo que continuaba el proceso de reestructuración del sector, lo que provocó una contracción adicional en la actividad de construcción residencial. Se estima un descenso de la inversión residencial que podría haber alcanzado el 20% interanual en el último trimestre del año.

Lógicamente, ante la revisión a la baja de los planes de gasto de los hogares, la demanda de financiación mostró un menor crecimiento, lo que, unido al endurecimiento de las condiciones de oferta de crédito, determinó que en los últimos meses del ejercicio prosiguiera la trayectoria de desaceleración de la deuda de las familias, que alcanzó un ritmo de crecimiento interanual en noviembre del 5%, casi ocho puntos inferior al registrado en diciembre de 2007, continuando la pauta de leve descenso de la ratio de endeudamiento, que se inició durante el tercer trimestre, en el que esta se situó en el 128% de la RBD.

También el retroceso de la inversión empresarial se intensificó en el cuarto trimestre, como consecuencia del deterioro de las perspectivas económicas, de la debilidad de la demanda y del agravamiento del clima de incertidumbre, en unas condiciones de financiación poco favorables para abordar proyectos empresariales. La inversión en equipo mostró un acusado retroceso, superior al 7% en tasa interanual, y la realizada en otras construcciones comenzó a mostrar registros igualmente negativos. La financiación ajena de las sociedades no financieras también continuó desacelerándose, hasta alcanzar en noviembre una tasa de crecimiento interanual próxima al 8%, frente a una tasa del 17% en diciembre de 2007, propiciando una ligera reducción en la ratio de deuda del sector durante los últimos meses del ejercicio.

Las AAPP contribuyeron en 2008 a sostener el gasto, principalmente por la vía del consumo público, que aumentó a una tasa del 5% en el conjunto del año, ya que la inversión experimen-

tó avances moderados, muy inferiores a los de años precedentes. Pero, además, el deterioro de la actividad provocó que a lo largo de 2008 se activaran los estabilizadores automáticos en forma de aumentos de las prestaciones por desempleo y de descensos de la recaudación impositiva, suavizando el impacto del cambio cíclico sobre la renta disponible de las familias. Por último, el Gobierno adoptó una serie de medidas que redujeron la carga tributaria de empresas y familias, por un importe estimado de casi 2 pp del PIB. Como consecuencia de estos factores, y de la pérdida de recaudación adicional que está suponiendo la desaparición de los ingresos extraordinarios vinculados al proceso de expansión inmobiliaria, las cuentas públicas mostraron un rápido deterioro en 2008, pasando de una situación de superávit en 2007, del 2,2% del PIB, a un déficit que podría ascender al 3,4% del PIB en 2008, según la última actualización del Programa de Estabilidad. La ratio de deuda pública, por su parte, quebró la trayectoria descendente de los últimos once años, con un repunte de 3,3 pp en 2008, hasta el 39,5% del PIB. Para 2009, el Gobierno prevé un aumento adicional del déficit, que podría situarse en cotas próximas al 6% del PIB, aunque una parte de este empeoramiento se justifica por la puesta en marcha de la creación de los Fondos de Inversión Municipal y para Actuaciones de Dinamización de la Economía.

El progresivo debilitamiento del gasto interno se vio mitigado por el mayor dinamismo de la demanda exterior neta, para la que se estima una contribución positiva al crecimiento del producto de 1,7 pp en el cuarto trimestre. Detrás de esta evolución se encuentra, sobre todo, la debilidad de las importaciones, que están reflejando con rapidez el ajuste a la baja de la demanda final de consumo y de inversión en equipo. Por su parte, las exportaciones recortaron significativamente sus tasas de avance, en un entorno de mayor ralentización del comercio mundial, y ello a pesar de que, en el cuarto trimestre, tanto la depreciación del euro como la evolución de los precios relativos permitieron un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio, que ayudaron a amortiguar las pérdidas acumuladas en la primera parte del ejercicio. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles apuntan hacia una intensificación de su descenso en el cuarto trimestre, pauta que habría sido compartida por las importaciones de servicios no turísticos, aunque no por las exportaciones de este tipo de bienes, que experimentaron un leve repunte.

La corrección de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto se ha empezado a trasladar a las necesidades de financiación de la nación, que en el tercer trimestre se situaron en el 9,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, frente niveles del 10% en los dos primeros trimestres de este año. Según los datos de la Balanza de Pagos, esta corrección continuó en octubre, apoyada adicionalmente por el recorte de la factura energética en estos últimos meses.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron descensos en el valor añadido de todas las ramas productivas de la economía de mercado, excepto en los servicios de mercado —que, en todo caso, moderaron sustancialmente sus tasas de aumento—, de particular intensidad en las ramas industriales y en el sector de la construcción. En este contexto, el empleo acentuó el ajuste que venía mostrando en trimestres previos, con una contracción de la ocupación que se estima en el entorno del 3%. Por ramas productivas, la caída de la ocupación fue nuevamente muy acusada en el sector de la construcción, pero también alcanzó tasas muy negativas en la industria, y afectó, por primera vez en esta fase de ajuste, a las ramas de servicios de mercado, que hasta el tercer trimestre habían creado empleos en términos netos, aunque de forma más moderada a medida que avanzaba el año. Por su parte, la ratio de temporalidad descendió hasta el 27,9% en el cuarto trimestre, reflejando el mayor impacto de los ajustes de plantilla sobre el empleo temporal. En conjunto, el ritmo de descenso del empleo fue superior a la caída del valor añadido, con lo que la pro-

ductividad experimentó un aumento en la economía de mercado, desde el 0,9% en 2007 al 1,7% en 2008.

A pesar del deterioro del mercado de trabajo a lo largo de 2008, se produjo un aumento significativo de los costes laborales —que solo flexionarían levemente en el último trimestre—, como consecuencia de un incremento medio de las tarifas salariales algo superior al del año previo, pero, sobre todo, del impacto de las cláusulas de salvaguarda de la inflación, que añadieron un punto adicional al repunte de los salarios de convenio. Se estima que la remuneración por asalariado ha podido crecer en el promedio del año a una tasa del 4,7% en la economía de mercado (y del 5% para el total de la economía), más de un punto y medio por encima de los incrementos registrados el año anterior. En términos de los costes laborales unitarios, el aumento habría sido inferior, debido a las ganancias de productividad que se están observando, aunque en todo caso por encima de los de nuestros competidores.

En respuesta a los descensos de los costes de las materias primas y del precio del petróleo que se produjeron en la segunda mitad de 2008, la tasa de inflación aproximada por el IPC se redujo desde el máximo anual que alcanzó en julio, del 5,3%, hasta niveles del 1,4% en diciembre, lo que determinó un diferencial de precios con la UEM negativo, en términos del IAPC, de 0,1 pp, por primera vez desde la constitución de la UEM. El IPSEBENE mantuvo una mayor estabilidad, pero se redujo en diciembre hasta el 2,6% de crecimiento interanual. La tendencia previsible de la inflación para los próximos meses apunta a crecimientos más moderados hasta los meses centrales de 2009, cuando se deshagan los efectos base de las alzas de los precios del petróleo de la primera mitad de 2008, aunque dentro de una trayectoria más general de contención de los precios, apoyada en la propia atonía de la demanda.

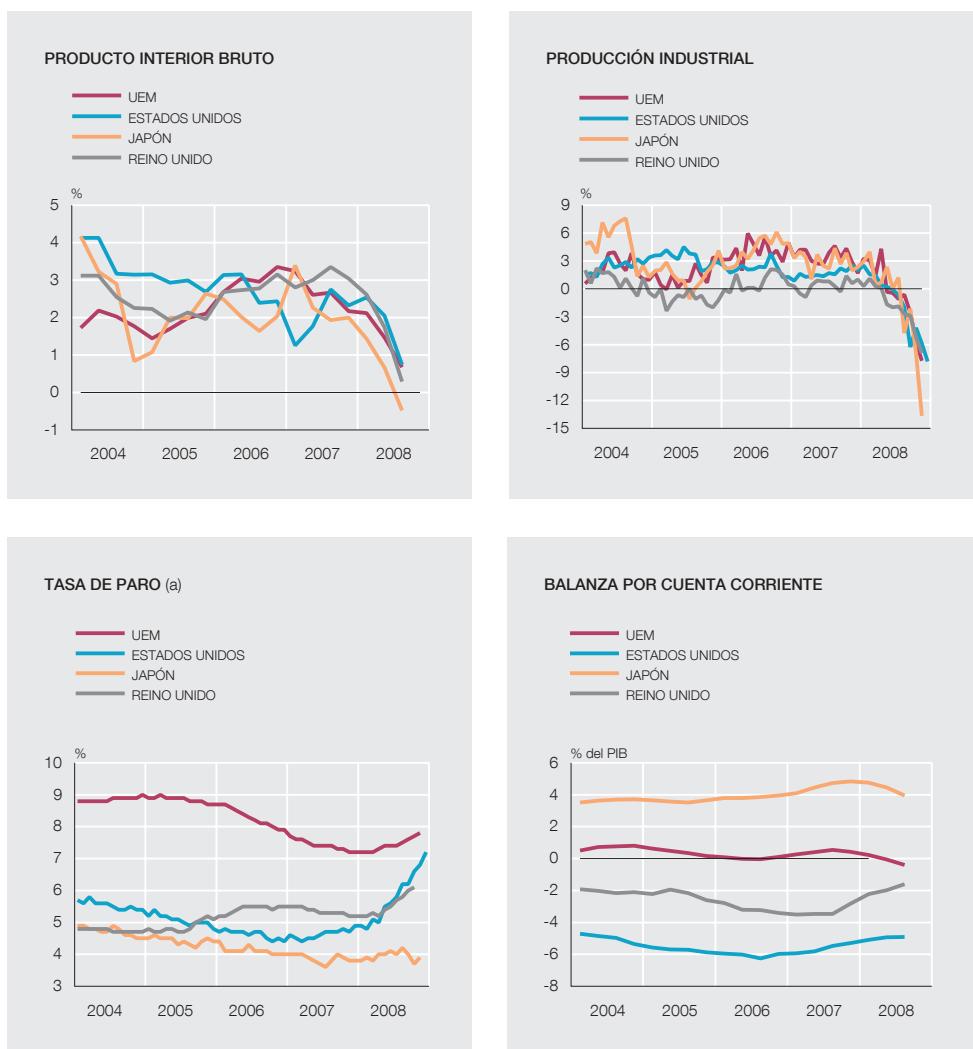
La economía española ha experimentado a lo largo del último año un ajuste muy severo, agravado por la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros internacionales, que está generando un intenso debilitamiento de la actividad económica mundial, una acusada pérdida de confianza y un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado. El deterioro de la actividad se está trasladando con rapidez e intensidad al empleo, que está actuando como uno de los principales canales de propagación del ajuste hacia el resto de la economía, amplificando sus efectos sobre los planes de gasto. Cabe esperar que la traslación de las bajadas de los tipos de interés, el abaratamiento del petróleo, el descenso de la inflación, el efecto de las medidas expansivas adoptadas y la eventual superación de las tensiones financieras suministren algunos elementos de alivio de las tendencias contractivas. Sin embargo, resulta difícil pensar que el sector exterior pueda compensar significativamente la intensidad del ajuste de la demanda interna, dado el clima recesivo de la economía mundial. El margen de actuación compensadora del que dispone la política fiscal, tras el rápido deterioro de las finanzas públicas a lo largo del último año, es escaso, por lo que adquiere gran trascendencia el avance en las medidas y las reformas económicas apropiadas para mejorar la situación en el mercado de trabajo, fomentar el necesario relevo entre ramas productivas, aumentar la productividad a largo plazo y recuperar la trayectoria de expansión del producto potencial.

En los últimos dos meses, la situación en los mercados financieros internacionales ha mostrado una cierta estabilización, tras las tensiones extremas que se registraron en las semanas posteriores a la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Esta estabilización se ha reflejado en una moderada reducción de la volatilidad en los principales mercados, desde los valores máximos registrados en noviembre. Así, aunque la situación está lejos de normalizarse, algunos segmentos del sistema financiero se han reactivado, gracias al efecto de las medidas de apoyo que han llevado a cabo las autoridades. Entre estas medidas, cabe destacar: la ampliación en la provisión de liquidez y financiación al sistema bancario por parte de los bancos centrales, junto con el abaratamiento del coste de la financiación derivado de los nuevos descensos, muy acusados, en los tipos de intervención; las inyecciones de capital y las garantías concedidas a la deuda bancaria por parte de muchos gobiernos para reforzar la solvencia de las entidades y los planes específicos de rescate de algunas entidades con problemas, como *Citigroup* y, más recientemente, *Bank of America* en Estados Unidos; adicionalmente, se han ampliado las ayudas a otros sectores —en especial, al del automóvil en Estados Unidos—. Sin embargo, el efecto de estas medidas se ha visto atenuado por el fuerte deterioro de la mayoría de los indicadores macroeconómicos y los desfavorables resultados empresariales, así como por la incierta repercusión en los mercados del fraude financiero protagonizado por el *hedge fund Madoff* en diciembre. En este contexto, la respuesta de política económica por parte de las autoridades, a través del apoyo al sector financiero y de planes fiscales de creciente magnitud, resulta clave para restaurar la confianza de los agentes, salvaguardar la estabilidad financiera y apoyar la actividad económica. En el ámbito monetario, en particular, la relajación de la política monetaria, sin precedentes por su intensidad y generalidad, ha sido facilitada por la reducción sustancial y generalizada de las tasas de inflación y de las expectativas a corto y medio plazo.

En los últimos tres meses, las bolsas de las economías avanzadas tendieron a moderar sus pérdidas. En los mercados cambiarios, el dólar alcanzó su valor mínimo frente al euro a mediados de diciembre —justo antes de la reducción de los tipos de intervención por parte de la Reserva Federal— y, desde entonces, ha seguido una senda de apreciación. Por su parte, el yen se ha apreciado fuertemente, mientras que la libra ha agudizado su depreciación frente a las principales monedas. Por otra parte, se han reducido significativamente los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, como consecuencia de la debilidad de la actividad, las menores perspectivas de inflación y el reducido apetito por el riesgo, a pesar de las expectativas de un sustancial incremento en las emisiones globales de deuda pública, destinadas a financiar los planes de rescate y fiscales. Por su parte, los mercados emergentes han seguido una evolución paralela a la de los desarrollados y se ha apreciado una mejora en el sentimiento de los inversores internacionales. Las líneas de provisión de liquidez en dólares a algunos países emergentes, establecidas por la Reserva Federal, y el anuncio de una nueva facilidad de emergencia por parte del FMI, a finales de octubre, tuvieron un efecto positivo. En un contexto de debilidad de la actividad económica global, el precio del petróleo tipo *Brent* cayó más de un 40% a lo largo de estos tres últimos meses —a pesar del anuncio de un recorte en la producción por parte de la OPEP y de las tensiones geopolíticas en algunas regiones productoras— y actualmente se sitúa alrededor de 45 dólares/barril, si bien los precios de futuro anticiparían un repunte. Igualmente, disminuyó notablemente el precio de las materias primas, a excepción del oro, que ha cumplido su papel de activo refugio en tiempos de turbulencias.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

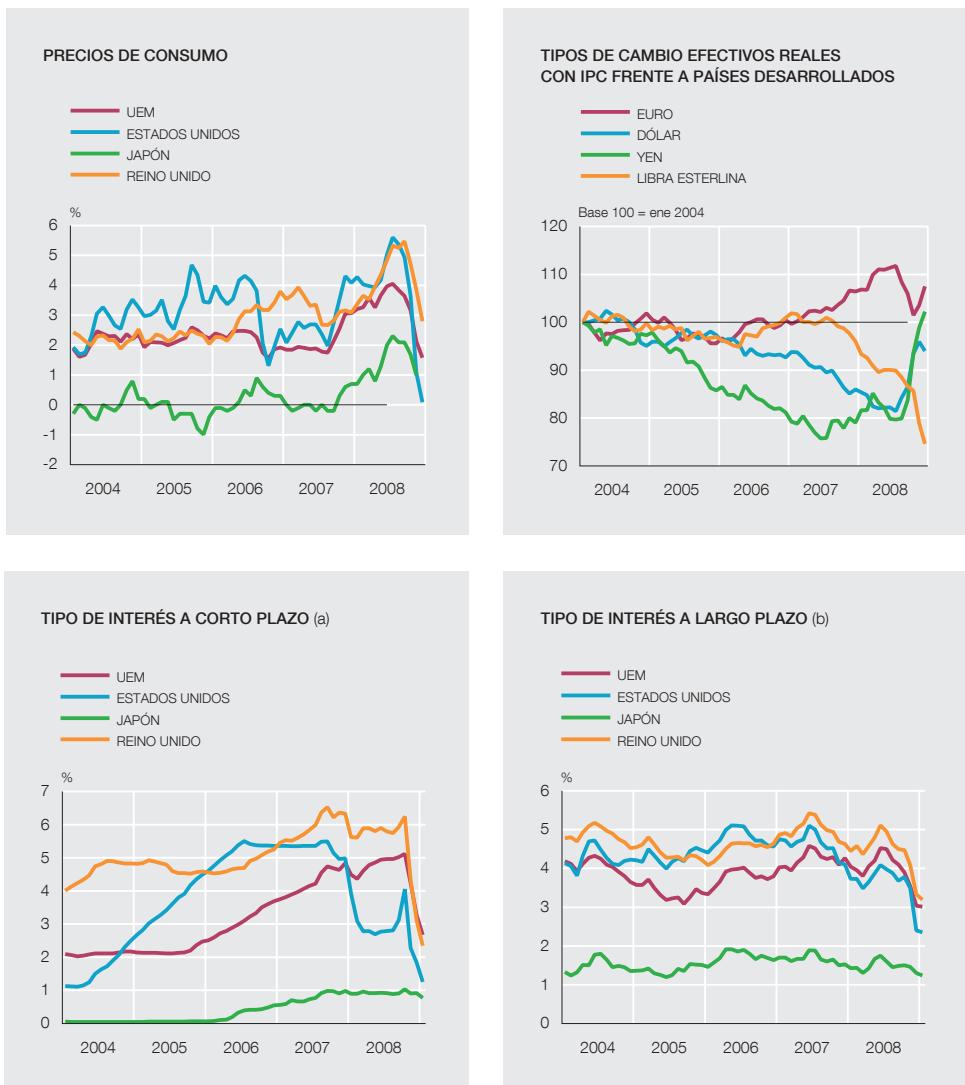
GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre de 2008 se contrajo un 0,5% trimestral anualizado, debido a la caída del consumo y de la inversión fija, y a la menor contribución de la demanda externa. Los indicadores del cuarto trimestre dan señales de una mayor debilidad de la actividad —lo que apuntaría a una intensificación de su ritmo de caída— y del mercado laboral. Los índices de confianza del consumidor se situaron en niveles históricamente mínimos e, igualmente, las ventas al por menor y el gasto real en consumo personal apuntan a una fuerte contracción del consumo privado en el cuarto trimestre. Por otra parte, continuó el profundo ajuste en el sector residencial, como evidencia la caída del número de las viviendas iniciadas, de los permisos de construcción y de las ventas de viviendas a lo largo del trimestre. También los precios de la vivienda sufrieron un fuerte ajuste a la baja en noviembre. El deterioro de la actividad lo confirman las caídas de los índices ISM de gestores de compras, hasta niveles que indican una fuerte contracción, y la propia reducción de la producción industrial en el trimestre. En el mercado laboral, la destrucción neta de empleo llegó al millón y medio de personas en el cuarto trimestre, lo que elevó a casi 2.600.000 la destrucción de empleo en 2008 (un 1,8% del total), mientras que la tasa de paro ascendió al 7,2% en diciembre. Por su parte, la inflación, medida por el IPC, se ha desplomado en el último tri-



FUENTE: Banco de España.

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

mestre, situándose en el 0,1% interanual en diciembre, casi 5 pp menos que en septiembre, debido a la caída del precio del petróleo, mientras que la inflación subyacente interanual se situó en el 1,8%. El deterioro de las perspectivas de actividad y la reducción de las presiones inflacionistas llevaron a la Reserva Federal a reducir adicionalmente el tipo de interés de los fondos federales, hasta llegar a determinar, por primera vez, un rango objetivo entre el 0% y el 0,25% a mediados de diciembre. Este objetivo respalda los reducidos valores alcanzados por el tipo de interés efectivo de los fondos federales durante la primera mitad de ese mes. Adicionalmente, el balance de la Reserva Federal ha aumentado un 150% desde octubre y se ha operado un importante cambio de estrategia en su política monetaria (véase recuadro 1). En política fiscal y financiera, el Tesoro incrementó sustancialmente los fondos comprometidos para garantías, financiación, recapitalización bancaria y ayudas fiscales, lo que supondrá un drástico incremento del déficit y la deuda pública en los próximos años. También es destacable el cambio en la orientación del TARP —*Troubled Assets Relief Program*—, que pasó de primar la compra de activos tóxicos a dedicar sus fondos (350 mm de dólares ampliables hasta 700 mm) a la recapitalización de los bancos en dificultades.

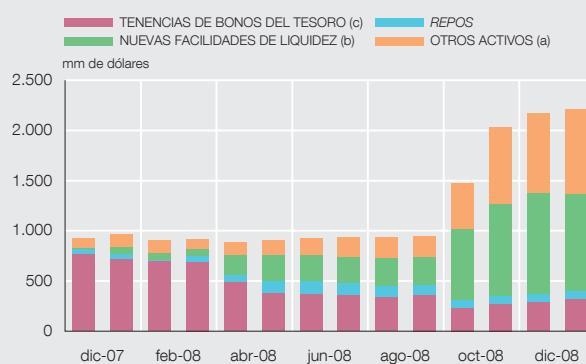
La relajación de la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal desde mediados de 2007 ha llevado el tipo de interés oficial del 5,25% hasta una tasa muy cercana al 0%. En particular, en la reunión de diciembre de 2008 el comité del mercado abierto de la Reserva Federal decidió fijar una banda objetivo entre 0 y 25 puntos básicos para el tipo de interés de los fondos federales, en lugar de fijar un objetivo puntual. La cercanía al 0% de los tipos de interés de intervención ha reavivado el debate acerca de si la política monetaria puede seguir siendo efectiva en la relajación de las condiciones monetarias y financieras. En este recuadro se analizan las opciones de política monetaria que están disponibles cuando se agota la posibilidad de reducir los tipos de interés oficiales. Además, se muestra cómo algunas de esas opciones ya han venido siendo utilizadas en Estados Unidos desde inicios de 2008, simultáneamente con el proceso de reducción de tipos de interés, con el fin de mitigar los efectos de la crisis financiera y crediticia.

Una primera medida alternativa —y, en algunos casos, complementaria— a la reducción de los tipos de interés oficiales es el cambio en la composición de los activos en el balance del banco central, sin alterar su tamaño. Como se puede observar en el gráfico 1, desde el inicio de 2008 la Reserva Federal se fue desprendiendo de sus activos más líquidos y con menos riesgo (en particular, los bonos del Tesoro de Estados Unidos) para incorporar una cantidad cada vez mayor de otros activos privados, públicos o con garantía pública, pero que presentaban un mayor riesgo o una menor liquidez. Este tipo de intervención estuvo encaminado a mejorar la liquidez y a facilitar la reestructuración de los balances de las entidades privadas, mediante la transferencia de parte de su riesgo a la Reserva Federal, a la vez que apoyaba los precios de determinados activos. La reducción equivalente —hasta septiembre— de las tenencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos ha resultado esencial para mantener constante el tamaño del balance de la Reserva Federal, en esa primera etapa, y evitar de esa manera comprometer el objetivo fijado para el tipo de interés de los fondos federales.

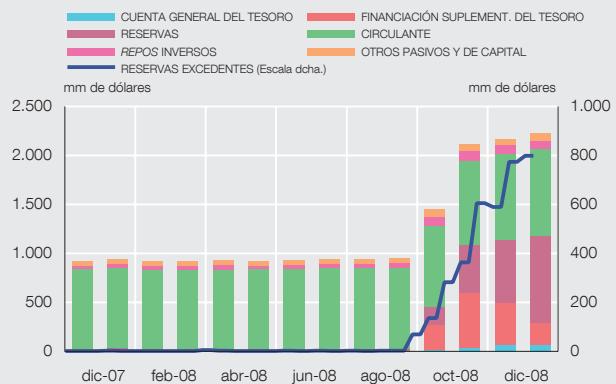
Como opción alternativa al cambio de la composición de su balance, el banco central puede optar por incrementar su tamaño. En el caso de la Fed, el hecho de que las reservas (depósitos) de las entidades bancarias —que forman parte del pasivo de la Fed— no estuvieran remuneradas limitaba la utilización de esta posibilidad, en tanto en cuanto quisiera mantener un tipo de interés de los fondos federales cercano a su objetivo. La nueva potestad otorgada a la Reserva Federal para remunerar las reservas bancarias, a partir de octubre de 2008, le ha permitido casi triplicar su balance (gráficos 1 y 2), sin comprometer el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales. Esta política se ha comparado con la del Banco de Japón al inicio de la década, y que fue conocida como «relajación cuantitativa» (*quantitative easing*).

En Japón, entre 2001 y 2006 los tipos de interés oficiales alcanzaron el límite del 0% y la economía se enfrentaba a la atonía de la actividad económica y a presiones deflacionistas. En ese período, el Banco de Japón fijó un objetivo operacional explícito de incremento de las reservas excedentes de los bancos, más allá de las necesarias para mantener el tipo de interés oficial en cero, al tiempo que se estableció un compromiso de continuar con esta política hasta que la inflación subyacente volviese a ser positiva. Ese incremento de reservas tuvo como contrapartida principal, por el lado del activo, el incremento de las compras de bonos del Tesoro. El objetivo final de este tipo de política era estimular la actividad económica y salir de la deflación a través de tres mecanismos interrelacionados: (i) reducir los tipos de interés a largo plazo; (ii) estimular la provisión de crédito al sector privado, y (iii) resolver el problema de liquidez en los bancos. Aunque la evidencia no es concluyente, este tipo de política habría reducido ligeramente los tipos de interés a largo plazo, si bien no parece haber tenido todo el éxito que las autoridades esperaban en lo que se refiere al incremento del crédito al sector privado. Por otro lado, si bien esta política contribuyó a la estabilización del sistema financiero, al proveer amplia liquidez a los bancos, también es cierto que ayudó especialmente a

1 ACTIVOS



2 PASIVOS



FUENTE: Banco de España.

- a. Otros activos incluye las líneas de apoyo a Bear Stearns y AIG, los bonos del Tesoro prestados a través del SOMA y los swaps de dólares con otros bancos centrales.
- b. Las nuevas facilidades de liquidez incluyen los programas TAF, PDCF, TSFL, Commercial Paper Funding Facility y las medidas de apoyo a los mercados monetarios.
- c. Excluye los bonos prestados a través del TSFL.

los bancos más débiles, pudiendo, por tanto, haber retrasado la necesaria reforma del sistema bancario en Japón.

Sin embargo, existen importantes diferencias entre las acciones recientes de la Reserva Federal y la actuación del Banco de Japón al inicio de esta década. En primer lugar, la Reserva Federal aún mantiene formalmente el objetivo de tipo de interés oficial —dentro de un rango— y no existe un objetivo explícito de incrementar las reservas de los bancos. En segundo lugar, y más importante aún, la Reserva Federal se ha concentrado en el lado del activo de su balance, expandiéndolo para apoyar el precio y la liquidez de ciertos activos, con objeto de facilitar la reestructuración de los balances del sector privado, tratar de reducir los diferenciales de rendimiento de esos activos respecto a activos con menor riesgo, como los bonos del Tesoro, y, en definitiva, mantener el flujo de crédito en la economía y la estabilidad financiera. En un discurso reciente, el presidente de la Reserva Federal definió esta estrategia como «relajación crediticia» (*credit easing*), subrayando las diferencias con el caso japonés¹. Como un ejemplo del apoyo directo al precio de algunos activos, la Reserva Federal ha iniciado la compra directa de activos de titulización hipotecaria, lo que ha tenido un efecto inmediato en la reducción de los tipos de interés del mercado hipotecario. Asimismo, la Reserva Federal ha anunciado la compra de activos resultantes de la titulización de créditos para consumo y a pequeñas empresas. A pesar de que el Banco de Japón en su

momento también apoyó a algunos activos específicos, su objetivo principal era la expansión de la base monetaria, para apoyar la salida de la deflación y reducir los tipos de interés a largo plazo. En el caso de Estados Unidos, la expansión de las reservas excedentes y del pasivo de la Reserva Federal (véase gráfico 2) es más un efecto secundario de su política de apoyo a determinadas clases de activos financieros, y no un objetivo en sí mismo.

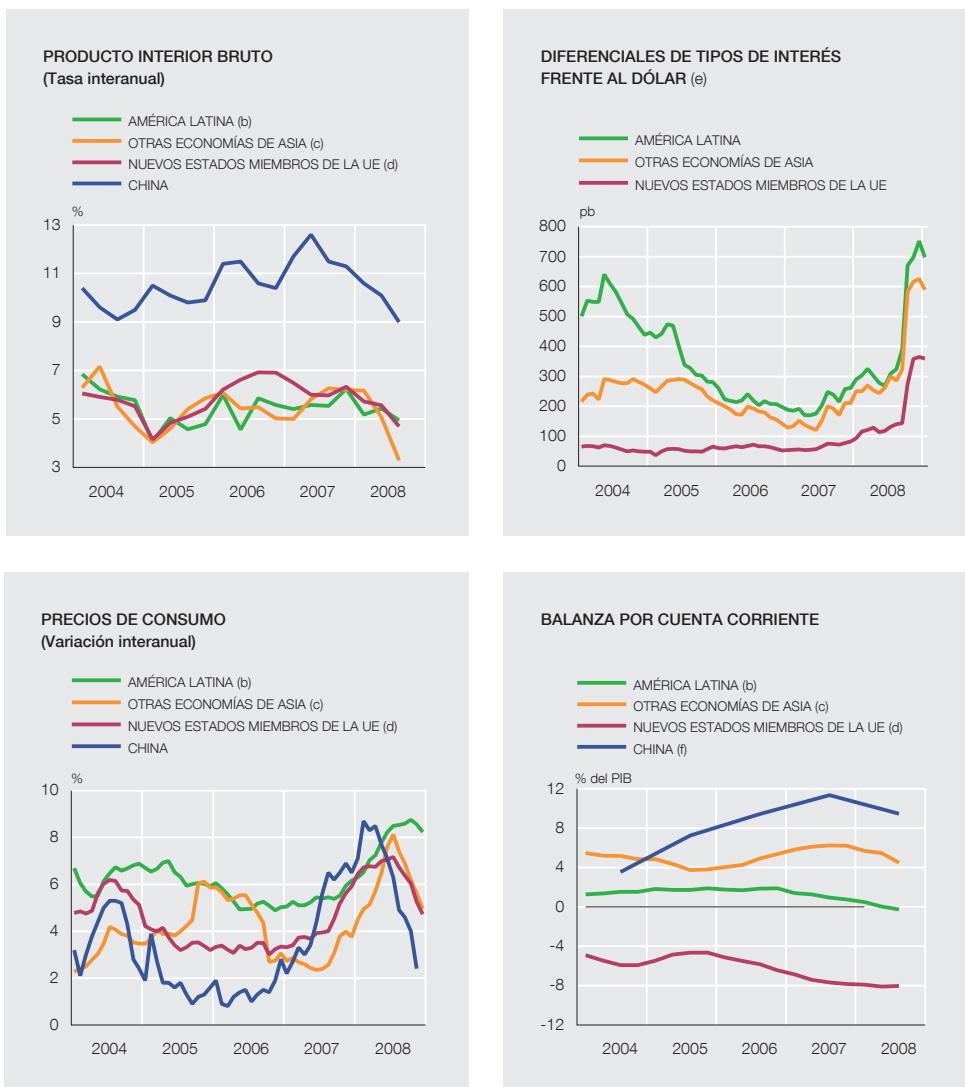
En resumen, incluso si los tipos de interés oficiales se acercan al límite inferior del 0%, los bancos centrales pueden modificar la composición y el tamaño de su balance para influir sobre otros tipos de interés diferentes al de corto plazo —por ejemplo, el tipo de interés de los bonos a largo plazo o el rendimiento de otros activos privados o públicos—. De hecho, la Reserva Federal ya ha utilizado la primera de esas opciones desde inicios de 2008 para otorgar mayor liquidez a determinados mercados financieros. Además, desde octubre ha expandido fuertemente el tamaño de su balance, mientras que los tipos de interés oficiales prácticamente han agotado su margen de descenso. Sin embargo, es importante resaltar que, además de los inconvenientes observados en el caso de Japón —por ejemplo, la dilación en la necesaria reestructuración del sistema bancario— y el mayor riesgo de crédito que está asumiendo la Reserva Federal, el mantenimiento formal por parte de la Reserva Federal de un tipo de interés objetivo al mismo tiempo que utiliza la composición y el tamaño de su balance como instrumento puede generar problemas para comunicar de manera clara y efectiva la dirección de su política monetaria.

1. «The crisis and the policy response», discurso pronunciado por Ben S. Bernanke en la London School of Economics el 13 de enero.

En el tercer trimestre de 2008, la economía japonesa se contrajo un 1,8% en tasa trimestral anualizada y los indicadores del cuarto trimestre apuntan a una fuerte recesión. Tanto la producción industrial como el índice PMI de manufacturas registraron abruptas caídas en noviembre y diciembre, respectivamente. Por el lado de la demanda, se espera un mayor deterioro del consumo privado, influido por la disminución de la renta disponible y el escaso dinamismo del mercado laboral. En cuanto al sector empresarial, cabe esperar que la caída de las demandas externa e interna, el fuerte recorte de los beneficios y un mayor endurecimiento de las condiciones crediticias afecten negativamente a sus planes de inversión y contratación en los próximos meses. La fuerte caída de las exportaciones en diciembre provocó un déficit comercial, por tercer mes consecutivo, de forma que el superávit en 2008 se redujo en un 80% con respecto al año anterior. Tanto la inflación general de noviembre como la subyacente se redujeron hasta el 1%, desde el 1,7% y el 1,9%, respectivamente, en octubre. El Banco de Japón recortó el tipo de interés oficial hasta el 0,1% en diciembre —y lo mantuvo en enero— y adoptó medidas para facilitar la financiación empresarial y la expansión de su balance. Entre ellas, amplió sus compras de deuda pública y aprobó la compra directa de papel comercial y aceptó deuda corporativa como activos elegibles en sus operaciones de mercado abierto. Por otra parte, el Gobierno anunció dos nuevos planes de estímulo económico, que, junto con el de finales de agosto, ascienden a 75 mm de yenes —en torno al 14,5% del PIB—. Estos planes incluyen, fundamentalmente, medidas financieras (12,5% del PIB) de apoyo a las PYME y a las propias instituciones financieras, complementados con medidas

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.

fiscales, como rebajas impositivas, ayudas a las familias y promoción del empleo. Por último, el Presupuesto para el año fiscal 2009 recoge un incremento del 9% de los gastos corrientes, junto con una reducción del 14% en los ingresos impositivos.

En el Reino Unido, el PIB del tercer trimestre se contrajo un 2,6% en tasa trimestral anualizada, por las caídas en el consumo privado y en la inversión, y el avance del PIB del cuarto trimestre mostró una caída del 5,9% trimestral anualizada, en línea con lo que apuntaban los indicadores. Los índices PMI de gestores de compras de diciembre cayeron hasta niveles históricamente bajos. El crecimiento del crédito, tanto a hogares como a las empresas no financieras, continuó ralentizándose en el trimestre. Asimismo, continuó el ajuste del mercado inmobiliario, en el que los precios de la vivienda cayeron más de un 15% interanual en diciembre. Por su

parte, la inflación se redujo un punto porcentual en diciembre, hasta el 3,1% interanual, en línea con lo esperado en la carta enviada por el gobernador del Banco de Inglaterra al Tesoro en diciembre y en el comunicado del Banco de Inglaterra de enero, que reflejaban expectativas de fuerte caída de la inflación —incluso por debajo del 1%— en 2009. El fuerte debilitamiento de la actividad y las malas perspectivas económicas impulsaron al Banco de Inglaterra a recortar drásticamente el tipo de interés oficial, desde el 4,5% a primeros de octubre, hasta el 1,5% —mínimo histórico— en su reunión del 8 de enero. El Gobierno puso en marcha un plan de estímulo fiscal del orden del 1,5% del PIB, que recoge, entre otras medidas, una rebaja del IVA, ayudas para la refinanciación de hipotecas y financiación de las PYME y la extensión de los subsidios por desempleo. Por otra parte, el plan de rescate financiero anunciado en octubre, basado en la recapitalización bancaria y las garantías sobre nuevas emisiones de deuda, fue reforzado a mediados de enero, para contemplar la garantía sobre pérdidas y compras de activos problemáticos.

En el tercer trimestre, el PIB se desaceleró en todos los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM y, en promedio, alcanzó un crecimiento del 4,7% interanual, inferior al 5,6% del segundo trimestre. Entre ellos destaca el acentuado deterioro de Letonia y Estonia, donde el PIB cayó un 4,6% y un 3,5% interanual, respectivamente, por la profunda ralentización de la demanda interna, en un contexto de elevadas necesidades de financiación externa y restricción crediticia. En el resto de la región, la moderación de la actividad fue más gradual. No obstante, los indicadores del cuarto trimestre dan signos de una mayor debilidad de la actividad y de la demanda —en particular, del consumo— y de las exportaciones, a causa de la débil demanda de los países del área del euro. La inflación siguió en una senda descendente y en diciembre se situó, en promedio, en el 4,4% interanual. En este contexto, se produjeron recortes de los tipos de interés oficiales en casi todos los países, y Rumanía y Polonia anunciaron planes fiscales para reactivar el empleo y la inversión. El agravamiento de las tensiones financieras y de la vulnerabilidad exterior llevó a la revisión a la baja de los *ratings* en todos los países con perspectivas negativas. Hungría y Letonia recibieron ayuda financiera del FMI, del Banco Mundial y de la UE, por un total de 20 mm de euros y 7,5 mm de euros, respectivamente, y el BCE acordó con Polonia una línea de financiación mediante operaciones *repo* por 10 mm de euros. En el ámbito institucional, Eslovaquia entró a formar parte de la UEM el 1 de enero de 2009.

En China, el PIB se desaceleró desde el 9% al 6,8% interanual en el cuarto trimestre, lo que supone un crecimiento anual del 9% en 2008 (13% en 2007). Esta desaceleración se debe, fundamentalmente, al brusco ajuste del sector inmobiliario y al pronunciado deterioro de las exportaciones. Los indicadores de producción y de demanda del cuarto trimestre confirman la debilidad del momento. En concreto, disminuyeron la producción industrial de forma significativa y, en menor medida, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. El superávit comercial se amplió en el cuarto trimestre en términos interanuales, debido a que la caída de las exportaciones vino acompañada por un desplome aún mayor de las importaciones. En 2008, el superávit comercial ascendió a 295 mm de dólares, ampliándose un 12% con respecto al año anterior. Por su parte, la inflación se redujo hasta un valor del 1,2% en diciembre, mientras que la oferta monetaria y el crédito crecieron a tasas interanuales algo superiores a las del trimestre previo. Ante este panorama, las autoridades chinas adoptaron numerosas medidas de apoyo al crecimiento económico; entre ellas, nuevas reducciones en los tipos de interés y en el coeficiente de reservas bancarias, y un plan de estímulo fiscal, cuyo impacto se estima entre el 2% y el 4% del PIB, que incluye ayudas a determinados sectores —entre ellos, al inmobiliario—. En el resto de Asia, el PIB se desaceleró en el tercer trimestre de manera generalizada —aunque con distinta intensidad según los países— y, en promedio, pasó del 6,6% al 6% interanual. Cabe destacar la fuerte desaceleración de la producción industrial y de

las exportaciones en el último trimestre, que anticipa un pobre comportamiento de la actividad a final de año. Las tasas de inflación se redujeron a causa de la continuada caída de los precios de la energía y de las materias primas. En este escenario, se produjo una relajación generalizada de las políticas monetarias mediante reducciones cada vez más intensas de los tipos de interés oficiales y del coeficiente de reservas bancarias, y varios países adoptaron medidas complementarias para reactivar el crédito. Igualmente, las políticas fiscales adoptaron un tono claramente expansivo en muchos países, mediante planes de incremento del gasto público.

En América Latina, el PIB creció en el tercer trimestre el 4,9% interanual, frente al 5,4% del trimestre anterior. Esta desaceleración provino, fundamentalmente, de una menor aportación de la demanda interna —en especial, en Argentina y Venezuela, y en menor medida en Perú—, junto con una contribución más negativa de la demanda exterior en todos los países. Los indicadores del cuarto trimestre apuntan a una mayor desaceleración de la actividad para la región y a un deterioro generalizado de las perspectivas de crecimiento para este ejercicio. Al mismo tiempo, las tasas de inflación se empiezan a moderar, aunque a menor ritmo que otras áreas emergentes. Así, tras alcanzar un máximo para la región del 8,7% interanual en octubre, la tasa se redujo hasta el 8,2% en diciembre, aunque tan solo en Brasil se cumplieron los objetivos de inflación para el año. En el ámbito de la política monetaria, Colombia fue el primer país de la región que redujo el tipo de interés oficial en diciembre —en 50 pb—, seguido, ya en enero, de Chile, que lo recortó en 100 pb, situándolo en el 7,25%, de México, en 50 pb, hasta el 7,75%, y de Brasil, en 100 pb, hasta el 12,75%. Otros países, como Perú, se limitaron a reducir los coeficientes de reservas bancarias. En política fiscal, varios países adoptaron distintas medidas de estímulo y se anunciaron dos nuevos planes en México y Chile, de una cuantía superior a los anteriores. Por otra parte, México —en diciembre—, y Brasil y Colombia —a principios de enero— pudieron emitir deuda soberana en dólares en los mercados internacionales en condiciones favorables, dadas las difíciles circunstancias. Por último, la agencia *Fitch* recortó las calificaciones soberanas de Venezuela, de BB- a B+, y de Argentina, de B a B-, mientras que Moody's elevó la calificación de Uruguay, de Baa1 a Ba3.

La información disponible sobre la evolución económica del área del euro en los últimos meses de 2008 señala un deterioro muy notable de la actividad, que ya venía mostrando síntomas de atonía desde el segundo trimestre del año. A los efectos contractivos derivados de la crisis financiera global y de los bajos niveles de confianza de empresas y consumidores, se unió en estos meses la extrema debilidad del comercio mundial, que hace presagiar que la recesión en la que se halla inmersa el área será más profunda y duradera de lo que se venía anticipando. Así lo reflejan las encuestas de analistas privados, que han procedido a revisar sustancialmente a la baja las predicciones de crecimiento en 2009 y 2010, y a retrasar las perspectivas de recuperación hasta finales de este año o principios del siguiente. También, los principales organismos internacionales han revisado —o están en el proceso de hacerlo— sus predicciones, en algunos casos fuera de lo que es el calendario habitual de publicación de estos ejercicios.

En el terreno de los precios, el panorama también cambió significativamente en los últimos meses de 2008, en los que la inflación experimentó una fuerte ralentización, hasta alcanzar niveles muy moderados en diciembre. Este proceso fue, en su mayor parte, resultado de la evolución de los precios de las materias primas, especialmente de la energía, que se espera sigan conteniendo el avance de la inflación en los próximos meses. Esta podría situarse en tasas cercanas a cero hacia mediados de 2009, antes de repuntar en la segunda parte del año. Más a medio plazo, las perspectivas inflacionistas vienen condicionadas por los efectos de la caída de la demanda, que tenderá a moderar la evolución de márgenes y salarios. De este modo, todo parece indicar que las presiones inflacionistas que se venían identificando hasta el verano han desparecido en el horizonte próximo. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió cuatro recortes consecutivos de tipos de interés entre octubre y enero, hasta situarlos en el 2%, 225 puntos básicos por debajo del nivel observado en septiembre. El Consejo recordó también la importancia de que las expectativas de inflación permanezcan ancladas en torno a tasas inferiores —pero próximas— al 2% en el medio plazo.

La acción urgente de los gobiernos europeos tras el episodio de excepcional inestabilidad que situó al sistema financiero global al borde del colapso en los meses de septiembre y octubre de 2008 ha contribuido, junto con la política de suministro generoso de liquidez por parte del Eurosistema, a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, la situación continúa estando caracterizada por una gran incertidumbre y una gran volatilidad de los mercados, y la aversión al riesgo permanece en niveles elevados, lo que se traduce en que las condiciones de financiación siguen siendo restrictivas (véase recuadro 2). Más recientemente, los gobiernos de la UE han concentrado sus esfuerzos en el desarrollo de planes de reactivación económica para contrarrestar los riesgos de retroalimentación entre el deterioro de la economía real y las tensiones financieras (véase recuadro 3). La efectividad de estos planes, más allá de su capacidad para estimular la demanda a corto plazo, dependerá en gran medida de que la utilización de los márgenes de maniobra disponibles en algunos países y de la flexibilidad que confiere el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no haga perder de vista que, a medio plazo, continúa siendo esencial garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

El pasado 1 de enero de 2009, Eslovaquia entró a formar parte de la Unión Monetaria. La adopción del euro en sustitución de la corona eslovaca se completó con éxito a lo largo del mes de enero.

En 2008, la prolongación y el agravamiento de la crisis financiera dieron lugar a una reducción sustancial de la actividad en los mercados de crédito y a un fuerte aumento de las primas de riesgo exigidas por los inversores. Ello se tradujo en que las condiciones financieras fueran notablemente más restrictivas de lo que se desprendía del nivel de los tipos oficiales, lo que ha contribuido a intensificar el escenario de deterioro económico en la zona del euro y otras regiones del mundo (véase gráfico 1). Así, aunque el banco central tiene la capacidad de controlar los tipos de interés a muy corto plazo, son los mercados financieros los que trasladan los impulsos de la política monetaria y determinan el coste de los recursos externos de las empresas y familias, condicionando, por esta vía, las decisiones de gasto en una economía. Dentro del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el mercado interbancario es un eslabón fundamental en la UEM, ya que los bancos canalizan el grueso de la financiación. Así, el EURIBOR (que recoge la rentabilidad de las operaciones interbancarias sin garantía) se asimila al coste marginal del pasivo bancario y se utiliza como ancla del precio de los nuevos préstamos y de la carga por intereses de un elevado número de deudores.

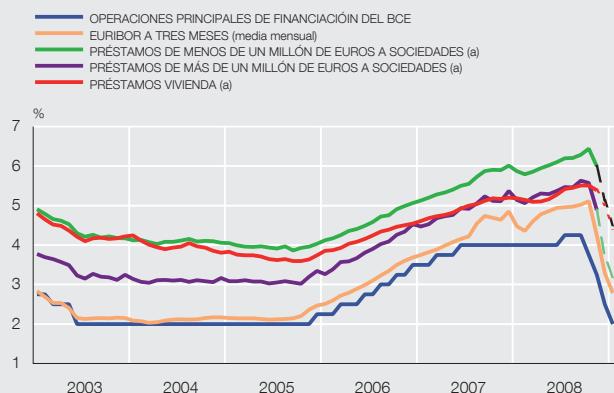
En el caso de las sociedades no financieras (SNF), el coste nominal de la financiación aproximado por un indicador agregado —que pondera la importancia de las distintas componentes en el pasivo de las empresas— habría alcanzado cotas cercanas al 8% en noviembre (véase gráfico 2). Durante 2008, el deterioro de los precios en los mercados de capitales provocó un encarecimiento mayor de la financiación a través de valores (renta fija y recursos propios) frente a los préstamos bancarios. No obstante, esta tendencia alcista se truncó en noviembre con el inicio de una agresiva relajación monetaria por parte del BCE, que tuvo su reflejo inmediato sobre el EURIBOR. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones de préstamo de las SNF descendió hasta el 4,9% y el 6% en noviembre, para los contratos de más y menos de un millón de euros, respectivamente, desde el 5,5% y el 6,4% de octubre. En el caso de las operaciones de gran tamaño, cuyo volumen representa más del 75% del total concedido a las empresas, el coste se situó por debajo de los registros de julio de 2007. En cambio, el precio de los préstamos de menor importe fue todavía en torno a 50 pb más elevado, si bien la evolución reciente del EURIBOR apuntaría tipos bancarios en la UEM sustancialmente más reducidos en diciembre y enero. Nótese, además, que los contratos suelen revisar el tipo de interés con una frecuencia inferior o igual al año, por lo que cabe también esperar una reducción de la carga financiera de la deuda viva en el balance de las empresas (véase gráfico 3).

En el caso de los hogares, el coste de los préstamos también mostró una tendencia alcista en 2008. A pesar de la relajación monetaria iniciada en octubre, el crédito al consumo siguió encareciéndose hasta noviembre, cuando se llegó a exigir una remuneración del 9% para los contratos a un año, lo que supone un punto porcentual por encima de los registros de julio de 2007 (véase gráfico 4). En cambio, el coste de los préstamos para vivienda modificó su tendencia en noviembre, experimentando una ligera reducción, hasta el 5,4%, en el conjunto de la UEM (véase gráfico 5). Los contratos a tipo variable fueron los más sensibles a las condiciones del mercado y, ahora, al cambio del tono de la política monetaria, aunque todavía mantienen un coste superior al de mediados de 2007. Por otra parte, el crédito para vivienda a tipo variable ha tendido a perder importancia y su volumen representa menos del 35% de las nuevas operaciones en la UEM, frente al 55% a finales de 2005. No se trata de una tendencia común en todos los países del área (solo se ha observado en Grecia, Italia, Holanda, Bélgica y Francia) y las diferencias en el tipo de contrato predominante siguen siendo muy marcadas. Alemania, Bélgica, Francia y Holanda destacan por la utilización de contratos con tipo fijo durante más de cinco años, mientras que España, Portugal y Finlandia se encuentran en el otro extremo.

Por otro lado, como se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, el endurecimiento de las condiciones de financiación también se ha producido a través de aspectos no vinculados al precio (véase gráfico 6). La oferta de crédito bancario se ha vuelto más restrictiva como consecuencia del deterioro económico y por el impacto de las turbulencias financieras, afectando tanto a la cuantía de fondos disponibles como a un incremento de los requisitos de garantías.

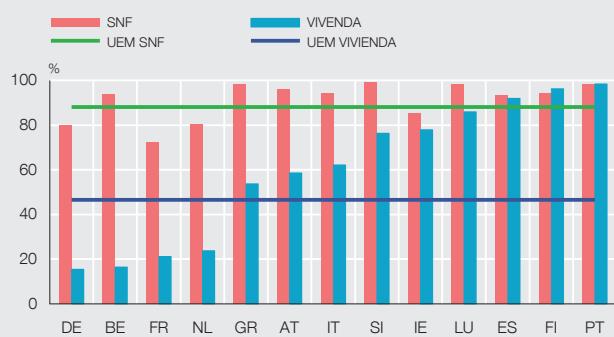
Por tanto, las primas exigidas en los mercados de crédito en el último año y la prociclicidad de la oferta de crédito han provocado un encarecimiento de la financiación en el último año, que atañe también a aspectos no relacionados con el precio. El cambio en el tono de la política monetaria desde octubre ha comenzado a manifestarse en una paulatina relajación de las condiciones financieras, aunque esta no se ha visto reflejada en todos los instrumentos por igual. No obstante, todavía existe un amplio margen para que se transmitan los impulsos recientes de la política monetaria al coste de financiación y se restaren los problemas de confianza que han dominado los mercados de crédito.

1 TIPOS DE INTERÉS EN LA UEM

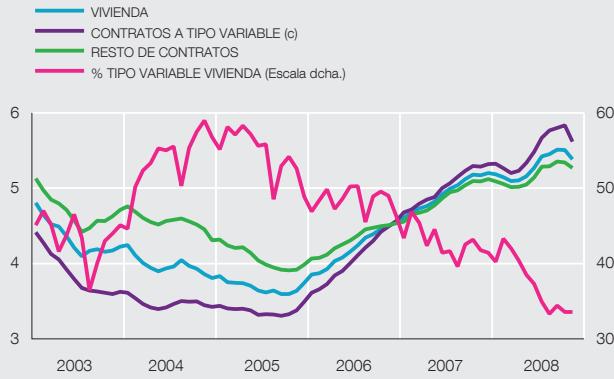


3 PORCENTAJE DE OPERACIONES DE PRÉSTAMO A TIPO VARIABLE (c)

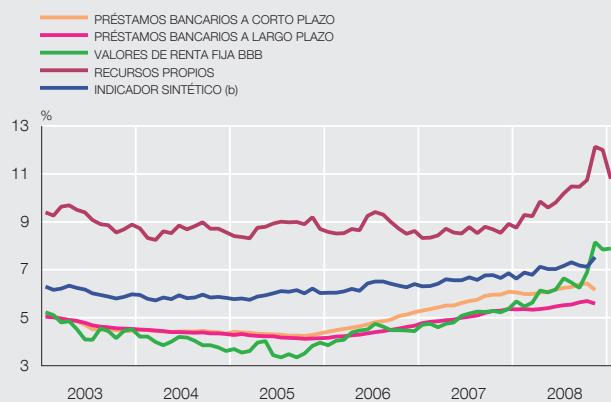
Media desde 2005



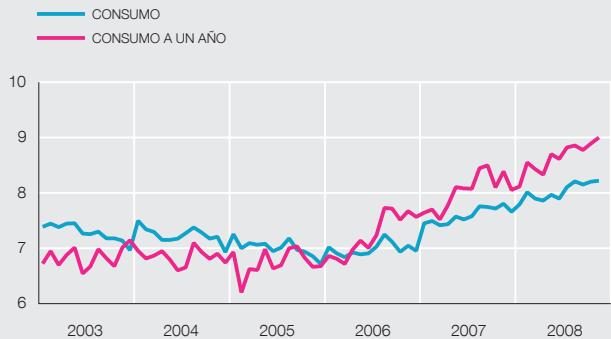
5 COSTE DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



2 COSTE NOMINAL DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



4 COSTE DE LOS PRÉSTAMOS PARA CONSUMO



6 CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE OFERTA DE LOS PRÉSTAMOS (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tipo medio ponderado por el volumen de operaciones nuevas de préstamo a sociedades no financieras y para adquisición de vivienda. Datos observados hasta noviembre. En diciembre y enero es una previsión a partir de la evolución del EURIBOR.

b. Promedio ponderado del tipo de interés de préstamos (referido a saldos), la rentabilidad de los valores de renta fija para empresas con calificación BBB y el coste de los recursos propios aproximado por un modelo de descuento de dividendos. La ponderación es el peso relativo de cada fuente de financiación en términos de saldos.

c. Operaciones nuevas de préstamo con período de fijación del tipo de interés inferior o igual al año.

d. Indicador = % de entidades que relajan considerablemente + % de entidades que señalan cierta relajación $\times 1/2$ - % de entidades que señalan un cierto endurecimiento $\times 1/2$ - % de entidades que endurecen considerablemente. Datos hasta el tercer trimestre de 2008.

e. En sociedades incluye las garantías requeridas y la cuantía del préstamo o de la línea de crédito. En los préstamos para vivienda hace referencia a las garantías requeridas, así como a la relación entre el principal y el valor de la garantía.

f. Se refiere a plazo de vencimiento y gastos, excluidos intereses. En sociedades incluye, además, los compromisos asociados a los contratos de préstamo.

El grave deterioro que ha registrado la actividad económica en los meses recientes ha llevado a las autoridades internacionales a adoptar, en un marco de coordinación, medidas fiscales excepcionales, como parte de una respuesta más amplia de política económica, que en un primer momento se orientó a la estabilización de los mercados financieros y que ahora trata de evitar que la situación de la economía real pueda retroalimentar las tensiones financieras. En el ámbito europeo, el pasado 12 de diciembre el Consejo Europeo (integrado por los Jefes de Gobierno de los Estados miembros de la UE) adoptó el denominado Plan de Recuperación Económica Europea, cuyo objetivo inmediato es destinar en torno a 200 billones de euros, equivalentes al 1,5% del PIB de la UE, a promover la inversión pública y el gasto de las empresas y de las familias a corto plazo. El Plan contiene también un conjunto de recomendaciones de reforma estructural enmarcadas en la Estrategia de Lisboa.

Este Plan se concibe como un marco conjunto de actuación, donde se concretan las acciones que llevarán a cabo las instituciones europeas, así como los principios básicos que deberían satisfacer las medidas que adopten los distintos Estados miembros.

En concreto, la actuación de la UE asciende a 30 billones de euros (0,3% del PIB comunitario), que irán destinados a incrementar la capacidad financiera del Banco Europeo de Inversiones en 2009 y 2010, con el fin de financiar (en conjunción con la iniciativa privada) proyectos de inversión en infraestructuras energéticas, de transporte y telecomunicaciones, en los Estados miembros de la UE.

Respecto a las medidas de ámbito nacional, el Consejo Europeo acordó que el conjunto de los planes nacionales debería ascender a una magnitud próxima a los 170 billones de euros, equivalentes al 1,2% del PIB de la UE. Más allá de esa magnitud global, el plan señala la conveniencia de que el impulso fiscal de cada país tenga en consideración la situación de sus finanzas públicas. Adicionalmente, deberán diseñarse medidas que tengan impacto a corto plazo, de

carácter transitorio y que se localicen en los sectores y segmentos de la población más afectados por la crisis, donde los multiplicadores fiscales son más elevados (*timely, temporary and targeted*). Con ello se trata de asegurar que el impulso fiscal se traslade con rapidez e intensidad a las decisiones de gasto de los agentes, sin comprometer la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas.

En la actualidad, la mayoría de los países miembros ha aprobado o anunciado algún plan de estímulo fiscal. Estos planes presentan una naturaleza diversa, tanto en su magnitud como en los instrumentos que utilizan. En el caso de las medidas orientadas al estímulo del gasto de los hogares, los planes contemplan una amplia gama de medidas, como la reducción del IVA, bajadas de las cotizaciones sociales, reducción de impuestos a las familias con hipotecas o a los hogares con menores niveles de renta o ayudas directas. En el caso de las empresas, las medidas se orientan principalmente hacia las pequeñas y medianas empresas y los sectores del automóvil y la construcción. En el caso de la inversión pública, se priman los proyectos orientados hacia el desarrollo de infraestructuras de transportes y el empleo de energías respetuosas con el medio ambiente.

Finalmente, los planes contemplan otro tipo de medidas sin impacto presupuestario directo. Entre ellas, un instrumento presente en la mayoría de los planes es la dotación de fondos destinados a garantizar los créditos concedidos a las pequeñas y medianas empresas, o a las pertenecientes a sectores estratégicos que, en las circunstancias actuales, han visto restringido su acceso al crédito. También se incorporan con carácter general iniciativas orientadas a facilitar la transición de los desempleados hacia un nuevo empleo y a mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo.

Con la información que proporcionan los programas de estabilidad que han remitido los países a la Comisión Europea y otras fuentes nacionales, en el cuadro adjunto se han tratado de resumir las características más importantes de los planes aprobados en los principa-

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA ECONOMÍA REAL ADOPTADAS EN LOS PAÍSES DE LA UE (a)

	MAGNITUD TOTAL		DISTRIBUCIÓN DE LOS FONDOS (%)			OTRAS MEDIDAS	
	Euro	% del PIB	Hogares	Empresas y sectores	Inversión pública	Facilidades y/o garantías de crédito a las empresas	Políticas de empleo
ZONA DEL EURO	97 €	1,0	35	33	32	Sí	Sí
Alemania	35 €	1,4	56	15	29	Sí	Sí
Francia	26 €	1,3	8	52	40	—	Sí
Italia (b)	6 €	0,3	63	25	12	—	—
España	20 €	1,9	17	44	39	Sí	Sí
Holanda	1 €	0,2	18	82	0	Sí	Sí
Reino Unido	£20	1,0	80	4	16	Sí	Sí

FUENTE: Banco de España.

a. La estimación de la magnitud refleja el impacto presupuestario de las medidas anunciadas para el año 2009. Solo se incorporan las medidas anunciadas hasta el 19 de enero de 2009 para las que se dispone de una cuantificación basada en fuentes oficiales.

b. Se incluyen las medidas aprobadas en el Decreto Ley de 29 de noviembre de 2008, aunque su impacto presupuestario será limitado, al financiarse con incrementos de impuestos o mejoras en la recaudación.

les países de la UE desde septiembre hasta el 19 de enero. En esta valoración solo se han tenido en cuenta aquellas medidas que tienen un impacto directo sobre los saldos presupuestarios en 2009 (por ello, el plan alemán, que destina buena parte del impulso a 2010, aparece tan reducido en comparación con las noticias aparecidas en prensa). También se excluyen los proyectos financiados con fondos europeos.

En síntesis, se estima que la cuantía de las medidas adoptadas hasta el momento se aproxima al 1% del PIB en el conjunto del área.

Estos fondos se distribuyen de manera similar entre los hogares, las empresas y el impulso de la inversión pública, aunque por países se aprecian diferencias notables en cuanto a la intensidad del impulso y a su composición: así, en el caso del Reino Unido, Alemania e Italia, el núcleo de las medidas se destina al estímulo del gasto de los hogares (aunque el plan de enero de Alemania pone mayor énfasis en la inversión pública). En cambio, otros Estados miembros, como España, Francia y Holanda, han tendido a concentrar la respuesta fiscal en el estímulo de la actividad empresarial y de la inversión pública.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, en el período julio-septiembre el PIB del área del euro se contrajo, por segundo trimestre consecutivo, un 0,2% intertrimestral (véanse cuadro 1 y gráfico 8). Esta caída confirma el impacto negativo de las turbulencias financieras sobre el entorno internacional y la actividad del área. En términos interanuales, el PIB de la UEM creció un 0,6%, ocho décimas menos que en el trimestre anterior.

El desglose del producto por ramas de actividad revela la desfavorable situación de la industria y de la construcción, que registraron tasas de avance negativas por segundo trimestre consecutivo, mientras que los servicios de mercado crecieron muy moderadamente. Por componentes del gasto, destacó la aportación nula de la demanda interna sin existencias, como resultado de comportamientos muy distintos entre sus principales partidas. Así, el consumo privado no varió, tras el descenso del trimestre anterior, como consecuencia posiblemente del endurecimiento de las condiciones financieras y del deterioro de la confianza, en un clima de menor creación de empleo. La formación bruta de capital fijo (FBKF) volvió a caer, con especial intensidad en el componente de bienes de equipo, muy afectados por las malas expectativas económicas, y también la construcción. Finalmente, el consumo público mantuvo su relativa fortaleza. La contribución de la demanda exterior neta al PIB fue muy negativa, ya que las exportaciones se estancaron —por segundo trimestre consecutivo— y las importaciones aumentaron por encima del 1%, y fue parcialmente compensada por la aportación positiva de la variación de existencias.

La atonía del PIB en el tercer trimestre se extendió a las mayores economías del área, excepto Francia. En Alemania e Italia, el aumento intertrimestral del producto fue del -0,5%, tras la caída del 0,4% en el período precedente, y se debió, en ambos casos, al mal comportamiento del sector exterior, por la fuerte contracción de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo. Por su parte, el consumo privado y la inversión en construcción siguieron mostrando debilidad. En Francia, el PIB creció un 0,1%, apoyado en el aumento de las exportaciones y, en menor medida, en el consumo, ya que la inversión retrocedió.

El empleo creció en el tercer trimestre de 2008 a una tasa negativa, del -0,1%, la menor registrada desde el año 1995. Como este descenso fue inferior al del producto, la productividad del trabajo se redujo, como es habitual en el inicio de las fases contractivas del ciclo. La conjunción del comportamiento de la productividad con una ligera aceleración de la remuneración por asalariado provocó un avance del coste laboral unitario a tasas elevadas, por encima del

	2007			2008			2009	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,5	0,6	0,3	0,7	-0,2	-0,2		
Consumo privado	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2	0,0		
Consumo público	0,2	0,5	0,3	0,3	0,8	0,7		
FBCF	0,2	1,0	1,0	1,4	-0,9	-0,6		
Importaciones	0,8	2,2	-0,3	1,5	-0,4	1,4		
Exportaciones	1,2	1,9	0,4	1,6	-0,1	0,0		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demandas internas, excluidas existencias</i>	0,5	0,6	0,4	0,4	-0,1	0,0		
<i>Variación de existencias</i>	-0,2	0,1	-0,3	0,2	-0,2	0,4		
<i>Demandas exteriores netas</i>	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	-0,6		
PIB (tasa de variación interanual)	2,6	2,6	2,1	2,1	1,4	0,6		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,4	1,3	1,1	-0,2	-1,1	-1,5	-3,3	
Sentimiento económico	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	88,5	74,0	
PMI compuesto	57,2	56,5	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	38,5
Empleo	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1		
Tasa de paro	7,4	7,4	7,2	7,2	7,4	7,5	7,7	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	
IPRI	2,3	2,7	4,4	5,8	8,0	7,9	3,3	
Precio del petróleo (valor en dólares)	71,8	78,2	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	42,4
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,7	4,4	4,4	4,2	4,9	4,5	3,9	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	0,46	0,15	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,80	-1,67
Tipo de cambio dólar/euro	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,298
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	1,5	3,7	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-3,3
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-11,9

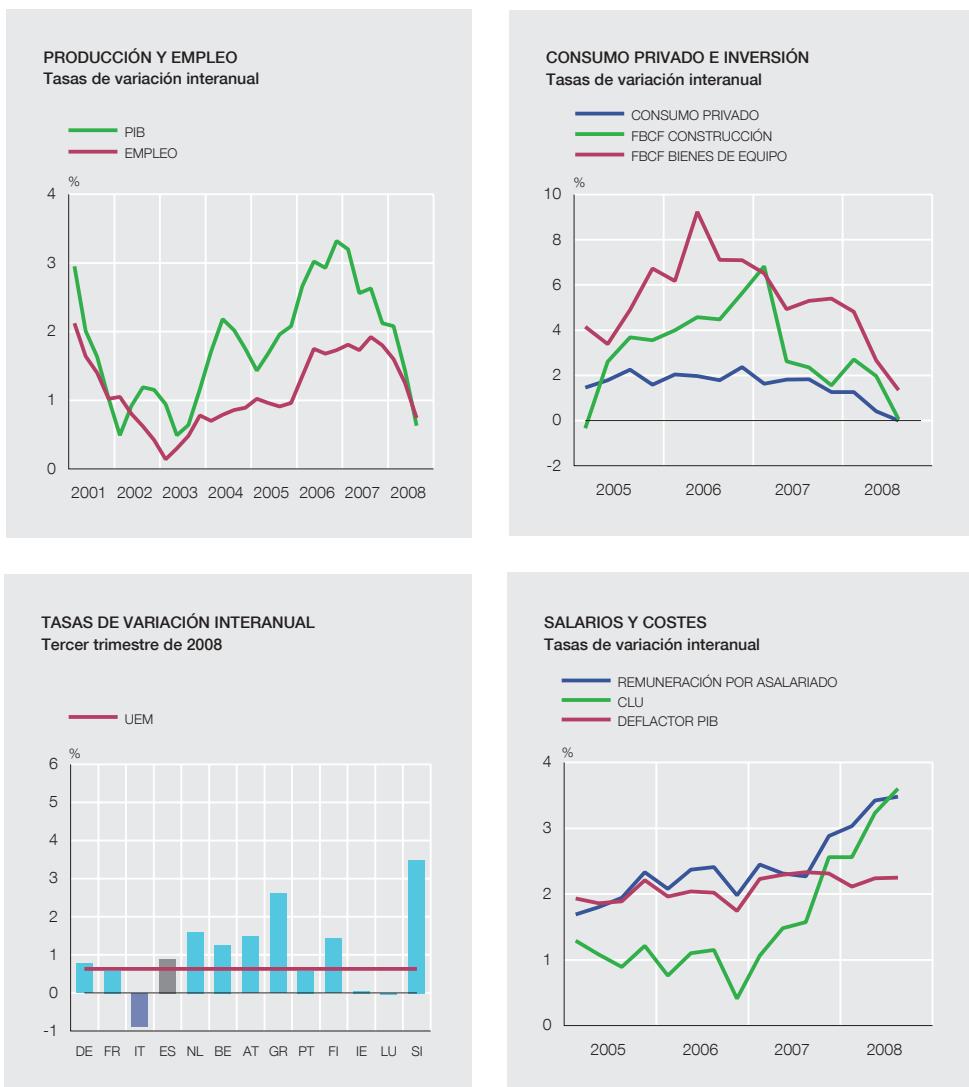
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 22 de enero de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

3,6%, si bien su efecto sobre los precios finales se vio parcialmente compensado por una nueva contracción en los márgenes de explotación.

La información coyuntural más reciente refleja un deterioro sustancial de la actividad en el último trimestre de 2008 y apunta a un crecimiento del producto claramente negativo en dicho período (véanse cuadro 1 y gráfico 9). En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial y los pedidos industriales (con datos hasta noviembre) se desaceleraron respecto a los tres meses precedentes. Los indicadores de opinión procedentes de las encuestas de confianza también cayeron en el cuarto trimestre, y de forma más acusada en la rama de industria que en la de servicios. De hecho, estos índices se sitúan en la actualidad en sus niveles históricos mínimos, lo que señala la gravedad de la situación actual. Finalmente, los indicadores de expectativas de creación de empleo acentuaron su disminución en el último tramo del año, mientras que la tasa de paro siguió ascendiendo lentamente, hasta situarse en el 7,8% en noviembre.

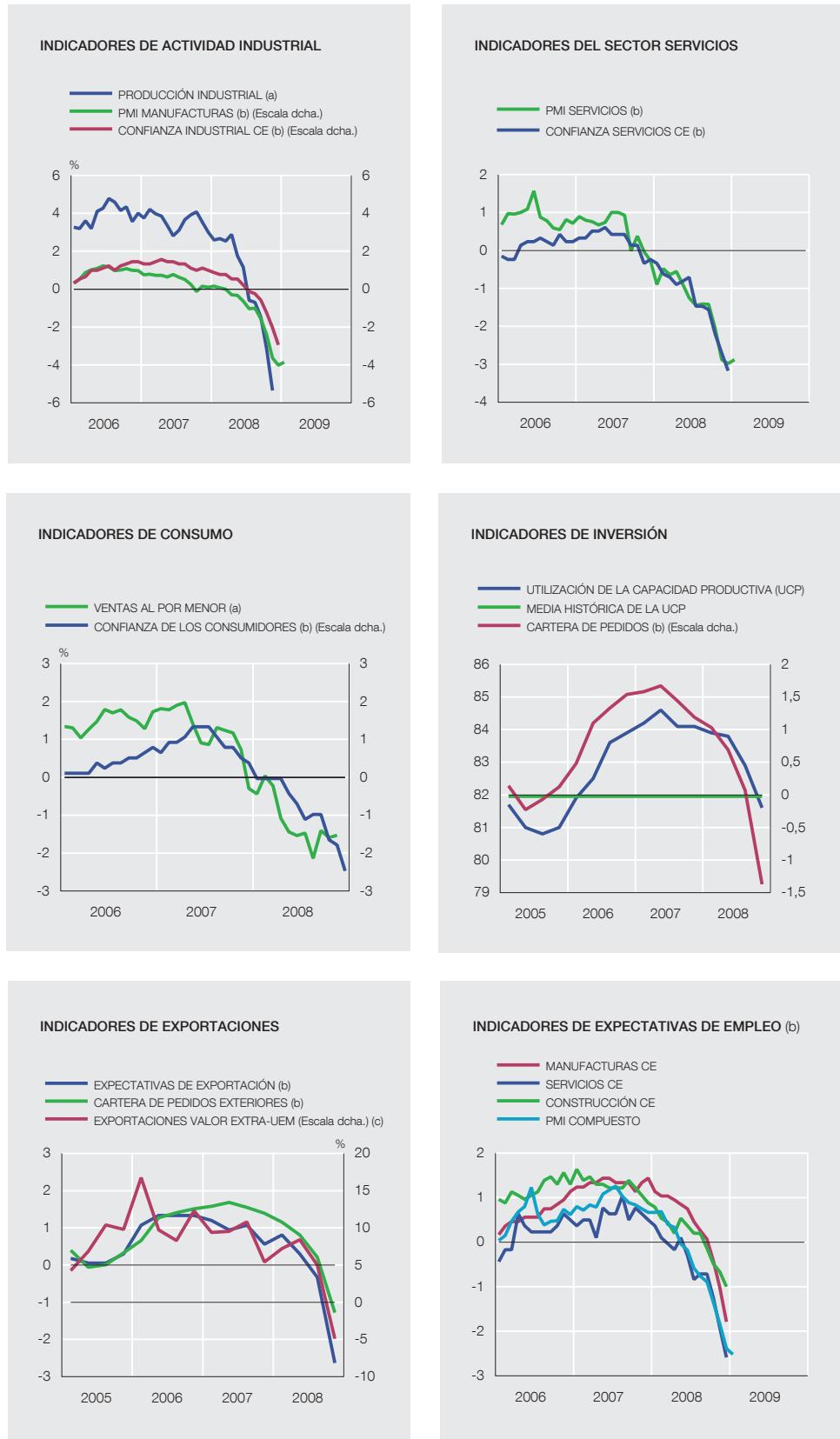
Los indicadores de corto plazo relacionados con el gasto también empeoraron notablemente en los últimos meses de 2008. Así, con información hasta noviembre, el crecimiento promedio de las ventas al por menor y, sobre todo, las matriculaciones de automóviles descendieron con respecto al tercer trimestre. En el mismo sentido, la confianza de los consumidores y de



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

los minoristas publicadas por la CE retrocedió significativamente en los últimos tres meses del año pasado y el primero se encuentra en su nivel más bajo desde el inicio de la serie, en 1985. Los indicadores de inversión, como la valoración de la cartera de pedidos y, en menor medida, el grado de utilización de la capacidad productiva, intensificaron su trayectoria bajista en el último trimestre de 2008. Si, además, se consideran las dificultades existentes para acceder a la financiación externa, las perspectivas para el gasto de las empresas son muy desfavorables. Por último, según los datos de la balanza comercial, las exportaciones e importaciones de bienes extra-UEM cayeron en el promedio de octubre-noviembre en relación con el tercer trimestre. Los indicadores cualitativos de exportación apuntan en la misma línea, ya que la cartera de pedidos exteriores y las expectativas de exportación de la encuesta trimestral de la Comisión Europea disminuyeron en la última parte de 2008.

El retroceso de los indicadores de actividad observado en el último trimestre de 2008 refleja el impacto de las turbulencias financieras sobre la actividad real a través del endurecimiento de las condiciones financieras y del bajo nivel de confianza e, indirectamente, de la menor demanda exterior por los efectos de la crisis sobre otras áreas del mundo. Para el año 2009, las perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja adicionalmente y, tal como apuntan las previsiones más recientes de los analistas privados y el FMI y la CE, el PIB puede registrar



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

b. Series normalizadas.

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

	2008		2009	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (diciembre 2008)	0,8-1,2	3,4-3,5	-1,0-0,0	1,4-2,2
Comisión Europea (enero 2009)	0,9	3,3	-1,9	1,0
FMI (noviembre 2008)	1,2	3,5	-0,5	1,9
OCDE (noviembre 2008)	1,1	3,4	-0,6	1,4
Consensus Forecast (enero 2009)	1,0	3,3	-1,4	1,0
Euro Barómetro (enero 2009)	0,9	3,3	-1,5	1,0

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

a. Tasas de variación anual.

una tasa cercana al -2% (véase cuadro 2). No obstante, estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre muy elevada y la recuperación de la economía europea dependerá de la duración de las inestabilidades financieras, de la magnitud de la retroalimentación entre estas y el gasto y de la efectividad de los planes económicos adoptados para recuperar la confianza y estimular la actividad.

La inflación del área del euro intensificó su desaceleración a lo largo del cuarto trimestre, hasta situarse en diciembre en el 1,6%, dos puntos porcentuales por debajo de la tasa de septiembre. Este comportamiento se encuentra ligado fundamentalmente a la evolución de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, ya que el precio del resto de los componentes apenas moderó su tasa de avance (véanse cuadro 1 y gráfico 10). De hecho, si se excluyen del índice general los precios de los alimentos y la energía, el agregado resultante creció en diciembre un 1,8%, una décima menos que en septiembre.

Es previsible que la inflación siga descendiendo en los próximos meses, debido, en gran medida, a la desaceleración de los componentes más volátiles si estos precios evolucionan según lo anticipado por los mercados de futuros. Así lo recogen los indicadores de precios de corto plazo, como el componente de consumo de los precios industriales, que experimentó un fuerte retroceso en octubre y noviembre, o los indicadores de precios de venta de las encuestas de opinión en los últimos meses de 2008, que apuntan un debilitamiento adicional de las perspectivas inflacionistas. Más a medio plazo, se espera que los precios de los componentes más estables también se contengan a medida que se ajusten al deterioro de la demanda. Si bien los salarios se mantendrán todavía en registros elevados en los próximos trimestres, ya que son, en gran parte, el resultado de acuerdos adoptados en meses pasados, deberían empezar a mostrar, después, cierta moderación por los efectos sobre las negociaciones salariales del debilitamiento de la demanda y de la creación de empleo.

Según las estimaciones del BCE, el déficit acumulado de la balanza por cuenta corriente en el período enero-octubre se situó en 46,9 mm de euros (un 0,6% del PIB), frente al superávit de 32 mm alcanzado en el mismo período de 2007. Este empeoramiento fue consecuencia del mal comportamiento de todos los componentes, excepto la balanza de servicios, que aumentó ligeramente su saldo positivo. Así, prácticamente ha desaparecido el superávit de la balanza de bienes, la cuenta de renta ha pasado a ser claramente deficitaria y ha aumentado el saldo negativo de la balanza de transferencias. Por otro lado, la balanza básica, que aún la balanza por cuenta corriente y las inversiones netas directas y de cartera, mostró un déficit de 10,5 mm de euros en los diez primeros meses de 2008, en contraste con el saldo positivo



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

de 112 mm en el mismo período del año anterior. Este peor resultado se debió a la fuerte contracción de la inversión directa, que pasó de -83,7 mm de euros en 2007 a -210,9 mm hasta octubre de 2008. En cambio, las inversiones netas de cartera se expandieron con respecto al mismo período del año anterior en 83,6 mm, hasta los 247,3 mm de euros.

Los programas de estabilidad que los gobiernos han remitido a la Comisión Europea y las estimaciones publicadas por este organismo en enero de 2009 reflejan un fuerte deterioro del saldo presupuestario de la zona del euro en 2008, que interrumpe el proceso de contención del déficit observado desde 2004. El saldo presupuestario negativo de la UEM se situó en el 1,7% del PIB en 2008, frente al -0,6% registrado en 2007 y mucho peor del previsto en los programas de estabilidad elaborados ese ejercicio (véase cuadro 3). Este resultado se debió, por un lado, al deterioro de la situación económica, y en particular a la desaparición de los ingresos impositivos relacionados con el aumento del precio de los activos financieros y reales y con el dinamismo de los beneficios empresariales. Por otro lado, también ha contribuido a este empeoramiento la introducción de medidas discrecionales de recorte de impuestos y de cotizaciones sociales.

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008		2009		2010
		Pr. estab. (b)	CE (c)	Pr. estab. (b)	CE (c)	CE (c)
Bélgica	-0,3		-0,9		-3,0	-4,3
Alemania	-0,2	0,0	-0,1	-0,5	-2,9	-4,2
Grecia	-3,5		-3,4		-3,7	-4,2
España	2,2	-3,4	-3,4	-5,8	-6,2	-5,7
Francia	-2,7	-2,9	-3,2	-3,9	-5,4	-5,0
Irlanda	0,2	-5,5	-6,3	-6,5	-11,0	-13,0
Italia	-1,6		-2,8		-3,8	-3,7
Luxemburgo	3,2	2,3	3,0	1,1	0,4	-1,4
Holanda	0,3	1,2	1,1	1,2	-1,4	-2,7
Austria	-0,4		-0,6		-3,0	-3,6
Portugal	-2,6		-2,2		-4,6	-4,4
Eslovenia	0,5		-0,9		-3,2	-2,8
Finlandia	5,3	4,4	4,5	2,1	2,0	0,5
Malta	-1,8	-3,3	-3,5	-1,5	-2,6	-2,5
Chipre	3,5		1,0		-0,6	-1,0
Eslovaquia	-1,9		-2,2		-2,8	-3,6
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)						
Saldo primario	2,3		1,3		-1,0	-1,3
Saldo total	-0,6		-1,7		-3,9	-4,3
Deuda pública	66,1		68,7		72,7	75,8

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2008 y principios de 2009.
c. Previsiones de la Comisión Europea de enero de 2009.

La mayoría de los países de la zona euro registró una disminución de los saldos fiscales en 2008, que fue más marcada en España e Irlanda, debido a los efectos sobre la recaudación impositiva de la crisis del mercado inmobiliario. En concreto, cinco países (España, Francia, Irlanda, Grecia y Malta) superarían en 2008 el umbral de déficit del 3% del PIB, e Italia se aproximaría mucho a esa cifra (véase cuadro 3). Únicamente en Alemania el saldo presupuestario mejoró ese año y se situó próximo al equilibrio, algo no observado desde 1989.

De acuerdo con las previsiones de la CE, en 2009 el empeoramiento del saldo fiscal será todavía más pronunciado, por encima de 2 pp, de forma que el déficit podría llegar a alcanzar el 4% del PIB en el conjunto del área, el peor registro observado desde mediados de los noventa. Este resultado se justifica tanto por el impacto negativo de la situación cíclica de los países del área —estimado en torno a 1,4 pp— como por los planes de estímulo fiscal llevados a cabo en el marco del Plan de Recuperación Económica de la Unión Europea —próximos al 1% del PIB— (véase recuadro 3). En ese año, Italia, Portugal y Eslovenia se sumarían al conjunto de países con saldos negativos superiores al 3% del PIB, y Alemania, Austria, Bélgica y Malta se aproximarían a ese valor de referencia.

Por su parte, el nivel de la deuda pública volvería a situarse por encima del 70% del PIB en 2009, tras la reducción de los años recientes, reflejando tanto el deterioro de las posiciones presupuestarias como el efecto de los planes de las medidas de apoyo al sistema financiero.

En estas circunstancias, el Consejo Europeo ha reafirmado que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento reformado sigue constituyendo el marco normativo apropiado para la coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros de la UE y que este contiene la flexibilidad suficiente para afrontar los importantes retos a los que se enfrenta la política fiscal, sin que sea necesario establecer una suspensión temporal de los procedimientos que contempla. La Comisión Europea, por su parte, ha clarificado cuáles son dichos elementos de flexibilidad en el contexto de las circunstancias excepcionales por las que atraviesan las economías. Así, por un lado, el PEC establece que en situaciones de grave deterioro del crecimiento económico, puedan alcanzarse déficits superiores al 3% del PIB sin que sean considerados «excesivos», siempre y cuando estos tengan carácter transitorio y se mantengan próximos al umbral del 3%. En caso de que no se cumplan estos últimos requisitos, la Comisión deberá poner en marcha los procedimientos de déficit excesivo (PDE) establecidos en el Tratado, si bien es posible extender el plazo de corrección un año más. Por último, si el déficit excesivo persistiera al término de ese plazo, la Comisión puede establecer nuevas recomendaciones para su contención, sin aplicar las acciones sancionadoras contempladas en el Tratado.

3.2 Evolución monetaria y financiera

La adopción urgente y puesta en práctica de planes de apoyo por parte de los gobiernos, así como las políticas de suministro generoso de liquidez por parte de los bancos centrales, han contribuido a aliviar las tensiones tras el episodio de excepcional inestabilidad que vivió el sistema financiero global en septiembre y octubre. No obstante, en un contexto caracterizado por una gran incertidumbre y volatilidad extrema, la aversión al riesgo se ha mantenido en niveles muy elevados, tal y como reflejan las primas exigidas por los inversores en los mercados interbancarios, de deuda pública o de bonos corporativos. Esto se tradujo en unas condiciones de financiación que continuaron siendo restrictivas en el conjunto del trimestre (véase recuadro 2).

En este contexto, el BCE prosiguió satisfaciendo la abultada demanda de liquidez de las instituciones financieras, tanto a través de las subastas semanales, que continuarán realizándose a tipo fijo y adjudicación plena hasta, al menos, marzo, como a través de las operaciones a más largo plazo y las subastas en dólares y francos suizos. Por otra parte, la falta de actividad en el mercado interbancario siguió generando un elevado recurso a la facilidad de depósito, por lo que el BCE decidió que a partir del 21 de enero la banda de las facilidades permanentes volvería a los 200 pb en torno al tipo de las operaciones principales de financiación.

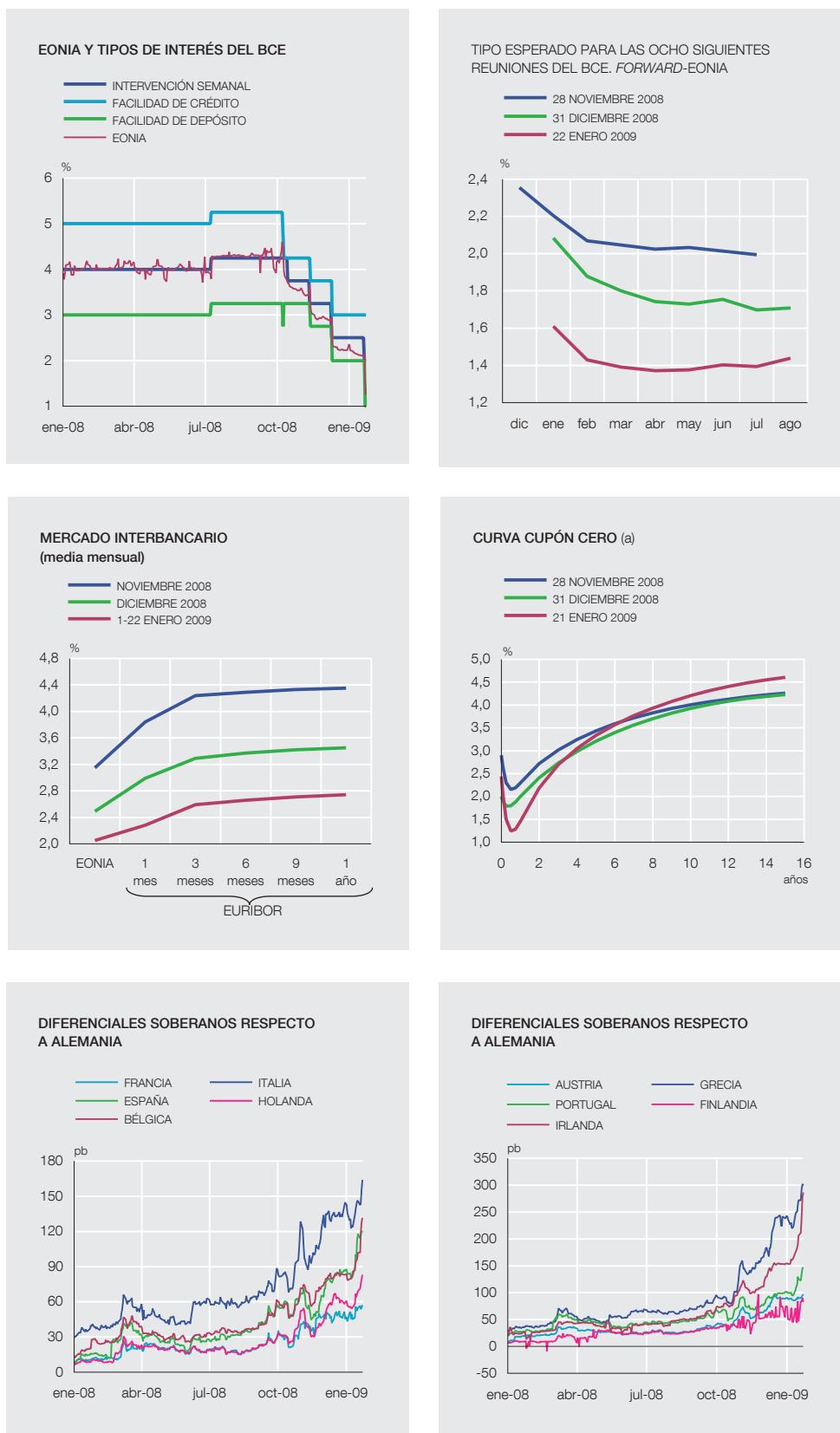
La sustancial revisión a la baja de las perspectivas inflacionistas, en un contexto de marcada ralentización de la actividad, exigió que la política monetaria adaptara su tono a las nuevas circunstancias. Así, en octubre el Consejo de Gobierno del BCE redujo los tipos de interés 50 pb en una acción concertada con otros bancos centrales. Además, en sus reuniones regulares de noviembre, diciembre y enero, decidió tres recortes adicionales de 50, 75 y 50 pb, respectivamente, que situaron el tipo de las operaciones principales de financiación en el 2% en enero, lo que supone una reducción acumulada de 225 pb en los últimos cuatro meses.

La relajación de la política monetaria y las perspectivas de recortes adicionales en los próximos meses se han trasladado a los tipos de interés de los mercados monetarios. La curva de tipos del mercado interbancario (sin garantía) se desplazó a la baja en torno a 2,5 pp desde finales de septiembre hasta el 22 de enero, cuando el EURIBOR a un año se situó en el 2,4%, mientras que el tipo Eurepo a un año alcanzó el 1,1% (véase gráfico 11). La diferencia entre ambos tipos evidencia la existencia todavía de una prima muy elevada en el mercado interbancario.

Por su parte, la revisión de las perspectivas económicas y los flujos de inversión hacia activos de elevada calidad presionaron a la baja a los tipos a largo plazo durante el último trimestre del

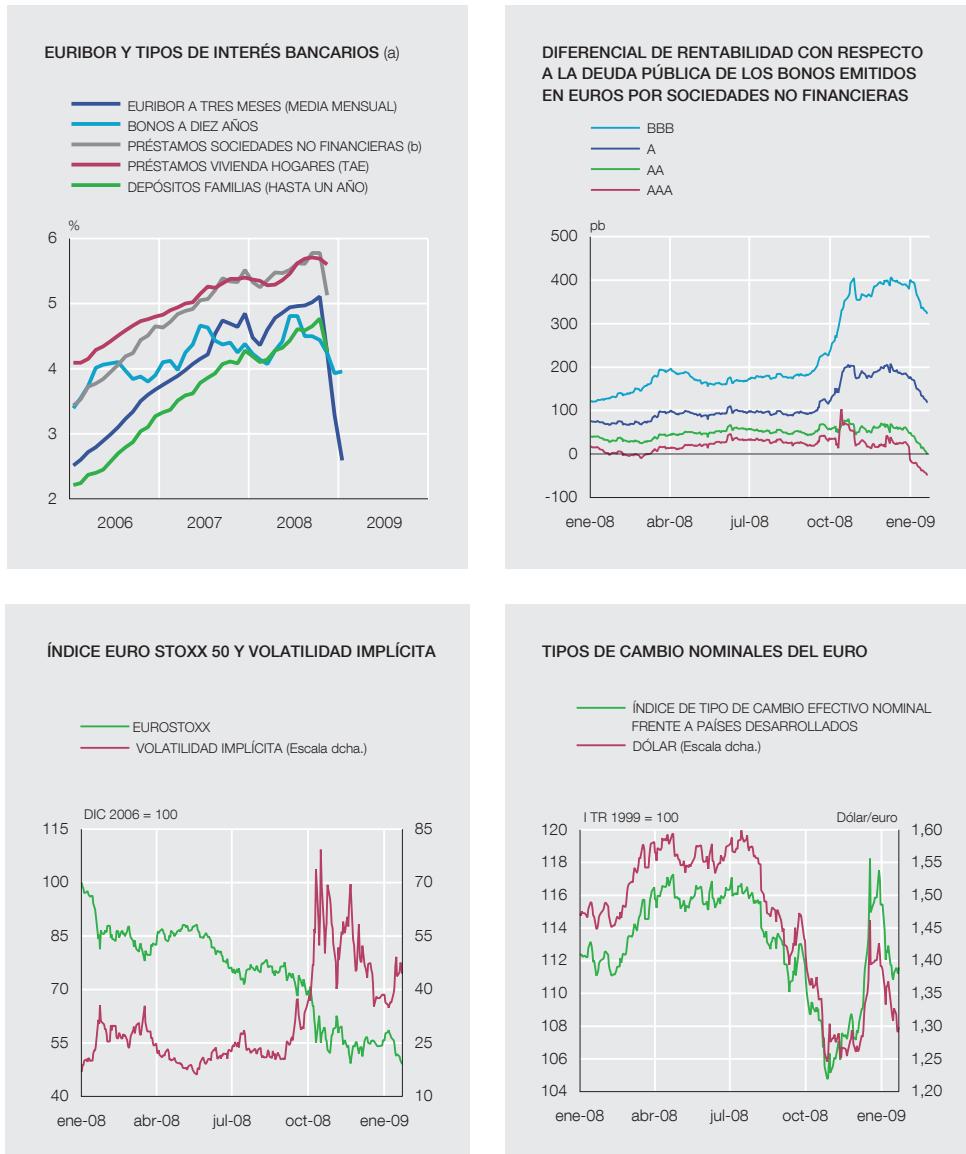
TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 11



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

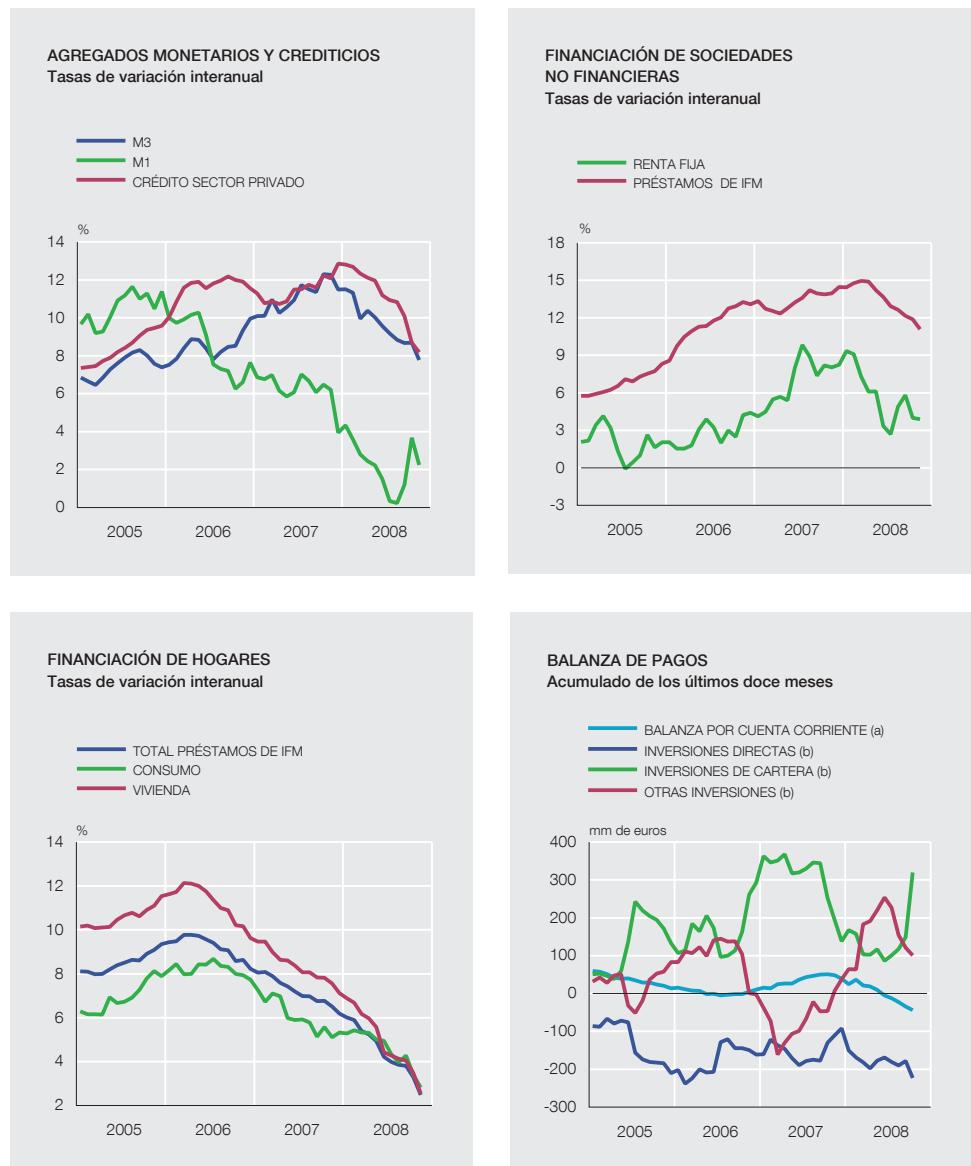
a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

año. Esta tendencia se interrumpió a comienzos del ejercicio actual, y la rentabilidad de la deuda pública a diez años en la UEM fluctuó en enero en torno al 4%, en un contexto en el que los inversores esperan un notable incremento de la oferta de títulos públicos para financiar los cuantiosos planes de apoyo económico. La preferencia por la liquidez y la mayor aversión al riesgo favoreció particularmente la demanda de los valores públicos alemanes, cuyo tipo de interés se situó en torno al 3% en enero. De esta manera, los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública de los Estados miembros de la UEM con el bono alemán aumentaron, especialmente, tras el anuncio de posibles revisiones a la baja en la calificación crediticia de algunos emisores (véase gráfico 11). Por otra parte, la sustancial reducción de tipos en Estados Unidos incrementó el diferencial negativo entre la rentabilidad de la deuda pública de este país y la de la UEM hasta niveles superiores a 150 pb. Finalmente, los diferenciales de la deuda privada corporativa con respecto a activos sin riesgo experimentó un intenso repunte a mediados de septiembre —mayor en aquellos bonos de peor calidad crediticia— tras la agudización de las tensiones financieras que apenas ha sido compensada a finales de diciembre y principios de año.



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.

En los mercados bursátiles, el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento de la incertidumbre se vieron reflejados en una volatilidad extremadamente alta durante la última parte del año, en caídas significativas en las valoraciones durante octubre y noviembre, que fueron parcialmente corregidas en diciembre y principios de enero, y en elevadas primas de riesgo (véase gráfico 12). Con todo, el descenso acumulado por el índice Eurostoxx 50 en el cuarto trimestre fue del 19%, y en el conjunto del año, del 44%. En las tres primeras semanas de enero, el mercado bursátil retrocedió de nuevo, hasta registrar las cotizaciones una caída superior al 10%.

La volatilidad también fue la nota dominante en los mercados cambiarios. El tipo de cambio del euro cerró el año con fuertes movimientos al alza, fundamentalmente frente a la libra esterlina, pero también con respecto al dólar y al yen, si bien a principios de enero estas tendencias revirtieron (véase gráfico 12). En el conjunto de 2008, el euro se apreció un 2,5% en tér-

minos efectivos nominales (TCEN), mientras que se depreció un 5,5% frente al dólar. En la primera mitad de enero, el TCEN se ha depreciado un 3,3%.

El agregado monetario M3 se desaceleró significativamente en noviembre, tras la estabilidad mostrada en octubre. Si bien las tensiones financieras y la ampliación de la cobertura de los sistemas de garantía de depósitos dieron lugar a una elevada demanda de efectivo y de los depósitos a la vista —agregado monetario M1— en septiembre y octubre, esta fue compensada parcialmente en noviembre (véase gráfico 13). El resto de activos monetarios mantuvo la tendencia a la desaceleración que se observa desde finales de 2007. Por su parte, el crédito concedido por las instituciones financieras monetarias (IFM) acentuó su ralentización en el último trimestre, debido, en gran medida, a las ventas netas de valores por parte de las entidades de crédito en su intento de reducir el grado de apalancamiento. Los préstamos al sector privado no financiero acentuaron la desaceleración, en línea con el encarecimiento de la financiación y las condiciones de oferta más restrictivas, así como, con el deterioro de las perspectivas económicas y, en algunos países, del sector inmobiliario (véase recuadro 2). En cualquier caso, la ralentización de los préstamos es menos intensa en el caso de las sociedades no financieras, que mantuvieron un avance interanual cercano al 11% en noviembre. En cambio, los préstamos de IFM a hogares crecieron a un ritmo mucho más reducido, del 2,5% en noviembre, en el caso de los destinados tanto a la adquisición de vivienda como al consumo, cuya tasa interanual se situó en el 2,5% y el 2,8%, respectivamente.

Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB se ralentizó con intensidad en el tercer trimestre de 2008, mostrando un crecimiento interanual del 0,9%, nueve décimas por debajo de la tasa estimada para el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto experimentó una disminución del 0,2%, registrando una tasa negativa por primera vez desde los primeros años noventa. Este deterioro de la actividad reflejó el rápido debilitamiento de la demanda nacional, en especial la que realizan las familias —consumo privado e inversión residencial—. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró cinco décimas, hasta situarse en 0,8 pp, en un contexto de desaceleración más intensa de las importaciones que de las exportaciones. Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, particularmente la construcción y la industria, que experimentaron caídas en su valor añadido. El empeoramiento de la actividad se reflejó en el empleo, que, según los datos de la CNTR, se redujo en términos interanuales un 0,8% en el tercer trimestre de 2008, frente al aumento de 0,4 pp en el trimestre anterior, con lo que, dada la tasa de expansión del producto, el ritmo de avance de la productividad se incrementó en cuatro décimas, hasta el 1,7%.

De acuerdo con la información disponible, en el cuarto trimestre de 2008 se ha intensificado el debilitamiento de la economía española. El aumento de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales a finales del verano y sus implicaciones sobre el entorno económico global, las condiciones de financiación y la confianza de los agentes, que ha llegado a situarse en algunos casos en mínimos históricos, han amplificado la corrección iniciada en trimestres precedentes, conduciendo a una caída de la actividad. En este contexto, se estima que la variación interanual del PIB fue del -0,8% en el cuarto trimestre, 1,7 puntos porcentuales por debajo de la observada el trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del -1,1%. Esta evolución sería atribuible al pronunciado ajuste de la demanda nacional, que habría disminuido un 2,4% interanual, mientras que la contribución positiva del sector exterior habría continuado mejorando, hasta situarse en 1,7 pp (véase gráfico 14).

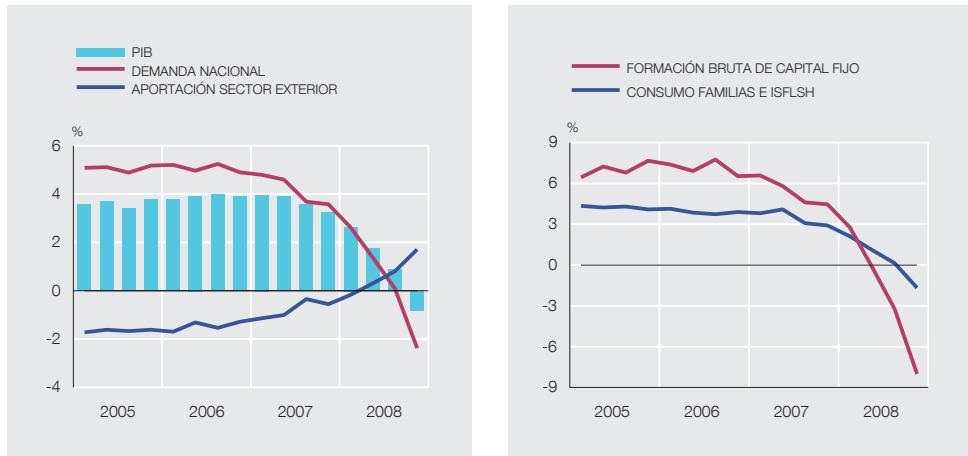
Por el lado de la oferta, se estima que el valor añadido de la economía de mercado se redujo en el último trimestre de 2008 en casi todas las ramas, con la excepción de los servicios. En cuanto al mercado laboral, los indicadores disponibles apuntan a que el proceso de destrucción de puestos de trabajo se ha hecho más pronunciado, con una caída de en torno al 3% del empleo. La remuneración por asalariado continuaría creciendo a una tasa elevada, aunque algo inferior a las observadas en los últimos trimestres, con lo que, junto con el mayor ritmo de avance de la productividad, se anticipa que el crecimiento de los costes laborales unitarios se ralentizaría en el cuarto trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC disminuyó rápidamente en el cuarto trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 2,5%, casi la mitad del valor observado en el trimestre anterior, con un registro del 1,4% en diciembre, el menor desde diciembre de 1998. Esta trayectoria estuvo condicionada en buena medida por la senda del precio del petróleo, que, tras alcanzar niveles máximos en julio, ha experimentado fuertes caídas con posterioridad. No obstante, en media del trimestre, la inflación subyacente también se redujo —en 0,8 pp—, hasta situarse en el 2,7%.

4.1 Demanda

En el cuarto trimestre, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de marcada desaceleración observado desde principios de año, registrando una caída en términos interanuales de acuerdo con la información coyuntural más reciente (véase gráfico 15). La confianza de los consumidores experimentó un nuevo retroceso, aunque la de los comercian-

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 14

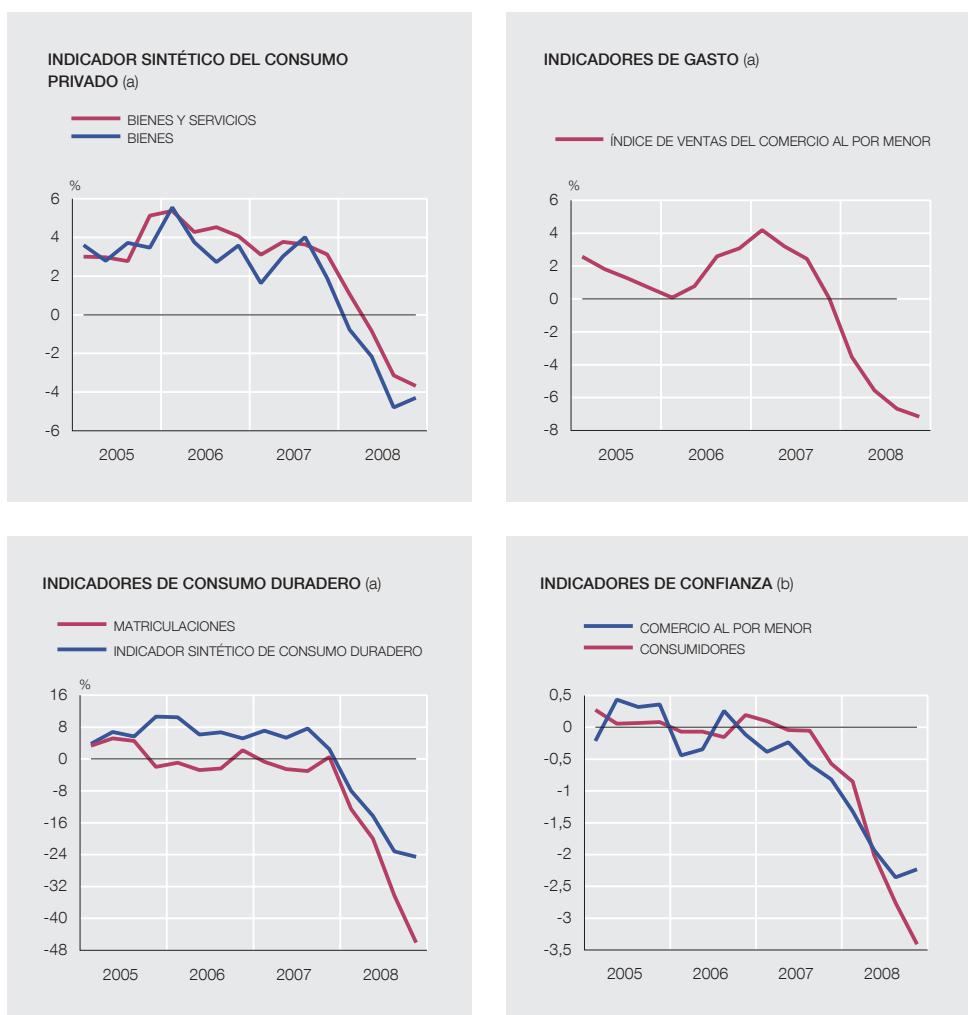


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 15



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

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

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

tes minoristas se situó, en promedio, ligeramente por encima de la del trimestre anterior, empeorando al cierre del año. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de grandes empresas de la Agencia Tributaria, referidos a octubre y noviembre, mostraron un descenso interanual de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo más acusado que en el tercer trimestre. El índice del comercio al por menor en términos reales también siguió retrocediendo en el período octubre-noviembre a un ritmo interanual superior al de los trimestres anteriores. Por último, las compras de bienes de consumo duradero siguieron experimentando un fuerte deterioro, siendo este especialmente agudo en el caso de los automóviles, cuyas matriculaciones registraron una caída interanual superior al 45% en el último trimestre del año. En conjunto, el indicador sintético del consumo en bienes y servicios se habría desacelerado de forma intensa en dicho período.

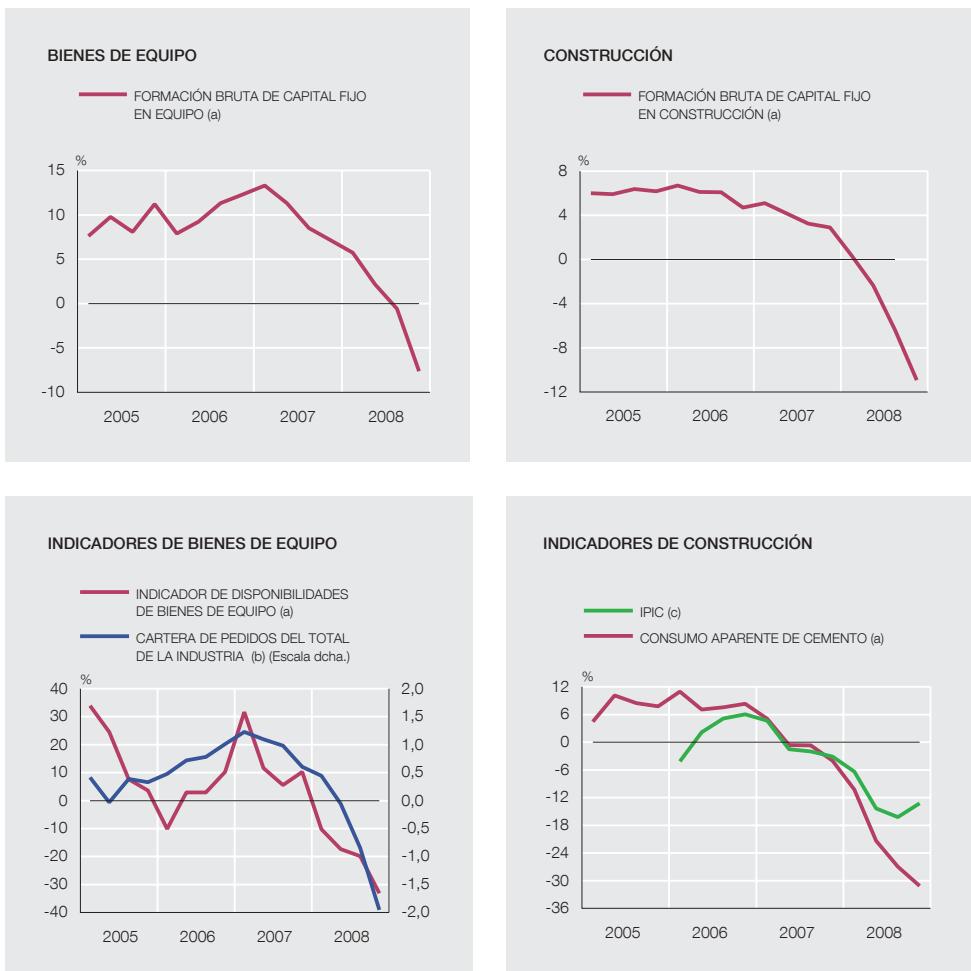
La debilidad del consumo de las familias en los últimos meses del año responde tanto a la pérdida de confianza señalada anteriormente, generada por la delicada situación de los mercados financieros internacionales y por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, como a la evolución más desfavorable de sus determinantes. Así, la destrucción de empleo y las altas tasas de inflación registradas en los tres primeros trimestres de 2008 moderaron el ritmo de avance real de la renta bruta disponible de los hogares, a pesar de la tónica de elevado crecimiento salarial. No obstante, a partir del verano la renta de las familias se vio impulsada por la deducción de 400 euros en las retenciones del impuesto sobre la renta, que, junto con la desaceleración de los precios de consumo, propició una notable recuperación de la renta real en la segunda mitad del año. Por otra parte, la pronunciada caída de las cotizaciones bursátiles en 2008 y la desaceleración de los precios de las viviendas han provocado una disminución del valor real de la riqueza de las familias, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. Todos estos factores están conduciendo a una recuperación de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, aumentó hasta el 11,9% de la renta disponible en los cuatro trimestres acumulados hasta el tercero de 2008, 1,7 pp más que a finales de 2007.

El consumo final de las AAPP, que creció un 5,9% interanual en el tercer trimestre, habría continuado avanzando en el último trimestre del año a tasas muy elevadas, aunque ligeramente inferiores, según se desprende de la información disponible sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo continuó retrocediendo en el cuarto trimestre de 2008, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En el caso de los bienes de equipo, los indicadores de disponibilidades de ese trimestre, aunque incompletos, apuntan hacia una contracción notablemente más intensa que en el trimestre precedente. Las opiniones de los empresarios experimentaron un fuerte deterioro en el cuarto trimestre, tal y como reflejan los indicadores de confianza de la industria, de clima industrial del sector de bienes de equipo y de cartera de pedidos de este sector. Asimismo, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria —aunque con un coste ligeramente más moderado al final del trimestre— y las mayores dificultades para captar recursos por esta y por otras vías estarían desanimando los proyectos de inversión de las sociedades no financieras. Este conjunto de factores dio lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector, que se situaron en el 9% del PIB en el período comprendido entre octubre de 2007 y septiembre de 2008, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, 2,1 pp por debajo del registro de finales de 2007. A este descenso de las necesidades de financiación contribuyó también el mayor nivel de ahorro de las sociedades, impulsado por el adelanto de las devoluciones del IVA y la disminución de la tarifa del impuesto de sociedades.

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

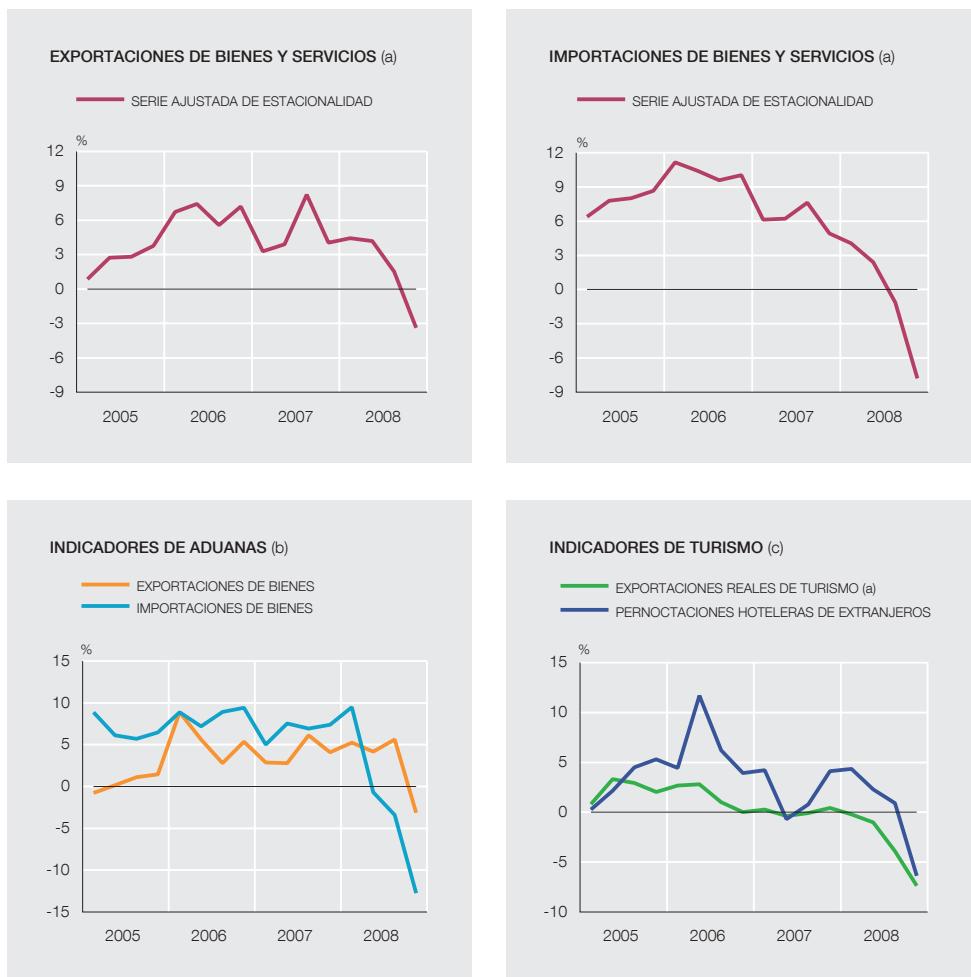
GRÁFICO 16



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

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

La inversión en construcción agudizó su comportamiento contractivo en el cuarto trimestre. Así, los indicadores de consumos intermedios —como la producción interior de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento— intensificaron su ritmo de caída en el conjunto de los meses de octubre y noviembre. Los indicadores del mercado de trabajo también siguieron esta tónica, con una disminución próxima al 20% interanual en el número medio de afiliados a la Seguridad Social en este sector en el trimestre final de 2008. El indicador de confianza de los empresarios de la construcción experimentó un deterioro en los tres últimos meses del año aun más intenso que el del período junio-agosto. Respecto a los distintos tipos de obra, la inversión en edificación residencial se habría reducido a un ritmo superior al observado en el trimestre precedente, como consecuencia del significativo descenso en las iniciaciones de viviendas, que están viéndose condicionadas por la disminución de las compraventas y la débil situación del mercado inmobiliario. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas y sobre la propia evolución de los precios de la vivienda ha afectado a la demanda residencial por parte de los hogares, lo que, a su vez, ha tendido a desanimar la puesta en marcha de nuevos proyectos. No obstante, la iniciación de viviendas protegidas registró un notable impulso, alcanzando una tasa de crecimiento del 70,8% en el



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

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

mes de septiembre y un peso del 37% en el total de iniciaciones. La edificación no residencial mantuvo también una situación contractiva según los datos sobre nuevos proyectos vistados. Finalmente, la obra civil siguió lastrada, como en trimestres anteriores, por el menor ritmo de licitaciones.

La información disponible indica que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría continuado aumentando en el cuarto trimestre, hasta situarse en 1,7 pp, como resultado de la pérdida de pulso de las importaciones, más sustancial que la ralentización de las exportaciones (véase gráfico 17). El descenso de las compras al exterior está en línea con la trayectoria descrita de la demanda final de consumo y de inversión en equipo. Por su parte, las exportaciones habrían perdido la pujanza de trimestres anteriores, en un entorno de ralentización del comercio mundial, concentrada básicamente en el conjunto de las economías desarrolladas, y en particular en algunos de nuestros principales socios europeos. La información disponible señala que, en el cuarto trimestre, tanto la depreciación del euro como la evolución de los precios relativos permitieron un comportamiento más favorable de los indicadores de competitividad-precio, aunque en el período transcurrido del año estos indicadores acumulan todavía un cierto deterioro.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes experimentaron una intensa caída en los meses de octubre y noviembre, hasta registrar un descenso interanual del 8,4%, que contrasta con el aumento del 7,8% del tercer trimestre. En el período acumulado hasta noviembre, las exportaciones reales de bienes crecieron un 2,8%, tasa inferior en 1,4 pp a la observada en el conjunto de 2007. Por grupos de productos, en octubre y noviembre el retroceso más intenso correspondió a los bienes de equipo e intermedios no energéticos (con tasas del -11,5% y del -11,8%, respectivamente), mientras que, por el contrario, los bienes energéticos y los alimentos experimentaron un mayor sostenimiento. Por áreas geográficas, la disminución fue ligeramente más pronunciada en las ventas extracomunitarias que en las dirigidas a la UE. A tenor de la información más desagregada, para la que solo están disponibles los datos nominales, destacan por su magnitud los retrocesos especialmente acusados de las ventas al Reino Unido y a China.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos disponible hasta octubre apunta hacia una intensificación de su descenso en el cuarto trimestre. Además, en los tres últimos meses de 2008 las entradas de turistas en España y las pernoctaciones hoteleras retrocedieron un 9,5% y un 6,3%, respectivamente, en comparación con el mismo período del año anterior. El gasto nominal de los visitantes extranjeros, de acuerdo con EGATUR, se redujo un 6,7% en octubre y noviembre, debido al descenso del número de turistas, ya que el gasto medio por turista experimentó un incremento. La desagregación por países de procedencia muestra que el descenso de las entradas de visitantes extranjeros en el cuarto trimestre afectó a los principales mercados emisores, especialmente al Reino Unido, debido a la depreciación de la libra. Por otra parte, los datos de Balanza de Pagos referidos a octubre apuntan a que en el cuarto trimestre se habría producido cierta mejora de las exportaciones reales de servicios no turísticos en relación con el trimestre previo, que sería atribuible a los servicios de transporte y a otros servicios empresariales.

Según la información disponible, se estima que las importaciones reales de bienes intensificaron notablemente su retroceso en el último trimestre de 2008. Los datos de Aduanas muestran que las compras de bienes al exterior en términos reales disminuyeron en octubre y noviembre un 16,8%, tras el descenso del 1,9% en el tercer trimestre. En los once primeros meses del año, las importaciones reales retrocedieron un 1,5%. Por grupos de productos, en octubre y noviembre destacaron las fuertes reducciones de las compras exteriores de bienes de equipo y de bienes de consumo no alimenticio (del 30,3% y 21,5%, respectivamente), aunque también fue muy pronunciada la disminución de las importaciones de bienes intermedios no energéticos.

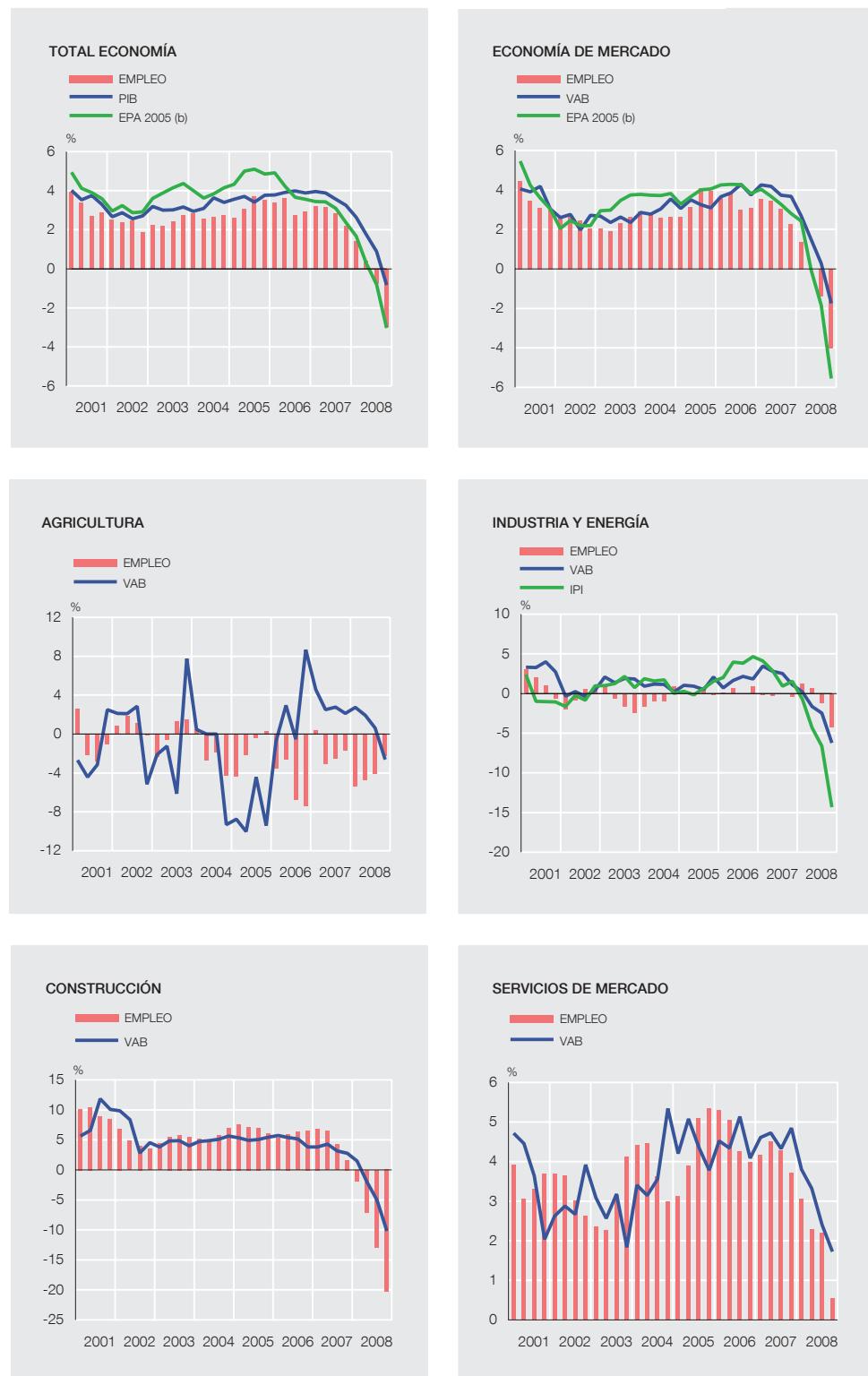
Por último, las importaciones reales de servicios se habrían ralentizado en el cuarto trimestre, debido tanto al comportamiento de los pagos por servicios no turísticos como a la evolución de las importaciones turísticas. En el primer caso, con datos desagregados de Balanza de Pagos de octubre, destacaron los retrocesos de los pagos nominales ligados a *royalties*, rentas de la propiedad inmaterial y a otros servicios empresariales, que fueron parcialmente compensados por los servicios financieros.

4.2 Producción y empleo

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre continuó la pérdida de vigor de la actividad en todas las ramas productivas de la economía de mercado, con caídas del valor añadido en la industria, la construcción y en las ramas agrícolas, y un crecimiento más moderado que en los trimestres previos de 2008 en los servicios de mercado (véase gráfico 18). Se estima que la producción de la rama industrial y energética disminuyó en el cuarto trimestre de forma aún más intensa que en el trimestre precedente, como consecuencia de la desaceleración de la energía y de la fuerte contracción de la industria. En línea con el comportamiento de las ventas

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

GRÁFICO 18



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
b. Series enlazadas en el SE según la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

de bienes de las grandes empresas, el ritmo de retroceso del componente no energético del índice de producción industrial (IPI) se agudizó en el conjunto de los meses de octubre y noviembre. Si bien esta caída tuvo un carácter generalizado en casi todos los productos, destacan, por su intensidad, los bienes destinados al consumo interior y a la inversión en equipo. Los indicadores basados en el mercado de trabajo, como es el caso del número medio de afiliados a la Seguridad Social, confirman esta tónica de deterioro. Además, las encuestas de opinión también apuntan hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el cuarto trimestre. Así, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de directores de compras del sector manufacturero disminuyeron en el período octubre-diciembre respecto al trimestre anterior, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos y de las expectativas de producción futura.

La actividad constructora también habría intensificado su contracción en el último trimestre de 2008, a tenor del retroceso que, como ya se ha indicado al describir las perspectivas de la inversión en construcción, se ha podido observar en sus principales indicadores. La actividad de las ramas agraria y pesquera registró, asimismo, un descenso en el trimestre final del año, debido a los negativos resultados obtenidos por la mayor parte de los cultivos agrarios.

Según la información coyuntural disponible, la actividad de los servicios de mercado habría registrado un debilitamiento más generalizado en el último trimestre de 2008 en comparación con el anterior. En efecto, las ventas de grandes empresas, en términos reales y corregidos de calendario, volvieron a experimentar una apreciable caída en el conjunto de los meses de octubre y noviembre, así como la cifra de negocios de los indicadores de actividad del sector servicios. Los indicadores de empleo del sector, como el número medio de afiliados a la Seguridad Social, apuntan igualmente hacia una situación de gran debilidad, con un pequeño descenso interanual por primera vez en los últimos años. Finalmente, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) se deterioraron adicionalmente en el último trimestre de 2008, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos. Entre las distintas ramas de servicios, la del transporte fue la que mostró un mayor empeoramiento en el cuarto trimestre y la del comercio fue la que presentó mayores descensos de su actividad. Los servicios de comunicación y tecnologías de la información fueron los que registraron menor debilidad.

En cuanto a la evolución del conjunto del mercado de trabajo, los indicadores disponibles coinciden en señalar que en el cuarto trimestre se agudizó el proceso de destrucción de empleo que se inició en el tercer trimestre de 2008. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, retrocedió un 3,4%, frente a una disminución del 0,9% en el tercer trimestre. Del mismo modo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue más pronunciado en los tres últimos meses de 2008 que en el trimestre anterior (-18,9%, frente al -9,9%, respectivamente). Finalmente, la EPA recientemente publicada estimó una caída interanual del empleo del 3%, intensificando también el descenso del empleo ya observado en el tercer trimestre del año (-0,8%).

Por ramas productivas, en todos los sectores de la economía de mercado, y especialmente en la construcción, se habría reducido el empleo de acuerdo con la información de la EPA referida al cuarto trimestre. En el conjunto de la economía de mercado, la ocupación se redujo un 5,5%, frente al -1,8% del tercer trimestre. Durante los últimos meses del año, se intensificó la destrucción de empleo en la construcción (-20,7%, frente al -13% en el tercer trimestre), y en la industria, hasta el -6,7% (frente al -1% del trimestre previo). El empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas similares a las del trimestre previo (-4,7%). Final-

mente, la tasa de variación del empleo en los servicios de mercado pasó a ser negativa ($-0,3\%$), por primera vez en esta fase de ajuste del empleo.

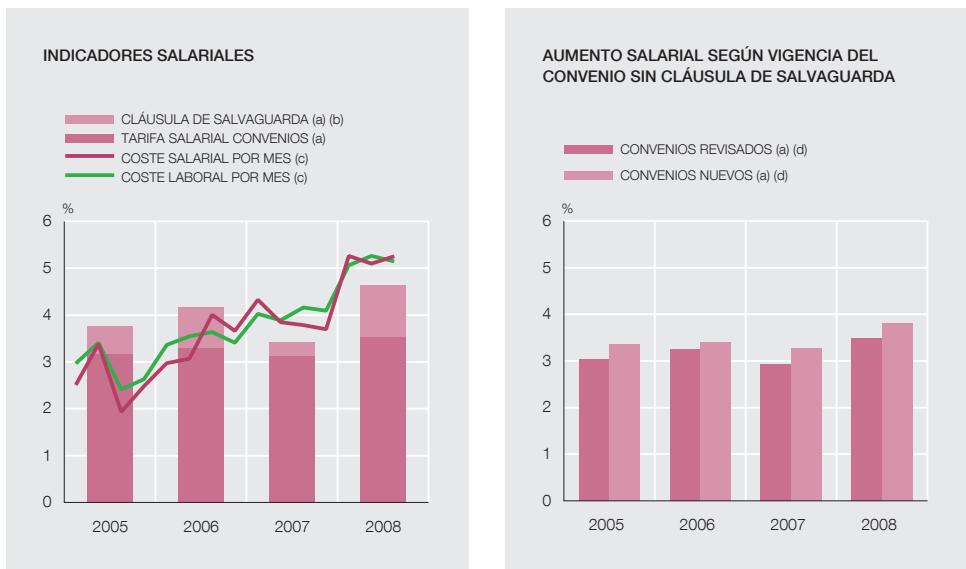
De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un $3,4\%$, como al de no asalariados ($-1,6\%$). En conjunto, la tasa de asalarización se redujo levemente, hasta el $82,1\%$, tres décimas menos que la observada un año antes. La destrucción de empleo fue más acusada entre los trabajadores de nacionalidad española ($-3,5\%$), aunque, por primera vez, el empleo entre el colectivo de nacionalidad extranjera pasó a mostrar tasas levemente negativas. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el $-12,7\%$, protagonizando el ajuste del empleo, aunque el empleo indefinido se ralentizó con intensidad ($0,8\%$, frente al $2,8\%$ del trimestre anterior). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el $27,9\%$, 3 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial presentó crecimientos positivos (4%), lo que elevó la ratio de parcialidad hasta el $12,5\%$, frente al $11,6\%$ de un año antes.

La población activa mantuvo un crecimiento del $2,9\%$ en el último trimestre del año, a pesar de que continuó la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un $1,2\%$ ($0,2$ pp menos que en el trimestre anterior). Con estos datos, la tasa de actividad alcanzó el $60,1\%$, lo que mantiene el incremento interanual en 1 pp, sin que, por tanto, se observe, al menos de momento, un efecto desalentador sobre las decisiones de participación en el mercado de trabajo de la fuerte destrucción de empleo. Atendiendo a la desagregación por sexos, el avance de la población activa se debió principalmente al colectivo femenino ($5,3\%$), ya que el de los hombres aumentó de forma más moderada ($1,2\%$). En concreto, la tasa de participación de las mujeres ascendió 2 pp en términos interanuales, hasta el $51,4\%$, y la de los hombres se mantuvo estabilizada en el $69,2\%$. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo elevado ($11,3\%$), incluso algo superior al del tercer trimestre ($10,7\%$), a pesar de la ralentización en el crecimiento de la población ($8,4\%$, frente al $10,4\%$ del trimestre pasado), mostrando, por tanto, un mayor incremento de su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española crecieron un $1,5\%$ ($1,6\%$ en el primer trimestre).

Finalmente, la brusca caída del empleo, unida al dinamismo elevado que mantiene la población activa, tuvo como resultado un crecimiento muy acusado del desempleo en el cuarto trimestre de 2008 , que se cifra en unas 600.000 personas respecto al tercer trimestre y $1.280.000$ respecto a finales de 2007 , hasta superar los $3.200.000$ desempleados. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del $66,4\%$, y en una elevación de la tasa de paro hasta el $13,9$, más de dos puntos y medio superior a la del trimestre anterior.

4.3 Costes y precios

Los convenios firmados hasta diciembre de 2008 , que afectan a cerca de 9 millones de trabajadores, recogen un aumento medio de las tarifas salariales algo superior al $3,5\%$ (véase gráfico 19). Esta cifra supera en más de cuatro décimas el incremento pactado en 2007 —sin considerar el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda— y se sitúa por encima de las directrices pactadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008 . Como suele ser habitual en episodios de incremento de la inflación (como el que tuvo lugar en 2008 hasta los meses de verano), los aumentos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales ($3,8\%$ y $3,5\%$, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior —en torno al 80% del total—. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 —que afectan en torno al 74% de trabajadores con convenio en dicho año— sobre los incrementos salariales de 2008 es de $1,1$ pp, como resultado de la elevada tasa de inflación observada en diciembre de 2007 .



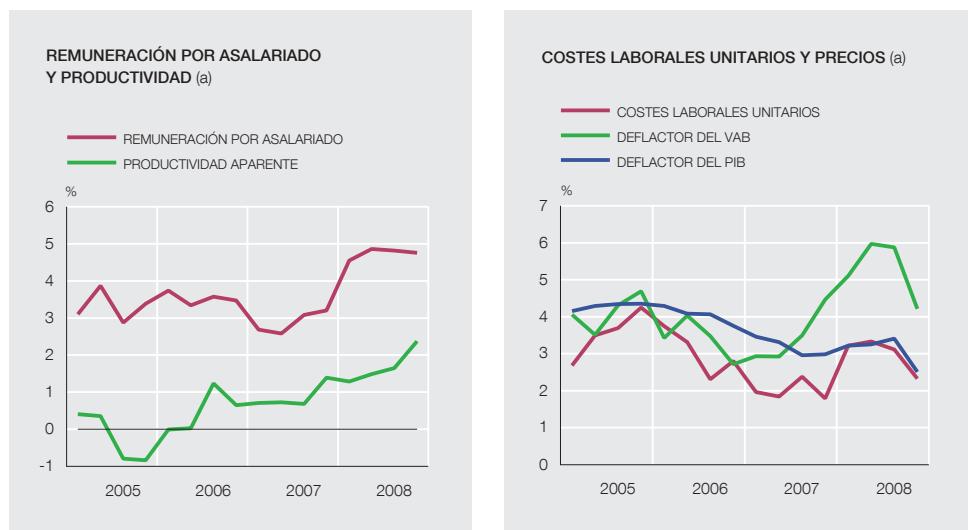
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

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

Por su parte, la información más reciente respecto a la evolución del coste salarial total se refiere al tercer trimestre de 2008. Según la Encuesta Trimestral de Costes Laborales, la tasa de variación del coste salarial por trabajador y mes en la economía de mercado no agrícola se incrementó dos décimas, hasta el 5,3% en el tercer trimestre. En este mismo período, según los últimos datos de CNTR, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía fue igualmente un 5,3%, y algo inferior en el caso de la economía de mercado (véase gráfico 20). En el cuarto trimestre de 2008 se espera cierta disminución del ritmo de avance de la remuneración por asalariado, lo que, unido al repunte de la productividad, conduciría a una desaceleración del coste laboral unitario.

Según las estimaciones más recientes de la contabilidad trimestral, el deflactor del valor añadido bruto ha ido acelerándose desde la segunda mitad de 2007, aunque su ritmo de crecimiento se redujo algo en el tercer trimestre de 2008 (véase gráfico 20). Este avance continuó siendo superior al del coste laboral unitario, de modo que el margen por unidad de producto continuó expandiéndose a un ritmo elevado. Esta evolución refleja, en parte, el marcado descenso que registraron los pagos por IVA en 2008, con motivo del adelanto de las devoluciones correspondientes a este impuesto. La tasa de variación del deflactor del PIB, que no está afectada por estas distorsiones transitorias, ha mostrado crecimientos más reducidos en este período en comparación con el deflactor del valor añadido.

El ascenso del componente interior de la inflación durante los tres primeros trimestres de 2008 y el elevado crecimiento del deflactor de las importaciones contribuyeron a impulsar al alza la tasa del deflactor de la demanda final y la de los precios de la producción destinada al mercado interno, tal y como refleja el deflactor de la demanda nacional, que registró un crecimiento interanual del 3,8% en el tercer trimestre. No obstante, se espera una disminución de la inflación de una gran parte de los componentes de la demanda interna en el cuarto trimestre de 2008.



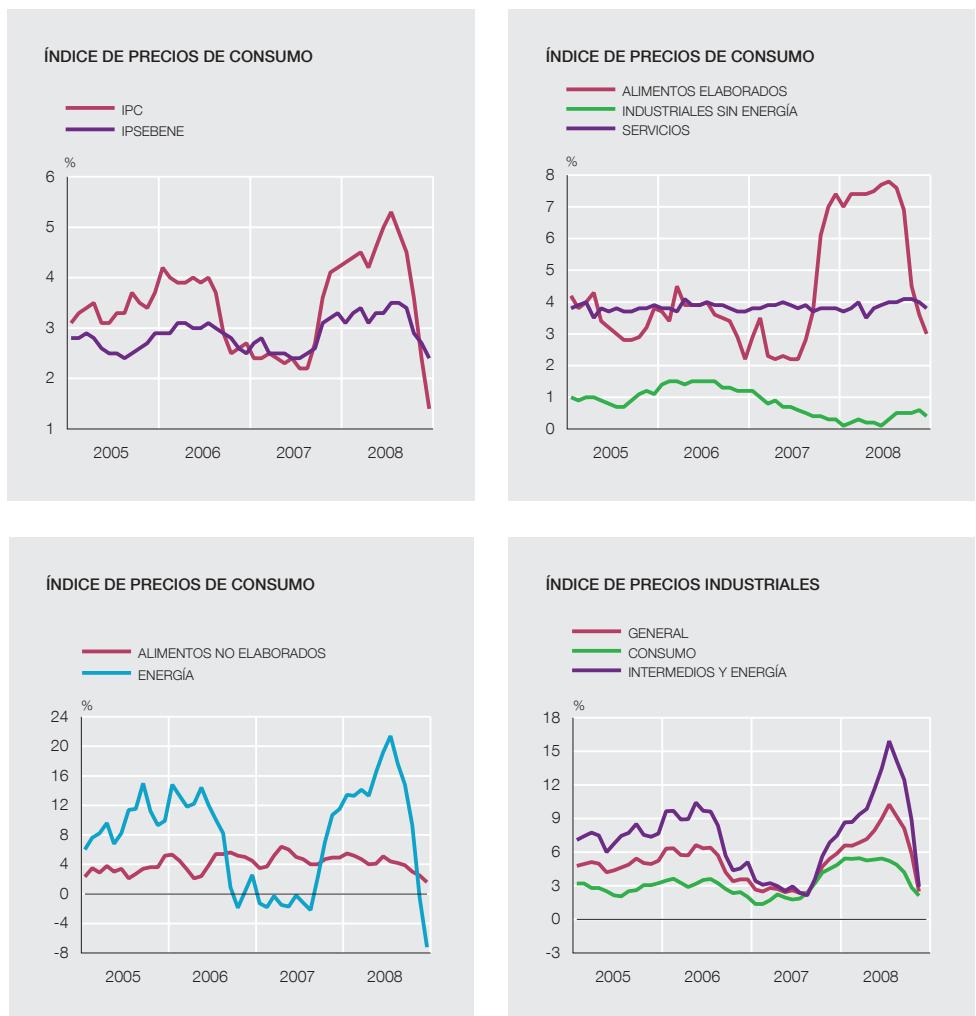
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Ciertamente, los indicadores de precios de consumo abandonaron, en el cuarto trimestre, la tendencia alcista iniciada un año antes, y suavizaron sustancialmente su ritmo de crecimiento. La tasa interanual del IPC se moderó hasta el 2,5% en el período octubre-diciembre, 2,4 pp menos que en el trimestre anterior, situándose en el 1,4% en el último mes del año (véase gráfico 21). Esta evolución se debe, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de la energía y a la reversión del impacto que tuvo el fuerte incremento de los precios de la leche y otros alimentos elaborados a finales de 2007. Los precios energéticos crecieron, en media del trimestre, un 0,4%, más de 17 pp por debajo de la tasa del tercer trimestre. El descenso del precio del petróleo en los mercados internacionales, a partir del verano, fue el factor determinante de esta evolución, aunque la depreciación del euro frente al dólar suavizó su impacto en los precios internos. Los precios de los alimentos no elaborados disminuyeron su ritmo de crecimiento 1,8 pp, hasta el 2,4%, gracias al buen comportamiento de los precios del pescado y de algunas carnes.

En cuanto a los componentes del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados—, cabe señalar que fueron los precios de los alimentos elaborados los que contribuyeron a moderar la inflación media del cuarto trimestre en mayor medida. El crecimiento de los precios de este componente se redujo drásticamente hasta el 3,7% —la mitad de su valor en el tercer trimestre—, tras haber desaparecido el impacto del incremento del precio de la leche, los cereales y sus derivados que tuvo lugar un año antes. Además, el crecimiento medio interanual de los precios de los servicios fue del 3,9%, dos décimas menos que en el trimestre anterior, destacando el menor ritmo de avance de los precios de la hostelería, el turismo y los servicios recreativos. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron ligeramente, aunque dentro de unos niveles muy reducidos, hasta el 0,5%, influidos, posiblemente, por la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, la tasa de variación interanual del IPSEBENE disminuyó ocho décimas en el último trimestre del año, hasta el 2,7%.

De modo análogo, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se redujo 2,5 pp en el promedio del tercer trimestre del año, hasta el 2,5%. En el conjunto de la UEM, el recorte en la inflación media trimestral fue de 1,5 pp, situándose en el 2,3%, de modo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

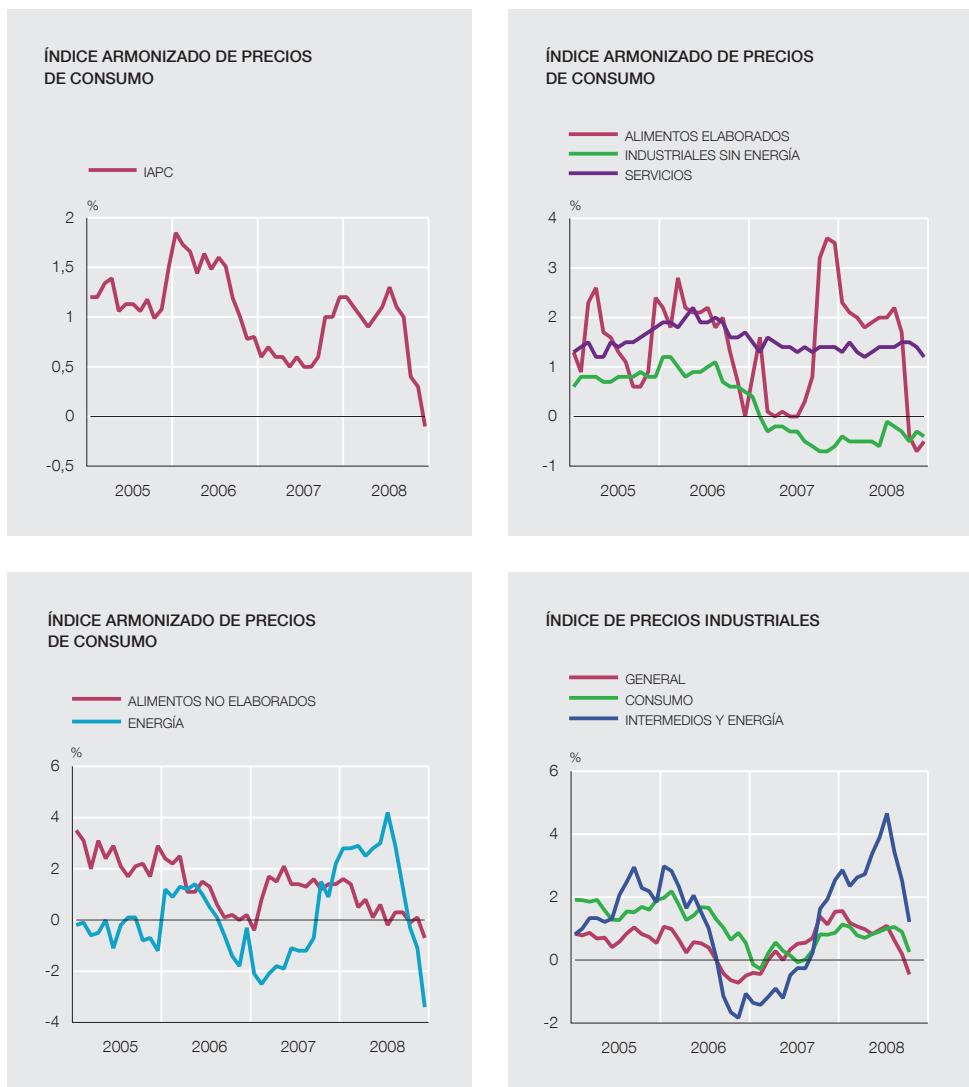
a. Tasas interanuales sobre las series originales.

que el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro se redujo hasta 0,2 pp en el período octubre-diciembre, nivel que constituye un mínimo histórico (véase gráfico 22). El diferencial de todos los componentes fue favorable a España, excepto el de los alimentos no elaborados y, en mayor medida, el de los servicios, que, no obstante, experimentó cierta reducción. La tendencia a la disminución del diferencial se acentuó a lo largo del trimestre, de modo que en diciembre alcanzó un valor negativo (-0,1 pp), por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria.

También las oscilaciones de los precios del petróleo afectaron al índice de precios industriales, cuya tasa interanual ha ido disminuyendo desde el valor máximo alcanzado en julio (10,3%) hasta un -0,2% en diciembre. Esta evolución ha venido condicionada, como ya ocurrió en la fase alcista, por los precios de la energía y de los bienes intermedios, que se desaceleraron de forma pronunciada, aunque también se observó una moderación del ritmo de crecimiento del resto de componentes. En el conjunto de la UEM, los precios industriales recortaron su tasa de avance de forma menos intensa que en nuestro país, con lo que el ritmo de crecimiento de estos precios siguió siendo inferior en España y el diferencial entre ambas zonas geográficas se amplió en noviembre hasta 0,8 pp. Por su parte, los precios de importación y ex-

INDICADORES DE PRECIOS
Diferenciales con la UEM (a)

GRÁFICO 22



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

portación de productos industriales siguieron desacelerándose en los últimos meses, desde los máximos registrados en el tercer trimestre, hasta mostrar en el mes de noviembre tasas de avance del 0,7% y del 1,8%, respectivamente. Tras esta moderación se encuentra, principalmente, la evolución descendente de los precios energéticos, que llegaron a caer en noviembre a ritmos cercanos al 10%. Con respecto a los restantes componentes, el comportamiento ha sido muy similar tanto en la vertiente importadora como en la exportadora. Así, en los meses de octubre y noviembre los precios de los bienes intermedios se moderaron, mientras que los relativos a bienes de consumo y de equipo repuntaron con respecto a los meses previos.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó la décima Actualización del Programa de Estabilidad (APE) el pasado 16 de enero de 2009, con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2008-2011. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha recortado su previsión de crecimiento del PIB real para los años 2008 y 2009 hasta el 1,2% y el -1,6%, respectivamente. Asimismo, se han revisado significativamente a la baja los saldos de las cuentas públicas, anticipándose ahora un déficit del conjunto de las Admi-

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso relevante en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), tanto en lo que se refiere a los ingresos como, sobre todo, a los gastos. Según las últimas cifras publicadas, del año 2007, las CCAA recibieron el 32% de los impuestos recaudados y gestionaron el 38% del total de gastos. Entre estos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables del 91% del total de gastos públicos en salud y en educación.

Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad de las CCAA para el análisis de la política fiscal. En este sentido, en el marco de las leyes de estabilidad presupuestaria, las Cortes aprobaron el 26 de junio de 2008 los objetivos de estabilidad¹ para el conjunto de las CCAA para el trienio 2009-2011, cifrándose estos en sendos objetivos de equilibrio para los años 2009 y 2010, y de un superávit del 0,1% del PIB en 2011. Sin embargo, debido a la fuerte desaceleración que está experimentando la economía española, que se ha reflejado en una revisión a la baja de las previsiones oficiales de crecimiento del PIB para este período, el Consejo de Política Fiscal y Financiera, en su reunión del 8 de octubre de 2008, acordó eximir de la obligación de pre-

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

sentar planes económico-financieros de reequilibrio a aquellas CCAA que aprueben sus presupuestos para 2009 con déficits que se encuentren dentro de los límites fijados por las leyes de estabilidad. Recuérdese que, para crecimientos del PIB por debajo del 2%, estos límites cifran el déficit máximo de las CCAA en un 0,75% del PIB, a lo que habría que añadir un 0,25% del PIB adicional por inversiones productivas².

En este contexto, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios³ para el año 2009, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto⁴. Las previsiones presupuestarias apuntan a un fuerte deterioro del saldo, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2008, hasta un déficit del 0,9% del PIB, cerca del límite fijado por las leyes de estabilidad. Este resultado surge de una desaceleración en los ingresos (hasta una tasa de variación negativa, causada por los impuestos indirectos) mayor que la de los gastos. Es de resaltar que estos últimos, al igual que en años anteriores, muestran tasas de variación sustancialmente más altas que las del PIB nominal.

2. La Actualización del Programa de Estabilidad, publicado este mes de enero, ha recogido las menores tasas de variación del PIB y la confirmación de que las CCAA no rebasarán el límite de déficit establecido en las leyes de estabilidad. 3. No se incluyen los presupuestos de las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla. 4. El cuadro compara los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, del Estado.

PRESUPUESTOS INICIALES DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Comunidades Autónomas							Estado
	Millones de euros				Tasas de variación			
	2006	2007	2008	2009	07/06	08/07	09/08	09/08
INGRESOS NO FINANCIEROS	140.879	154.945	167.993	165.124	10,0	8,4	-1,7	-11,1
Ingresos corrientes	132.849	146.836	159.173	155.556	10,5	8,4	-2,3	-10,4
– Impuestos directos	24.396	27.215	32.060	38.174	11,6	17,8	19,1	-15,1
– Impuestos indirectos	47.673	54.631	56.093	44.741	14,6	2,7	-20,2	-5,9
– Tasas, precios y otros ingresos	4.134	4.304	4.546	4.908	4,1	5,6	8,0	34,3
– Transferencias corrientes	56.235	60.289	65.917	67.154	7,2	9,3	1,9	-3,4
– Ingresos patrimoniales	411	396	557	579	-3,6	40,4	4,0	-3,4
Ingresos de capital	8.030	8.109	8.820	9.567	1,0	8,8	8,5	-55,1
– Enajenación de inversiones reales	678	644	703	633	-5,1	9,2	-10,0	-4,8
– Transferencias de capital	7.352	7.465	8.117	8.935	1,5	8,7	10,1	-57,7
PAGOS NO FINANCIEROS	141.758	155.065	168.327	175.295	9,4	8,6	4,1	3,7
Pagos corrientes	114.707	125.475	136.135	143.320	9,4	8,5	5,3	3,6
– Gastos de personal	44.076	47.835	52.194	55.309	8,5	9,1	6,0	5,8
– Gastos corrientes en bienes y servicios	22.481	25.261	28.023	29.186	12,4	10,9	4,2	-1,7
– Gastos financieros	2.274	2.379	2.489	2.717	4,6	4,6	9,1	4,8
– Transferencias corrientes	45.726	49.842	53.254	55.900	9,0	6,8	5,0	2,9
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	150	157	175	209	4,6	11,7	19,2	4,9
Pagos de capital	27.050	29.591	32.191	31.975	9,4	8,8	-0,7	4,1
– Inversiones reales	13.859	15.378	16.429	16.005	11,0	6,8	-2,6	-1,7
– Transferencias de capital	13.192	14.213	15.762	15.970	7,7	10,9	1,3	10,5
SALDO NO FINANCIERO	-879	-121	-333	-10.171	...	...	...	...

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

Por el lado de los ingresos, destaca el elevado crecimiento de los impuestos directos previsto en el caso de las CCAA (en particular, del IRPF), que contrasta con la caída presupuestada para el Estado, a pesar de la supresión del impuesto sobre el patrimonio en las CCAA. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la evolución del IRPF en las CCAA se encuentra asociada a los pagos a cuenta de la tarifa autonómica procedentes del Estado (con un aumento superior al 25% en comparación con el Presupuesto del año anterior⁵) y, por lo tanto, los Presupuestos de las CCAA no hacen sino reflejar estos mayores ingresos⁶.

Por el contrario, en los impuestos indirectos se prevé una elevada caída (del 20,2%), que viene determinada por la evolución esperada del IVA y, sobre todo, del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, para el que algunas CCAA presupuestan caídas superiores al 40%. El elevado peso que tiene este último impuesto en las CCAA y su casi nula importancia en el caso del Estado explican las diferencias entre las tasas de evolución de los impuestos indirectos previstas por las CCAA y las del Estado. Además, al tratarse de comparaciones entre presupuestos iniciales, la caída en 2009 refleja, en parte, que la recaudación del año 2008 ha sido menor que la prevista inicialmente.

El capítulo más importante de ingresos para las CCAA es el de transferencias corrientes, que proceden en más del 50% del Esta-

5. Además, en este cálculo de los pagos del IRPF a las CCAA en 2009 no se incluye la nueva deducción de hasta 400 euros por rendimientos del trabajo implantada en 2008, que corre a cargo exclusivamente del Estado. 6. Asimismo, la parte residual de los ingresos por IRPF de las CCAA lo constituye la liquidación definitiva del año 2007, que todavía fue un año de elevados ingresos por este impuesto. Por otro lado, hay que destacar que el impuesto sobre sociedades tiene una importancia reducida en las CCAA, puesto que solo recoge los ingresos de la Comunidad Autónoma de Navarra, por lo que la fuerte caída que ha registrado este impuesto en el año 2008 repercute solo ligeramente en los ingresos agregados de las CCAA.

do⁷. En la medida, que la evolución de estas transferencias está ligada, en su mayor parte, a la propia evolución de los ingresos del Estado, de acuerdo con el sistema de financiación de las CCAA vigente, se prevé para 2009 una desaceleración significativa.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta un menor crecimiento con respecto al año anterior, aunque este se mantiene por encima de la previsión para el PIB nominal. En el capítulo de salarios, los Presupuestos Generales del Estado determinan el crecimiento salarial para todas las AAPP. Sin embargo, los aumentos presupuestados de los gastos de personal han sido tradicionalmente superiores en las CCAA que en el Estado, como consecuencia, en parte, de la existencia de nuevos traspasos de competencias a las CCAA y de algunos ajustes salariales en estas últimas. Esta misma tendencia parece mantenerse para el año 2009, al presupuestarse un crecimiento del 6% en los gastos de personal de las CCAA, frente al 5,7% proyectado para el Estado. Por otra parte, los gastos de compras y transferencias corrientes están muy ligados a las competencias de sanidad y educación en el caso de las CCAA. En ambos capítulos se presupuesta una desaceleración para 2009, aunque mantienen tasas por encima del PIB nominal. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un repunte en 2009 del 9,1%, en línea con el incremento de la deuda de las CCAA.

Finalmente, el comportamiento de los gastos corrientes contrasta con el intenso ajuste que sufren los gastos de capital en los Presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -2,6%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del 1,3%), en ambos casos por debajo de los incrementos previstos en el Estado.

7. Por el Fondo de Suficiencia, liquidación definitiva del año 2007 y algunas otras transferencias. Entre ellas, cabe destacar para el año 2009 las transferencias del Estado a las CCAA debidas a la supresión del impuesto sobre el patrimonio, con el fin de compensar la pérdida de recaudación de este impuesto.

nistraciones Públicas del 3,4% del PIB en 2008, que se espera aumente hasta el 5,8% del PIB en 2009, debido a las medidas de impulso fiscal adoptadas y al desfavorable escenario macroeconómico. En los años siguientes, en un contexto de progresiva recuperación de la economía, se prevé que el déficit público se reduzca progresivamente hasta el 3,9% en 2011. Por subsectores, el saldo público de 2008 vendrá determinado principalmente por el de la Administración Central, para la que se espera un déficit del 2,7% del PIB. Asimismo, se anticipa que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos saldos deficitarios del 1% y del 0,5% del PIB, respectivamente. Por contra, la Seguridad Social registrará un superávit del 0,8% del PIB. El aumento del déficit de las Administraciones Públicas que se proyecta para el año 2009 se debe a los subsectores de la Administración Central, cuyo déficit se ampliaría hasta el 4,7% del PIB, y de la Seguridad Social, cuyo superávit caería hasta el 0,2% del PIB, mientras que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales reducirían ligeramente los déficits registrados en 2008.

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 16.312 millones de euros hasta octubre de 2008, inferior en un 6,7% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución menos favorable que hasta julio. Los ingresos no financieros se desaceleraron en los últimos meses, situando su crecimiento en el 7%, en tanto que los pagos ganaron dinamismo y mostraron un avance del 10,2%.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una desaceleración hasta el 5,5%, desde el 6,6% registrado hasta julio, reflejando, en parte, la pérdida de dinamismo de la afiliación a la Seguridad Social.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas se mantuvo en tasas de crecimiento cercanas al 8,1% hasta octubre, por encima del 7,4% presupuestado para el conjunto del año, y el número de pensiones contributivas aumentó un 1,4% en el promedio del año, ligeramente superior al del año anterior (un 1,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se ralentizó de manera notable en

los últimos meses, hasta un crecimiento del 7,1% en octubre, situándose, no obstante, por encima de los aumentos presupuestados.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 5,2% hasta agosto, último mes para el que se dispone de información precisa, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo se redujeron un 9,1% hasta el mismo mes.

Por otra parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración hasta noviembre, registrando un incremento del 31,1% en tasa interanual, mientras que el paro registrado creció un 49,7% en tasa interanual hasta diciembre. Por su parte, el número de beneficiarios de prestaciones por desempleo aumentó, con datos hasta agosto, un 28% frente al mismo mes del año anterior, dejando la tasa de cobertura en el 74,2%, algo menos de un punto por encima de la registrada en el mismo mes de 2007.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Presupuesto	Presupuesto	Liquidación				
			ENE-JUL		Liquidación ENE-OCT		
	2007	2008	% variación	% variación	2007	2008	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6	7=6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	106.142	114.081	7,5	8,3	93.003	99.507	7,0
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	6,6	85.898	90.650	5,5
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	35,6	5.042	6.033	19,7
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	11,0	2.063	2.825	36,9
2 PAGOS NO FINANCIEROS	98.390	106.048	7,8	9,7	75.522	83.195	10,2
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	7,5	1.738	1.890	8,7
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	7,7	1.408	1.462	3,9
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	9,6	71.726	78.053	8,8
Pensiones contributivas	80.099	86.041	7,4	8,0	61.221	66.184	8,1
Incapacidad temporal	7.313	7.716	5,5	15,7	5.628	6.025	7,1
Resto	6.330	7.298	15,3	22,9	4.876	5.842	19,8
2.4 Otros	588	601	2,2	40,2	650	1.791	175,5
3 SALDO NO FINANCIERO	7.752	8.033	3,6	1,1	17.482	16.312	-6,7

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 subsector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta octubre de 2008.

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

	m€ y %		Liquidación					
	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Avance de liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2008/2007	2007 ENE-NOV	2008 ENE-NOV	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	159.840	12,7	142.247	-11,0	-16,1	148.407	120.150	-19,0
Impuestos directos	96.980	19,5	83.624	-13,8	-18,3	89.798	70.128	-21,9
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	44.645	-8,2	-10,0	46.237	41.155	-11,0
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	35.445	-20,9	-29,5	40.540	25.958	-36,0
Otros (a)	3.531	42,8	3.534	0,1	0,8	3.020	3.015	-0,2
Impuestos indirectos	48.445	0,2	42.423	-12,4	-18,6	46.396	37.925	-18,3
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	27.791	-17,7	-26,3	32.924	24.676	-25,1
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.458	-0,1	-0,8	10.518	10.398	-1,1
Otros (b)	3.224	7,2	3.174	-1,6	-2,7	2.954	2.850	-3,5
Otros ingresos	14.415	16,4	16.200	12,4	8,1	12.214	12.097	-1,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	139.704	7,2	150.289	7,6	5,2	124.304	131.188	5,5
Personal	23.678	6,6	25.425	7,4	6,7	20.455	21.831	6,7
Compras	4.454	17,2	4.212	-5,4	2,5	3.511	3.580	2,0
Intereses	14.539	-6,9	16.094	10,7	14,2	14.326	15.708	9,6
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.661	7,7	4,5	70.681	74.388	5,2
Inversiones reales	10.106	11,8	10.575	4,6	6,7	7.937	8.646	8,9
Transferencias de capital	9.248	23,5	10.321	11,6	-12,9	7.394	7.035	-4,9
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	20.135	—	-8.042	—	—	24.104	-11.038	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	165.179	12,2	146.640	-11,2	-15,3	152.395	124.902	-18,0
Empleos no financieros	151.683	6,7	164.280	8,3	8,3	127.032	138.962	9,4
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	13.496	—	-17.640	—	—	25.363	-14.060	—
En porcentaje del PIB	1,3	—	-1,6	—	—	2,4	-1,3	—

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.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre del año 2008, el Estado registró un déficit del 1,3% del PIB, lo que contrasta con el superávit del 2,4% del PIB obtenido un año antes (véase cuadro 4). Debe tenerse en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce una reducción sustancial del saldo alcanzado hasta el mes anterior, lo que apunta a que el déficit registrado por la Administración Central hasta noviembre se ampliará al cierre del ejercicio. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 11.038 millones de euros hasta noviembre, frente al superávit de 24.104 millones de euros del año anterior. Las discrepancias entre ambos saldos (Contabilidad Nacional y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado experimentaron una reducción más intensa de la prevista en el Avance de Liquidación del Presupuesto, reflejando parcial-

mente el acusado deterioro sufrido en la última parte del año. En particular, la recaudación tanto de los ingresos directos como de los indirectos registró caídas de alrededor del 20%.

Para la descripción de los ingresos públicos se cuenta, además, con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común, aunque en el cuadro 4 solo se recogen las cifras del Estado. De acuerdo con esta información, el deterioro de los ingresos se acentuó en estos últimos meses de manera generalizada. Destaca la contracción experimentada por los impuestos directos y, en particular, del IRPF, cuya recaudación registró una caída del 2%. Cabe señalar que esta evolución del IRPF estuvo condicionada por el impacto de la nueva deducción de hasta 400 euros, por el efecto recaudatorio de la reforma sobre la cuota diferencial del IRPF de 2007 y por las devoluciones del Programa CUNA. Por su parte, el impuesto sobre sociedades mostró una caída significativa en el período enero-noviembre de 2008, hasta registrar una tasa del -36%. La evolución de este impuesto se habría visto afectada por el empeoramiento de los beneficios empresariales y por algunos cambios normativos con incidencia negativa sobre la recaudación: el efecto de la reforma fiscal de 2007 sobre la cuota diferencial del impuesto, el cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta y la segunda rebaja de los tipos impositivos. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, la recaudación por IVA se redujo hasta noviembre un 13,7%, y la de los impuestos especiales, un 0,6%. Finalmente, las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos cayeron un 1%.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, salvo las compras de bienes y servicios y las inversiones reales, los restantes capítulos experimentaron una cierta contención en comparación con las cifras previstas en el Avance de Liquidación. En este contexto, el crecimiento de los gastos de personal se mantuvo estable en el 6,7%, mientras que los pagos por intereses experimentaron una notable desaceleración. En cuanto a los pagos de capital, lo más destacable fue la aceleración de las inversiones reales, que pasaron a crecer a un ritmo del 8,9% hasta noviembre.

4.5 Balanza de pagos y cuenta de capital

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) se situó en los primeros diez meses del año 2008 en 84.713 millones de euros, lo que supone un aumento del 5% interanual, tasa significativamente inferior a la observada en 2007 (véase cuadro 5). Esta evolución reflejó un aumento del déficit por cuenta corriente del 4,3%, que fue resultado del incremento del déficit energético y, en menor medida, de los correspondientes a las balanzas de rentas y de transferencias corrientes, que no pudieron ser compensados por la mejora del superávit de servicios y por la corrección del déficit de bienes no energéticos. Por su parte, el saldo positivo de la cuenta de capital se incrementó notablemente, hasta alcanzar 5.036 millones de euros.

En los diez primeros meses de 2008, el desequilibrio de la balanza comercial aumentó solo un 1%, hasta 73.261 millones de euros. Este ritmo de aumento, sensiblemente inferior al observado en el conjunto de 2007, es el resultado de un crecimiento de las ventas nominales al exterior (6,7%) más elevado que el de las compras (4,9%). Según los datos de Aduanas, la brecha entre exportaciones e importaciones en términos reales fue aun más intensa, resultando parcialmente amortiguada por el deterioro de la relación real de intercambio generado por los precios del petróleo. La factura energética, que se incrementó de forma apreciable entre enero y octubre de 2008, fue el elemento determinante en el ascenso del déficit comercial nominal, puesto que el déficit no energético se corrigió significativamente.

		Millones de euros		TASA DE VARIACIÓN 08/07 (b)
		ENERO-OCTUBRE		
		2007	2008	
INGRESOS	Cuenta corriente	291.131	308.870	6,1
	<i>Mercancías</i>	155.620	166.119	6,7
	<i>Servicios</i>	79.790	83.317	4,4
	— Turismo	36.968	37.264	0,8
	— Otros servicios	42.822	46.054	7,5
	<i>Rentas</i>	43.048	47.539	10,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	12.673	11.895	-6,1
	Cuenta de capital	4.732	6.187	30,8
	Cuentas corriente + capital	295.863	315.057	6,5
PAGOS	Cuenta corriente	377.164	398.620	5,7
	<i>Mercancías</i>	228.139	239.380	4,9
	<i>Servicios</i>	59.244	61.794	4,3
	— Turismo	12.055	12.132	0,6
	— Otros servicios	47.189	49.662	5,2
	<i>Rentas</i>	68.741	76.404	11,1
	<i>Transferencias corrientes</i>	21.040	21.042	0,0
	Cuenta de capital	1.667	1.151	-30,9
	Cuentas corriente + capital	378.831	399.771	5,5
SALDOS	Cuenta corriente	-86.033	-89.750	-3.717
	<i>Mercancías</i>	-72.519	-73.261	-742
	<i>Servicios</i>	20.546	21.524	978
	— Turismo	24.913	25.131	219
	— Otros servicios	-4.367	-3.608	759
	<i>Rentas</i>	-25.693	-28.865	-3.172
	<i>Transferencias corrientes</i>	-8.367	-9.147	-781
	Cuenta de capital	3.065	5.036	1.971
	Cuentas corriente + capital	-82.968	-84.713	-1.746

FUENTE: Banco de España.

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

La balanza de servicios arrojó en los diez primeros meses de 2008 un superávit de 21.524 millones de euros, un 4,8% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Este incremento del saldo positivo se debe a la leve mejora del superávit de turismo, cuyo saldo fue de 25.131 millones de euros, y, en mayor medida, a la corrección del déficit del resto de servicios, que se situó en 3.608 millones de euros. Tanto los ingresos como los pagos turísticos nominales crecieron débilmente en el conjunto de los diez primeros meses de 2008 (0,8% y 0,6%, respectivamente). En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos en los diez primeros meses del año fue más pronunciado que el de los pagos (7,5% y 5,2%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera apreciablemente.

Durante los diez primeros meses de 2008, el déficit en la balanza de rentas creció un 12,3%, con un avance similar de los ingresos y de los pagos (10,4% y 11,1%, respectivamente). La notable ampliación del superávit de las rentas de inversión exterior directa se compensó por el aumento de los saldos negativos de las rentas de inversión de cartera y de la otra inversión. El déficit de transferencias corrientes se amplió en los diez primeros

meses del presente ejercicio un 9,3%, debido a una reducción de los ingresos del 6,1%, mientras que los pagos se mantuvieron estables. El descenso de los ingresos se concentró en los procedentes de la UE, particularmente en los correspondientes a los fondos de carácter agrario y al Fondo Social Europeo. Los pagos dirigidos a la UE estuvieron impulsados por los correspondientes al recurso PNB, cuyo avance se vio amortiguado por las remesas enviadas al exterior, que descendieron un 6,1% en los diez primeros meses de 2008, en contraste con el dinamismo mostrado a lo largo de la última fase expansiva de la economía española.

5.1 Rasgos más destacados

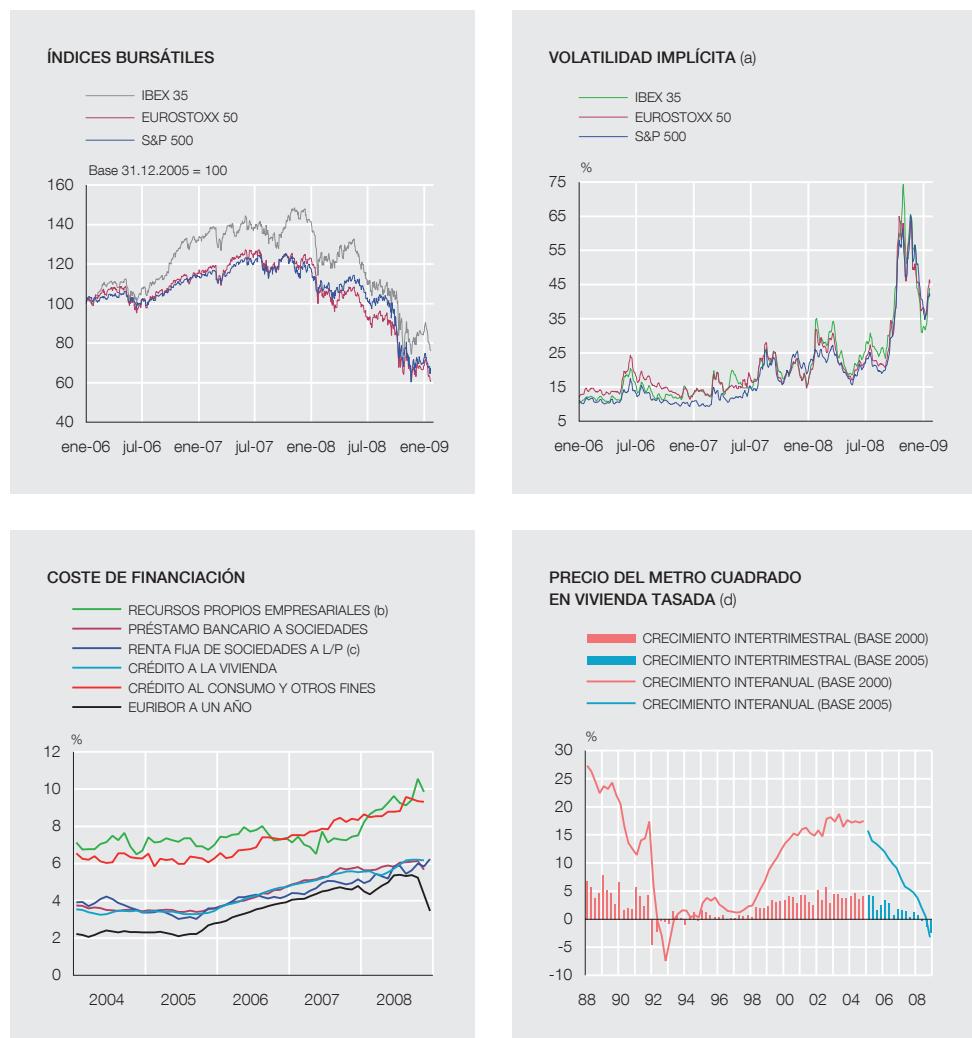
La evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales durante el cuarto trimestre de 2008 ha estado influida por el agravamiento de la crisis financiera desde el final del verano y por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. En este contexto, en las bolsas se prolongaron las caídas de las cotizaciones que se venían registrando en meses anteriores, al tiempo que aumentó notablemente la volatilidad, que alcanzó niveles históricamente muy elevados, aunque durante las últimas semanas se redujo sustancialmente (véase gráfico 23). De este modo, al cierre del año el IBEX 35 se situaba un 16,3% por debajo del nivel de finales de septiembre, descenso inferior al experimentado por el Eurostoxx 50 de las empresas europeas (19,3%) y por el S&P 500 de las compañías estadounidenses (22,6%). En el conjunto del ejercicio, las pérdidas del índice español se elevaron hasta el 39,4%, retroceso similar al de la referencia estadounidense (38,5%) y menor que el de la europea (44,3%).

El EURIBOR a un año se redujo desde el 5,5% en que se situó a finales de septiembre, al 3% al cierre del año, fundamentalmente como consecuencia de la revisión a la baja de las expectativas de tipos oficiales y también, aunque en menor medida, por el descenso de la prima de riesgo que incorpora. No obstante, el diferencial entre esta referencia y el coste de las operaciones de financiación que cuentan con garantías (*repo*) continuaba en unos niveles muy elevados (140 pb), lo que pone de manifiesto que persisten las tensiones en el mercado interbancario. Las rentabilidades de la deuda pública también cayeron, tanto en los plazos largos como especialmente en los cortos, como consecuencia de los menores tipos oficiales observados y previstos y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en el área del euro. Así, al cierre de 2008 la rentabilidad de las letras del tesoro españolas a doce meses se situaba en el 2,1%, unos 2,1 pp menos que tres meses antes, mientras que la de las obligaciones a diez años pasó del 4,6% al 3,9%. Esta disminución fue, al igual que ocurrió con la mayoría de las deudas soberanas de la UEM, inferior a la experimentada por la referencia alemana, por lo que se amplió el diferencial entre ambas hasta colocarse, en media en el mes de diciembre, en los 90 pb. Por su parte, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados alcanzó en el mismo período los 280 pb, lo que supone un incremento de más de 180 pb en comparación con las cifras observadas al terminar el tercer trimestre.

En la parte transcurrida de 2009, las cotizaciones bursátiles han continuado descendiendo, situándose el IBEX 35, el 22 de enero, un 11,2% por debajo de los niveles con los que cerró en 2008, un retroceso similar al del Eurostoxx 50 de las empresas europeas (11,9%), y superior al del S&P 500 de las compañías estadounidenses (8,4%). En paralelo, continuó la tendencia de descensos en el EURIBOR a un año, hasta el 2,4%, al tiempo que la rentabilidad de la deuda emitida por el Tesoro español a largo plazo repuntó 40 pb, aumentando el diferencial con el título alemán a 120 pb. Standard & Poor's rebajó, el día 19 de enero, la calificación crediticia de dicha deuda en un escalón (de AAA a AA+). En cambio, durante este período se redujeron algo las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras.

En el mercado inmobiliario, según los datos publicados por el Ministerio de Vivienda, durante el cuarto trimestre de 2008 el precio de la vivienda libre se redujo en un 2,4%, lo que llevó a una disminución de la tasa de crecimiento interanual del 0,4% en septiembre al -3,2% en diciembre.

Los últimos datos disponibles, referidos a noviembre, sobre los tipos de interés aplicados por las entidades a los nuevos préstamos a las familias muestran escasas variaciones en compa-



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

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

ración con los niveles de septiembre. No obstante, dadas las importantes caídas de las rentabilidades negociadas en los mercados durante los dos últimos meses del año y la parte transcurrida de 2009, es previsible que se produzca una próxima reducción en el precio del crédito a los hogares. En el caso del coste de la financiación bancaria a las sociedades, en el que estos cambios se trasladan generalmente de forma más rápida, ya se han empezado a observar descensos. Asimismo, también retrocedió el coste de la emisión de deuda a corto plazo. En cambio, aumentaron el de la emitida a largo plazo y el de los recursos propios, en comparación con las cifras de finales del tercer trimestre. Sin embargo, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, las entidades financieras anticipaban que durante los tres últimos meses de 2008 seguirían endureciendo los criterios de concesión de préstamos a hogares y empresas. Además, la información más reciente sobre el resto de condiciones crediticias distintas del tipo de interés (plazo, garantías exigidas) sugiere que estas han tendido a hacerse más exigentes.

En línea con el endurecimiento de la oferta de crédito y la menor demanda, durante la última parte del año ha continuado el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en noviembre en el 5%, alrededor de 1,5 pp menos que dos meses antes. Este descenso se produjo tanto en los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Por su parte, los fondos ajenos de las sociedades tuvieron un ritmo de expansión ligeramente superior al 8% en relación con el mismo período de 2007, 1,2 pp menos que en septiembre. No obstante, este mayor dinamismo en comparación con el de los hogares podría venir explicado, en parte, por el recurso creciente de las empresas a líneas de crédito aprobadas con anterioridad (véase recuadro 6). La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al tercer trimestre, muestra que la ralentización se produjo en todos los sectores, aunque fue más acusada en los servicios no inmobiliarios, si bien los préstamos captados por esta rama, al igual que en el caso de la industria, continuaban expandiéndose por encima del 10%, en términos interanuales.

La moderación en el avance del crédito a las familias habría contribuido a que durante el tercer trimestre de 2008 disminuyera ligeramente la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD), mientras que la de carga financiera todavía seguía creciendo como consecuencia del aumento del coste medio de los préstamos vivos (véase gráfico 24). No obstante, el aumento de la tasa de ahorro bruto del sector se tradujo en una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. Los datos de avance más recientes apuntan a una continuidad de las mismas pautas anteriores durante el tramo final del pasado ejercicio. En línea con estos desarrollos, las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector se redujeron ligeramente entre junio y septiembre. En paralelo, durante el mismo período descendió la riqueza neta de los hogares en relación con la RBD, tendencia que, a juzgar por la evolución del precio de los activos financieros e inmobiliarios, habría continuado hasta final de año.

En el caso de las sociedades, durante los meses de verano tanto la ratio agregada de endeudamiento como la carga financiera continuaron creciendo (véase gráfico 25). Sin embargo, los datos más recientes apuntan a un ligero descenso del primer indicador durante la parte final de 2008. Por su parte, de acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector se redujeron entre junio y septiembre, situándose en esta última fecha algo por encima del 9% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, casi 2 pp menos que en junio. El excedente bruto de explotación todavía seguía experimentando un considerable dinamismo hasta el tercer trimestre según la Contabilidad Nacional, con un crecimiento acumulado anual hasta esa fecha del 7,8%. Sin embargo, la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencia una desaceleración significativa de los beneficios durante el mismo período, que vino acompañada de aumentos de las ratios de deuda y de pagos por intereses, en relación con las rentas generadas. Como efecto conjunto de esta evolución, se elevaron los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, especialmente para el grupo de compañías que se encuentran en una situación financiera menos favorable.

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en aumentos notables de las ratios de dudosidad, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de hogares y sociedades, a los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situaron en noviembre en el 3,2%, 1,5 pp por encima del dato de junio.

La información más reciente de las cuentas financieras muestra una ligera reducción durante el tercer trimestre de 2008 de las necesidades de financiación de la nación (9,6% del PIB en

Las empresas suelen contratar líneas de crédito, por un determinado volumen y plazo, que les permiten hacer uso de dicha financiación en distintos momentos del tiempo. Típicamente, una parte del importe contratado permanece como disponible (no dispuesto) para su utilización posterior, no apareciendo dentro de los activos bancarios. El mayor o menor recurso a estas líneas de crédito abiertas, junto con el flujo neto derivado de las nuevas operaciones de concesión y amortización, determinan la evolución del crédito total en el balance de las entidades prestamistas.

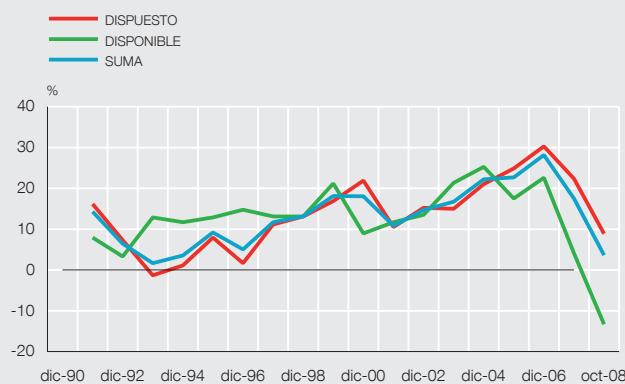
En particular, en épocas —como la actual— en las que las entidades de crédito tienden a endurecer su oferta de financiación, las empresas podrían compensar en parte la menor disponibilidad de fondos con un mayor recurso a las líneas de crédito previamente acordadas, las cuales, además, tenderán a mostrar unas condiciones —de coste y de otro tipo— mejores que las de las nuevas operaciones. Existe cierta evidencia empírica de que esto es un fenómeno habitual en períodos

en los que las condiciones crediticias son menos holgadas [véase Jiménez et ál. (2008¹)].

En este contexto, el presente recuadro utiliza la información existente en el Banco de España sobre el crédito concedido pero no dispuesto (es decir, el disponible), para estudiar este fenómeno en nuestro país². El análisis se centra en el segmento de las sociedades no financieras, puesto que, en el caso de las personas físicas, este tipo de operativa es mucho menos habitual, siendo el saldo disponible por las mismas de poco más del 5% del volumen dispuesto y habiéndose mantenido dicha ratio relativamente estable en los últimos meses.

1. «Empirical analysis of corporate credit lines», Documentos de Trabajo, n.º 0821, Banco de España. 2. En concreto, el importe disponible por el conjunto de los otros sectores residentes figura en las cuentas de orden del balance reservado de las entidades de crédito. Asimismo, es posible obtener información más desagregada, aunque no exhaustiva, a partir de los registros de la CIR (Central de Información de Riesgos).

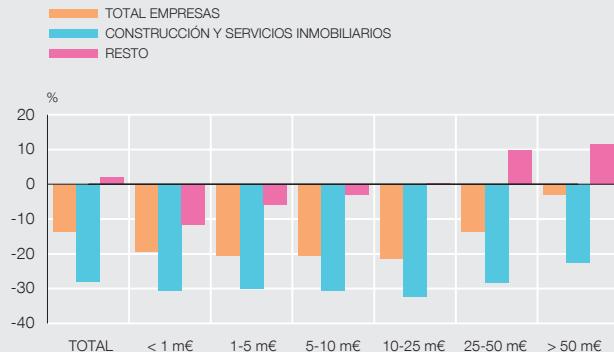
1 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (a)



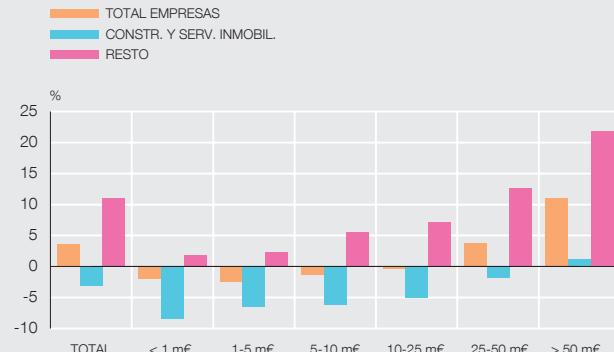
2 RATIO DISPONIBLE/DISPUESTO (b)



3 EVOLUCIÓN DEL DISPONIBLE POR SECTOR Y TOTAL DEUDA BANCARIA (c) (d)



4 EVOLUCIÓN DEL DISPUESTO MÁS DISPONIBLE POR SECTOR Y TOTAL DEUDA BANCARIA (c) (d)



FUENTE: Banco de España

a. Total empresas. Tasas interanuales.

b. Total empresas.

c. Tasas interanuales a octubre de 2008.

d. Las empresas se clasifican por el volumen total de su deuda incluida en la CIR. Aunque esta es una medida imperfecta del tamaño de la empresa, es la única disponible en dicha base de datos.

El gráfico 1 muestra la evolución del crecimiento de los préstamos concedidos por el conjunto de las entidades españolas a las sociedades no financieras residentes, distinguiendo entre el dispuesto, el disponible y la suma de ambos³. Como puede apreciarse, el saldo disponible presenta ritmos de avance interanuales negativos desde principios de 2008, indicando que, o bien las empresas han hecho un mayor uso recientemente de las líneas de crédito que tenían previamente contratadas, o bien el volumen de las nuevas líneas abiertas durante ese período ha sido inferior al de las operaciones vencidas. En cualquiera de los dos casos, estos resultados apuntan a que la oferta de financiación habría sido menos expansiva en el período reciente de lo que se deduce de la evolución del crédito en balance. En este sentido, la suma del crédito dispuesto y del disponible es un indicador que recogería mejor los cambios en dicha oferta, variable que, en los dos últimos años, evidencia una desaceleración algo mayor que la de los saldos en balance y una tasa de variación más reducida (3,6% en octubre de 2008, algo más de cinco puntos porcentuales por debajo de la relativa a los préstamos contabilizados).

Como resultado de ello, la ratio entre el crédito disponible y el dispuesto, que como se aprecia en el gráfico 2, presenta una pauta cíclica, se ha reducido hasta niveles inferiores a los mínimos alcanzados durante el ciclo anterior (1992), reduciéndose de este modo el margen con el que cuenta el sector de sociedades para seguir utilizando esta vía de financiación para contrarrestar las condiciones crediticias más exigentes.

En el gráfico 3 se presentan los ritmos de expansión del crédito disponible en octubre de 2008 (último dato), con una desagregación

3. Los datos de base para el gráfico proceden de la CIR, lo que implica que no se incluyen algunos créditos por importes reducidos (inferiores a 6.000 euros). No obstante, las tasas de variación resultantes difieren muy poco de las que se derivan del análisis de los balances bancarios, debido al reducido umbral mínimo señalado, que hace que el volumen de créditos por debajo del mismo sea poco significativo.

sectorial y por volumen de la deuda bancaria de las empresas, variable esta última que pretende aproximar el tamaño de las mismas. El desglose por ramas de actividad muestra diferencias significativas en la evolución de este indicador entre el sector inmobiliario (construcción y servicios inmobiliarios), en el que se observa un descenso de un 28% en comparación con el mismo período del año anterior, y el agregado que agrupa el resto de actividades productivas, en el que se detecta un crecimiento positivo, aunque muy reducido (2%).

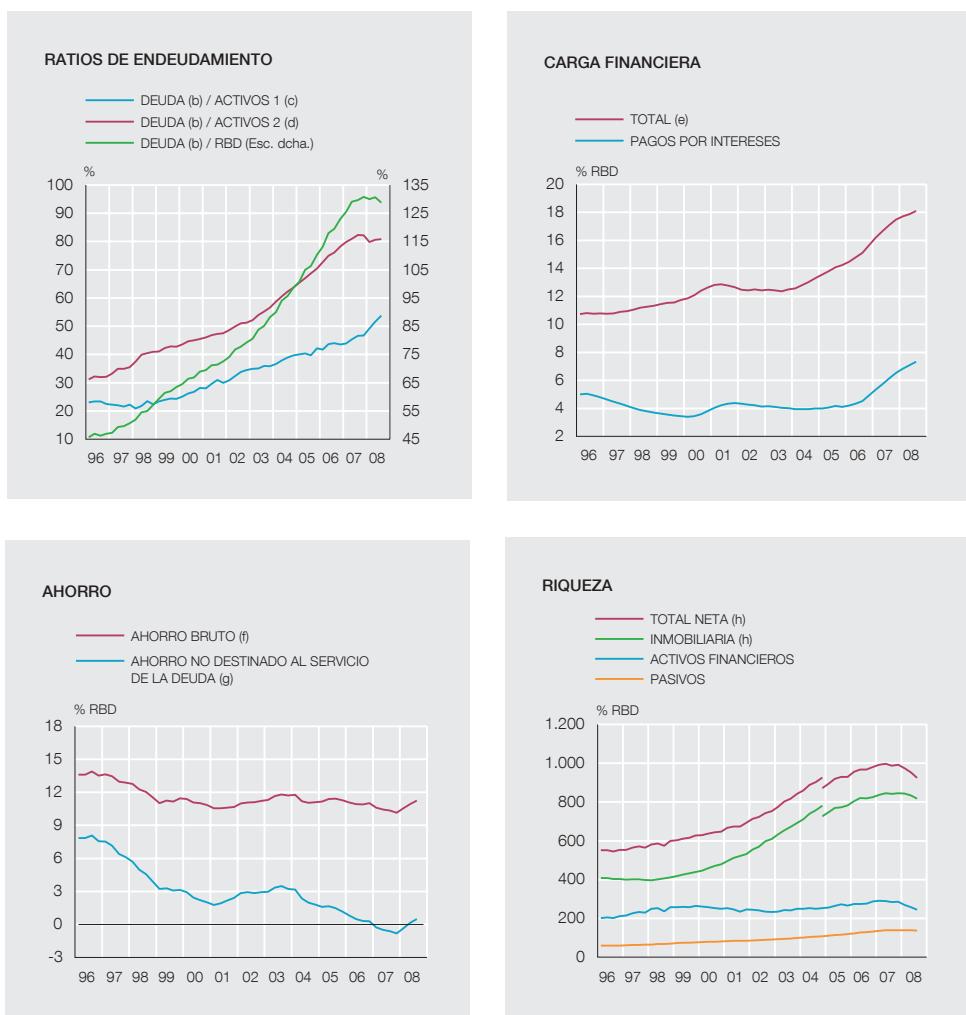
Por otra parte, en el gráfico 3 se aprecia, para las dos categorías sectoriales, una clara relación directa entre el tamaño de los préstamos vivos y el dinamismo del crédito disponible. En particular, esta variable presentaba ritmos de avance interanuales negativos para las compañías, con una deuda bancaria inferior a 10 mm de euros. Este resultado podría recoger la existencia de unas condiciones crediticias más exigentes para las pequeñas y medianas empresas en comparación con las grandes, aunque no puede descartarse que factores ligados con la demanda también desempeñen un papel.

Por último, en el gráfico 4 se aprecia cómo los dos patrones comentados anteriormente se detectan también con el indicador de financiación que se obtiene al sumar el crédito disponible y el dispuesto. En particular, se observa que, el pasado mes de octubre, la tasa de crecimiento interanual de esta variable era negativa para el sector inmobiliario, y positiva —aunque muy reducida (inferior al 3%)— para las empresas del resto de actividades productivas, con un saldo de préstamos vivos inferior a 5 mm de euros.

En definitiva, los resultados de este recuadro apuntan, por una parte, a que la mayor utilización de líneas de crédito previamente contratadas ha podido contribuir a suavizar algo la pauta de desaceleración de la deuda empresarial durante el período reciente. Adicionalmente, la evidencia presentada muestra diferencias importantes en los ritmos de crecimiento de la financiación (disponible y dispuesta) por ramas de actividad y por tamaño de las empresas. En particular, se detecta un menor dinamismo del crédito en las compañías del sector inmobiliario y en las PYME.

términos acumulados de doce meses, frente al 10% de junio). Esta evolución habría resultado de la menor capacidad de financiación de las AAPP (que pasaron a tener déficit), que habría compensado en buena parte el descenso en las operaciones netas negativas de los hogares y las sociedades y el aumento del superávit de las instituciones financieras (véase cuadro 6). Los fondos necesarios para cubrir el déficit exterior no fueron captados en su totalidad por los sectores distintos del Banco de España, de modo que, una vez más, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo (por un importe equivalente al 3,1% del PIB, en términos acumulados anuales), aunque inferior en valor absoluto al registrado a mitad de año (4,2%).

En resumen, la información más reciente sigue apuntando a un endurecimiento de la oferta crediticia y a un aumento de la proporción de agentes que se encuentran bajo un elevado grado de presión financiera. El importante descenso del EURIBOR en los últimos



FUENTE: Banco de España.

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

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

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

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

e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.

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

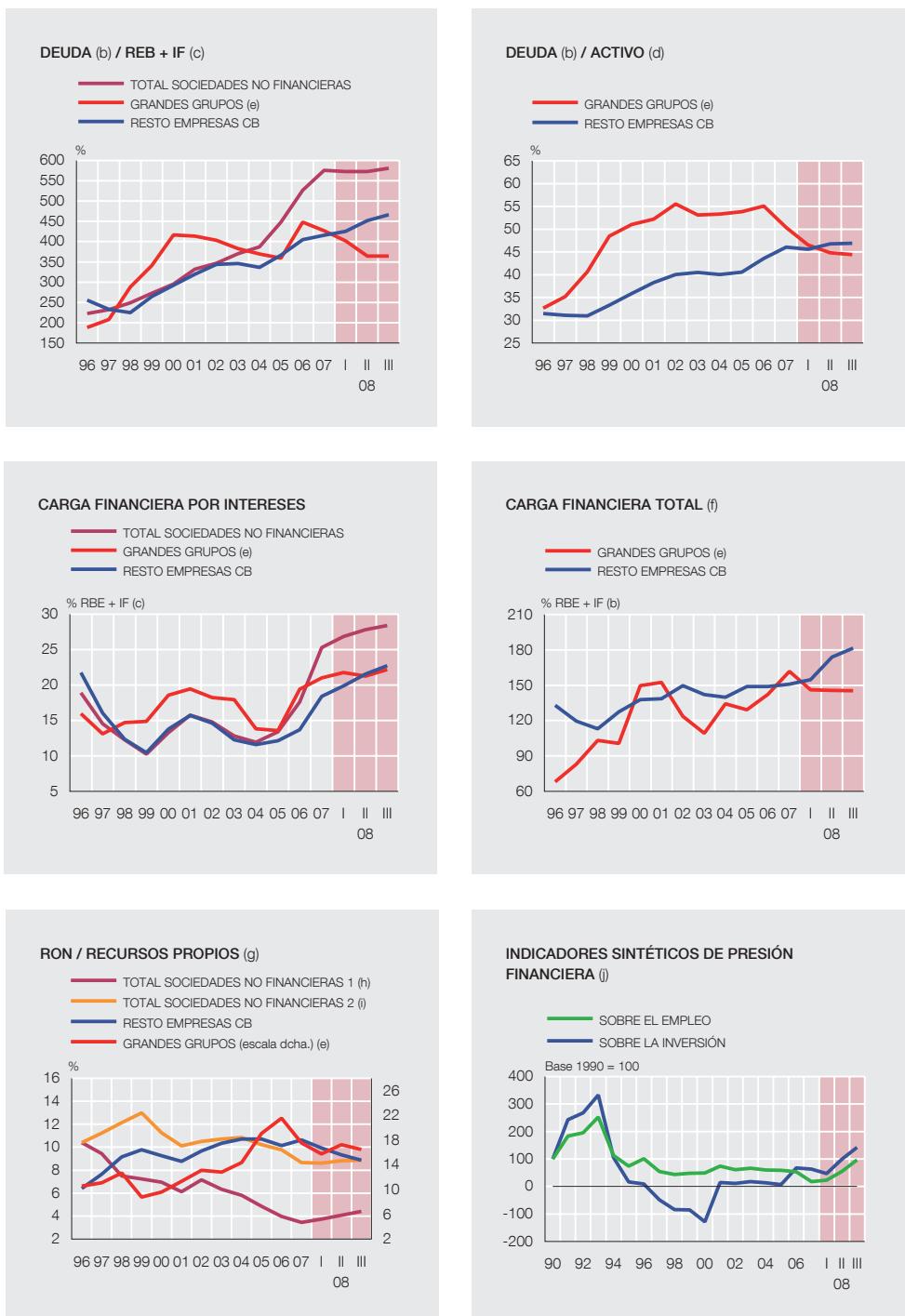
g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

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

meses tenderá a reducir previsiblemente el coste de la nueva financiación del sector privado y la carga financiera soportada por las empresas y hogares endeudados. Por otra parte, la persistencia de tensiones en los mercados financieros internacionales continúa siendo un factor que no favorece las posibilidades de financiación de economías que, como la española, presentan un elevado déficit exterior. No obstante, las iniciativas adoptadas por las autoridades económicas nacionales e internacionales para restablecer el normal funcionamiento de los mercados contribuirán a moderar el alcance de este riesgo. En el caso de España, en la fecha de cierre de este Informe el fondo para la adquisición de activos financieros (que se constituyó con la finalidad de inyectar liquidez al sistema financiero para prevenir la interrupción de los flujos crediticios) ya había celebrado tres subastas, habiéndose colocado un importe de fondos de más de 13 mm de euros. Así-

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

GRÁFICO 25



FUENTE: Banco de España.

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

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

FUENTE: Banco de España.

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

mismo, se han asignado avales del Estado a 53 entidades de crédito para las nuevas emisiones de deuda, que podrán llevar a cabo hasta el 15 de diciembre de 2009 por un importe máximo conjunto de 100 mm de euros, aunque todavía no ha habido ninguna operación de este tipo.

5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, que corresponde a noviembre, muestra, en relación con septiembre, un mantenimiento de estos en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, y un descenso de 15 pb en los destinados a consumo y otros fines. La notable reducción de las rentabilidades interbancarias durante los últimos meses apunta a un recorte importante del coste de la financiación bancaria a los hogares, dada la estrecha relación entre ambos tipos de interés. No obstante, los últimos datos disponibles sobre condiciones crediticias señalan un endurecimiento en características tales como las garantías exigidas (que aumentan) y el plazo de vencimiento (que se reduce). Asimismo, las entidades encuestadas en la EPB de octubre preveían que durante el último trimestre del año aplicarían unos criterios de concesión más exigentes.

Durante los últimos meses de 2008 se prolongó la pauta de desaceleración de la deuda de las familias, cuyo ritmo de crecimiento interanual se situó en noviembre en el 5%, 1,5 pp inferior al registrado en septiembre. Descomponiendo por finalidades, la moderación en el avance de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuya expansión se redujo hasta alcanzar registros de crecimiento en el entorno del 5% en ambos casos.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al tercer trimestre de 2008, los flujos financieros de activo continuaron reduciéndose (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, el importe de estos se situó en el entorno del 4% del PIB, casi un 1,5 pp por debajo del nivel de junio. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la acentuación en las salidas netas de los fondos de inversión (-3,5% del PIB) y de la moderación en la inversión en depósitos a plazo, que, aun siendo el componente más dinámico, sus volúmenes netos contratados se redujeron hasta el 7,7% del PIB, desde el 8,1% registrado tres meses antes.

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

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.

Durante el tercer trimestre de 2008 descendió ligeramente la ratio de endeudamiento de los hogares, en línea con las menores tasas de crecimiento de la financiación, hasta situarse en torno al 128% de la RBD. En cambio, la ratio de carga financiera siguió aumentado, como consecuencia del curso creciente de los tipos de interés durante los meses precedentes, y, en la misma fecha, rebasaba ligeramente el 18% de la RBD. No obstante, la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, habría continuado con la pauta de recuperación iniciada al comienzo del año. Por su parte, la información más reciente de la riqueza neta del sector, correspondiente a septiembre de 2008, evidencia un retroceso en relación con la RBD, que resultó tanto del menor dinamismo

de las valoraciones inmobiliarias como de la evolución desfavorable del precio de los activos financieros.

El incremento de la carga financiera y el repunte de la tasa de paro han contribuido a que aumentara la proporción de hogares con dificultades para hacer frente a los pagos de sus deudas. Así, en septiembre de 2008 la ratio de dudosidad de las familias se situaba en el 2,5%, frente al 2% registrado en el trimestre anterior. Dicho incremento fue similar en todas las tipologías de préstamos. Concretamente, en los destinados a la adquisición de la vivienda la ratio pasó del 1,3% al 1,9%, mientras que en el resto de los créditos se elevó del 3,6% al 4,3%.

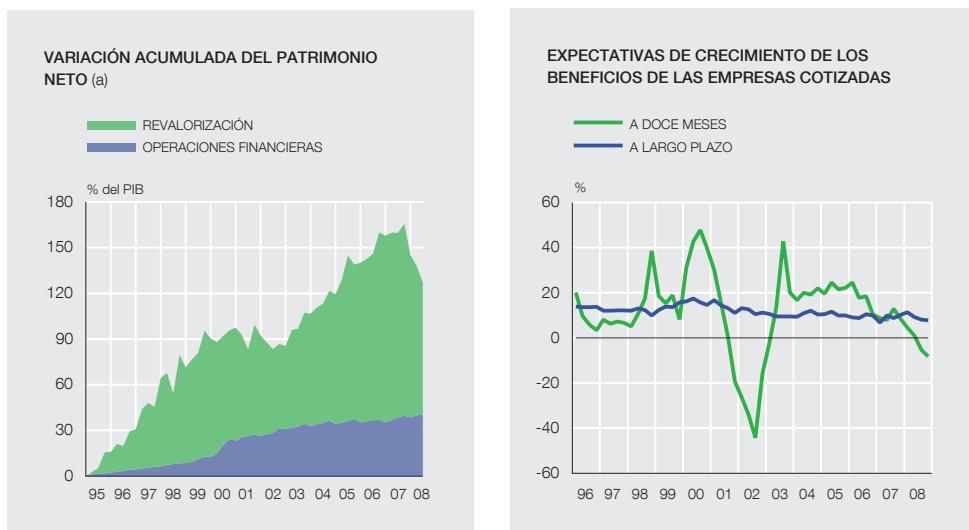
5.3 El sector de sociedades no financieras

El tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades se redujo entre septiembre y noviembre (último dato disponible) en 58 pb y 14 pb, según sean de más o menos de un millón de euros, respectivamente. Al igual que ocurre con los hogares, el descenso de los últimos meses de las rentabilidades del mercado interbancario continuará previsiblemente trasladándose al precio de la financiación bancaria, aunque la evolución reciente evidencia una ampliación del margen aplicado en el caso de los fondos de menor cuantía, que es más frecuente entre las PYME. No obstante, la EPB de octubre mostraba que las entidades esperaban que iban a seguir endureciendo los criterios de concesión de préstamos durante el último trimestre del año. Por último, en línea con el descenso de los tipos de interés negociados en los mercados, se redujo el coste de la emisión de deuda a corto plazo (67 pb), pero aumentaron el de los recursos propios (43 pb) y el de la emitida a largo plazo (58 pb), ya que el recorte de la rentabilidad de la deuda pública se vio más que compensado por el repunte de las primas de riesgo.

En este contexto, continuó moderándose el dinamismo de la deuda de las empresas, situándose la tasa de crecimiento en noviembre en torno al 8% en términos interanuales, más de un punto porcentual por debajo de la cifra de septiembre de 2008. El crédito de entidades residentes, que representa la principal fuente de financiación de las sociedades, ha presentado una evolución similar. El desglose de esta rúbrica por actividad productiva, cuyos datos más recientes se refieren al tercer trimestre de 2008, evidencia una desaceleración generalizada, que fue más acusada en la rama de servicios no inmobiliarios (el avance interanual se redujo en 5 pp en relación con junio, hasta el 17%) y más moderada en la industria (descenso de algo más de 1 pp, hasta el 11%). Por su parte, la expansión de los fondos captados por la construcción y el sector inmobiliario se situó por debajo de la del conjunto de las sociedades (4% y 8%, respectivamente).

De acuerdo con las cuentas financieras para el tercer trimestre de 2008, las necesidades de financiación del sector se habían reducido en casi 2 pp, situándose algo por encima del 9% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió (en 1,5 pp), aunque sigue estando por encima del 14% del PIB.

La evolución de los pasivos y de las rentas llevaron a que en el tercer trimestre la ratio de la deuda de las sociedades en relación con los resultados generados creciera ligeramente respecto a la cifra de junio. Este desarrollo, junto con el incremento del coste medio de los fondos en el balance, se tradujo en un nuevo ascenso de los pagos por intereses, hasta situarse en el entorno del 28% del excedente bruto de explotación más los ingresos financieros. Los resultados económicos acumulados entre enero y septiembre crecieron un 7,8%, lo que permi-



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.

tió que se mantuviera la rentabilidad del capital en valores similares a los de los meses anteriores. No obstante, la ratio de dudosidad del sector ha seguido elevándose hasta el 2,8% en septiembre, 1,2 pp más que a mitad de año. Este aumento ha sido especialmente acusado en la construcción y servicios inmobiliarios, en que este indicador ha pasado del 2% al 4,2% durante el mismo período.

La información del tercer trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia un cierto ascenso de las ratios de endeudamiento y de carga financiera. El aumento en los gastos asociados a la deuda, así como la desaceleración de la actividad, se tradujo en un descenso del resultado ordinario neto acumulado entre enero y septiembre en relación con el mismo período del año anterior, lo que se reflejó en una caída de la rentabilidad de los recursos propios. Por ramas de actividad, la industria experimentó una disminución especialmente marcada de los beneficios, mientras que los sectores de energía y servicios presentaron una evolución menos desfavorable. Como consecuencia de todos estos desarrollos, se elevaron los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, especialmente para el grupo de empresas con una peor posición financiera.

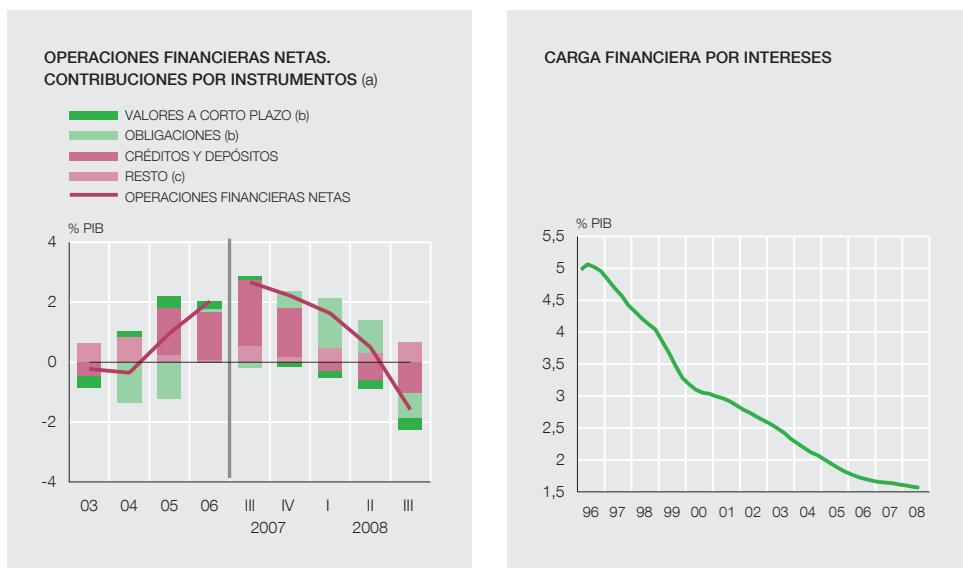
Por último, los analistas revisaron nuevamente a la baja las expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, tanto las asociadas a los próximos 12 meses, que se mantienen en valores negativos, como, en menor medida, las correspondientes a horizontes más largos (véase gráfico 26).

5.4 Las Administraciones Públicas

Las AAPP tuvieron en septiembre de 2008 unas necesidades de financiación que, en términos acumulados de cuatro trimestres, equivalían al 1,6% del PIB, frente a un superávit del 0,5% que presentaban en junio (véase gráfico 27). El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo, y descensos del saldo de depósitos netos de crédito. Por otra parte, la disminución del coste medio de los fondos permitió que, a pesar del mayor endeudamiento, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 27

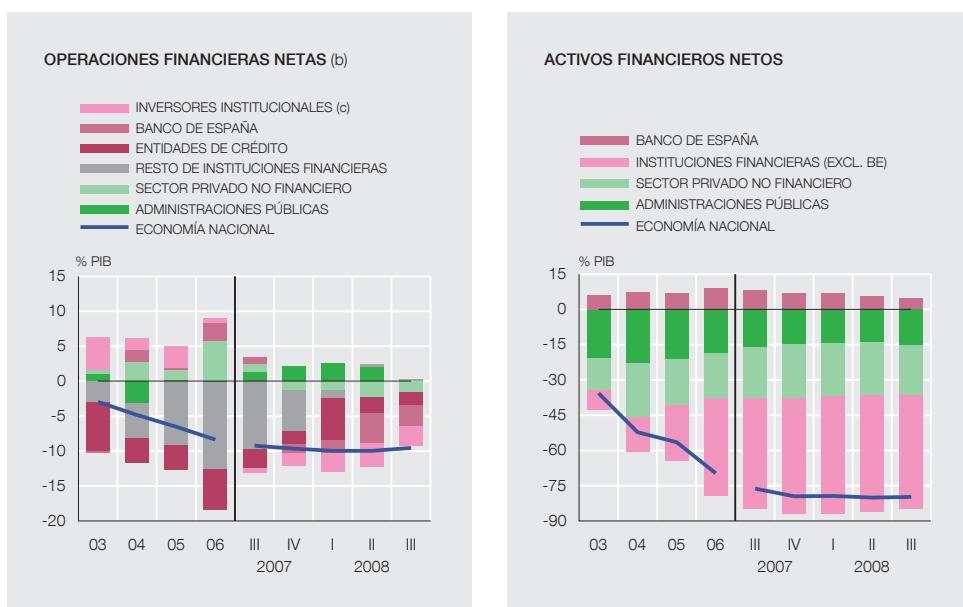


FUENTE: Banco de España.

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

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.

	% del PIB					
	2005	2006	2007	I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-10,0	-10,0	-9,6
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,7	17,6	13,0	9,0	7,2	7,2
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,7	1,6	1,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	1,7	4,6	2,1
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,5	0,9	0,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	2,1	1,7	1,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6
Acciones y otras participaciones	5,1	10,2	7,8	6,3	3,2	3,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	7,7	5,5	5,6	3,6	4,1
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,0	-1,9	-2,6	-2,1
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,3	1,7	1,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,2	26,0	22,7	19,0	17,2	16,8
Depósitos	5,6	0,3	7,3	11,2	13,0	11,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	10,9	10,7	8,6
Valores distintos de acciones	15,8	21,7	7,9	-0,2	-3,2	-1,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,3	-1,5	-2,3	-1,7	0,3
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,5	0,8	-1,1	-1,6
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,9	1,2	-0,4	-0,2
Acciones y otras participaciones	0,9	-0,1	4,3	4,7	4,8	4,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,5	4,5	4,7	4,4	4,0
Préstamos	2,3	3,6	2,8	3,0	2,4	2,5
Otros neto (c)	-0,8	-0,8	0,0	-0,2	0,4	0,5
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,1	8,7	8,9	7,2	6,9
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,2	4,0	5,6	6,2	6,4

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.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se redujo ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 9,6% del PIB (10% en junio), lo que supone un cambio en la tendencia creciente de esta variable que se venía observando desde finales de 2003. Por sectores, este resultado fue consecuencia de un marcado descenso de las necesidades de financiación de hogares y sociedades y, en menor medida, del moderado incremento en el superávit de las instituciones financieras, que no fueron totalmente compensados por la menor capacidad de financiación de las AAPP, que llegaron a presentar déficit (véase cuadro 6).

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el tercer trimestre de 2008 se produjo una entrada neta de capital, canalizada a través del sector privado no financiero, los inversores institucionales (que siguieron deshaciendo posiciones en el resto del mundo) y las AAPP. No obstante, estos fondos fueron insuficientes para cubrir el exceso de gasto de la nación en relación con los ingresos y la financiación concedida por el resto de las empresas financieras. De este modo, volvieron a reducirse los activos netos del Banco de España frente a los no residentes, aunque por un importe inferior al registrado entre marzo y junio, alcanzando los flujos netos acumulados durante los últimos doce meses un 3,1% del PIB, frente al 4,2% del primer semestre (véase gráfico 28).

Las entradas de capital descendieron ligeramente en el tercer trimestre de 2008, situándose en el 16,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,4 pp menos que en junio (véase cuadro 8). Por instrumentos, se detectó una menor apelación bruta al mercado interbancario (aunque, en términos netos, aumentó algo el importe de estos flujos) y un retroceso en el volumen de las compras de acciones y otras participaciones por los no residentes (4,5% del PIB), que resultó del descenso de las adquisiciones en cartera, ya que la inversión directa del exterior en España se recuperó ligeramente (6,4% del PIB). Por su parte, la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones, aunque continuó siendo negativa, lo fue por un volumen inferior al observado tres meses antes (1,5% del PIB, frente al 3,2%), gracias al aumento de la captación de fondos canalizada a través de títulos emitidos por las AAPP.

Las salidas de capital se mantuvieron en el 7,2% del PIB en términos acumulados de doce meses, el mismo nivel observado tres meses antes. Por instrumentos, se observó un mayor dinamismo en las compras netas de acciones y otras participaciones, a pesar de la caída en la inversión directa de España en el exterior (6,9% del PIB, 0,3 pp menos que en el segundo trimestre), que se vio compensado por el descenso en la partida de efectivo y depósitos (donde se incluyen las operaciones del mercado interbancario, que se contrajeron del 4,6% del PIB al 2,1% entre junio y septiembre). Por el contrario, la inversión en valores de renta fija no mostró cambios apreciables.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la economía española frente al resto del mundo se mantuvo en torno al 80% del PIB (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia de la mejora de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y del sector privado no financiero, que se vio compensada por la reducción del saldo acreedor del Banco de España y por el incremento de los pasivos de las AAPP.

23.1.2009.

UNA APROXIMACIÓN A LA MEDICIÓN DE LA CALIDAD DEL FACTOR TRABAJO
EN ESPAÑA

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Lacuesta, Sergio Puente y Pilar Cuadrado, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción¹

El análisis de los determinantes del crecimiento de una economía resulta muy relevante para efectuar un diagnóstico adecuado de su situación y, por lo tanto, para la toma de decisiones de política económica. El marco teórico más habitual para efectuar este análisis lo constituye el modelo neoclásico (conocido como «modelo de Solow»), por el que se descompone el crecimiento del producto en la aportación de los distintos factores productivos (capital y trabajo) y de la denominada «productividad total de los factores» (PTF). La aplicación de esta metodología a la economía española muestra que el último período de expansión se caracterizó por un crecimiento muy elevado de los factores productivos, tanto de la tasa de inversión como, sobre todo, del empleo, pero, sin embargo, se vio acompañado de un estancamiento de la PTF.

Sin embargo, este análisis no está exento de problemas, y en particular la medición de los factores productivos se encuentra sujeta a errores. Además, de acuerdo con esta metodología, la PTF se obtiene de una manera residual, es decir, se define como la parte del crecimiento del producto que no puede ser explicada por las aportaciones de los factores trabajo y capital, por lo que cualquier error en la medición de estos últimos generará también un sesgo en la medición de aquella.

En el caso del factor trabajo, la medida utilizada suele ser el total de horas trabajadas en la economía, asumiendo que todas las horas son homogéneas y que, por lo tanto, no hay diferencias de calidad entre los distintos trabajadores. Es razonable pensar, sin embargo, que existen trabajadores más productivos que otros (por su experiencia, nivel de formación, etc.), por lo que la medición del factor trabajo debería tener en cuenta no solo las horas, sino también la composición de las mismas entre trabajadores con distintas productividades. Por ejemplo, un incremento del peso de los trabajadores más (menos) cualificados debería provocar un incremento (reducción) de la calidad.

En el caso de la economía española, los cambios en la composición del empleo han sido muy importantes en los últimos años, por lo que una medida del factor trabajo que no incorpore este efecto puede generar sesgos significativos en la interpretación que se dé a la contribución del factor trabajo al producto y, por consiguiente, de la productividad total de los factores, cuando se utiliza el modelo de Solow. El objetivo de este artículo es precisamente presentar los resultados de la construcción de una serie de empleo ajustada de calidad para la economía española en el período 1987-2006, que permita tener en cuenta las consideraciones precedentes. En relación con trabajos anteriores que han analizado también esta cuestión², este artículo cuenta con la novedad de que incorpora a la estimación un mayor número de determinantes de la calidad del trabajo.

El resto del artículo se organiza de la siguiente forma. La sección segunda presenta las estimaciones de la serie de empleo ajustada de calidad. En la sección tercera se ilustra el impacto de utilizar estas estimaciones sobre el análisis de los determinantes del crecimiento económico. Finalmente, en la sección cuarta se resumen unas conclusiones.

1. Este artículo es un resumen de un documento de trabajo del Banco de España de próxima publicación con el mismo título. 2. Véanse, por ejemplo, Moral y Hurtado (2003) y Schwerdt y Turunen (2007).

Estimación de la calidad del factor trabajo

Como se ha señalado en la introducción, la medición de la calidad del factor trabajo requiere tener en cuenta la heterogeneidad que existe, en términos de productividad, entre distintos tipos de individuos. Por ello, esta medición exige, en primer lugar, seleccionar las características que se consideran determinantes relevantes de esa variable y agrupar a los trabajadores de acuerdo con las mismas. En este estudio, se consideran el nivel educativo, la edad, la experiencia dentro de la empresa, el sector de actividad, el sexo y la nacionalidad. En efecto, cabe pensar que aquellos trabajadores que hayan alcanzado un nivel de estudios superior tendrán una mayor productividad, como resultado del mayor nivel de conocimientos adquiridos y de su mayor cualificación. Asimismo, el aprendizaje obtenido a través de la experiencia constituye un factor de cualificación de la fuerza de trabajo. El aprendizaje se aproxima en este trabajo a través de la edad y también a partir del número de años acumulados de trabajo dentro de la empresa. Por otra parte, la rama de actividad puede ser una característica importante a la hora de determinar la calidad asociada a un puesto de trabajo concreto, dado que hay ramas más productivas que otra; por ejemplo, por su mayor contenido tecnológico. Igualmente, también la nacionalidad del trabajador, en particular el hecho de ser nacional o inmigrante, distinguiendo entre estos últimos según su origen, podría ser un factor adicional que condicione la productividad, al menos en el corto plazo, dado que, por ejemplo, a los inmigrantes les puede resultar difícil utilizar plenamente su capital humano original en un país distinto a donde se adquirió dicha educación.

La dificultad principal de este ejercicio reside, precisamente, en aproximar la productividad de cada uno de los grupos de trabajadores considerados. La teoría económica sugiere que en un entorno competitivo los salarios deberían ser una buena aproximación, por lo que se utilizan los salarios relativos para aproximar las diferencias en productividad entre los diferentes grupos de trabajadores. De acuerdo con este enfoque, el crecimiento del factor trabajo, ajustado por las variaciones en la calidad, será el resultado de agregar los crecimientos de las horas trabajadas por cada categoría de trabajadores, utilizando como ponderaciones la participación relativa de cada uno de estos grupos en los costes laborales totales. Por lo tanto, las variaciones en la calidad del factor trabajo serán el resultado de los cambios en los pesos de los distintos grupos de trabajadores con productividades diferentes³.

El cuadro 1 muestra la evolución de la composición del empleo en el período analizado (1987-2006), de acuerdo con las características mencionadas con anterioridad. Se observa, en primer lugar, una entrada progresiva de la mujer en el mercado de trabajo, que se refleja en un aumento de su participación en el total de horas trabajadas de la economía de unos 8 pp. En términos de la composición por grupos de edad, el colectivo de trabajadores entre 35 y 54 años incrementó su peso en la fuerza laboral en detrimento de los más jóvenes y los mayores de 55. En relación con la educación, se detecta una mejora muy apreciable del nivel educativo de la población ocupada, doblándose la participación del grupo con mayor nivel de formación. Asimismo, la experiencia media dentro de la empresa se redujo de forma considerable entre 1988 y 1992, manteniéndose relativamente estable entre 1992 y 2002, y volviendo a reducirse entre 2002 y 2006, como consecuencia del intenso proceso de creación de nuevos puestos de trabajo. Finalmente, debe destacarse que los inmigrantes de fuera de la UE 15, que tenían una participación muy reducida en el mercado laboral en 1988, alcanzaron el 11% de las horas trabajadas de la economía en 2006.

El gráfico 1 muestra la estimación, expresada en forma de índice, de la calidad del factor trabajo que recoge el impacto de estos cambios en la composición del empleo. Durante el pe-

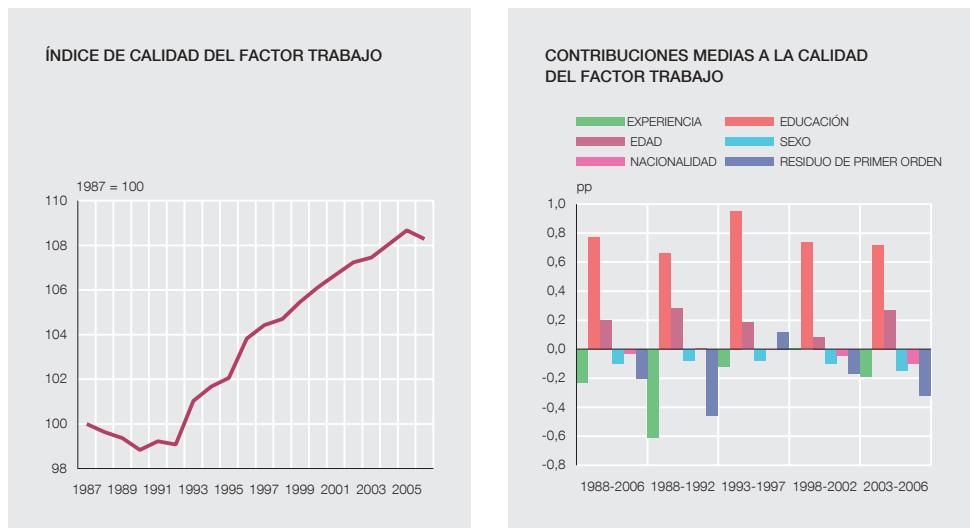
3. La base de datos utilizada recoge información de los microdatos de la EPA de los segundos trimestres entre 1987 y 2006 y de la Encuesta de Estructura Salarial de 2002.

PORCENTAJE DE HORAS TRABAJADAS	1988	1992	1997	2002	2006
SEXO					
Hombres	71,6	69,6	67,8	65,4	63,5
Mujeres	28,4	30,4	32,2	34,6	36,5
EDAD					
Entre 16 y 24 años	14,8	14,5	11,0	10,8	9,6
Entre 25 y 34 años	27,8	28,9	29,6	30,0	29,8
Entre 35 y 44 años	23,9	24,7	27,1	28,0	28,2
Entre 45 y 54 años	19,2	18,6	20,9	20,3	21,1
55 años y más	14,2	13,3	11,3	10,9	11,3
EDUCACIÓN					
Baja	56,5	46,8	35,4	23,4	16,3
Media	32,9	40,9	48,2	56,9	62,3
Alta	10,6	12,3	16,4	19,6	21,5
EXPERIENCIA					
Menor de 2 años	22,9	30,6	32,5	29,4	30,9
Entre 2 y 7 años	23,7	22,3	18,7	24,6	26,3
7 años y más	53,3	47,0	48,8	46,0	42,8
NACIONALIDAD					
Española	99,7	99,4	99,2	94,4	87,6
Extranjeros de la UE 15	0,1	0,2	0,4	1,0	1,4
Resto de extranjeros	0,2	0,3	0,5	4,6	11,0
OCCUPACIÓN					
Cualificada y no manual	-	-	29,1	30,1	31,2
No cualificada y no manual	-	-	23,1	23,2	23,9
Cualificada y manual	-	-	34,9	32,9	30,7
No cualificada y manual	-	-	12,9	13,7	14,1
TASA DE OCUPACIÓN					
Entre 16 y 64 años	48,2	50,0	50,0	59,5	65,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Período 1987-2006, el índice creció a una media anual del 0,4%. Es decir, los cambios descritos anteriormente han contribuido a incrementar la productividad media de la economía, al haber aumentado la participación de los grupos de trabajadores con productividades superiores a la media. Por lo tanto, una estimación del crecimiento del empleo que tenga en cuenta las variaciones en la calidad ofrecerá un aumento de la ocupación aún más intenso que el observado cuando no se tiene en cuenta este efecto. Por subperiodos, tras una caída inicial entre 1988 y 1992, se observa un intenso crecimiento de la calidad entre 1993 y 1997, con un aumento del 1,1% en media anual. En los últimos años, sin embargo, se registró una cierta desaceleración, pasando a un crecimiento del 0,5% entre 1998 y 2002, y del 0,2% entre 2003 y 2006⁴.

4. En general, estos resultados son muy similares a los obtenidos en Moral y Hurtado (2003), siendo el período 1996-2001 el que presenta más divergencias, ya que el presente estudio obtiene para ese período un crecimiento de la calidad del trabajo, aunque reducido, mientras que el estudio previo encontraba una estabilidad de la calidad media del trabajo.

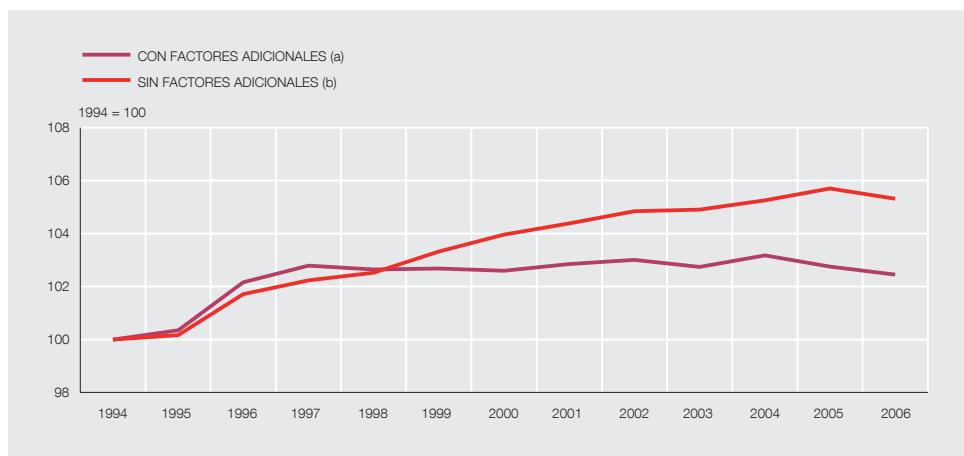


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En términos de los distintos componentes que influyen sobre el índice de calidad, la educación es el factor que más ha contribuido a su crecimiento —en 0,8 pp— en el promedio del período (véase panel derecho del gráfico 1). Esto refleja el intenso incremento registrado por el nivel educativo medio de la población ocupada que se observaba en el cuadro 1. No obstante, existe una cierta moderación de la contribución de este factor en los últimos años. Se encuentra también una aportación positiva de los cambios en la composición por edades al índice de calidad a lo largo de los últimos 20 años, aunque su contribución es más reducida, de 0,2 pp. Esta contribución se debe al incremento de la participación de los grupos de edad intermedios, que son los que, en términos de su productividad media, cuentan con mejor combinación de experiencia y educación. Por otro lado, la mencionada reducción del nivel medio de experiencia de los trabajadores en España contribuyó a reducir la calidad media del empleo de forma significativa (en -0,2 pp en promedio anual). Finalmente, dado el diferencial salarial negativo que se observa para los trabajadores inmigrantes y las mujeres y su intenso incremento en los últimos años, estos factores habrían contribuido negativamente a la evolución de la calidad del trabajo así estimada, aunque en el caso de la inmigración esta contribución negativa solo se aprecia en los últimos años analizados, cuando su peso alcanzó un nivel significativo.

El incremento de la calidad del factor trabajo estimado puede parecer contradictorio con el estancamiento observado en el crecimiento de la productividad en España en la última década. Cabe preguntarse, por tanto, si existen otras variables que pudieran ayudar a conciliar estos dos resultados. Con este objetivo, a continuación se incorporan a la estimación dos características que no se han considerado anteriormente y que normalmente se omiten en este tipo de análisis. En concreto, se van a analizar tanto el tipo de ocupación desempeñada como el impacto de la progresiva incorporación de nuevos trabajadores al mercado de trabajo.

El primero de estos factores se puede justificar dada la evidencia disponible sobre el hecho de que el aumento en la oferta laboral de personas con título universitario no ha sido compensado por un incremento de similar magnitud de la demanda de este tipo de trabajadores desde los años ochenta [Del Río y Ruiz-Castillo (2001), Abadie (1997), Febrer y Mora (2005)], lo que sugiere que ha aumentado el desajuste entre las características de la oferta de trabajo y las



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Incluye las variaciones en la composición del empleo derivadas del tipo de ocupación y tasa de ocupación.
 b. Véase panel izquierdo del gráfico 1.

cualificaciones requeridas por la demanda, lo que podría haberse traducido, por ejemplo, en una reducción de los diferenciales salariales entre trabajadores con diferente nivel educativo. De ser cierta esta hipótesis, habrá que esperar que, al tener en cuenta esta reducción de los diferenciales salariales entre niveles educativos, la contribución positiva del incremento del nivel educativo al crecimiento estimado de la calidad del factor trabajo en la economía española se redujera de manera apreciable.

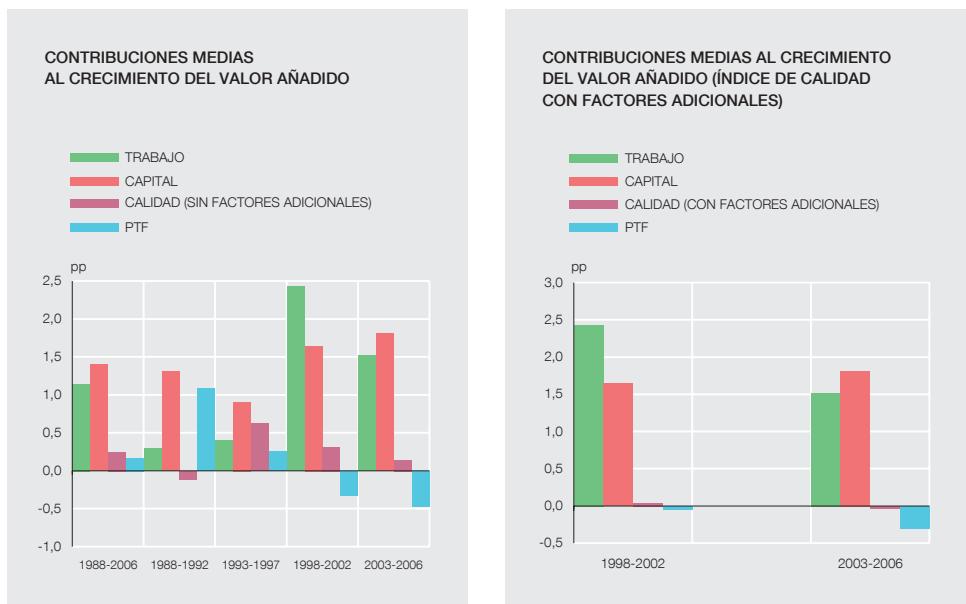
El segundo factor señalado surge de la posibilidad de que el intenso proceso de creación de empleo durante el último ciclo económico pueda haber provocado la incorporación de nuevos trabajadores con características distintas de los trabajadores ya empleados y diferentes a las analizadas previamente. De hecho, encontramos evidencia en nuestras estimaciones de que el fuerte incremento del empleo experimentado por la economía española ha venido asociado a salarios más bajos para grupos de trabajadores con características observables similares. De esta forma, el incremento de la tasa de ocupación habría venido asociado a un deterioro de la productividad media.

El gráfico 2 muestra la comparación entre el índice de calidad del factor trabajo presentado en el gráfico 1 y esta nueva estimación en que se tienen en cuenta los dos factores anteriores conjuntamente⁵. Se observa que las nuevas estimaciones reducen de manera apreciable el crecimiento estimado de la calidad del factor trabajo a partir de 1997, cuando el proceso de creación de empleo comenzó a ser más intenso. En concreto, si el índice tradicional crecía entre 1997 y 2006 a una tasa del 0,35% por año, el nuevo índice muestra una ligera caída, de un 0,03%. En términos acumulados la calidad del factor trabajo se habría reducido en los últimos diez años en 0,3 pp, una vez que se tienen en cuenta estos dos factores adicionales.

Implicaciones para el cálculo de la productividad total de los factores

En general, la estimación del crecimiento de la PTF se obtiene como la parte del crecimiento del producto no explicada por el crecimiento de los factores productivos. Esto implica que cualquier sesgo en la medición del trabajo o del capital se traslada directamente a la estimación de la PTF. En el caso del trabajo, la medida tradicional utilizada de este factor —las horas

5. El tipo de ocupación sufre un cambio de codificación en 1994, por lo que se ha calculado el índice solo a partir de ese año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

totales trabajadas en la economía — implica considerar, como se mencionó en la introducción, que todas las horas trabajadas son homogéneas y que, por tanto, no existen diferencias de calidad o productividad dependiendo de las características del trabajador y/o del puesto de trabajo. Los índices de calidad del factor trabajo pueden ser precisamente utilizados para eliminar este supuesto de homogeneidad de las horas trabajadas y efectuar una mejor estimación de la PTF.

En el gráfico 3 se presentan las contribuciones de los factores productivos (capital y trabajo), de la calidad del factor trabajo y de la PTF al crecimiento del valor añadido de la economía española. En el panel izquierdo se muestran esas contribuciones cuando solo se incorporan los determinantes de la calidad más habituales (índice de calidad del gráfico 1). Se observa que la corrección por calidad provoca que el crecimiento de la PTF resulta algo inferior al estimado cuando no se tiene cuenta este efecto⁶, dada la positiva evolución de la calidad en el período analizado. En particular, se observa que el cambio en la calidad media del empleo es responsable de 0,25 pp de crecimiento de la PTF calculada con el factor trabajo sin ajustar. De esta forma, más de la mitad del crecimiento medio de la PTF en este período puede ser explicada por las mejoras estimadas en la calidad del factor trabajo. Sin embargo, la contribución de esta última ha ido reduciéndose desde 1993, como consecuencia del impacto negativo de la caída de la experiencia media en el empleo y de la afluencia de inmigrantes al mercado laboral.

Por su parte, el panel derecho del gráfico 3 muestra la PTF cuando se utiliza como índice de calidad el obtenido a partir de incluir las variaciones en el tipo de ocupaciones desempeñadas por los trabajadores y las variaciones en las tasas de ocupación (índice de calidad con factores adicionales del gráfico 2). Se observa que la contribución de la calidad al crecimiento de la PTF es prácticamente nula, de forma que la inclusión de las nuevas variables consideradas en este segundo índice, unidas a factores como la experiencia y la nacionalidad,

6. El crecimiento de la PTF con factor trabajo sin ajustar por calidad vendría dado en el gráfico por la suma de las dos últimas columnas (calidad + PTF).

compensan el efecto positivo sobre la calidad del factor trabajo ejercido por la educación y la edad.

Conclusiones

En este artículo se presenta una estimación de la evolución de la calidad del factor trabajo en la economía española. Para ello, se tiene en cuenta un conjunto amplio de características de los trabajadores; en particular, el nivel educativo, la edad, la experiencia dentro de la empresa, el sector de actividad, el sexo, la nacionalidad, el tipo de ocupación que desempeñan y la incorporación al mercado laboral de nuevos trabajadores en los últimos años. La medición de la calidad de acuerdo con la metodología aquí aplicada no está exenta de problemas y exige aplicar determinados supuestos simplificadores, como el de asociar diferencias de productividad (calidad) exclusivamente a diferencias salariales, que obliga a tomar los resultados con cautela. En conjunto, las estimaciones apuntan hacia un estancamiento del nivel de calidad del empleo en España en la última década. Por una parte, el mayor nivel educativo y un cierto envejecimiento de la población trabajadora, que habrá elevado el grado de experiencia agregado, habrían ejercido un efecto positivo sobre la calidad del factor trabajo. Por otra, este impacto positivo se habría visto compensado por factores como la incorporación de trabajadores con reducida experiencia previa o de trabajadores inmigrantes, con habilidades y conocimientos que, al menos en el corto plazo, pueden ser distintos a los demandados por la economía española, o por un aumento del desajuste entre las cualificaciones de los trabajadores y el tipo de puesto de trabajo que desempeñan. Estos resultados implican que los ajustes por calidad en la evolución del empleo no ayudan a explicar la desaceleración de la productividad ocurrida en los últimos años en la economía española. La existencia, por ejemplo, de ineficiencias en el funcionamiento general de los mercados se encontraría detrás de esta evolución de la productividad, por lo que su recuperación, que resulta esencial para el mantenimiento de tasas de crecimiento elevadas en el futuro, exige la ejecución de políticas de reformas estructurales que eliminan esas ineficiencias.

16.1.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ABADIÉ, A. (1997). «Changes in Spanish labour income structure during the 1980's: A quantile regression approach», *Investigaciones Económicas*, vol. XXI (2), pp. 253-272.
- DEL RÍO, C., y J. RUIZ-CASTILLO (2001). «Intermediate inequality and welfare: the case of Spain, 1890-81 to 1990-91», *Review of Income and Wealth*, vol. 47, pp. 221-238.
- FEBRER, C., y J. MORA (2005). «Wage distribution in Spain 1994-1999: An application of a flexible estimator of conditional distributions», *Working Paper IVIE*.
- MORAL, E., y S. HURTADO (2003). *Evolución de la calidad del factor trabajo en España*, Documentos Ocasionales, n.º 0306, Banco de España.
- SCHWERTDT, G., y J. TURUNEN (2007). «Growth in Euro Area Labour Quality», *Review of Income and Wealth*, vol. 53, n.º 4, pp. 716-734.

REFORMAS EN LOS MERCADOS DE TRABAJO EUROPEOS EN EL PERÍODO 2000-2006

Este artículo ha sido elaborado por Esther Moral y Carlos Vacas, durante su estancia en la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

En la última década tuvo lugar un importante aumento de la tasa de empleo en el área del euro, especialmente de determinados segmentos de la población, como las mujeres y los mayores de 54 años¹. En buena medida, estos favorables resultados fueron la consecuencia de la estrategia de reformas impulsada por la llamada Agenda de Lisboa, puesta en marcha en el año 2000 y cuyo objetivo principal —aumentar el grado de competitividad y dinamismo de la economía europea— requería, entre otros elementos, una flexibilización de los mercados laborales y el aumento del grado de utilización del factor trabajo.

Partiendo de esta base, este artículo tiene por objeto identificar las características de las reformas que han tenido lugar en los mercados de trabajo de los países de la UEM² en los últimos años, así como sus posibles efectos. Para ello, se explota la información contenida en la base de datos LABREF (*Labour market reforms database*), de la Comisión Europea.

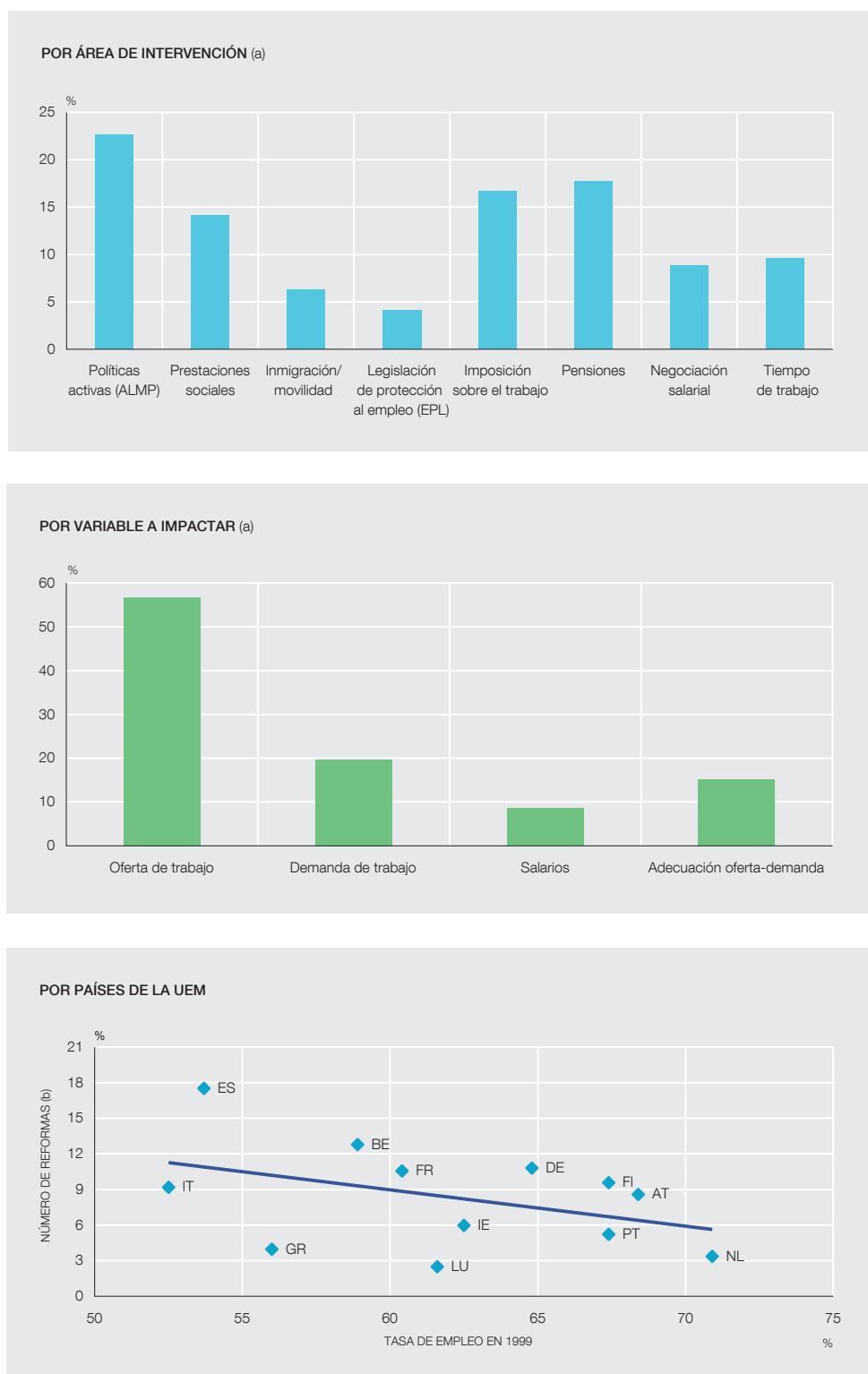
La base de datos LABREF recoge información cualitativa sobre todas las medidas legislativas que los países miembros de la UE 27 adoptaron en los mercados de trabajo entre los años 2000 y 2006, referidas a ocho ámbitos diferentes: políticas activas de empleo, legislación de protección al empleo, prestaciones sociales, impuestos sobre el trabajo, pensiones, inmigración/movilidad, negociación salarial y tiempo de trabajo. Cada medida puede estar dirigida a toda la población en general o a algún grupo socioeconómico en concreto y, además, su principal impacto esperado puede ser sobre la oferta o la demanda de trabajo, sobre los salarios o sobre posibles desajustes entre la formación de los desempleados y los requerimientos de las vacantes existentes.

Con esta información, en este artículo se estudia la dirección de las reformas en cada ámbito y se identifican las áreas donde el énfasis reformador ha sido mayor para el conjunto de países que integran la UEM.

Reformas de los mercados de trabajo en la UEM

La base de datos LABREF permite analizar en qué campos se concentraron las medidas de reforma del mercado de trabajo adoptadas y cuáles fueron sus características generales. Aunque la adopción de un mayor número de medidas en un determinado ámbito no implica necesariamente que la reforma haya sido más intensa, sí puede ser indicativo de las prioridades establecidas. Como se observa en el gráfico 1, las áreas en que se enmarca la mayor parte de las reformas emprendidas en la UEM en el período 2000-2006 son las de políticas activas de empleo, pensiones, impuestos sobre el trabajo y prestaciones sociales. Las medidas legislativas relativas al tiempo de trabajo y a la negociación salarial se sitúan en una posición intermedia, mientras que el número de reformas llevadas a cabo en el ámbito de la legislación de protección al empleo y la inmigración/movilidad es bastante menor. Si se clasifican de acuerdo con la variable sobre la que se quiere impactar, la mayor parte de las medidas (un 56,7% en el conjunto del área) ha ido dirigida a incrementar la oferta de trabajo, lo que se explica por el énfasis puesto en modificar los sistemas de pensiones, de prestaciones sociales y la tributación del factor trabajo. La demanda de trabajo (19,6%), la mejor adecuación entre aptitudes de los parados y requerimientos de las vacantes (15,1%) y, especialmente, los salarios (8,6%) han tenido una menor presencia entre los objetivos perseguidos por las reformas.

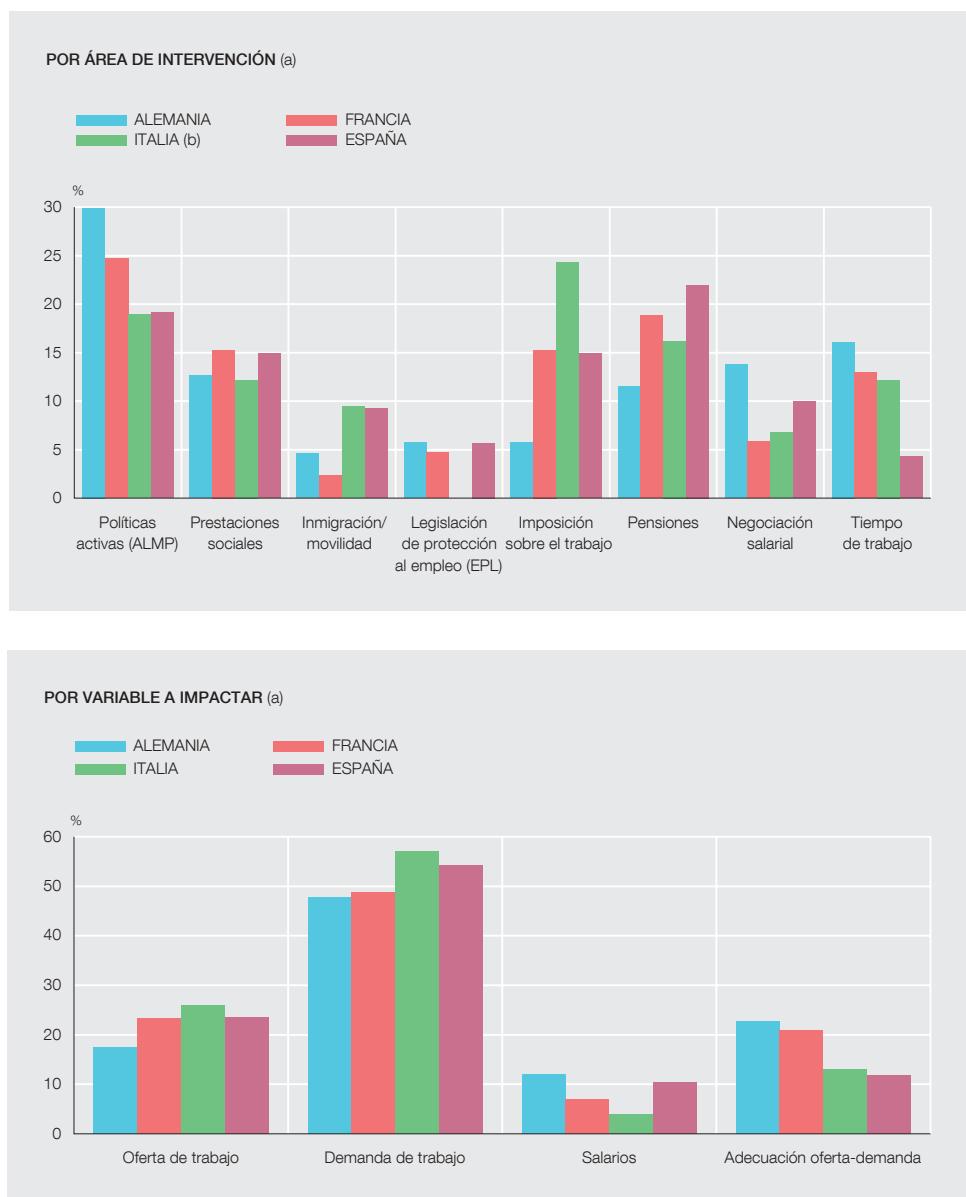
1. Véase Moral y Vacas (2008). 2. En todo el artículo se analiza la UEM de doce miembros.



FUENTES: Base de datos LABREF (Comisión Europea) y Banco de España.

a. Número de reformas en cada categoría como porcentaje del total de reformas en la UEM.

b. Número de reformas de un determinado país en el conjunto del período, expresado en porcentaje del total de reformas en la UEM.



FUENTES: Base de datos LABREF (Comisión Europea) y Banco de España.

- a. Número de reformas en cada categoría como porcentaje del total de reformas en el país.
 b. En la base de datos LABREF no figura ninguna medida de reforma en Italia asignada al ámbito de la EPL. No obstante, sí se han llevado a cabo iniciativas que han podido reducir el grado de seguridad en el empleo (como, por ejemplo, la introducción de nuevas formas de contratación más flexibles), pero estas aparecen asignadas a las áreas de ALMP y tiempo de trabajo.

Los países que partían de menores tasas de empleo en 1999 parecen haber adoptado un mayor número de medidas en el conjunto del período, aunque la relación no es muy significativa y, sobre todo, ello no implica necesariamente que sus cambios hayan sido más profundos. Las reformas de carácter integral han sido muy poco comunes, ya que cada país ha tendido a concentrar su actuación en determinadas áreas (véase gráfico 2), lo que podría haber limitado los avances en la capacidad de adaptación de los mercados de trabajo europeos a procesos acelerados de cambio en las estructuras productivas y tecnológicas. En efecto, una estrategia de reforma integral del mercado de trabajo de un país permite explotar las interacciones existentes entre las diferentes instituciones laborales y, mediante el desarrollo de una agenda a largo plazo con objetivos compartidos por los agentes sociales y el go-

bierno, favorece el establecimiento de un clima de confianza que ayuda a incrementar el alcance de las reformas y su viabilidad³.

Además, del total de 805 medidas legislativas adoptadas en los países de la UEM, más de la mitad (454, un 56,4%) iban dirigidas a determinados grupos socioeconómicos, entre los cuales los más comunes han sido los mayores, las personas de ingresos bajos, las mujeres, los jóvenes y los desempleados de larga duración, aunque también ha habido medidas orientadas a otros grupos, como los poco cualificados, los inmigrantes, los trabajadores temporales, los trabajadores por cuenta propia o las familias con hijos a cargo. Esto evidencia que, en general, los países europeos han optado por concentrar las acciones legislativas en algunos grupos particularmente afectados por tasas elevadas de paro antes que por alterar significativamente las regulaciones que afectan al núcleo del mercado.

En los últimos años, las políticas de empleo de los países europeos han incrementado progresivamente el énfasis en su vertiente activa, por lo que el peso de las *políticas activas de empleo* (ALMP, en sus siglas en inglés) entre las medidas legislativas emprendidas ha crecido notablemente. Mientras que las llamadas políticas pasivas de empleo consisten en transferencias de dinero que protegen a los trabajadores ante situaciones laborales de riesgo (prestaciones y pensiones de jubilación anticipada), las políticas activas de empleo incluirían aquellos programas de gasto social que tienen por objetivo incrementar las posibilidades de los beneficiarios de encontrar empleo y de mejorar su potencial para obtener más ingresos. La Comisión Europea⁴ distingue siete tipos de ALMP: servicios públicos de empleo, formación, reparto y rotación de trabajo⁵, incentivos al empleo (subsidios de salarios), promoción de empleo y programas de rehabilitación para personas con capacidad de trabajo reducida, creación directa de empleo (principalmente, en el sector público o en organismos sin ánimo de lucro) y financiación de arranque (para emprendedores que inicien un nuevo negocio)⁶. La estrategia seguida por muchos países europeos ha sido la de fomentar una mayor relación entre las ALMP y el sistema de desempleo, con el fin de incentivar la búsqueda activa de empleo. Las reformas más comunes han consistido en una intensificación de los esfuerzos de colocación por parte de los servicios públicos de empleo, con una tendencia hacia la atención de las necesidades concretas de cada caso; en una mayor implicación de los afectados mediante la participación obligatoria en programas de ALMP —cada vez más temprana—, que llega a ser, en algunos casos, condición sine qua non para mantener las prestaciones; en un endurecimiento de los requisitos exigibles al desempleado para considerar que busca trabajo activamente y mayor seguimiento de dichos esfuerzos de búsqueda; y en una gestión más eficiente de los servicios públicos de empleo. Al incrementar el nivel de formación y estimular la búsqueda activa de trabajo para mantener las prestaciones por desempleo, las políticas activas pueden incrementar la oferta de trabajo y mejorar su ajuste con la demanda. El cuadro 1 muestra que el gasto medio en ALMP ha crecido en los últimos años, aunque su proporción con respecto a las políticas pasivas de empleo ha disminuido entre 1998 y 2006, lo que parece indicar una tendencia hacia la selección de las ALMP más útiles⁷.

Dentro del apartado de *prestaciones sociales*, el mayor número de medidas se ha centrado en reducir la cobertura o la duración de los subsidios de desempleo, ya que los recortes im-

3. Véase Arpaia y Mourre (2005). 4. Véase Comisión Europea (2006). 5. Medidas para facilitar la inserción de un desempleado o persona de otro grupo objetivo en un puesto de trabajo, mediante la sustitución de una parte o de todas las horas trabajadas por el empleado que ocupa dicho puesto, el cual se acoge a una reducción de jornada o a un período de excedencia o baja para recibir formación o por otros motivos (por ejemplo, maternidad). 6. Existen otras clasificaciones, como la de la OCDE, que incluye cinco medidas: gasto en administración y servicios públicos de empleo, formación orientada al mercado de trabajo, programas especiales para los jóvenes en transición del sistema educativo al mundo laboral, programas para promover el empleo entre desempleados (empleo subvencionado) y programas especiales para los discapacitados. 7. Esta disminución también puede deberse a que los datos no incluyen el gasto en servicios públicos de empleo, en los que se han concentrado muchas medidas.

	UEM		Alemania		Francia		Italia		España	
	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006
POLÍTICAS ACTIVAS DE EMPLEO (ALMP)										
Gasto en ALMP por desempleado (a)	3,74	4,16	5,35	3,29	4,81	4,93	2,21	3,87	1,04	3,25
Ratio gasto en medidas activas/pasivas (b)	0,47	0,40	0,42	0,29	0,64	0,49	0,65	0,56	0,31	0,44
Participación en formación permanente (c)	5,4	8,2	5,3	7,5	2,7	7,6	4,8	6,1	4,2	10,4
PRESTACIONES SOCIALES	2001	2005	2001	2005	2001	2005	2001	2005	2001	2005
Tasas de reposición netas (d)										
<i>Fase inicial del desempleo</i> (e)	69,0	69,5	73,8	73,3	74,3	71,5	62,8	72,3	74,3	73,5
<i>Desempleo de larga duración</i> (f)	45,6	44,7	62,8	52,0	44,5	43,7	16,3	16,2	35,7	35,3
<i>Media sobre 60 meses de desempleo</i> (g)	56,2	55,5	65,7	61,9	63,8	60,6	5,5	6,5	49,7	49,2
Tasas de reposición brutas (h)	34,3	32,3	29,4	24,2	43,5	39,0	34,1	32,5	36,5	36,0
Duración máxima de la prestación por desempleo (i)	24,2	16,3	12	12	60	23	6	7	24	24
GRADO DE PROTECCIÓN DEL EMPLEO (EPL)	1998	2003	1998	2003	1998	2003	1998	2003	1998	2003
Total	2,5	2,4	2,5	2,2	3,0	3,0	2,7	1,9	2,9	3,1
<i>Contratos indefinidos</i>	2,5	2,5	2,7	2,7	2,3	2,5	1,8	1,8	2,6	2,6
<i>Contratos temporales</i>	2,5	2,3	2,3	1,8	3,6	3,6	3,6	2,1	3,3	3,5
Ratio de temporalidad (j)	14,3	16,7	12,3	14,6	13,8	14,4	8,5	13,2	32,9	31,7
IMPOSICIÓN AL TRABAJO (k)	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007	2000	2007
Impuesto sobre la renta	13,0	12,3	15,3	14,0	12,0	11,3	15,5	14,1	9,2	9,8
Contribuciones a la seguridad social: Empleados	12,8	12,6	19,9	20,1	13,2	13,6	9,2	9,5	6,3	6,3
Contribuciones a la seguridad social: Empleadores	7,0	8,6	8,6	9,5	12,4	14,5	7,9	9,0	6,1	7,6
Cuña impositiva sobre el trabajo	38,0	36,4	46,0	44,7	44,9	43,9	41,1	39,2	35,1	35,6
PENSIONES	1999	2005	1999	2005	1999	2005	1999	2005	1999	2005
Gasto público en pensiones (% del PIB)	12,8	12,7	12,8	13,1	13,4	13,3	14,9	14,8	9,6	8,9
Ratio de ingreso medio relativo (l)	0,91	0,86	0,97	0,93	0,90	0,90	0,96	0,85	0,91	0,75

FUENTES: Eurostat, OCDE y Banco de España.

a. Miles de euros por desempleado, a precios constantes de 2005. No incluye el gasto en los servicios públicos de empleo.

b. No incluye el gasto en los servicios públicos de empleo.

c. Porcentaje de la población de 25 a 64 años que ha participado en algún programa de formación en las cuatro semanas previas a la realización de la Encuesta de Fuerza Laboral.

d. Ratio entre los ingresos netos cuando se está en situación de desempleo y los ingresos salariales netos previos, calculados como porcentaje del salario de un trabajador medio de la economía de mercado no agraria (AW).

e. Media, para seis situaciones familiares distintas, de las tasas de reposición netas en la fase inicial del desempleo (primer mes de cobro de prestación), para un nivel salarial equivalente al 100% del salario del AW.

f. Media, para seis situaciones familiares distintas, de las tasas de reposición netas en el 60.º mes de desempleo (incluyendo prestaciones de asistencia social y otros subsidios), para un nivel salarial equivalente al 100% del salario del AW.

g. Media de tasas de reposición netas sobre un período de cinco años de desempleo para cuatro situaciones familiares y dos niveles salariales (67% del AW y 100% del AW), incluyendo prestaciones de asistencia social.

h. Media de las tasas de reposición brutas sobre un período de cinco años de desempleo para tres situaciones familiares.

y dos niveles salariales [67% del salario de un trabajador medio de la industria manufacturera (APW) y 100% del APW].

i. Número de meses. El dato inicial corresponde al año 1999.

j. Porcentaje de trabajadores temporales con respecto al total de asalariados. El dato final corresponde al año 2007.

k. Media de ocho situaciones familiares, en porcentaje del salario bruto anual.

l. Ratio entre los ingresos de las personas de 65 o más años y los ingresos de las de menos de 65 años.

portantes de estos han sido poco comunes. Como consecuencia, las tasas de reposición (cociente entre las prestaciones y el salario percibido con anterioridad) han caído en los últimos años, a lo que también ha contribuido la adopción de otras medidas que han establecido prestaciones en el trabajo o impuestos negativos (*tax credit*) para fortalecer la posición de los trabajadores con más riesgo de verse excluidos del mercado de trabajo —sobre todo, los de salarios más bajos y de menor cualificación—⁸. Así, como se aprecia en el cuadro 1, aunque en la fase inicial de desempleo (primer año) la tasa de reposición neta media ha aumentado ligeramente en el conjunto de la UEM entre 2001 y 2005 —salvo para los trabajadores de mayores ingresos—, en general se ha observado una disminución de la misma en dicho período,

8. Estas prestaciones o impuestos negativos, al aumentar el salario percibido por el trabajador, hacen disminuir el nivel de las tasas de reposición netas.

sobre todo para los grupos de ingresos más altos. La intensidad del efecto incentivador de estas medidas depende, sin embargo, de la duración máxima de las prestaciones por desempleo, de su nivel y de las condiciones que regulan el acceso y mantenimiento a las mismas. La tendencia observada en la mayoría de países ha sido la de endurecer los requisitos de los subsidios de desempleo: mayor disponibilidad para trabajar, limitando las posibilidades de rechazar ofertas de trabajo por motivos de lejanía geográfica, salario o incompatibilidad con el trabajo previo; mayores sanciones en caso de rechazar ofertas de trabajo adecuadas, cuya definición, además, se hace más laxa; y condiciones de acceso más estrictas, habitualmente incrementando el período mínimo de trabajo antes de poder recibir prestaciones por desempleo. Finalmente, dentro de este ámbito de reforma, otras iniciativas emprendidas han consistido en el establecimiento de prestaciones condicionadas, dirigidas a personas con necesidades específicas, y que en gran parte han estado vinculadas a la familia, especialmente por motivos de tener hijos a su cargo.

Un ejemplo de este tipo de reformas lo constituyen algunas de las medidas puestas en marcha en Alemania en el contexto de los paquetes de reformas *Hartz*, implementados entre 2003 y 2005. Así, un primer eje de estas reformas se ha centrado en la mejora de los servicios públicos de empleo con la introducción de mecanismos de mercado, como, por ejemplo, el funcionamiento de las oficinas locales de empleo según el cálculo de sus resultados, la posible externalización de algunos de sus servicios (especialmente, los de colocación) o la elaboración de planes de acción individual con el fin de lograr una mejor asignación de los desempleados a los diferentes programas de acuerdo con su perfil individualizado. Asimismo, con estas medidas se ha intentado incentivar la mayor implicación de los desempleados en la búsqueda de empleo y en el fomento de su empleabilidad, condicionando la obtención y el mantenimiento de las prestaciones por desempleo —que, además, experimentaban un recorte de su cuantía y duración— a la disponibilidad del desempleado tanto para trabajar como para participar en las actividades de búsqueda de empleo y programas que se le asignen en su plan de acción individual, al tiempo que se intensifica el seguimiento por parte de los servicios públicos de empleo y se endurecen las sanciones.

En el área de *inmigración/movilidad*, la acción ha sido escasa. Se han tomado algunas medidas encaminadas a mejorar la inserción laboral de los inmigrantes o a su captación selectiva en función de su cualificación y de las necesidades del país receptor, pero, con frecuencia, las iniciativas se han centrado en el control de fronteras y en otros aspectos legales para regular la entrada.

La *legislación de protección al empleo* (EPL, en sus siglas en inglés), que regula las normas de contratación y despido de los trabajadores, ha sido una herramienta muy importante dentro de las políticas de empleo de los países europeos en los últimos años. Diversos estudios apuntan a que la mayor flexibilidad en las condiciones de empleo puede tener una influencia positiva clara sobre las posibilidades de integración laboral de los grupos con mayores dificultades de acceso al mercado de trabajo. Al contrario, una EPL que se traduzca en una mayor rigidez de esas condiciones, aunque favorecería al núcleo del mercado —al aumentar su seguridad en el puesto de trabajo—, podría afectar negativamente a colectivos cuyas posibilidades de empleo son más reducidas cuando el mercado es menos dinámico, como el femenino, el de los jóvenes o el de los mayores⁹. El hecho de que el número de medidas adoptadas en este ámbito en el período 2000-2006 sea tan escaso se explica, en parte,

9. Por otra parte, diversos estudios destacan que una EPL estricta podría tener un impacto positivo sobre la productividad, pues relaciones laborales más estables incrementan la disposición del empresario a invertir en la formación de su mano de obra.

porque muchas de las iniciativas fueron ya adoptadas antes del mismo, cuando la estrategia seguida por muchos países fue la de incrementar la flexibilidad del mercado de trabajo mediante el recurso al empleo temporal —cuya EPL, además, ha favorecido esa creciente flexibilidad—, mientras las normas de los contratos regulares se dejaban prácticamente inalteradas —por ejemplo, en Italia y España—. La segmentación resultante puede haber tenido un efecto negativo sobre la productividad, al haber limitado el acceso a la formación de los trabajadores con contratos más flexibles en puestos escasamente cualificados. Por esta razón, la Comisión Europea trata de impulsar estrategias de *flexiguridad*, que ayuden a conseguir mercados laborales más inclusivos donde las barreras entre los diferentes grupos sean menores, estableciendo, entre otros instrumentos, unos niveles de EPL más equilibrados entre los diferentes tipos de contrato y un acceso adecuado a la formación continua para todos los trabajadores¹⁰.

Entre las medidas emprendidas en este ámbito durante el período analizado, cabe mencionar la eliminación de las restricciones al uso de contratos temporales en determinados sectores en Alemania; la introducción de una nueva forma de contrato temporal (con una duración máxima de 18 meses y renovable una vez) dirigido a desempleados de 57 o más años que hayan estado registrados como tales durante más de tres meses o la gradual desaparición de la llamada «contribución Delalande» —un impuesto que las compañías debían pagar en caso de despedir a trabajadores de 50 o más años— en Francia; o las medidas implementadas mediante la legislación Biagi en Italia, con el objetivo de dotar de mayor flexibilidad a determinados contratos ya existentes (como los contratos a tiempo parcial o de aprendizaje), a la vez que se establecían nuevas formas de empleo para trabajadores temporales.

En el ámbito de la *tributación del trabajo*, los diferentes impuestos han mostrado una evolución bastante homogénea entre los países del área, con una tendencia hacia su reducción como medio de incrementar los niveles de empleo. El impuesto sobre la renta se ha reducido ligeramente entre los años 2000 y 2007 en la mayoría de los países, y lo ha hecho más para las personas de rentas más bajas, por ejemplo, en países como Francia o Italia. Las contribuciones a la seguridad social a cargo de los trabajadores se han mantenido prácticamente estables para la media de la UEM, aunque se observa una significativa disparidad en su evolución por países. Por el contrario, las contribuciones a la seguridad social a cargo de los empleadores han aumentado en todos los países, pese a que han sido muy comunes las medidas dirigidas a reducir las cotizaciones pagadas por quienes contraten a individuos pertenecientes a determinados grupos con más difícil acceso al empleo (mujeres, jóvenes, personas mayores de 54 años o desempleados de larga duración), con el objetivo de incrementar sus posibilidades de ser contratados. En consecuencia, la cuña impositiva sobre el trabajo¹¹ ha caído en el conjunto del período en la mayor parte de los países de la UEM y las mayores disminuciones se han producido en los colectivos más frágiles. Esto responde, principalmente, a un intento de aumentar la demanda de estos grupos de trabajadores, así como su oferta, pues, al reducir la diferencia entre el salario bruto y el realmente percibido, el trabajador tendrá más incentivos para aceptar una oferta laboral o elevar su cantidad de horas trabajadas. Esto es especialmente relevante en el caso de los trabajadores poco cualificados o los que perciben salarios bajos, como los jóvenes y las mujeres, que, ante altas cuñas impositivas, tendrán menos incentivos para salir, respectivamente, del sistema educativo o del trabajo en el ámbito doméstico.

10. Para un análisis detallado de las estrategias de *flexiguridad*, véase González Mínguez y Vacas (2007). 11. Diferencia entre el coste bruto de la mano de obra para los empleadores y la renta disponible para los trabajadores, que es igual a la suma del impuesto sobre la renta personal y las contribuciones pagadas a la seguridad social tanto por empleados como por empleadores, menos las prestaciones en metálico, expresado en porcentaje de los costes laborales brutos.

Los sistemas de pensiones han sido objeto de importantes reformas en muchos países de la UEM, como consecuencia de la presión ejercida por una población cada vez más envejecida y con mayor esperanza de vida, junto con las aún bajas tasas de empleo y actividad, especialmente entre el grupo de los mayores de 54 años —que adquirió mayor énfasis en el marco de la estrategia de Lisboa—. Aunque existen Estados miembros donde los cambios en este ámbito han sido inexistentes o muy escasos, en algunos países las reformas han sido profundas, mientras que en otros se ha adoptado una serie de medidas de menor alcance, pero que, en su conjunto, tienen un impacto en los derechos futuros sobre las pensiones¹². En estos casos, las reformas apuntan hacia un aumento en los incentivos para continuar trabajando y hacia una disminución de las pensiones esperadas por los trabajadores (en comparación con las generaciones anteriores), con el objetivo de asegurar la sostenibilidad financiera en el largo plazo. Las medidas adoptadas reflejan las particularidades de los diferentes sistemas públicos de pensiones, pero generalmente han consistido en aumentos en el número de años de contribución necesarios para acceder a una pensión completa, reducciones en las pensiones por jubilarse anticipadamente o incrementos de las mismas por seguir trabajando tras la edad de jubilación normal —como estableció, por ejemplo, la Ley Fillon en Francia en 2003—; modificaciones en la forma en que se miden las ganancias para calcular el nivel de las pensiones, ampliando el período de ingresos considerado, sin limitarse a los últimos o mejores años de cotización; incrementos en la edad legal de jubilación; mayor ajuste de las pensiones a la mayor esperanza de vida; y cambios en la forma de actualización de las pensiones, ligando cada vez más su incremento anual a la inflación, en lugar de al crecimiento salarial¹³. Como resultado de estas reformas, se han registrado disminuciones de las tasas brutas de reposición (esto es, de la ratio entre el nivel de pensiones y los salarios recibidos antes de la jubilación) y de la promesa de pensión futura, aumentos reales de las pensiones más contenidos que en el pasado y, en general, se han reducido los incentivos para la jubilación anticipada.

La *flexibilidad* de los costes laborales, que mide el grado de respuesta de los salarios a las condiciones del mercado de trabajo y a la productividad individual, está relacionada, entre otros factores, con el nivel de centralización y coordinación en la negociación salarial colectiva y con el porcentaje de afiliación sindical, en la medida en que estas variables inciden sobre el nivel de los salarios mínimos o la presencia de indexación salarial. Desde la creación de la UEM, se ha observado una moderación en el crecimiento de los costes laborales, que ha contribuido a la contención de la inflación y a la estabilidad macroeconómica, lo que puede haber influido en el buen tono del mercado de trabajo en los últimos años. Sin embargo, esta moderación ha sido, en algunos casos, el resultado más de desviaciones particulares con respecto a convenios colectivos estatales que de modificaciones en las políticas de rentas nacionales. Es decir, aunque en la práctica se ha producido cierta descentralización de la negociación salarial en varios países, las reformas globales en los sistemas de negociación colectiva para que los salarios respondan más directamente a los cambios en la productividad a nivel local y de empresa han sido escasas.

Otra dimensión de la flexibilidad laboral es aquella que permite a las empresas adaptar las horas de trabajo a sus necesidades coyunturales o a los trabajadores conciliar su vida laboral con otras actividades sociales, como la familia o la formación. Esta flexibilidad ha ido adquiriendo protagonismo en los últimos años en casi todos los países de la UEM, a través de diferentes medidas que han tratado de incrementarla: una gestión más flexible del tiempo máximo de trabajo permitido y de su distribución sobre un período de tiempo más largo, así como

12. Entre los primeros se encuentran España, Grecia, Bélgica y Luxemburgo. Los países de la UEM donde las reformas han sido más importantes son Austria, Finlandia, Francia, Alemania, Italia y Portugal. 13. Véase OCDE (2007).

Niveles, en %	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Objetivo 2010 (d)	Variación 1999-2007
TOTAL (a)										70,0	
UEM	60,1	61,3	62,0	62,4	62,7	62,8	63,8	64,8	65,7		5,6
Alemania	64,8	65,3	65,7	65,4	64,9	64,3	66,0	67,5	69,4		4,6
Francia	60,4	61,7	62,7	62,9	64,0	63,4	63,9	63,8	64,6		4,2
Italia	52,5	53,4	54,5	55,4	56,1	57,7	57,6	58,4	58,7		6,2
España	53,7	56,1	57,7	58,6	59,7	60,9	63,3	64,8	65,6		11,9
MUJERES (a)										60,0	
UEM	49,8	51,2	52,2	52,9	53,8	54,3	55,7	56,8	58,0		8,2
Alemania	57,1	57,8	58,7	58,8	58,9	58,5	60,6	62,2	64,0		6,9
Francia	53,5	54,8	55,7	56,4	58,4	57,7	58,5	58,8	60,0		6,5
Italia	38,1	39,3	40,9	41,9	42,8	45,2	45,3	46,3	46,6		8,5
España	38,2	41,2	42,8	44,3	46,1	47,9	51,2	53,2	54,7		16,5
MAYORES (b)										50,0	
UEM	33,7	34,1	34,7	36,1	37,5	38,3	40,6	41,8	43,4		9,7
Alemania	37,8	37,4	37,7	38,4	39,4	41,4	45,4	48,4	51,5		13,7
Francia	28,4	29,4	30,7	33,8	36,1	37,3	38,7	38,1	38,3		9,9
Italia	27,5	27,3	26,9	28,6	30,0	30,2	31,4	32,5	33,8		6,3
España	34,9	36,8	39,1	39,7	40,8	41,0	43,1	44,1	44,6		9,7
JÓVENES (c)											
UEM	35,3	36,6	37,2	37,1	36,8	36,2	36,8	37,3	38,0		2,7
Alemania	46,2	46,1	46,5	45,4	44,0	41,3	42,2	43,4	45,3		-0,9
Francia	26,4	28,2	29,3	29,9	31,4	29,9	30,7	30,2	31,5		5,1
Italia	25,5	26,1	26,2	25,7	25,4	27,6	25,7	25,5	24,7		-0,8
España	29,8	32,2	33,6	33,8	34,2	34,7	38,3	39,5	39,1		9,3

FUENTE: Eurostat.

a. Población entre 15 y 64 años.

b. Población entre 55 y 64 años.

c. Población entre 15 y 24 años.

d. Objetivos de empleo fijados por la Agenda de Lisboa.

de las horas extra; un incremento de los derechos relacionados con el trabajo a tiempo parcial voluntario; horarios comerciales más flexibles; bajas por maternidad; años sabáticos; bajas con sueldo, etc.

Este repaso de las medidas adoptadas muestra que, en general, las reformas dirigidas a incrementar la vertiente activa de las políticas de empleo, mejorar la sostenibilidad del sistema público de pensiones, reducir la carga impositiva sobre el trabajo (especialmente, para los salarios más bajos) o liberalizar el empleo temporal han sido más profundas que las emprendidas en los niveles y duración de las prestaciones por desempleo o en el segmento de los contratos de trabajo indefinidos¹⁴. En su conjunto, parece que las reformas tuvieron un impacto positivo en la UEM, pues la tasa de empleo agregada se incrementó en 5,6 puntos porcentuales entre 1999 y 2007 (véase cuadro 2). Además, esta evolución del empleo se explica, en gran parte, por el mayor avance de las mujeres y de los mayores de 54 años (no tanto de los jóvenes, en parte por la prolongación de su permanencia en el sistema educativo), lo que supondría que la estrategia europea de reformas orientadas a favorecer la participación activa y la contratación de los grupos socioeconómicos más débiles dentro del mercado laboral habría sido exitosa¹⁵.

14. Sobre la intensidad de las reformas en los diferentes ámbitos, véase también Brandt, Burniaux y Duval (2005). **15.** En Comisión Europea (2008) se realiza un sencillo ejercicio analítico para intentar cuantificar el impacto de estas reformas dirigidas a determinados grupos de trabajadores.

Conclusión

En el año 2000, el Consejo Europeo celebrado en la ciudad de Lisboa definió como objetivo estratégico convertir a la UE en «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo». Para el logro de este objetivo, se consideró esencial elevar el grado de utilización del factor trabajo, que se había identificado como uno de los elementos clave para explicar las diferencias en el crecimiento de la renta per cápita entre Estados Unidos y la economía europea en la década de los noventa. En este sentido, se fijaron unas metas en términos de la tasa de ocupación (tanto total como de distintos colectivos de la población), que se enmarcan dentro de la estrategia global conocida como Agenda de Lisboa, y cuyo cumplimiento exigía a la mayoría de países europeos la introducción de importantes reformas en sus mercados de trabajo.

En este artículo se ha explotado la información contenida en la base de datos LABREF (Comisión Europea), que recoge información cualitativa sobre todas las medidas legislativas que los países miembros de la UE 27 adoptaron en los mercados de trabajo entre los años 2000 y 2006, con el fin de identificar cuáles fueron las principales áreas de reforma en los mercados laborales de la UEM. En general, cabe destacar que, aunque las medidas legislativas introducidas fueron numerosas —lo que no implica necesariamente que hayan sido intensas—, la mayoría de países ha tendido a concentrar sus esfuerzos en determinadas instituciones del mercado de trabajo. Las áreas en las que se emprendió un mayor número de iniciativas reformadoras han sido las de políticas activas de empleo, sistemas de pensiones, impuestos sobre el trabajo y prestaciones sociales, mientras que las medidas introducidas en ámbitos como la legislación de protección al empleo, el tiempo de trabajo y la negociación salarial fueron escasas. La ausencia de reformas de carácter global ha limitado los avances en la flexibilización de los mercados laborales de la UEM, puesto que no permite aprovechar las complementariedades entre las diferentes instituciones y no favorece la necesaria cooperación entre los agentes sociales para pactar reformas más profundas.

Por otra parte, los países europeos han tendido a orientar la mayor parte de sus iniciativas a incrementar la oferta de trabajo (y, en menor medida, también su demanda) de colectivos específicos, como los jóvenes, las mujeres o los mayores de 54 años, que son los grupos con menor participación en el mercado laboral. Por el contrario, las normas legales que afectan al núcleo del mercado han permanecido relativamente intactas.

Esta estrategia europea de reforma del mercado de trabajo ha obtenido resultados favorables, como reflejan la importante creación de empleo y el aumento de las tasas de ocupación que se produjo en el período analizado, especialmente para algunos grupos poblacionales. No obstante, muchos países siguen todavía alejados del cumplimiento de los objetivos fijados en la Agenda de Lisboa, lo que indica la importancia de profundizar en las reformas laborales, particularmente para superar el difícil contexto económico actual, caracterizado por la fuerte contracción del ritmo de crecimiento de la actividad. En tales circunstancias, el avance en la flexibilización del funcionamiento de los mercados de trabajo constituye un ingrediente fundamental para aumentar la capacidad de ajuste de las economías europeas ante las graves perturbaciones que les afectan, algo que es, si cabe, más necesario cuando se forma parte de una unión monetaria.

9.1.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ARPAIA, A., y G. MOURRE (2005). *Labour Market Institutions and Labour Market Performance: A Survey of the Literature*, European Commission Economic Papers, n.º 238.
- BRANDT, N., J.-M. BURNIAUX y R. DUVAL (2005). *Assessing the OECD Jobs Strategy: Past Developments and Reforms*, OECD Economics Department Working Paper n.º 429.

- COMISIÓN EUROPEA (2006). *Labour market policy database. Methodology. Revision of June 2006*.
- (2008). «Recent labour market reforms in the Euro Area: characteristics and estimated impact», *Quarterly Report on the Euro Area*, vol. 7, n.º 1, pp. 18-23.
- GONZÁLEZ MINGUEZ, J., y C. VACAS (2007). «La *flexiguridad* como modelo para los mercados de trabajo europeos», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 70-86.
- MORAL, E., y C. VACAS (2008). «La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 84-98.
- OCDE (2007). *Pensions at a Glance: Public Policies Across OECD countries*.

Este artículo ha sido elaborado por Javier Bernardo y Víctor García-Vaquero de las direcciones generales de Operaciones y del Servicio de Estudios, respectivamente.

Introducción

Desde comienzos de la década actual se está desarrollando un proceso de integración de los mercados de valores en la UEM, que ha afectado en mayor medida a la negociación que a la postcontratación¹. Estos últimos procedimientos, que incluyen la compensación, la liquidación y el registro de títulos, constituyen un aspecto importante en la determinación del precio total de la intermediación financiera. Los avances en la supresión de barreras nacionales en este ámbito tenderán a manifestarse en costes más reducidos para la actividad financiera, ya que las economías de escala y de alcance en esta industria, y de red², son muy sustanciales. Ello redundará en mejoras de la asignación de los recursos y en unas mayores posibilidades de crecimiento económico en el largo plazo.

La integración de las infraestructuras de compensación y liquidación ha venido impulsada, por un lado, por parte de la propia industria de valores y, por otro, por la voluntad de las autoridades políticas y económicas de hacer de este proceso un objetivo prioritario. En este sentido, para favorecer la creación de un verdadero mercado único europeo en consonancia con el espíritu de la Agenda de Lisboa, se han promovido desde la UE, entre otras iniciativas, el Código de Conducta y la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID³), y desde el Eurosistema se ha patrocinado el nuevo sistema de liquidación Target2-Securities.

En este artículo se estudia la evolución reciente del proceso de integración de las infraestructuras de compensación y liquidación. En particular, en el segundo epígrafe se describen la estructura y las características de estos sistemas y procedimientos, y en el tercero se analizan las principales iniciativas europeas de integración y de armonización desarrolladas en los últimos años, tanto públicas como privadas. En el último se extraen las principales conclusiones.

Estructura y características de las infraestructuras de post-contratación de valores

La fragmentación que ha caracterizado hasta ahora el panorama europeo de la postcontratación se manifiesta en un doble ámbito: el operativo, con una pluralidad de modelos de negocio y de procedimientos técnicos, y el institucional, con una diversidad de formas jurídicas y de estructuras de propiedad.

MODELOS DE NEGOCIO Y PROCEDIMIENTOS TÉCNICOS

La compensación de las operaciones financieras consiste en el proceso de transmisión, conciliación y, en algunos casos, confirmación de las instrucciones de pago y de transferencia de valores, y tiene por objeto determinar las posiciones finales de valores y de efectivo de las partes que han de llevarse después a la liquidación. Esta última es la fase de intercambio de los activos, en la que cada participante realiza la entrega (o recepción) de los títulos y, a su vez, recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la compensación. Por último, el registro y custodia constituyen el tramo final en el que se anotan en las cuentas de los titulares las compras y las ventas liquidadas.

Los principales proveedores de infraestructuras en el ámbito de la postcontratación son los depositarios centrales de valores (en adelante, DCV o depositario central) y las entidades de

1. Para un mayor detalle del proceso de integración de los sistemas de negociación, véase García-Vaquero (2007). 2. Para un mayor detalle sobre las economías de escala en el ámbito de la postcontratación, véase Schmiedel, Malkamäki y Tarkka (2002); sobre las economías de alcance, Van Cayseele y Wuyts (2007), y sobre las economías de red, Lanoo y Levin (2001). 3. *Markets in Financial Instruments Directive*.

PAÍS	ENERO DE 1999	DICIEMBRE DE 2008
Bélgica	NBB-SSS CIK Euroclear	NBB-SSS Euroclear Belgium Euroclear Bank APK
Finlandia	APK	Euroclear France
Francia	Sicovam	Euroclear Netherlands
Holanda	Necigef	Euroclear UK & Ireland
Irlanda	NTMA	NTMA
	CBISSO	Interbolsa (Grupo NYSE Euronext)
Portugal	Interbolsa SITEME	SITEME
España	CADE SCLV Espaclear SCL Bilbao SCL Barcelona SCL Valencia	Iberclear SCL Bilbao SCL Barcelona SCL Valencia
Alemania	Deutsche Börse Clearing (DBC)	Clearstream Frankfurt
Luxemburgo	Cedel	Clearstream Luxembourg
Austria	OeKB	OeKB
Grecia	BOGS	BOGS
	ACSD	ACSD (Grupo Hellenic Exchanges -HELEX-)
Italia	Monte Titoli CAT	Monte Titoli (Grupo London Stock Exchange)
Eslovenia (a)		KDD
Malta (a)		MaltaClear (Bolsa de Malta)
Chipre (a)		CDCR (Bolsa de Chipre)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Eslovenia entró en la UEM el 1 de enero de 2007. Malta y Chipre, el 1 de enero de 2008. Para estos países no se dispone de información correspondiente a 1999.

contrapartida central (ECC). La principal función de los primeros es facilitar el registro y la transferencia de los valores de una emisión mediante anotaciones en cuenta, bien sea porque las referencias están desmaterializadas o porque, existiendo títulos, estos se han inmovilizado. Los DCV ejercen, además, un control sobre la totalidad de la emisión y son el punto de conexión entre el emisor y los inversores.

En el cuadro 1 se muestran los depositarios centrales de la UEM, que se pueden clasificar en dos grupos, atendiendo a su modelo de negocio. Por un lado, están aquellos que suelen operar en una sola moneda y, normalmente, no asumen riesgo de crédito ni mantienen cuentas de efectivo de sus participantes, pues utilizan los servicios del banco central como agente liquidador. La mayoría de los depositarios centrales de la zona del euro es de este tipo y, entre otros, cabe citar Iberclear (España) y Monte Titoli (Italia). Por otro lado, hay dos depositarios centrales, denominados habitualmente «internacionales» (DCVI) —Euroclear Bank (Bélgica) y Clearstream Banking Luxembourg (Luxemburgo)—, que incorporan numerosos servicios de valor añadido, incluyendo la prestación de financiación a sus clientes y el mantenimiento de cuentas de efectivo. Los DCVI gestionan emisiones internacionales de valores en diversas monedas («eurobonos»), muchas de ellas conjuntamente entre ambos depositarios, y actúan tanto como proveedores de infraestructuras de mercado como de intermediarios.

Además, Euroclear Francia podría considerarse como una tercera modalidad de depositario central, ya que, además de la operativa propia de un DCV, en vez de enviar sus instrucciones

de pago al banco central, opera las cuentas de efectivo del Banco de Francia por delegación. En particular, este autoriza a operar las denominadas «cuentas dedicadas» (segregadas de las cuentas generales a nombre de las entidades participantes, y únicamente utilizadas en las operaciones con valores) y a conceder en su nombre crédito intradía, que es el otorgado y reembolsado dentro del mismo día hábil.

En contraste con la situación europea, en Estados Unidos existen solamente dos depositarios centrales. El primero es la Reserva Federal, que gestiona el «Fedwire Securities Service» y liquida deuda pública emitida por el Tesoro, por agencias federales (incluidos valores hipotecarios) y por ciertos organismos internacionales, utilizando para ello las cuentas de efectivo en las que también liquida el sistema de pagos «Fedwire Funds Service». El segundo, la Depository Trust Company (DTC), que pertenece al grupo DTCC⁴, liquida toda clase de valores negociables, incluso de deuda pública (tiene un enlace con el «Fedwire Securities Service»). No da financiación a sus participantes y los pagos de efectivo se ejecutan por importes netos al final del día en el «Fedwire Funds Service».

Por su parte, las entidades de contrapartida central (ECC) son instituciones cuyo objeto es realizar la compensación de operaciones interponiéndose entre dos miembros del mercado, asumiendo el riesgo de contrapartida y asegurando así el buen fin de las transacciones, lo que a su vez facilita la liquidación a las DCV y DCVI. De hecho, las ECC asumen los riesgos de los participantes y sustituyen a cada uno de los compradores frente a los vendedores, y viceversa (novación), convirtiéndose así en única la contraparte de cada transacción de venta y de compra del mercado de cara a su liquidación. En el cuadro 2 se muestran las entidades de este tipo que existen en el área del euro.

El sistema jurídico de registro de los derechos de los inversores finales, empleado por las entidades proveedoras de infraestructuras y determinado por cada legislación aplicable, puede ser directo o indirecto. En el primer caso, el depositario central mantiene en sus libros las cuentas de todos los titulares de los valores, incluso particulares, lo que implica un elevado número de operaciones y una mayor complejidad en la liquidación. Este modelo es utilizado, dentro de la UE, en Suecia, Finlandia y Grecia. En cambio, en un *sistema indirecto* o de doble escalón, el DCV lleva un registro de saldos de entidades participantes que, a su vez, son responsables de la anotación de los valores en las cuentas que mantienen en sus libros a nombre de los tenedores finales. La protección de los derechos de los clientes frente a la insolvencia del intermediario se consigue obligando a segregar los saldos de cada participante en el depositario central en cuentas propias y de terceros⁵. Entre otros mercados, este modelo se sigue en España, Reino Unido y Estados Unidos.

En las operaciones de entrega de valores contra pago, la liquidación se puede llevar a cabo en dinero de banco central o en dinero de banco comercial. En el primer caso, el agente liquidador es un banco central y se utilizan, por tanto, cuentas de efectivo mantenidas y operadas por él. En el segundo, se emplean cuentas abiertas en una entidad bancaria privada, normalmente el propio depositario central. La primera opción es la preferida por el mercado, porque es la que mejor cumple el principio de neutralidad con respecto a las entidades participantes y porque es la que menos riesgo comporta⁶.

En la zona del euro todos los depositarios centrales liquidan en dinero de banco central, salvo los DCVI. En algún caso, como el OeKB (Austria), los participantes tienen además la opción de usar las

4. Grupo de sociedades que prestan diversos servicios de compensación, contrapartida central, liquidación e información. 5. En España estos aspectos se regulan en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en el RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. 6. Véase CPSS-IOSCO (2001).

PAÍS	ENERO DE 1999	DICIEMBRE DE 2008
Bélgica	BELFOX (derivados)	
Francia	Bourse de Paris (SBF) (participaciones y opciones); MATIF (derivados; subsidiaria de SBF)	
Irlanda	Clearnet (repos, deuda pública, bonos; subsidiaria de MATIF)	
Holanda	Ninguno	
Portugal	EffectenClearing (valores); EOCC (derivados)	
España	BVLP (derivados)	
Alemania	MEFF Renta fija (deriv. sobre instr. deuda)	MEFF y MEFFCLEAR (repos, valores, deriv. sobre instrumentos de deuda y derivados sobre participaciones)
Luxemburgo	MEFF Renta variable (deriv. sobre particip.)	Eurex Clearing (derivados, repos, valores)
Austria	Eurex Clearing (derivados)	Eurex Clearing y LCH.Clearnet
Finlandia	Ninguno	CCP Austria (50% Vienna SE y 50% OeKB)
Grecia	HEX (derivados)	(derivados, repos, valores)
Italia	ADECH (derivados)	Nasdaq OMX (derivados)
Eslovenia (a)	CC&G (derivados)	ADECH (derivados)
Malta (a)		CC&G (derivados, valores, también para MTS Italy)
Chipre (a)		Ninguno
		Ninguno
		Ninguno

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Eslovenia entró en la UEM el 1 de enero de 2007. Malta y Chipre, el 1 de enero de 2008. Para estos países no se dispone de información correspondiente a 1999.

cuentas de efectivo que mantienen en esta entidad. En el Reino Unido y en Estados Unidos la liquidación se hace en dinero de banco central, aunque a través de bancos liquidadores autorizados.

NATURALEZA JURÍDICA Y **ESTRUCTURA DE PROPIEDAD** La diversidad de modelos no solo se manifiesta en el aspecto técnico de la compensación, liquidación y registro, sino también en la forma y naturaleza de las instituciones que operan los sistemas. Así, los DCV pueden ser, en función de su estructura de propiedad, de mayoría pública o privada. Entre los primeros, el ejemplo más frecuente es el de los bancos centrales que operan un sistema de liquidación, normalmente limitado a la deuda pública y configurado como un departamento del banco sin personalidad jurídica propia. Este es el caso, entre otros, de las infraestructuras gestionadas por los bancos centrales de Bélgica (NBB), Grecia (BOGS) y Portugal (SITEME)⁷.

La tipología de los depositarios centrales privados es más variada. Así, los DCV pueden tener personalidad jurídica o carecer de ella y estar integrados en la bolsa de valores, como parte de su infraestructura, como en Chipre y Malta (aunque en este último país está en proceso de constitución una sociedad separada). Asimismo, en España los servicios de compensación y liquidación de Barcelona, Bilbao y Valencia no tienen una forma societaria independiente y sus respectivas sociedades rectoras pertenecen al grupo BME.

Una tendencia importante en la evolución reciente de las instituciones que gestionan los servicios de postcontratación es el desplazamiento de la propiedad desde el sector público al

7. También fue así en el Banco de España, hasta que su sistema CADE fue traspasado a Iberclear. No obstante, en la actualidad esta sociedad es una filial al 100% del grupo BME, en el que el Banco de España posee una participación minoritaria.

privado. En efecto, en las dos últimas décadas los bancos centrales han ido traspasando las funciones de liquidación que tenían en el ámbito de la deuda pública a los depositarios centrales privados, que lograban así ganar en volumen y en eficiencia. Este ha sido el caso de Alemania, Francia, Italia y, más recientemente, España. En la mayoría de las ocasiones, este desarrollo fue acompañado de una consolidación de ámbito nacional, dando como resultado un único depositario central con uno o, a lo sumo, dos sistemas de liquidación. Paralelamente, se ha producido una transformación en las formas societarias de las entidades privadas. Así, de una base mutualista, habitual en un principio, en la que los propietarios eran los usuarios, se pasó a entidades con ánimo de lucro y de participación abierta, y, por último, a sociedades cotizadas.

Otra tendencia relevante ha sido el proceso de consolidación, que en algunos casos se ha realizado conjuntamente con los agentes proveedores de las infraestructuras que intervienen en las distintas fases del ciclo de las operaciones: cotización, negociación, compensación (contrapartida central) y liquidación. En concreto, se han desarrollado dos modalidades alternativas de integración: la vertical, también denominada de «silos», y la horizontal. En la primera, el operador del mercado, la contrapartida central (en su caso) y el depositario central pertenecen a un mismo grupo societario. Ejemplos de esta modalidad son el grupo Deutsche Börse, la Borsa Italiana o Bolsas y Mercados Españoles (véase esquema 1). Por el contrario, en el segundo la consolidación se produce entre entidades que prestan el mismo tipo de servicio, como ha sucedido en la expansión de Euroclear, grupo de depositarios centrales en el que el operador del mercado (NYSE-Euronext) solo mantiene un 3% de las participaciones (aunque de la entidad de contrapartida central, LCH.Clearnet, posee el 45%). En la integración horizontal únicamente existe una interconexión técnica entre las infraestructuras de cotización y negociación, por un lado, y la compensación y liquidación, por otro, lo cual da una apariencia de neutralidad de cada operador frente a las entidades que compiten en la prestación de esos servicios.

A pesar de las críticas que se hicieron en el pasado a la integración vertical, precisamente por falta de neutralidad, la aplicación del Código de Conducta y de la MiFID ha establecido, como se verá con detalle más adelante, los principios de libre acceso, de libertad de elección de las plataformas de liquidación y de desvinculación de los servicios, de modo que esta forma de integración no debe ser un impedimento para la competencia y la liquidación eficiente.

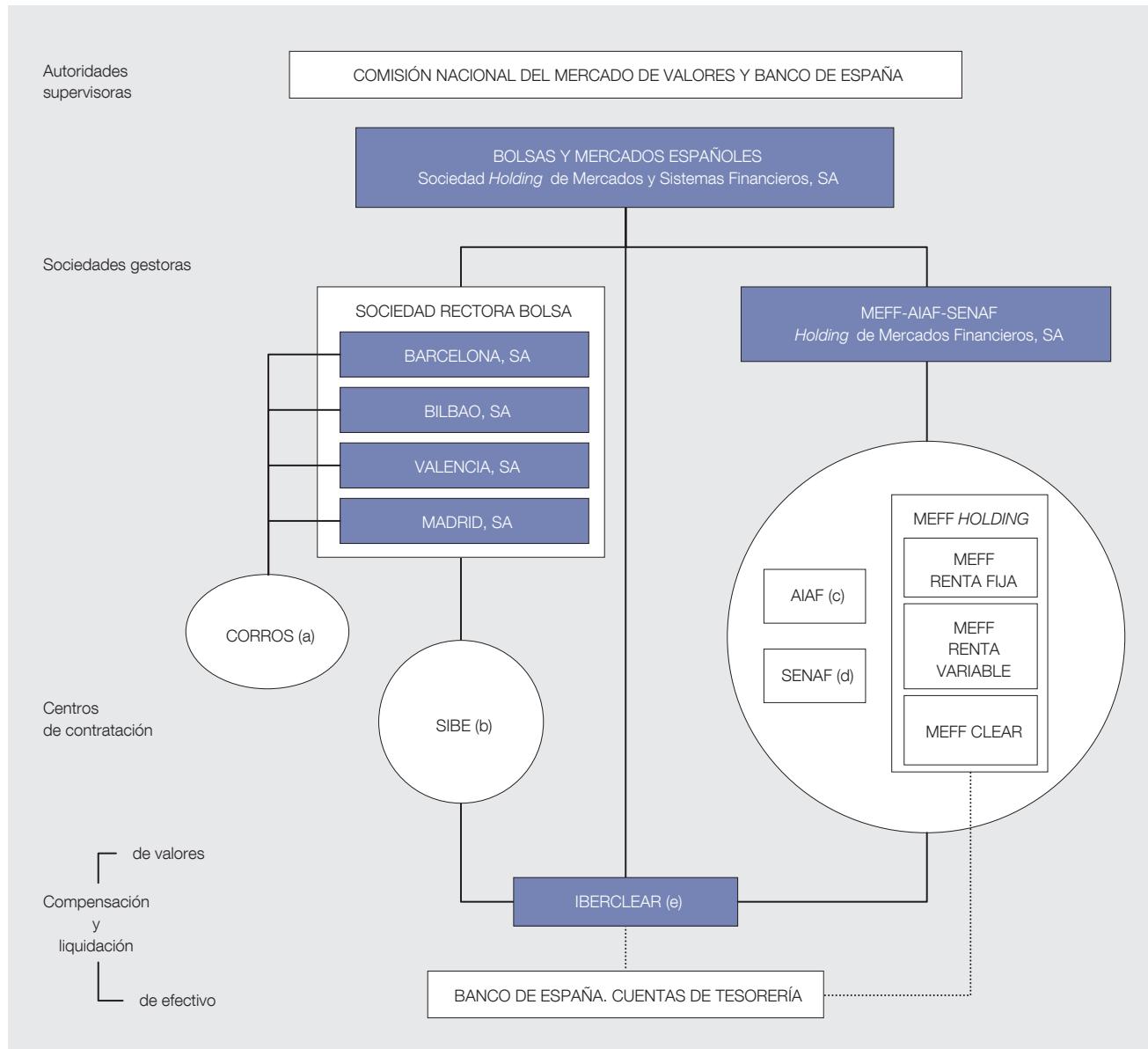
En los cuadros 1 y 2 se pueden observar las distintas consolidaciones horizontales que se han producido durante los últimos años en la UEM en el ámbito de la postcontratación, que han llevado a una reducción del número de DCV y ECC entre 1999 y 2008. Por su parte, en el cuadro 3 se presenta la estructura institucional de los principales grupos de operadores de los mercados bursátiles internacionales, junto con las plataformas de postcontratación que utilizan, si bien estas últimas no necesariamente se encuentran integradas en el mismo grupo societario. Se aprecia cómo en el área de la negociación los acuerdos se han extendido a alianzas transoceánicas, fenómeno que no ha ocurrido todavía en el campo de la compensación y liquidación, aunque, como se comentará más adelante, existe un proyecto reciente en esta dirección.

Iniciativas recientes de integración

INICIATIVAS NORMATIVAS

En 2004 se aprobó la MiFID⁸, que incluye algunos preceptos sobre compensación y liquidación de valores. Básicamente, reconoce a participantes y mercados el derecho de acceso a las infraestructuras de postcontratación de su elección, situadas en cualquier Estado miembro. Esta

8. Véase la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), transpuesta al derecho español por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.



FUENTE: Banco de España.

- a. La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.
- b. En el sistema de interconexión bursátil (SIBE) se negocian acciones, renta fija, *warrants*, ETF y certificados. Además, existen segmentos de negociación específicos para acciones latinoamericanas (Latibex) y acciones de SICAV (MAB).
- c. Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada, cuyos valores se liquidan en Iberclear. No obstante, MEFFCLEAR se interpone en las operaciones *repo* de SENAFA.
- d. AIAF Mercado de renta fija: es un mercado oficial de negociación de instrumentos de deuda pública y privada.
- e. Iberclear es el depositario central de valores español, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores. Integra las plataformas técnicas del SCLV y del CADE.

La facultad es consecuente con la política de competencia y con las libertades comunitarias de establecimiento y de prestación de servicios, pero, a diferencia de normas similares en otros sectores, no ha venido acompañada de una regulación armonizada de las condiciones mínimas para el desarrollo de esta actividad. Esta ausencia plantea dos problemas potenciales: uno jurídico y otro técnico. El primero, derivado de la exigencia a cada Estado miembro de que se permita el acceso de entidades extranjeras a un sector fuertemente regulado, pero sin asegurar que cumplen unos requisitos básicos comunes, es salvado por la propia Directiva al admitir explícitamente que las autoridades reguladoras puedan denegar el acceso si este pudiese perturbar el funcionamiento de los mercados. En segundo lugar, la dificultad técnica relativa

PAÍS	SOCIEDAD RECTORA / MERCADO	SOCIEDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN (a)
	NYSE-EURONEXT	
Bélgica	Bolsa de valores de Bélgica, BELFOX (derivados)	
Francia	Bolsa de París, MOEP (derivados), MATIF (derivados), Nouveau Marché	
Holanda	Bolsa de Ámsterdam	
Portugal	Bolsa de Lisboa, Bolsa de Oporto, Mercado de derivados de Oporto	
Reino Unido	Liffe (derivados)	
Estados Unidos	Bolsa de Nueva York (NYSE)	NCSS
	DEUTSCHE BOERSE-ISE	
Alemania	Bolsa de Fráncfort (b)	Clearstream
Alemania/Suiza	Eurex (c)	Eurex Clearing
Estados Unidos	International Securities Exchange (ISE derivados)	OCC
	LSE-BORSA ITALIANA	
Italia	Bolsa italiana S.p.A.	Monte Titoli SpA, Euroclear UK&Ireland
Reino Unido	Bolsa de Londres (LSE)	LCH.Clearnet, CC&G
	BME	
España	Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, SENAF-AIAF, MEFF RF (derivados renta fija), MEFF RV (derivados renta variable)	Iberclear, MEFF, MEFFCLEAR, SCL Barcelona, SCL Bilbao y SCL Valencia
	NASDAQ-OMX	
Estados Unidos	Bolsa Nasdaq, Inet, Boston Stock Exchange	NCSS
Estados Unidos	Bolsa de Filadelfia	NCSS
Finlandia	Mercados integrados HEX	NCSD (APK)
Suecia	Bolsa de Estocolmo	NCSD (VPC)
Dinamarca	Bolsa de Copenhague	VP
Estonia	Bolsa de Tallín	ECDS
Letonia	Bolsa de Riga	LCD
Lituania	Bolsa de Vilna	CSDL
Islandia	Bolsa de Islandia	ISD
	CME group	
Estados Unidos	CME Holdings (derivados), CBOT Holdings (derivados)	CME Clearing House
Estados Unidos	NYMX, COMEX, National Metal Exchange, Rubber Exchange of New York, National Raw Silk Exchange y New York Hide Exchange	NYMEX Clearinghouse
	ICE	
Reino Unido	IPE	LCH.Clearnet
Estados Unidos	CCX, NYBOT	CCX Clearing & Settlement, ICE Clear US
	TSX	
Canadá	Bolsa de Toronto, Bolsa de Alberta (derivados gas NGX)	NSCC, NGX
	HKEx	
Hong Kong	Stock Exchange of Hong Kong, Hong Kong Futures Exchange	HKSCC
	ASX	
Australia	Australian Stock Exchange, Sydney Futures Exchange	ACH, SFEC
	SGX	
Singapur	Stock Exchange of Singapore, Singapore International Monetary Exchange	SGX

FUENTE: Banco de España.

a. Las sociedades de compensación y liquidación no necesariamente pertenecen societariamente la rectora o mercado en el que realizan la postcontratación.

b. La Deutsche Boerse AG solo tiene como filial a la Bolsa de Fráncfort aunque mantiene una integración operativa a través del mercado continuo XETRA con el resto de las siete bolsas regionales. Deutsche Boerse AG, Berliner Boerse, Bremen Boerse, Boerse Düsseldorf, Boerse Hamburg Hanseatic, Boerse Lower Saxony (Hanover), Bayerische Boerse AG, Boerse Stuttgart AG.

c. La Deutsche Boerse y la Bolsa de Suiza tienen cada uno un 50% de Eurex.

a la existencia de un coste asociado a la creación de la interconexión entre infraestructuras de compensación y liquidación es solventada por la Directiva reconociendo a los proveedores de estos servicios el derecho a oponerse a la conexión por motivos comerciales justificados.

Otra iniciativa regulatoria ha sido el *Código de Conducta sobre compensación y liquidación* (en adelante, el Código), anunciado por el Comisario McCreevy en julio de 2006, que fue suscrito por los miembros de las principales asociaciones del sector⁹ y publicado en noviembre de ese mismo año. Siguiendo las directrices del Grupo Giovannini¹⁰, se redactó con el ánimo de impulsar la integración mediante la autorregulación del sector de la postcontratación, al haber descartado la Comisión Europea una directiva de armonización. Este Código, por ahora solo aplicable a los instrumentos de renta variable, tiene tres objetivos: incrementar la transparencia, hacer efectivos los derechos al acceso y a la interoperabilidad¹¹ entre sistemas, desarrollando así las potestades genéricamente reconocidas por la MiFID, y desvincular entre sí los servicios prestados, evitando a la vez la «subsidiación cruzada» mediante la separación contable¹². Se ha avanzado mucho en los tres aspectos. En particular, los principios y reglas en materia de acceso e interoperabilidad se han detallado pormenorizadamente en una Guía¹³ aprobada a mediados de 2007. Aunque la Comisión admite que el Código no es suficiente, considera que desde su adopción se están multiplicando las demandas de acceso, contribuyendo así a la reducción de los precios de estos servicios que se viene observando en los últimos meses¹⁴.

En paralelo, el Eurosistema y los reguladores europeos (CESR) crearon un grupo de trabajo conjunto con el fin de elaborar unos estándares de compensación y liquidación, mediante la adaptación de las «recomendaciones CPSS-IOSCO»¹⁵ a las especificidades de la UE. En 2004 se concluyó un primer borrador con el establecimiento de 19 estándares. Tras un período de estancamiento¹⁶, este trabajo ha sido recientemente relanzado con el respaldo del ECOFIN, que insta a completarlo bajo ciertos principios. Así, constará de recomendaciones no vinculantes destinadas exclusivamente a los poderes públicos, y su ámbito incluirá a los DCVI, pero no a los custodios¹⁷, aunque el CESR examinará, en cooperación con el comité de supervisores bancarios (CEBS), la cobertura de riesgos por estas entidades. Por último, la recomendación sobre control de los riesgos de crédito y de liquidez será la misma que la de «CPSS-IOSCO». La Comisión confía en que estas recomendaciones cubran el vacío de armonización regulatoria en este ámbito. No obstante, al limitarse a ser meras disposiciones no vinculantes, su efectividad seguirá dependiendo de las legislaciones nacionales.

Otra iniciativa jurídica en este ámbito es la modificación de la Directiva 1998/26, sobre firmeza en la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, que se aprobará en los próximos meses, y que extenderá la protección de las operaciones a dos modalidades no cubiertas

9. La Federación Europea de Bolsas de Valores («Federation of European Securities Exchanges» —FESE—), la Asociación Europea de Cámaras de Contrapartida Central («European Association of Central Counterparty Clearing Houses» —EACH—) y la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores («European Central Securities Depositories Association» —ECSDA—). 10. Órgano consultivo formado por expertos del sector privado que se creó en 1996, por iniciativa de la Comisión Europea, con el objetivo inicial de identificar las ineficiencias de los mercados financieros de la UE y de proponer soluciones prácticas para mejorar su integración. Para un mayor detalle, véase The Giovannini Group (2001 y 2003). 11. La principal diferencia entre «acceso» e «interoperabilidad» radica en que este último término se aplica a la interconexión entre dos sistemas que desempeñan la misma actividad (enlaces entre dos sistemas de liquidación o entre dos cámaras de contrapartida central), mientras que el primero se refiere al acceso ordinario a los servicios ofrecidos por el sistema. 12. Se pretende que la prestación de servicios financieros diferentes (por ejemplo, la liquidación y la custodia) se facturen por separado con el fin de favorecer la competencia individualizada de cada uno de ellos. 13. Véase FESE, EACH y ECSDA (2007). 14. Véase European Commission (2008). 15. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). 16. Véase De la Lastra (2007). 17. Los custodios son entidades financieras autorizadas para realizar el depósito (o custodia) de valores por cuenta de terceros. Generalmente, son miembros negociadores y/o liquidadores, residentes o no, autorizados y reconocidos en el correspondiente mercado.

en la norma de 1998: la liquidación nocturna y los acuerdos de interoperabilidad¹⁸. Lo primero hace referencia a la liquidación durante la tarde anterior con valor día siguiente, una vez ejecutado el cierre de operaciones, que en los últimos años está aumentando su peso en el volumen total de liquidación. Respecto a lo segundo, el cambio consiste en que la protección no se limita a las transacciones de las entidades depositarias participantes, ya que se extiende a otros operadores de infraestructuras con los que se hayan establecido interconexiones.

INICIATIVAS DE LA INDUSTRIA

También se han producido avances importantes en el ámbito de las iniciativas de la propia industria. Entre estas, cabe mencionar, en primer lugar, los enlaces entre sistemas de liquidación en todas sus variantes (directos, indirectos y *relayed links*)¹⁹, que mayoritariamente se limitan a mecanismos de «entregas libres de pago»²⁰.

Otra reciente iniciativa ha sido la promovida por el grupo norteamericano DTCC (que engloba, como un supuesto más de integración horizontal, las actividades de postcontratación). Concretamente, el pasado mes de octubre anunció que ha llegado a un acuerdo de adquisición de la entidad de contrapartida europea LCH.Clearnet (compensación), constituyendo el primer caso de integración transatlántica en el ámbito de la postcontratación, lo que podría marcar la tendencia que ya se ha generalizado en el ámbito de la negociación, en el que los principales gestores o sociedades rectoras internacionales han materializado fusiones transfronterizas en distintos husos horarios.

Por último, puede citarse un reciente acuerdo asociativo de conexión que va más allá de los enlaces tradicionales: el plan «*Link-up Markets*», una *joint-venture* entre ocho depositarios centrales —Clearstream Banking AG Frankfurt (Alemania), CSE (Chipre), Hellenic Exchanges SA (Grecia), IBERCLEAR (España), Oesterreichische Kontrollbank AG (Austria), SIS SegalInter-Settle AG (Suiza), VP Securities Services (Dinamarca) y VPS (Noruega)—, que tiene como principal objetivo mejorar la eficiencia y reducir los costes de los procesos de postcontratación transfronteriza correspondientes a las transacciones con valores en el ámbito europeo. Este proyecto, que se prevé que empezará a estar operativo en la primera mitad de 2009, pretende establecer una infraestructura común que permita facilitar la interconexión entre las DCV y mejorar los costes en los procedimientos aprovechando las economías de escala. En particular, permitiría a los DCV participantes reducir significativamente el diferencial de costes entre las transacciones nacionales y las internacionales.

EL PROYECTO

TARGET2-SECURITIES

En el año 2006, la necesidad de contar con un mecanismo eficiente de liquidación de valores contra pago en la zona del euro, que terminase con la fragmentación nacional de los mercados, llevó al BCE a considerar la posibilidad de crear una plataforma común de liquidación, a la que se denominó Target2-Securities (T2S). Ese nuevo sistema debía cumplir una condición básica: mantener los máximos niveles existentes de *seguridad*, lo que implicaba liquidar en «dinero de banco central», y de *eficiencia*, por lo que se decidió adoptar el «*modelo integrado*» (valores y efectivo en una misma plataforma)²¹.

18. Véase la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 1998/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera. **19.** Un «enlace» consiste en la apertura en un DCV de una cuenta de clientes a nombre de otro DCV que, a su vez, anota esos saldos en las cuentas de sus participantes. Esto permite que se pueda operar con valores extranjeros en el DCV receptor de la misma forma que con valores nacionales. Una estructura similar, pero con más de dos entidades enlazadas, podría ser un enlace indirecto (si la entidad interpuesta entre los dos DCV es un custodio) o un *relayed link* (si es también un DCV). **20.** En contraposición a una entrega contra pago, la entrega libre de pago consiste en una transferencia entre dos cuentas de valores no vinculada a una transferencia simultánea de efectivo. **21.** Había precedentes de este «*modelo integrado*» en los bancos centrales operadores de sistemas de liquidación de valores, como en su momento lo fue el Banco de España, en Euroclear Francia con delegación de funciones del banco central y en los dos depositarios centrales internacionales, aunque en este último caso con «dinero de banco comercial».

En febrero de 2007 el proyecto T2S recibió el respaldo expreso del ECOFIN, que al mismo tiempo formuló una serie de recomendaciones, como la necesidad de justificación económica, el respeto a la política de la competencia, la apertura a depositarios centrales y monedas de fuera de la zona del euro, la transparencia y la promoción de la participación, y la salvaguarda de la seguridad en la supervisión²². En junio de 2008, el ECOFIN reiteró su apoyo, insistió en la importancia de ofrecer unos costes que beneficien a los usuarios finales y sugirió que se estudiase la posibilidad de dotar a T2S de personalidad jurídica, si ello contribuyese a limitar potenciales conflictos de intereses²³. Posteriormente, en julio de 2008 el Consejo de Gobierno del BCE decidió lanzar definitivamente T2S y asignar su desarrollo y funcionamiento a los bancos centrales de Alemania, España, Francia e Italia. De acuerdo con el calendario previsto, antes de finalizar el año 2009 se detallarán las especificaciones funcionales, se preparará la documentación contractual necesaria y se firmarán, posiblemente en el primer trimestre, los acuerdos con los depositarios centrales. La entrada en funcionamiento se prevé para 2013.

Las principales características contempladas en el proyecto T2S son las siguientes. Será una plataforma de liquidación propiedad del Eurosistema y operada por él, y no un depositario central de valores. En particular, mantendrá el registro informático de las cuentas, recibirá las instrucciones, en su caso las validará y las casará, y efectuará los adeudos y abonos. Los depositarios centrales delegarán esas funciones en el Eurosistema, pero seguirán manteniendo el vínculo jurídico con sus participantes y continuarán prestando todos los servicios de custodia.

La liquidación será bruta y en tiempo real, y estará asistida por mecanismos de optimización que permitan combinar varias operaciones y, en particular, por un procedimiento de autocolateralización²⁴ para la obtención de crédito intradía. T2S integrará en una única plataforma técnica las cuentas de valores abiertas en los depositarios centrales y cuentas de efectivo vinculadas a los bancos centrales nacionales. Estas últimas serán *cuentas dedicadas*, utilizadas exclusivamente para la liquidación de operaciones en T2S. Serán posibles las cuentas dedicadas en otras monedas, aparte del euro, siempre que el banco central responsable del sistema de pagos se adhiera a T2S.

La plataforma T2S dispondrá de mecanismos de case, de liquidación y de optimización. Las instrucciones podrán llegar ya casadas o casarse en T2S (esto último será inevitable si afecta a cuentas de más de un depositario central), y procederán de depositarios centrales, de mercados o entidades de contrapartida central o, en ciertos casos, directamente de los clientes de los depositarios. Al mantener en la misma plataforma las cuentas de valores de todos los DCV asociados, los traspasos de valores de unos a otros serán simples e inmediatos, no responderán al concepto tradicional de enlaces (aunque sí requieren una regulación contractual previa) y el realineamiento²⁵ será ejecutado automáticamente por T2S.

Entre las ventajas de la nueva infraestructura, cabe destacar las siguientes: previsible reducción de los costes, dadas las economías de escala de esta industria, que debería acabar repercutiendo en los clientes finales en forma de precios más reducidos; liquidación segura y eficiente; equiparación de transacciones transfronterizas y nacionales, lo que está en línea con las exigencias de acceso e interoperabilidad del Código de Conducta y de la MiFID; fomento de la competencia entre depositarios centrales y entre estos y las entidades de custodia, al ser T2S

22. Véase Council of the European Union (2007). **23.** Véase Council of the European Union (2008) y ECB-T2S (2008). **24.** Mecanismo por el que se obtiene la financiación necesaria para la adquisición de valores mediante la constitución simultánea de una garantía sobre esos mismos valores. **25.** Proceso por el que un DCV emisor transfiere valores entre las cuentas de dos DCV inversores, para registrar el resultado de una liquidación realizada entre estos últimos. En T2S se prevén diversos procedimientos, según quiénes de estos DCV estén integrados en la plataforma común y cuáles no.

una red única compartida por múltiples proveedores de servicios; y posibilidad de integrar la liquidación en «dinero de banco central» de otras monedas distintas del euro²⁶.

Conclusiones

Desde comienzos de la década actual se está produciendo un proceso de integración de los mercados de valores internacionales, que ha afectado en mayor medida al ámbito de la negociación que al de la postcontratación.

La integración de los sistemas de compensación y liquidación supone ventajas importantes para sus usuarios (inversores y emisores) en términos de simplicidad y rapidez operativa y del posible abaratamiento de costes, en la medida en que los mayores volúmenes se traduzcan en una rebaja de las tarifas en una industria que se caracteriza por la presencia de importantes economías de escala, de alcance y de red. En definitiva, la reducción en el grado de fragmentación financiera redundaría en una mejor asignación de los recursos productivos, lo que tiende a impulsar el crecimiento económico en el largo plazo.

Las iniciativas normativas, como el Código de Conducta y la MiFID, junto con otras propuestas promovidas tanto por la propia industria como por el sector público, están contribuyendo a acelerar el proceso de integración de las infraestructuras de postcontratación. Entre las últimas, cabe destacar el proyecto T2S, que creará una plataforma común de liquidación para toda clase de valores en el área del euro, a la que podrán acceder los depositarios que se adhieran a ella. De este modo, T2S podría concentrar toda la liquidación mayorista de valores en dinero de banco central.

Los procesos de integración en los mercados de valores, y en especial en la fase de postcontratación, también plantean algunos retos para las autoridades económicas. En particular, la consolidación transfronteriza requerirá mayores esfuerzos de armonización y coordinación de las actividades de control y supervisión de las infraestructuras que operan en diversos países.

16.1.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2008). «Council Conclusions on clearing and settlement», 2872nd ECONOMIC and FINANCIAL AFFAIRS Council Meeting, Luxemburgo, junio.
- (2007). «2787th Council Meeting», Economic and Financial Affairs, Bruselas, febrero.
- CPSS e IOSCO (2001). *Recommendations for central counterparties*, Report of the CPSS-IOSCO Joint Task Force on Securities Settlement Systems, Publication No. 46, noviembre.
- DE LA LASTRA, I. (2007), «Iniciativas europeas de compensación y liquidación», *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.
- ECB-TARGET2-SECURITIES (2008). *T2S Economic impact assessment*, mayo.
- EUROPEAN COMMISSION (2008). *Improving the efficiency, integration and safety and soundness of crossborder post-trading arrangements in Europe*, Internal Market and Services DG, Third Progress Report to Economic and Financial Affairs Council (ECOFIN), marzo.
- FESE, EACH y ECSDA (2007). *Access and Interoperability Guideline*, junio.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2007). «El proceso de integración de los mercados de valores», *Boletín Económico*, octubre.
- GODEFFROY, J. M. (2008) «Is T2S on track?», Speech by Director General Payment Systems and Market Infrastructure, ECB, Joint ECB-European Commission conference, abril.
- LANNOO, K., y M. LEVIN (2001). *The securities settlement industry in the EU structure, costs and the way forward*, Centre for European Policy Studies, Research report, diciembre.
- NÚÑEZ, S., y M. JIMÉNEZ (2007). «Target2-Securities», *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV.
- SCHMIEDEL, H., M. MALKAMÄKI y J. TARKKA (2002). *Economies of Scale and Technological Development in Securities Depository and Settlement Systems*, Bank of Finland Discussion Paper No. 26.
- THE GIOVANNINI GROUP (2001). *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Discussion paper, European Commission, noviembre.
- (2003). *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Discussion paper, European Commission, abril.
- VAN CAYSEELEA, P., y C. WUYTS (2007). «Cost efficiency in the European securities settlement and depository industry», *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, n.º 10.

26. Véase Núñez y Jiménez (2007).

RESERVAS INTERNACIONALES, FONDOS DE RIQUEZA SOBERANA
Y LA PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Uno de los rasgos más característicos de la economía internacional en los últimos años ha sido la existencia —y persistencia— de los llamados «desequilibrios globales». Con este término se alude a la recurrencia de elevados déficits por cuenta corriente en determinados países (principalmente, Estados Unidos), financiados por los superávits, en algunos casos también muy elevados y persistentes, de un amplio número de países. Los desequilibrios globales —cuya propia denominación sugiere que en el largo plazo son insostenibles— fueron ampliándose desde el comienzo de esta década hasta 2007, año en el que la suma de los superávits de cuenta corriente en todo el mundo superó el 2% del PIB mundial, frente al 0,7% en 2001 (véase gráfico 1). Otra característica muy notable de los desequilibrios globales, más allá de su magnitud, es el hecho de que el conjunto de economías emergentes se haya convertido en financiadores de las economías avanzadas, hasta el punto que las cuentas corrientes de países de economías emergentes con superávit suman cerca del 1,5% del PIB mundial, una cifra similar a las necesidades de financiación de las economías avanzadas que registran déficit. Dentro de las economías emergentes, China, con un superávit de cuenta corriente del 10% de su PIB en 2007, y los países exportadores de petróleo, cuyos superávits superaban el 25% del PIB, son los principales protagonistas de este fenómeno. Por el lado de los países deficitarios, el protagonismo recae sobre Estados Unidos, cuyo déficit por cuenta corriente se situó en el 5% del PIB nacional ese año, equivalente a un 1,3% del PIB mundial.

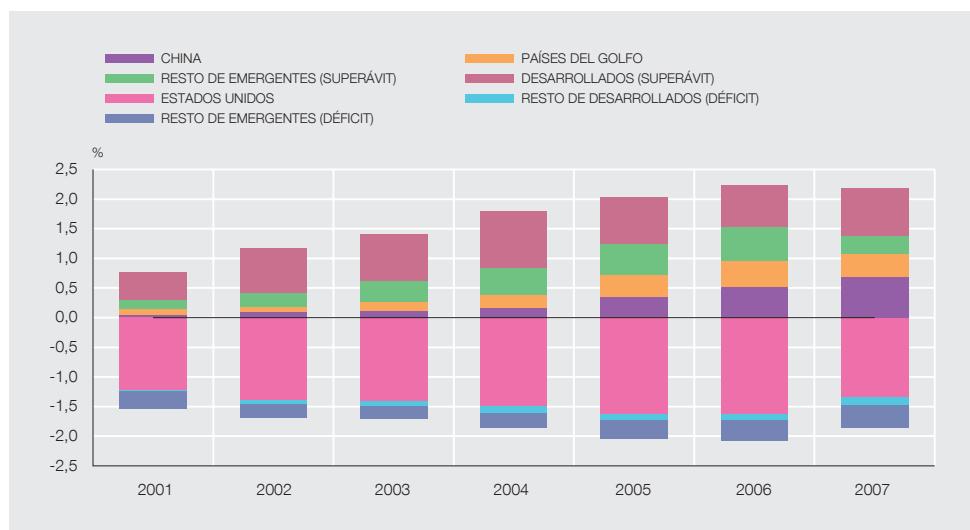
Otro rasgo característico de la economía internacional en la presente década, ilustrado en el gráfico 2, es el fuerte aumento de los flujos financieros privados hacia economías emergentes, que se ha multiplicado por ocho entre 2001 y 2007, alcanzando más de 1,6 billones en este último año. Sin embargo, la mencionada persistencia de elevados superávits por cuenta corriente implica que, pese a estar recibiendo flujos financieros, las economías emergentes están financiando al resto del mundo.

¿Cómo es posible conciliar la posición acreedora —en términos netos— de las economías emergentes con la recepción de cuantiosos flujos financieros? La explicación es el ingente reciclaje de recursos financieros hacia el exterior, cuyos principales vehículos han sido la acumulación de reservas internacionales y los fondos de riqueza soberana. Esto significa, además, que el grueso de la esta exportación de capitales por parte de las economías emergentes se realiza mediante instituciones de titularidad pública. En este artículo englobaremos a ambos bajo el concepto de activos soberanos externos, destacando así su similitud en los aspectos de financiación que se acaban de mencionar.

En definitiva, los activos soberanos externos se presentan como un factor determinante en la configuración de los desequilibrios globales. La literatura acerca de la contribución de la acumulación de reservas en la cobertura de las necesidades financieras de Estados Unidos y su importancia para evitar los ajustes del tipo de cambio nominal ha sido extensamente estudiada [véanse Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2008), y las referencias ahí incluidas]. Por el contrario, hay pocos estudios que presten atención al papel de los fondos de riqueza soberana en los desequilibrios globales. Esto puede deberse, en parte, a la escasez de datos fiables sobre los activos de los fondos de riqueza soberana, pero, sobre todo, a que solo recientemente han adquirido relevancia en las discusiones de política económica, debi-

DESEQUILIBRIOS GLOBALES: POSICIÓN CUENTA CORRIENTE
COMO PORCENTAJE DEL PIB MUNDIAL

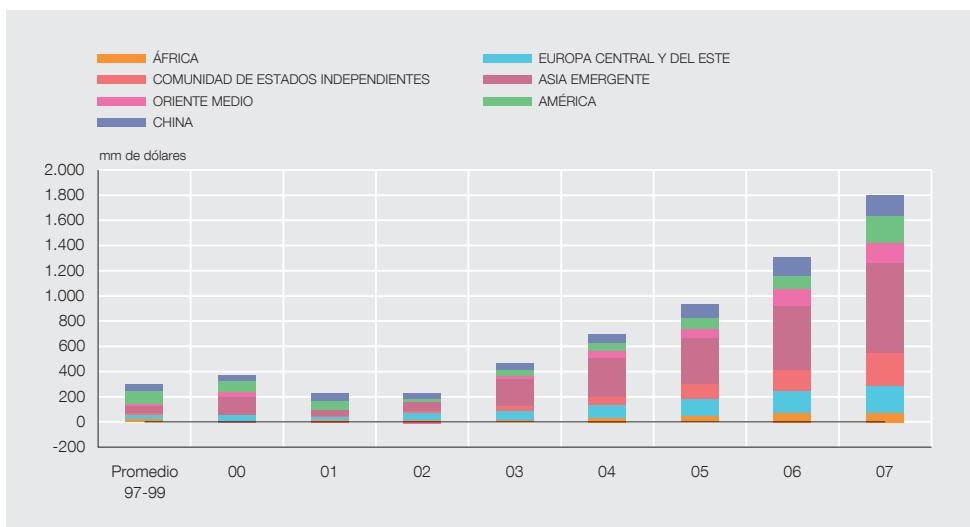
GRÁFICO 1



FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

ENTRADA DE FLUJOS FINANCIEROS PRIVADOS, 1997-2007

GRÁFICO 2



FUENTE: WEO (Fondo Monetario Internacional).

do a su crecimiento exponencial durante los años de bonanza en los precios de las materias primas.

El objeto de este artículo es estudiar el papel desempeñado por los activos soberanos externos en la financiación de los desequilibrios globales, poniendo especial énfasis en los fondos de riqueza soberana —a través de una cuantificación y análisis novedosos—, y comparándolos con las reservas internacionales acumuladas por los bancos centrales. Las conclusiones señalan que, en términos cualitativos, el papel de los fondos de riqueza soberana en la persistencia de los desequilibrios globales no es muy diferente del de las reservas. En términos cuantitativos, las reservas han sido bastante más importantes, aunque el alza de los precios de las materias primas ha elevado el peso relativo de riqueza soberana en los últimos años. El cambio drástico de la situación económica y financiera que se ha producido en 2008 proba-

FRS ESTÁNDAR		FRS INTEGRADO EN BANCO CENTRAL
Divulgados	No divulgados	
Singapur	China	Rusia
Venezuela	Kazajistán	Argelia
Noruega	Corea del Sur	Hong Kong
Chile	Kuwait	Arabia Saudita
	Malasia	
	Omán	
	Qatar	
	Emiratos Árabes Unidos	

FUENTE: Banco de España.

blemente ha quebrado estas tendencias, generando una notable incertidumbre, no solo respecto a la evolución de los activos soberanos externos, sino también respecto a la financiación de los desequilibrios globales.

Una cuantificación de los activos y transferencias de los fondos de riqueza soberana

Aunque no hay una definición comúnmente aceptada, el concepto de fondos de riqueza soberana (FRS) abarca a las entidades de titularidad pública que acumulan e invierten los recursos excedentes del Estado, aunque puedan ser gestionadas privatamente. El análisis de los fondos de riqueza soberana ha estado muy condicionado por limitaciones de datos sobre los activos que gestionan y su evolución en el tiempo, que está siendo subsanada por diversos estudios [véanse Setser y Ziemba (2007) y JP Morgan (2008)]. No es fácil encontrar una estimación sistemática de su evolución en el tiempo, y las estimaciones disponibles de sección cruzada no suelen asegurar coherencia en la metodología empleada. Por ello, es conveniente, en primer lugar, realizar una cuantificación coherente de la evolución temporal de los activos gestionados por estos fondos.

Los fondos de riqueza soberana analizados —correspondientes a dieciséis países (aquellos donde se ubican los principales FRS)— pueden dividirse, de acuerdo con los datos disponibles y su marco institucional, en tres grupos, tal y como se muestra en el cuadro 1: los FRS estándar y con difusión de datos; los FRS estándar, pero sin difusión de datos; y los FRS incluidos dentro del balance del banco central¹. El primer grupo de fondos proporciona información acerca de su tamaño y de las transferencias recibidas por los respectivos fondos de riqueza soberana, lo que permite cuantificar la evolución de los FRS de una manera bastante directa. Para los FRS que no divultan información es posible obtener estimaciones de activos y transferencias a partir de datos de resultados fiscales, balanzas de pagos e información complementaria. El tercer grupo (al que pertenecen países tan importantes como Arabia Saudita o Rusia) comprende países donde el fondo de riqueza soberano es gestionado por el banco central, e incluyéndose los activos de aquel dentro de las reservas internacionales, y pudiéndose estimar a partir de la evolución de estas últimas. El cuadro 2 presenta la evolución de los fondos de riqueza soberana en cada país y la fracción de los activos externos dentro de su cartera, que, de acuerdo con nuestras estimaciones, es excepcionalmente elevada en términos agregados (en torno al 93% en 2007).

Activos soberanos externos. Características, evolución y componentes

La relevancia macroeconómica y financiera de los activos soberanos externos es fácilmente entendible partiendo de la identidad de la balanza de pagos. Las entradas de flujos financieros netos en un país tienen como contraparte un déficit de la cuenta corriente (es decir, un saldo

1. Véase Alberola y Serena (2008) para una explicación más detallada de la metodología empleada para estimar la evolución de los FRS.

mm de dólares	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVOS TOTALES (1) + (2)	86,29	122,99	150,12	483,51	796,86	1.023,4	1.364,4	1.792,8	2.547,1
De los cuales: activos totales externos	86,29	122,99	150,12	483,51	765,17	971,5	1.302,4	1.737,7	2.375,3
TOTAL FRS PETRÓLEO Y ENERGÍA (1)	27,71	47,61	74,11	408,28	599,70	794,7	1.088,3	1.475,3	1.960,2
Argelia		4,32	5,54	5,61	7,88	14,4	28,7	45,6	48,8
Chile						0,9	8,7	19,5	
Kazajistán				1,9	3,7	5,1	8,0	14,1	20,0
Kuwait	...	...	...	93,52	115,1	139,8	160,4	200,0	250,0
Noruega	27,71	43,3	68,6	85,0	148,3	191,8	237,6	305,8	383,5
Rusia					18,6	43,6	82,1	181,3	
Arabia Saudita	....	...	...	21,21	36,89	60,3	126,4	197,4	271,3
Venezuela						8,0	19,1	33,4	
Omán	...	...	...	...	...	1,0	3,0	4,9	7,6
Qatar	...	...	...	1,0	2,1	10,1	20,4	35,4	56,4
Emiratos Árabes Unidos	...	...	...	200,0	285,8	353,6	452,1	570,9	707,9
TOTAL OTROS (2)	58,57	75,38	76,01	75,23	197,16	228,7	276,1	317,5	586,9
China	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Hong Kong	58,57	75,4	76,0	75,23	73,8	78,2	77,0	88,1	98,4
Malasia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	13,4	15,1	18,4	26,0
Corea del Sur	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	20,0	20,0
Singapur	...	...	...	...	123,3	137,1	163,0	182,3	223,0

FUENTE: Estimaciones propias de estadísticas nacionales, informes FRS.

negativo de la cuenta corriente) y/o un incremento en las reservas internacionales. Por conveniencia, puede escribirse de la siguiente manera:

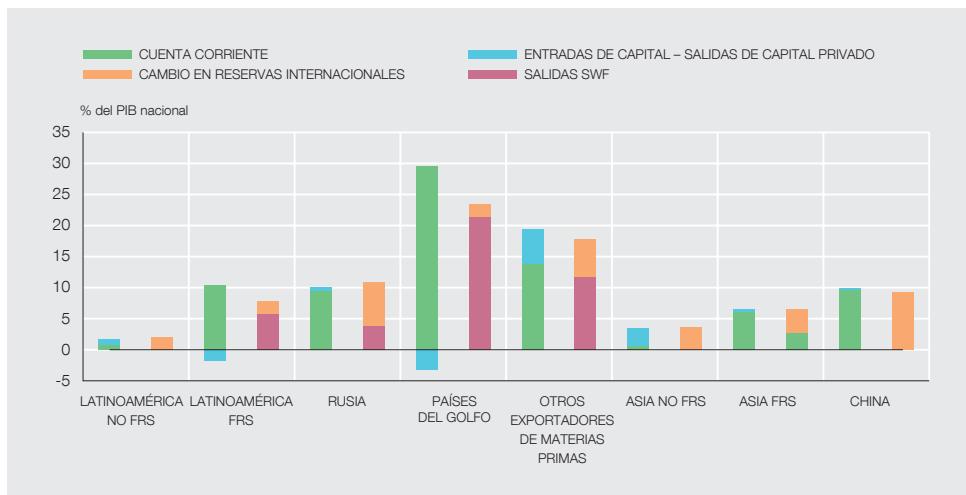
$$\text{Balanza por cuenta corriente} + \text{Flujos financieros netos} = \Delta \text{Reservas}$$

Los flujos financieros netos son el resultado de sustraer las salidas brutas de flujos financieros de las entradas brutas de flujos financieros. Tanto unas como otras incluyen flujos privados y públicos, aunque excluyen los flujos financieros realizados por bancos centrales, incluidos en los movimientos de reservas. Dado que, en economías emergentes, los flujos financieros públicos pueden asimilarse, grosso modo, a los movimientos de fondos de riqueza soberana, la expresión presentada puede escribirse de la siguiente manera:

$$\text{Balanza por cuenta corriente} + \text{Entradas flujos financieros} - \text{Salidas de flujos financieros privados} = \Delta \text{Activos FRS} + \Delta \text{Reservas} (= \Delta \text{Activos soberanos externos})$$

La parte derecha de la ecuación es la suma de la variación en los activos de los fondos de riqueza soberana y la acumulación de reservas, y constituye el cambio en los activos soberanos externos de un país (sin considerar los posibles efectos valoración —véase la nota 2—). En la parte izquierda de la identidad se incluyen, junto a la balanza por cuenta corriente, las entradas netas de flujos financieros, excluyendo las salidas de flujos privados. Como puede constatarse, los elevados superávits de cuenta corriente, y con las fuertes entradas de flujos financieros, pueden ser reciclados a través de la acumulación de reservas y activos de FRS, o a través de salidas de flujos financieros privados.

En el gráfico 3, donde se muestran ambos lados de la identidad para un grupo seleccionado de economías emergentes, se observa que los fondos de riqueza soberana son la principal fuente de reciclaje de recursos financieros en algunos países (como ocurre en varios países de



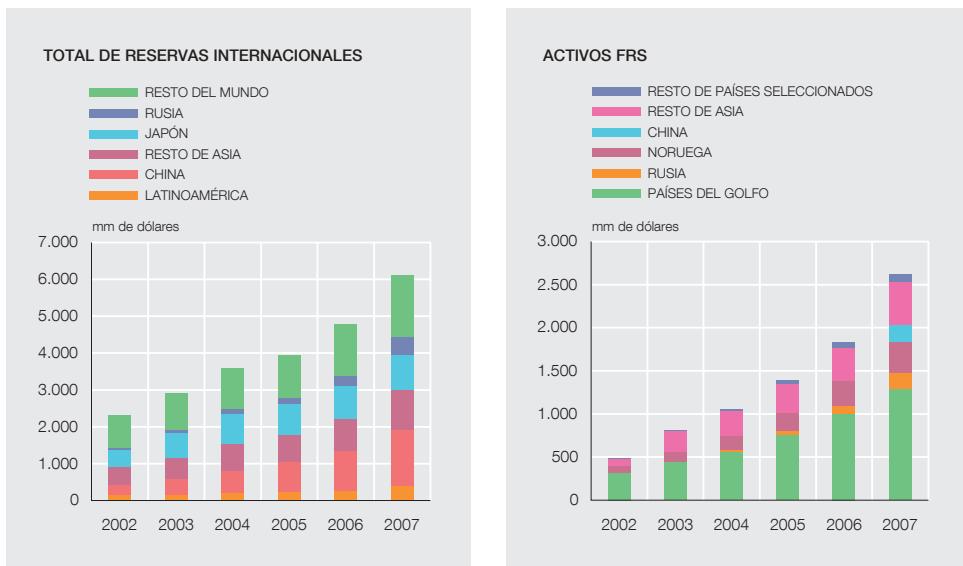
FUENTES: IFS (IMF), estadísticas nacionales, informes de FRS y Banco de España.

- a. Latinoamérica FRS: Chile, Venezuela.
- b. Países del Golfo: Kuwait, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Omán, Qatar.
- c. Otros exportadores de materias primas: Argelia, Kazajistán.
- d. Asia FRS: Hong Kong, Singapur, Malasia, Corea del Sur.

América Latina, economías del Golfo y otros exportadores de materias primas), mientras que los bancos centrales y la acumulación de reservas internacionales generan el grueso de las salidas de flujos financieros en otras áreas, como sucede en China y en economías asiáticas². En todos estos casos, el fuerte crecimiento de los activos soberanos externos es la explicación de la aparente paradoja esbozada en la introducción: la conjunción de una posición neta acreedora con fuertes entradas de flujos financieros en los países emergentes.

Las reservas internacionales y los FRS comparten características similares, además de su papel análogo en el equilibrio de la balanza de pagos. El principal rasgo común de los activos de los FRS y de las reservas de los bancos centrales es que ambos son gestionados por entidades públicas. Los activos de ambos han registrado un extraordinario crecimiento en los últimos años, como se refleja en el gráfico 4. En efecto, aunque el nivel de las reservas internacionales ya era elevado a principios de la década, llegó a 6 billones de dólares en 2007, el doble del que tenía en 2003, y alcanzó los 7 billones en el segundo trimestre de 2008. Por su parte, las estimaciones acerca de los activos gestionados por parte de fondos de riqueza soberana apuntan a que el volumen gestionado por este tipo de inversores ascendería a 2,5 billones de dólares en 2007 (de los cuales 2,4 billones serían activos externos), lo cual supondría un extraordinario incremento respecto a los 500 mm que gestionaban en 2002. El gran incremento en los activos vendría explicado por lo elevado de los precios de las materias primas, y en particular de los precios del petróleo. Tomados en su conjunto, los activos soberanos externos habrían pasado desde los 4 billones de 2004 hasta los 8,7 billones de 2007, cifra equivalente al 15% del PIB mundial. De este modo, los activos soberanos externos han cobrado una notable importancia relativa en los mercados financieros internacionales, alcanzando en 2007 un valor equivalente a un 35% de todos los títulos públicos en el ámbito mun-

2. El caso de China merece particular atención. Como muestra el gráfico, las entradas de flujos financieros netos son próximas a cero. Esto es aparentemente paradójico en tanto se sabe que las entradas de flujos financieros privados son muy elevados. La explicación reside en que, a diferencia de lo que sucede en otros países, las salidas de flujos financieros privados son muy elevadas, y en gran medida se deben a inversiones en el exterior de empresas semipúblicas, o por parte de bancos. Este último tipo de flujo viene en cierta medida inducido por las autoridades monetarias, como modo de mitigar presiones a la apreciación del tipo de cambio.



FUENTES: IFS (Fondo Monetario Internacional), estimaciones propias, estadísticas nacionales e informes de FRS.

a. En Argelia, Rusia, Arabia Saudita y Hong Kong, reservas internacionales sin sustraer activos externos de FRS administrados por bancos centrales.

dial, un 17% de la renta variable y un 5% de todos los activos mundiales. Dentro de los activos soberanos externos, las reservas internacionales supondrían las dos terceras partes (un 11,2% del PIB mundial) y los FRS el tercio restante (un 5% del PIB mundial).

Además, tanto las reservas internacionales como los activos de los FRS están concentrados en las economías emergentes. El grueso de la acumulación de reservas se ha producido en Asia (incluyendo Japón), y singularmente en China —país que posee más de 1,5 billones de reservas internacionales—. Otras regiones emergentes, como América Latina, han acumulado grandes tenencias de reservas internacionales en relación con el tamaño de la región (un 12,7% de su PIB), que, no obstante, resultan pequeñas en relación con las reservas mundiales (tan solo un 6,5% de las mismas). Por su parte, los FRS están concentrados en economías productoras y exportadoras de materias primas, y especialmente exportadoras de petróleo. Los fondos de riqueza soberana más importantes también están concentrados en economías emergentes, si bien hay algún país desarrollado que cuenta con fondos de riqueza de importancia, como Noruega. Algunos países del sureste asiático también han constituido FRS, en general a partir de recursos fiscales.

No obstante, las causas del incremento de los recursos de los fondos de riqueza soberana y de las reservas internacionales son diferentes. Las dos principales causas de la acumulación de reservas identificadas en la literatura son el motivo precautorio o de autoaseguramiento y las intervenciones para controlar la evolución del tipo de cambio. En términos generales, se considera que la gran acumulación de reservas internacionales viene en parte explicada por el interés de las economías emergentes en autoasegurarse contra las posibles crisis financieras. En particular, los intentos de evitar la apreciación del tipo de cambio han sido una motivación relevante de la acumulación de reservas en numerosas economías emergentes. Los objetivos buscados con esta estrategia pueden ser diversos: evitar una sobrereacción del tipo de cambio inducida por flujos financieros, o suavizar los efectos sectoriales negativos asociados a un aumento del precio de las materias primas (enfermedad holandesa).

Por el contrario, la constitución de un fondo de riqueza soberana se fundamenta, bien en suavizar la evolución de los recursos fiscales a lo largo del ciclo de los precios de las materias primas, bien en salvaguardar e invertir parte de los ingresos derivados de la explotación de las materias primas —muchas de ellas no renovables— para hacer extensivos sus beneficios a generaciones futuras y diversificar la estructura productiva. Hay que señalar, también, la incipiente tendencia hacia la transferencia de recursos desde las reservas internacionales hacia los FRS por parte de países con elevadas reservas. El caso más notable es el de China, que en 2007 dotó 200 mm de dólares de sus reservas internacionales a un nuevo fondo de riqueza soberana (de los cuales en torno a la mitad está ya invertida).

En definitiva, aunque tanto el incremento de los activos de los fondos de riqueza soberana como el de las reservas son, en cierto modo, una decisión de política económica, el incremento en los activos de los fondos es de alguna manera la consecuencia de un planteamiento prudente, mientras que el aumento en las reservas internacionales responde en mayor medida a una política discrecional que, en ocasiones, tiene por objeto mantener el tipo de cambio a nivel determinado y una posición de liquidez internacional holgada. Por lo tanto, la emergencia de los FRS puede contemplarse como el resultado de una acción de política económica orientada a mitigar el impacto del ciclo de las materias primas sobre la economía nacional, mientras que la acumulación de reservas está más orientada a mantener una la competitividad de la economía a través del tipo de cambio.

Activos soberanos externos, ajuste interno y desequilibrios globales

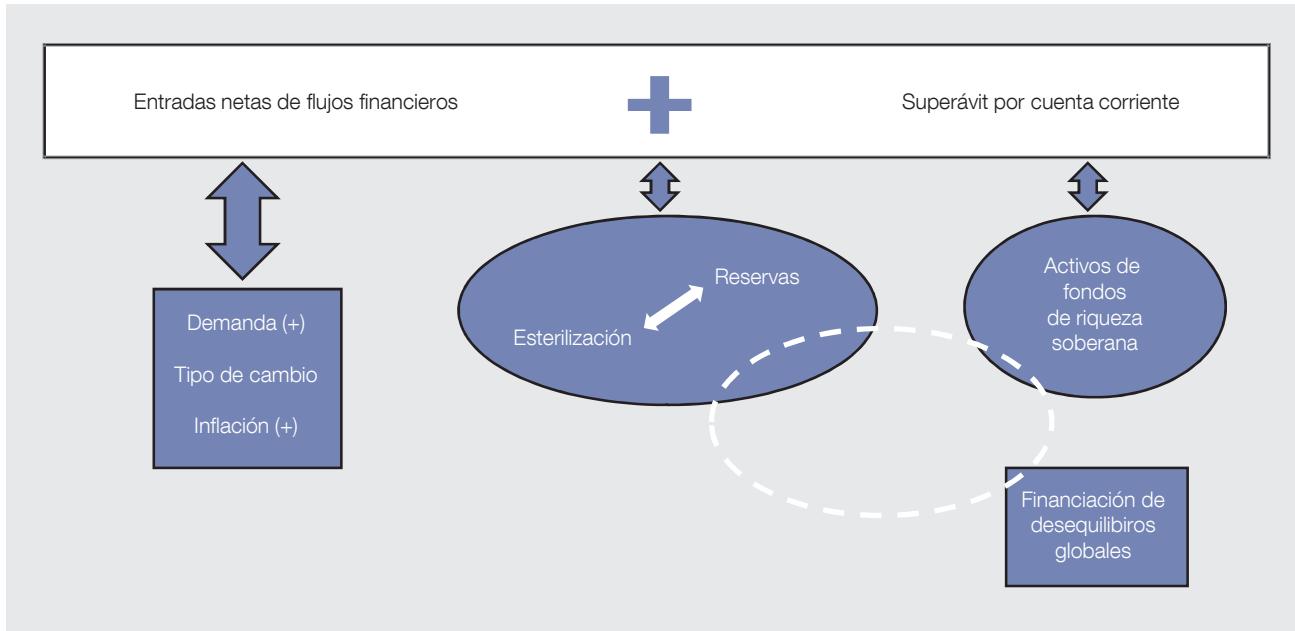
Desde una perspectiva global, la acumulación de reservas y los fondos de riqueza soberana actúan como barreras al ajuste interno, y han desempeñado un papel relevante en la persistencia de los desequilibrios globales, que se examina a continuación.

De acuerdo con la identidad de balanza de pagos, la acumulación de activos soberanos externos no es sino la contrapartida de un superávit de cuenta corriente y de la entrada neta de capitales. Desde un punto de vista macroeconómico, ambos factores suponen una perturbación expansiva e inflacionaria sobre la economía, cuya acomodación requiere un ajuste interno: una apreciación del tipo de cambio real que tiende a reducir la competitividad y a disminuir el superávit comercial, moderando la actividad nacional. Además, desde un punto de vista financiero, las entradas de flujos de capital aumentan la demanda de moneda local y, por lo tanto, son también coherentes con una apreciación del tipo de cambio.

La acumulación de activos soberanos externos actúa como una barrera que previene este ajuste interno y facilita la persistencia de los desequilibrios globales. Esto sucede tanto en el caso de las reservas, que es más conocido, como en el de los fondos de riqueza soberana, como se muestra en el gráfico 5.

En clave interna, la acumulación de reservas del banco central evita la apreciación del tipo de cambio, pero, si no es esterilizada, se produce una expansión de la base monetaria, que contribuirá a aumentar las presiones inflacionistas, lo cual generará una apreciación del tipo de cambio real. Para evitar estos efectos, el incremento de reservas debe esterilizarse mediante operaciones con bonos públicos. De hecho, la fuerte acumulación de reservas de los últimos años ha sido esterilizada, en proporción creciente, en la mayoría de países.

En la vertiente externa, el mantenimiento de las reservas internacionales en activos en moneda extranjera supone el reciclaje de flujos financieros hacia los mercados globales y, por lo tanto, la financiación de los desequilibrios externos de los países con déficit por cuenta corriente. Esta es, precisamente, la tesis de la teoría del llamado «sistema de Bretton Woods II» [BWII, Dooley et ál. (2008)], que sostiene que el proceso de acumulación de reservas por



FUENTE: Banco de España.

parte de la economías asiáticas, y en particular de China, es una relación simbiótica entre estas economías (y su modelo de crecimiento vía estímulo del sector exportador) y Estados Unidos, que necesita financiar su amplio déficit por cuenta corriente. De hecho, el fuerte incremento en las reservas internacionales (más allá del motivo precautorio o de autoaseguramiento) y el claro sesgo hacia los títulos y activos de Estados Unidos tenderían a respaldar esta tesis.

No obstante, surgen las dudas acerca de la viabilidad y posible persistencia de este esquema, que no está exento de problemas. En efecto: la acumulación de reservas, incluso cuando es esterilizada, genera importantes costes [véase Alberola y Serena (2007)]. Si la esterilización es realizada mediante emisión de títulos públicos del banco central, se producen problemas de efecto desplazamiento de los inversores privados y reducción del crédito al sector privado, así como presión al alza sobre los tipos de interés nacionales. Además, la acumulación y elevadas tenencias de reservas pueden generar costes para el banco central, derivados del diferencial negativo entre el rendimiento obtenido por sus activos y el coste de su pasivo. Por otra parte, la tenencia de reservas expone a un segundo tipo de costes (a los que también están expuestos los FRS), los derivados de los efectos valoración negativos que se producen cuando los tipos de cambio se aprecian frente al dólar.

En este contexto, algunos bancos centrales están tomando medidas para mitigar estos costes. Entre ellos cabe destacar la tendencia hacia el establecimiento de nuevos fondos de riqueza soberana a partir de las reservas internacionales, que puede evitar los costes fiscales. Algunos estudios sugieren que esta tendencia a trasvasar recursos desde reservas a FRS puede ser el inicio de un proceso con importantes implicaciones para los desequilibrios globales [Beck y Fidora (2008)].

El impacto macroeconómico de los fondos de riqueza soberana no es diferente en lo fundamental, pero puede presentar algunas ventajas en forma de menores costes. En los países con FRS relacionados con materias primas, la existencia de superávit de cuenta corriente es el resultado de una mejora de la relación real de intercambio derivada del alza de su precio. La

mejora en las perspectivas económicas asociadas al *shock* también puede suponer un aumento en las entradas de flujos financieros en búsqueda de elevados rendimientos. Estos efectos generan un aumento en la renta nacional, que se transmite a un aumento en la demanda y presiones inflacionistas. El ajuste requiere una apreciación real de la divisa —sea a través de inflación o de apreciación del tipo de cambio nominal— que mitigue las presiones de demanda y reduzca los superávits externos.

Sin embargo, de modo análogo a las reservas, los fondos de riqueza soberana pueden obstaculizar el ajuste, pues este depende de cómo y en qué medida el aumento en la renta se transmita a la economía nacional. En la medida en que los ingresos de la explotación de materias primas llegan a empresas estatales, las autoridades pueden mitigar, reducir, o incluso eliminar, el ajuste y su velocidad (al menos, transitoriamente) mediante la acumulación y la reinversión en el extranjero de estos recursos. Esta política aísla la demanda nacional del impacto del *shock* sobre la relación real de intercambio, y en consecuencia evita las presiones sobre la inflación y el tipo de cambio³, facilitando la persistencia de los superávits externos.

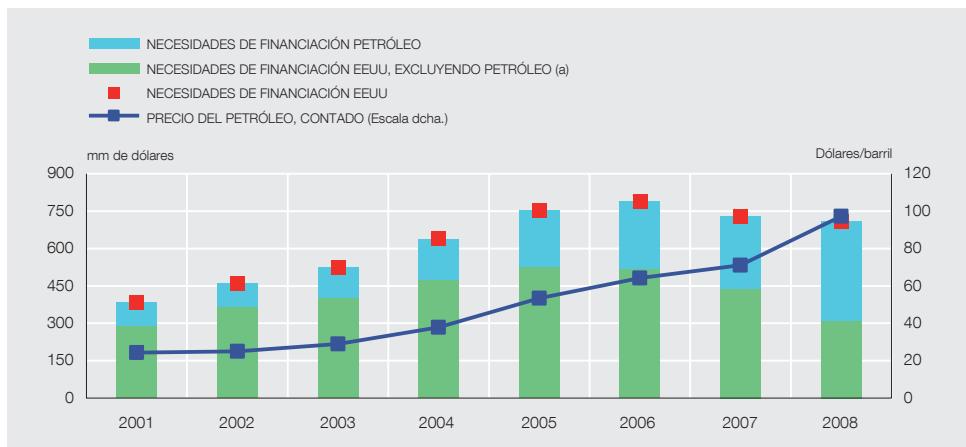
Por el contrario, a diferencia de las compras de activos de reserva, la acumulación de recursos en fondos de riqueza soberana no suele llevar aparejados un aumento del dinero en circulación, en tanto provienen de ingresos relacionados con extracción de materias primas, o superávits fiscales. Por ello, no requiere esterilización y no genera los costes antes descritos. Esta ausencia de costes sugeriría que la acumulación de activos en fondos de riqueza soberana tiene, en principio, un mayor recorrido que la de las reservas internacionales.

El papel de los activos soberanos externos en la financiación del déficit exterior de Estados Unidos

El elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es probablemente el elemento más característico de los desequilibrios globales. En cierto modo, puede decirse que el ajuste de las necesidades externas de Estados Unidos está en curso, tal y como pone de relieve el gráfico 6. De hecho, el déficit por cuenta corriente alcanzó su máximo en 2006, tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB (790 mm de dólares y un 6% del PIB), mientras que el tipo de cambio se ha depreciado en torno a un 30%, en términos efectivos reales, desde 2002. Junto al déficit por cuenta corriente —que pone de relieve el grado en que Estados Unidos debe financiarse en el exterior para mantener su patrón de crecimiento—, una segunda variable de interés son las entradas de flujos financieros en Estados Unidos, que en 2007 se situaron en torno a 2 billones de dólares.

Como muestra el gráfico 6, donde se distingue la contribución del déficit de la balanza energética, el ajuste de la cuenta corriente habría sido mucho más importante en caso de que los precios del petróleo no hubieran registrado el extraordinario incremento a lo largo de los últimos años, que culminó en el primer semestre de 2008. En efecto, se estima que un aumento en 10 dólares en el precio del petróleo por barril supone un aumento de 0,25 puntos porcentuales del PIB del déficit por cuenta corriente. Por ello, el aumento en el precio del petróleo incrementó el déficit comercial del petróleo desde los 120 mm de 2003 hasta los 290 mm de dólares en 2007, y este déficit probablemente esté en el entorno de los 400 mm de dólares en 2008. De hecho, si no fuera por el incremento en los precios del petróleo registrado desde 2002, el déficit por cuenta corriente del año 2007 se habría mantenido —caeteris paribus— en torno al 4% del PIB.

3. Muchos de los países del Golfo tienen tipos de cambio fijos con el dólar. Esto, sin embargo, no es consecuencia de la existencia de fondos de riqueza soberana, sino una decisión de política monetaria independiente. Pese a la existencia de estos tipos de cambio fijos, el incremento en las reservas ha sido limitado. La existencia del fondo de riqueza soberana actúa en cierto modo de sustituto de esta, reduciendo la presión sobre el tipo de cambio.



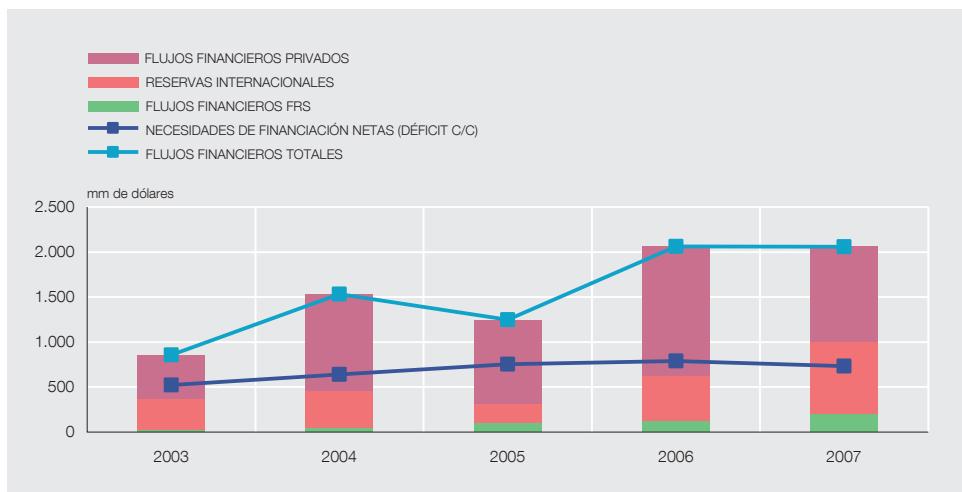
FUENTES: BEA, y Fondo Monetario Internacional art. IV.

a. Estimación.

¿Qué papel han desempeñado los llamados «activos soberanos externos» en la financiación del déficit de Estados Unidos en los últimos años? Esta pregunta, de indudable interés, resulta, sin embargo, difícil de responder con precisión, por la ausencia de información precisa acerca del tamaño y del crecimiento de los activos soberanos externos, y en particular de los fondos de riqueza soberana y de sus estrategias de inversión.

En todo caso, es posible, partiendo de las cuantificaciones realizadas acerca de tamaño y evolución de los fondos de riqueza, y bajo supuestos adicionales sobre sus estrategias de inversión [presentadas en detalle en Alberola y Serena (2008)], realizar valoraciones al respecto, aunque sujetas a importantes cautelas. A grandes rasgos, el enfoque consiste en hacer una estimación, necesariamente aproximada del porcentaje de activos que los FRS tienen invertido en Estados Unidos, y asumir que esta proporción se mantiene en las nuevas inversiones. El resultado de estas estimaciones, explicadas con más detalle en el documento de referencia, es que el 40% del total de sus activos estaría invertido en Estados Unidos. Se estima que en los últimos años esta proporción ha podido aumentar ligeramente, hasta un 42%, en tanto que los fondos que más han crecido han sido los más propensos a invertir en Estados Unidos. A través de estas inversiones, los activos de los FRS en Estados Unidos habrían aumentado desde los 320 mm de dólares de 2003 hasta los 997 mm de dólares de 2007. De este modo, como muestra el gráfico 7, la contribución de los fondos de riqueza soberana a la financiación de los déficits por cuenta corriente de Estados Unidos habría sido muy notable, pasando del 5% en 2003 al 13% en 2005; las inversiones habrían alcanzado los 200 mm de dólares en 2007, y esta proporción habría ascendido hasta el 28%. Su relevancia no habría aumentado solo desde un punto de vista cuantitativo, sino también desde un punto de vista cualitativo, en tanto que a lo largo del último año de turbulencia financiera, sobre todo al inicio, habría aportado importantes recursos para la capitalización de entidades financieras en problemas. Obviamente, esta creciente importancia habría estado ligada a los elevados precios del petróleo y, en menor medida, de otras materias primas, la fuente de recursos básica para los fondos de riqueza soberana, como ya se ha señalado.

Por otra parte, el papel de las reservas internacionales en la financiación del déficit de Estados Unidos y el sostenimiento de los desequilibrios globales han sido ampliamente reconocidos. Sin embargo, es llamativa la falta de cuantificación precisa de esta financiación, probablemente por la falta de datos precisos al respecto. En efecto, los bancos centrales no suelen divulgar la asignación geográfica de sus inversiones, ni el desglose por moneda. La referencia más



FUENTES: IFS (Fondo Monetario Internacional), estimaciones propias a partir de estadísticas nacionales e informes de FRS.

fiable, aunque incompleta, son los datos de COFER (FMI), que proporcionan información acerca de desglose por moneda para un grupo de países que voluntariamente la proporcionan, y que cubre en torno al 62% de las reservas internacionales, y cerca del 52% de las reservas de economías emergentes. Pese a que COFER excluye a países con gran relevancia en el proceso de acumulación de reservas —en particular, China—, y presenta diversos sesgos⁴, resulta la fuente más adecuada para estimar este dato. De acuerdo con esta fuente, los activos denominados en dólares suponen un 60% de las tenencias de reservas internacionales. Como se observa en el gráfico 7, manteniendo este supuesto, los bancos centrales habrían invertido más de 250 mm de dólares en activos de Estados Unidos en 2005, 520 mm de dólares en 2006, y cerca de 820 mm en 2007. Estos valores son muy elevados: representan más del 40% de las entradas (brutas) de flujos financieros en Estados Unidos en 2007, y permiten cubrir la totalidad de sus necesidades de financiación netas en este año.

Si se consideran los activos externos soberanos en su conjunto, es decir, la suma de reservas y fondos de riqueza soberana, se observa que la ratio de cobertura de las necesidades netas de financiación de Estados Unidos (es decir, inversiones por parte de inversores soberanos en relación con el déficit por cuenta corriente) habría aumentado desde el 80% de 2003 hasta el 135% de 2007. La fracción de inversiones asociada a fondos de riqueza soberana y a bancos centrales habría permanecido relativamente constante en torno al 20% y al 80%, respectivamente, aunque con una tendencia al alza de los FRS. En definitiva, la importancia de los activos soberanos externos habría aumentado de manera muy notable en los últimos años, tanto en términos cuantitativos como cualitativos, por el contexto de fragilidad financiera de Estados Unidos, y la ausencia de otras fuentes de financiación alternativas.

Consideraciones finales

Los fondos de riqueza soberana y los bancos centrales han desempeñado un papel similar y cada vez más fundamental en la persistencia de los desequilibrios globales: ambos tipos de inversores contribuyen a cubrir las necesidades de financiación de los países con déficit por

4. En efecto: por una parte, los datos de COFER podrían infraestimar la fracción de dólares dentro de las carteras de inversión de los bancos centrales, por la omisión de China, que invertiría una fracción de sus reservas superior a la media en activos de Estados Unidos. Sin embargo, los cambios en las tenencias de reservas incluyen tanto compras de activos de Estados Unidos como efectos valoración y, dado que el dólar ha registrado una tendencia a la depreciación en los últimos años, las compras de dólares habrían sido menores que el valor de las reservas en dólares, sesgo que puede compensar, al menos parcialmente, el anterior.

cuenta corriente (y, en particular, de Estados Unidos), a la vez que evitan el ajuste interno de los países con superávit corriente donde se acumulan estos activos soberanos externos.

Hasta hace apenas unos meses, la aparentemente imparable escalada de los precios de las materias primas y la creciente divergencia de sus niveles medios de la pasada década —en particular, en el caso del petróleo— permitían augurar que los fondos de riqueza soberana adquirirían una creciente relevancia en la financiación de los desequilibrios globales, conclusión reforzada por otro resultado de nuestro análisis: a diferencia de la acumulación de reservas, los costes de la acumulación de activos en fondos de riqueza son, en general, reducidos o nulos. La tendencia a transferir reservas del banco central a fondos de riqueza soberana podría ser un elemento adicional que podría incrementar aún más la importancia relativa de estos últimos. En este escenario —que se contempla en el documento de trabajo de referencia—, los fondos de riqueza soberana podrían continuar incrementando su contribución, tanto absoluta como en relación con las reservas, a la cobertura de las necesidades de financiación de Estados Unidos.

Sin embargo, la evolución económica y financiera reciente ha cambiado drásticamente las perspectivas respecto al papel de los activos soberanos externos en la financiación de los desequilibrios globales, e incluso respecto a la persistencia y magnitud de estos.

Por un lado, el desplome del precio del petróleo puede no solo frenar la acumulación de activos, sino que los fondos de riqueza soberana —que, como se ha observado, son contracíclicos— podrían verse forzados a desinvertir para financiar el gasto público o planes de estímulo de la economía y cubrir caídas de ingresos en sus países de origen. Por otro lado, el incremento de la volatilidad cambiaria en los últimos meses ha afectado de modo muy acusado a las economías emergentes, incluyendo algunas que han acumulado grandes cantidades de reservas y que han tenido que utilizar una parte de ellas para mantener la estabilidad del tipo de cambio. Por ello, cabe esperar que el ritmo de acumulación de reservas por parte de los países emergentes también se haya, al menos, ralentizado.

Además, el fuerte ajuste a la baja de la demanda interna en las economías avanzadas, la consecuente contracción de los flujos comerciales y la corrección de los precios de las materias primas permiten anticipar, asimismo, una notable corrección del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos y unas mayores dificultades para que algunas economías emergentes con elevados superávits externos puedan seguir manteniéndolos.

En definitiva, en un contexto de bajos precios del petróleo y de riesgo de prolongada recesión económica, el papel de los fondos de riqueza soberana y de las reservas será muy distinto al que han desempeñado en los últimos años en la financiación del déficit en Estados Unidos, al tiempo que no puede descartarse —dadas las inciertas perspectivas financieras de este país— una reducción de la exposición de los activos soberanos externos a la divisa estadounidense.

19.1.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2007). «Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation. Assessing the Limits in Emerging Economies», *Moneda y Crédito*, n.º 224 (también Documentos de Trabajo, n.º 0706, Banco de España).
- (2008). *Sovereign External Assets and the Sustainability of Global Imbalances*, Documentos de Trabajo, n.º 0834, Banco de España, de próxima publicación en *Economic Notes*.
- BECK, R., y M. FIDORA (2008). *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, ECB Occasional Paper, n.º 91, de próxima publicación en *Review of European Economic Policy*.
- DOOLEY, M., D. FOLKERTS-LANDAU y P. GARBER (2008). *Asia, Interest Rates and the Dollar*, Deutsche Bank Global Markets Research, segunda edición.
- JP MORGAN (2008). *Sovereign Wealth Funds. A bottoms-up primer*.
- SETSER, B., y R. ZIEMBA (2007). *What do we know about the Size and Composition of Oil investment Fund*, mimeo.

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

Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2008 se han publicado numerosas disposiciones de carácter financiero. En el área de las entidades de crédito, se han modificado sus normas contables para adaptarlas a los cambios producidos en la legislación mercantil española y en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Por otro lado, se ha modificado el régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España, una vez terminado el período transitorio que finalizó en 2007.

En el ámbito de la deuda pública, se ha actualizado la normativa de los creadores de mercado para adaptarla a las novedades del mercado de valores. También se han modificado los convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado con el fin de equivarpar los criterios de inversión para todas las categorías de Fondtesoro contempladas.

Asimismo, el Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado cuatro nuevas disposiciones. En primer lugar, se han modificado temporalmente las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, a fin de mejorar la liquidez de las entidades de crédito. En segundo lugar, se han revisado los criterios de exención de la obligación de mantener reservas mínimas a determinadas entidades de crédito. En tercer lugar, se han actualizado las exigencias de información en materia de estadísticas de las finanzas públicas. Y, finalmente, se han establecido determinados criterios de calidad para la confección de las estadísticas de balanza de pagos.

En cuanto a las sociedades de garantía recíproca, se han desarrollado algunos detalles de su normativa de recursos propios, que se habían encomendado al Banco de España, especialmente en lo relativo a los riesgos de crédito y operacional.

En el contexto de los mercados de valores, se ha modificado la normativa contable de las empresas de servicios de inversión (ESI), de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR), para adaptarla al nuevo Plan General de Contabilidad (PGC). Asimismo, se han publicado los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La normativa relativa a las instituciones de inversión colectiva (IIC) también ha experimentado algunas variaciones. En primer lugar, se han actualizado las normas relativas a la determinación del valor liquidativo, así como determinados aspectos operativos de estas instituciones. En segundo lugar, se han ampliado las exigencias de información estadística sobre activos y pasivos a todo el conjunto de las IIC de la Unión Europea, y no solo a las de carácter monetario, como hasta ahora. En tercer lugar, se han aprobado los modelos y el contenido de los informes que periódicamente deben remitir a los socios y partícipes. Finalmente, se ha habilitado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para desarrollar determinados aspectos contables relacionados con este tipo de instituciones.

En el ámbito de los seguros privados, se ha modificado su normativa para adaptarla al nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras.

Por otro lado, se ha aprobado un conjunto de medidas urgentes en materia económica, financiera y fiscal, encaminadas a impulsar la financiación a las familias y empresas, y a dinamizar la actividad económica.

Finalmente, se analizan las novedades (principalmente, de carácter monetario, financiero y fiscal) contenidas en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2009.

**Entidades de crédito:
modificación de las
normas de información
financiera pública y
reservada y modelos
de estados financieros**

La CBE 4/2004, de 22 de diciembre¹, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (en adelante, Circular Contable), modificó el régimen contable de las entidades de crédito españolas para adaptarlo al nuevo marco contable derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las NIIF.

Recientemente, se ha publicado la *CBE 6/2008, de 26 de noviembre* (BOE del 10 de diciembre), del Banco de España, que actualiza la CBE 4/2004, para adaptarla a los cambios producidos en la legislación mercantil española y comunitaria, así como en las NIIF que afectan a la normativa contable², fundamentalmente en los siguientes aspectos: definición de grupo de entidades de crédito; formatos de estados financieros públicos; tratamiento de los instrumentos financieros, incluidas las garantías, de los compromisos por pensiones, de los pagos basados en instrumentos de capital y del impuesto de beneficios; así como determinada información que se ha de reflejar en la memoria. También se introducen modificaciones menores, motivadas por cambios realizados en la normativa que regula la determinación y el control de los recursos propios, los requerimientos de información del BCE, el mercado hipotecario y la Clasificación Nacional de Actividades Económicas.

Respecto a la definición de grupo de entidades de crédito, antes se sustanciaba en la existencia de una unidad de decisión entre varias entidades, mientras que ahora se fundamenta en el control de una entidad sobre otra u otras entidades. Así, se entiende que una entidad controla a otra cuando dispone del poder para dirigir sus políticas financieras y de explotación con la finalidad de obtener beneficios económicos de sus actividades³.

Conforme a la actual normativa contable, desaparece la anterior clasificación de los grupos de entidades de crédito⁴ a efectos de formular estados financieros consolidados públicos, quedando reducidos únicamente a los formados por una entidad dominante y una o varias entidades dependientes.

En las cuentas anuales, individuales y consolidadas, además de modificar los formatos de los estados en línea con los cambios introducidos en el Código de Comercio, el estado de cambios en el patrimonio neto se desdobra en el estado de ingresos y gastos reconocidos y en el estado total de cambios en el patrimonio neto.

1. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114. 2. Uno de los objetivos de esta revisión es adaptar la Circular Contable a los reglamentos comunitarios aprobados desde el año 2005 y al nuevo marco mercantil y contable nacional derivado de las modificaciones habidas en el Código de Comercio, en la Ley de Sociedades Anónimas y en el nuevo Plan General de Contabilidad. 3. En particular, se presume la existencia de control en alguna de las siguientes situaciones: a) poseer la mayoría de los derechos de voto; b) tener la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; c) poder disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto, y d) haber designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. 4. Antes, la CBE 4/2004 distinguía, a efectos de estados financieros tanto públicos como reservados, entre grupos de subordinación y grupos de coordinación; esta distinción actualmente solo se aplica para los estados reservados relativos a los grupos consolidables de entidades de crédito que sirven de base para el cálculo de los recursos propios.

En lo referente al impuesto sobre los beneficios y a otras partidas afines, se actualizan las referencias realizadas al anterior PGC⁵ por el actualmente vigente, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre⁶.

Otras modificaciones que introduce la nueva Circular son las mejoras en la información que se debe revelar sobre la gestión del capital y de los riesgos de los instrumentos financieros, así como una mayor profundidad en el tratamiento de las distintas tipologías de derivados de crédito y garantías.

También se modifica el mecanismo de cobertura genérica, dotándolo de una mayor flexibilidad, de manera que las entidades de crédito puedan adaptar el límite inferior de esta rúbrica en función de su política de cobertura del riesgo de crédito y de las características de su cartera crediticia.

Finalmente, se sistematiza la información referida a la actividad con préstamos hipotecarios que deben tener las entidades en sus registros contables, y se solicita un nuevo estado contable reservado, de frecuencia semestral, denominado «*Información sobre el mercado hipotecario*». Además, se modifican determinados estados contables reservados para ajustarlos a las últimas novedades contables, y se añaden otros nuevos⁷.

La Circular entró en vigor el 11 de diciembre, salvo lo dispuesto para los registros contables especiales de la actividad hipotecaria, cuya entrada en vigor se produjo el 31 de diciembre.

Modificación del régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España

Se ha publicado el *Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre* (BOE del 17), sobre el régimen de ingreso en el Tesoro público de los beneficios del Banco de España, que ha modificado parcialmente el régimen previsto en la normativa anterior⁸, que estuvo vigente hasta el ejercicio 2007.

Las novedades más importantes son, fundamentalmente, dos: en primer lugar, y por razones operativas, se modifica la fecha del primer ingreso del 70% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 30 de septiembre de cada año. Desde ahora, ese ingreso habrá de efectuarse el primer día hábil del mes de diciembre, en lugar del primero de noviembre.

En segundo lugar, dado que el régimen transitorio establecido por las disposiciones del BCE ha concluido⁹, las razones de vigencia limitada del régimen han desaparecido. Por ello, a diferencia de las normativas anteriores, no se establece un período de vigencia limitada, tal y como ha venido siendo la costumbre desde 1999, lo cual dota al régimen de ingreso de mayor seguridad jurídica y permanencia.

De esta forma, los porcentajes y plazos de ingreso en el Tesoro de los beneficios contabilizados y devengados por el Banco de España quedan fijados del siguiente modo:

5. Aprobado por el Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre. 6. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 155-158. 7. Los nuevos estados reservados, individuales y consolidados que se añaden son: «T.15/C.13 Transferencias de activos financieros», «T.16/C.14 Información sobre valor razonable de los instrumentos financieros», «S.4/C.15 Activos financieros. Traspasos entre carteras» y «S.5/C.16 Jerarquía del valor razonable. Traspasos de nivel en el ejercicio». 8. El Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, estableció un régimen de ingreso en el Tesoro público de los beneficios del Banco de España vigente desde 2005 a 2007. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 88 y 89. 9. Los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del BCE establecieron los principios básicos que debían regir el sistema de reparto de la renta monetaria generada por los bancos centrales nacionales, modulados a través de una serie de decisiones del Consejo de Gobierno del BCE, la última de las cuales, del 6 de diciembre de 2001, establecía un período transitorio de reparto que se extendía hasta el ejercicio de 2007.

a) El primer día hábil del mes de diciembre de cada año, el 70% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 30 de septiembre de dicho año. El acuerdo de ingreso deberá tener en cuenta la evolución previsible de los resultados hasta el final del ejercicio.

b) El primer día hábil del mes de marzo siguiente, el 90% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontado el ingreso mencionado anteriormente.

Ambos ingresos serán acordados por el Consejo de Gobierno del Banco de España, previa aprobación de las correspondientes cuentas de resultados, teniendo en cuenta las posibles obligaciones del Banco de España frente al SEBC.

c) Finalmente, una vez que las cuentas anuales y la propuesta de distribución de beneficios formuladas por el Banco de España hayan sido aprobadas por el Consejo de Ministros, aquél ingresará en el Tesoro el resto de los beneficios del ejercicio, excepto aquellos cuya exclusión haya autorizado el Consejo de Ministros¹⁰.

El Real Decreto entró en vigor el 18 de diciembre.

Creadores de mercado de la deuda del Estado: nueva regulación

Se ha publicado la *Resolución de 18 de noviembre de 2008* (BOE del 21), del Tesoro, por la que se actualizan las condiciones de actuación de los creadores de mercado al nuevo contexto legal, a la vez que se deroga la Resolución de 20 de julio de 2005, del Tesoro¹¹. Su objetivo es adaptar el régimen de los creadores de mercado a la Ley 24/1988, de 28 de julio¹², del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre¹³, y, en concreto, en lo que se refiere a los sistemas multilaterales de negociación (SMN)¹⁴, a los internalizadores sistemáticos y a los mercados secundarios oficiales.

A continuación se mencionan sucintamente las novedades más relevantes.

Se actualizan los requisitos para poder acceder a la condición de creador de mercado, de modo que, además de ser titular de cuenta de valores a nombre propio en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y cumplir los requisitos en términos de la dotación de recursos técnicos y humanos, deberán contar con determinadas condiciones económicas y jurídicas para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los mercados regulados o SMN que determine el Tesoro. Ello lo realizará el Tesoro sobre la base de los siguientes criterios: a) los mercados regulados o SMN deberán estar reconocidos como tales por algún país de la Unión Europea, y b) un número suficiente de creadores de mercado deberá comprometerse a cotizar y negociar valores de deuda del Estado en esos mercados regulados o SMN, de manera que se promueva la liquidez de la deuda.

Por su parte, los mercados regulados o SMN deberán proporcionar al Tesoro cuanta información fuera necesaria para llevar a cabo la evaluación de los creadores de mercado. En otro

10. La norma faculta al Consejo de Ministros, a propuesta del Banco de España, para autorizar la exclusión de determinados beneficios del régimen de ingreso en el Tesoro público. **11.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2005», *Boletín Económico*, octubre de 2005, Banco de España, pp. 151-154. **12.** Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. **13.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 139-147. **14.** Los SMN fueron regulados por primera vez en la Ley 47/2007. Se definen como sistemas operados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100% por una o varias sociedades rectoras. Estos sistemas reúnen, conforme a sus normas no discrecionales, los intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, para dar lugar a contratos.

caso, el Tesoro podrá declarar que tales mercados o sistemas no son aptos para que los creadores cumplan en ella sus compromisos de proporcionar liquidez a la deuda del Estado.

En cuanto a los derechos y obligaciones de los creadores de mercado de bonos y obligaciones del Estado, son similares respecto a la anterior Resolución, aunque con ciertas variaciones al contemplar la actividad de los mercados regulados o SMN. Como novedad, respecto a la obligación de garantizar la liquidez del mercado secundario, se elimina la mención explícita a los volúmenes mínimos y *spreads* máximos de cotización, dejando que sea el Tesoro, previa consulta a los creadores de mercado, el que los fije en cada momento, adaptándose así a las condiciones vigentes en el mercado.

Igualmente, son análogas las novedades en los derechos y obligaciones de los creadores de mercado de letras del Tesoro. Así, se elimina la mención explícita a los volúmenes mínimos y *spreads* máximos de cotización, de forma que el Tesoro, previa consulta con los creadores, definirán las letras que se consideran referencia del mercado o *benchmark* y se establecerán los diferenciales máximos y volúmenes mínimos que han de cotizar.

Finalmente, se mantienen en términos similares a la normativa anterior la evaluación de los creadores de mercado y las causas para perder su condición.

La Resolución entrará en vigor el 1 de febrero.

**Convenios de
colaboración relativos
a fondos de inversión
en deuda del Estado:
actualización de su
normativa**

La Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado, estableció una serie de requisitos que deben cumplir los fondos de inversión que se constituyan al amparo de los correspondientes convenios que se podrán suscribir por el Ministerio de Economía y Hacienda, a través del Tesoro, y las sociedades gestoras de IIC con el fin de promover la mejor colocación de la deuda del Estado. Entre los mismos, y para todas las categorías de Fondtesoro contempladas en la citada Orden, figuraba el relativo a que el 70% del patrimonio del fondo o, en su caso, del compartimento del fondo debía estar invertido en deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades, computándose, a los efectos de dicha previsión, los bonos emitidos por los FTPymes que cuenten con el aval del Estado, hasta el límite del 20% del patrimonio del fondo o, en su caso, del compartimento del fondo.

Por su parte, el ICO acordó recientemente impulsar la financiación de vivienda protegida o de protección oficial (VPO) mediante la concesión de avales a fondos de titulización de activos, denominados FTVPO, que incorporen en su activo préstamos hipotecarios destinados, al menos en un 80%, a la financiación a particulares de vivienda protegida, debiendo estar el resto compuesto por préstamos hipotecarios destinados a la financiación a particulares de vivienda libre¹⁵.

Dado que la naturaleza y la calidad crediticia de los bonos de titulización emitidos por los FTVPO y por los FTPymes susceptibles de recibir el aval del ICO y del Estado, respectivamente, son si-

15. La línea de avales ICO-FTVPO tiene una dotación de 3.000 millones de euros. Esta iniciativa está dirigida a las entidades de crédito españolas y a las sucursales abiertas en España por entidades de crédito extranjeras, que se comprometen a reinvertir la totalidad de los fondos obtenidos a través de la venta del tramo avalado, en la financiación de nuevas viviendas de protección oficial, con la concesión de nuevos préstamos, tanto a particulares como a promotores y constructores. Los fondos de titulización de activos de VPO (ICO-FTVPO) que se constituyan con cargo a esta línea han de ser fondos cerrados, debiendo ascender el importe del tramo «triple A» avalado, al menos, a 100 millones de euros. Asimismo, los bonos avalados tienen que estar admitidos a cotización en el mercado secundario organizado. Los FTVPO deberán estar constituidos íntegramente por las entidades a las que previamente se haya adjudicado el aval del ICO, con el que deberán contribuir al fondo de titulización. El plazo para su constitución finalizará el 30 de junio de 2009.

milares, la *Orden EHA/3465/2008, de 26 de noviembre* (BOE del 3 de diciembre), ha modificado la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, con el fin de equiparar ambos a efectos de la definición de los criterios de inversión para todas las categorías de Fondtesoro contempladas. De este modo, se amplían las posibilidades de actuación de las sociedades gestoras de los fondos, aumentando la difusión de estos productos para los inversores, sin menoscabo de su seguridad.

Los convenios celebrados por el Tesoro y las sociedades gestoras de IIC con anterioridad a la fecha de entrada en vigor de la norma, que fue el pasado 4 de diciembre, deberán adaptarse a las nuevas previsiones establecidas antes del 31 de marzo de 2009. De lo contrario, el Tesoro resolverá los convenios mediante denuncia escrita con efecto inmediato.

Posteriormente, las sociedades gestoras deberán actualizar el contenido de los folletos de los Fondtesoro que gestionan en los tres meses siguientes a la firma del convenio. Asimismo, se lo comunicarán a los partícipes en el siguiente informe periódico del fondo de inversión.

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

La Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, estableció, entre otros aspectos, los criterios que determinaban la admisibilidad de los activos de garantía mantenidos por una entidad de contrapartida con el fin de obtener liquidez del Eurosistema.

Ante las tensiones financieras internacionales, y con el fin de reforzar temporalmente la inyección de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, se ha publicado la *Orientación BCE/2008/18 del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2008* (DOCE del 25), sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía¹⁶. La norma amplía, de manera transitoria, los criterios que determinan la admisibilidad de los activos de garantía que dichas entidades proporcionan al Eurosistema para obtener liquidez.

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

- a) Los instrumentos de renta fija negociables cuando estén denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses, siempre que se emitan y se mantengan o liquiden en la zona del euro, y el emisor esté establecido en el Espacio Económico Europeo. El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 8% a todos estos instrumentos de renta fija negociables.
- b) Los préstamos sindicados si se ajustan a determinadas condiciones establecidas en la Orientación BCE/2000/7.
- c) Los instrumentos de renta fija emitidos por entidades de crédito que se negocien en determinados mercados no regulados especificados por el BCE se admitirán como activos de garantía en las operaciones de política monetaria. El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 5% a todos estos instrumentos de renta fija.
- d) Los activos subordinados protegidos por una garantía aceptable serán admitidos como garantía en las operaciones de política monetaria siempre que un

16. Véase la Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000 (DOCE 11 de diciembre), sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, que estableció, entre otros aspectos, los criterios que determinaban la admisibilidad de los activos de garantía mantenidos por una entidad de contrapartida con el fin de obtener liquidez del Eurosistema.

avalista solvente ofrezca una garantía incondicional e irrevocable respecto de esos activos, pagadera al primer requerimiento. El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 10% a todos estos activos, más una reducción de la valoración del 5% en el caso de la valoración teórica.

- e) Los depósitos remunerados a plazo fijo de entidades de contrapartida en el banco central nacional del Estado miembro en que la entidad está establecida.

Asimismo, se establece un nuevo umbral de calificación crediticia, equivalente a *BBB*, realizada por una agencia especializada, que se aplicará tanto a los activos negociables como a los no negociables, con excepción de los bonos de titulización de activos, para los que se mantendrá el requisito de una elevada calidad crediticia (superior a *A*). El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 5% a todos los activos admisibles con una calificación crediticia inferior a *A*.

La Orientación entró en vigor el 25 de noviembre.

**Banco Central Europeo:
modificación de la
normativa de las reservas
mínimas**

Se ha publicado el *Reglamento 1052/2008 del BCE, de 22 de octubre de 2008* (DOCE del 25), por el que se modifica el Reglamento 1745/2003 del BCE, de 12 de septiembre de 2003, relativo a la aplicación de las reservas mínimas, con el fin de revisar los criterios de exención de la obligación de reservas mínimas, así como la definición de los componentes de la base de dichas reservas, entre otros aspectos.

En primer lugar, se añade un nuevo criterio de exención para aquellas entidades de crédito que estén sujetas a medidas impuestas por la Unión Europea o por un Estado miembro, en virtud de las cuales se bloqueen fondos o se limite su utilización, o que estén sujetas a una decisión del Consejo de Gobierno del BCE por la que se suspenda o se excluya su acceso a las operaciones de mercado abierto o a las facilidades permanentes del Eurosistema.

En segundo lugar, se revisa puntualmente la definición de los componentes de la base respecto de la cual se calculan las reservas mínimas, a fin de precisar su redacción. También se modifican las disposiciones relativas a la exención de la obligación de informar separadamente a entidades que mantienen reservas mínimas a través de un intermediario.

Finalmente, se establecen los criterios generales respecto a los períodos de mantenimiento transitorios de las entidades de crédito de países que adoptan el euro por primera vez, y que, por lo tanto, pasan a estar sujetas a las exigencias de reservas mínimas. En concreto, se fijan, entre otros, las fechas del período de mantenimiento transitorio, el modo de cómputo de la base de reservas, y el plazo en que estas entidades y su banco central nacional deberán calcular y verificar las reservas mínimas.

El Reglamento entró en vigor el 26 de octubre.

**Banco Central Europeo:
modificación de las
exigencias de información
estadística en materia
de estadísticas de las
finanzas públicas**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2008/7 del Banco Central Europeo*, de 5 de septiembre de 2008 (DOUE de 17 de octubre), por la que se modifica la Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero de 2005, sobre las exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de intercambio de información estadística en el SEBC, en materia de estadísticas de las finanzas públicas, con el objeto de eliminar determinada información sobre la deuda pública mantenida por no residentes de un Estado miembro¹⁷, ya que resulta innecesaria desde la puesta

17. La Orientación BCE/2005/5 exigía la recopilación de datos sobre la deuda pública en poder de no residentes de un Estado miembro, desglosada en la mantenida por no residentes dentro y fuera de la zona del euro.

en marcha, el pasado mes de marzo, de los «sistemas de recopilación de datos valor a valor» junto con el uso de la base de datos de valores centralizada (CSDB en sus siglas en inglés)¹⁸. Estos sistemas proporcionan información sobre la deuda pública total de la zona del euro mantenida por no residentes como parte de la posición de inversión internacional de la zona del euro. Además, su desarrollo futuro permitirá, en su momento, compilar la tenencia de deuda pública por países y por sectores institucionales.

La Orientación entró en vigor el 1 de octubre.

**Banco Central Europeo:
criterios de calidad para
las estadísticas de balanza
de pagos**

El Reglamento 184/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de enero de 2005, relativo a las estadísticas comunitarias sobre balanza de pagos, comercio internacional de servicios e inversiones extranjeras directas, estableció un marco común para la elaboración sistemática de estadísticas comunitarias sobre estas materias. Entre otros aspectos, señalaba que los Estados miembros debían adoptar todas las medidas razonables que consideraran necesarias para garantizar la calidad de los datos transmitidos.

Recientemente, se ha publicado el *Reglamento 1055/2008 de la Comisión, de 27 de octubre de 2008* (DOUE del 28), por el que se aplica el Reglamento 184/2005 en lo relativo a los criterios de calidad para las estadísticas de balanza de pagos. De acuerdo con esta norma, los Estados miembros proporcionarán anualmente un informe de calidad que lo enviarán a la Comisión Europea antes del 30 de noviembre de cada año. Dicho informe será redactado de conformidad con las normas que figuran en el anexo del Reglamento y estará sujeto a determinados criterios de calidad, como son: actualidad y cobertura de los datos, solidez metodológica, estabilidad, plausibilidad, coherencia y precisión.

La Orientación entró en vigor el 17 de noviembre.

**Sociedades de garantía
recíproca: recursos
propios mínimos y otras
informaciones de remisión
obligatoria**

El Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre¹⁹, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca (SGR), modificado por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero²⁰, de recursos propios de las entidades financieras, estableció, entre otros aspectos, los criterios básicos en los que deben basarse los requerimientos de recursos propios mínimos exigibles a las SGR. No obstante, la concreción de los requerimientos, y en particular los que puedan exigirse para la cobertura del riesgo de crédito y operacional derivado de compromisos o inversiones no habituales, se encomendaron al Banco de España.

A tal efecto, se ha publicado la *CBE 5/2008, de 31 de octubre* (BOE de 21 de noviembre), sobre recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria de las SGR, que desarrolla el citado Real Decreto, a la vez que deroga la normativa de su mismo rango actualmente en vigor²¹.

La Circular mantiene un modelo de requerimientos de recursos propios, por riesgo de crédito, equivalente a los exigidos a las entidades de crédito, recogidos en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, aunque, dada la escasa complejidad de estas entidades, es sensiblemente más simplificado. Por otro lado, se reconoce, bajo ciertas condiciones, que el reafianzamiento es un

18. Recomendación del Banco Central Europeo de 16 de julio de 2004, sobre las exigencias de información estadística del Banco Central Europeo en materia de estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional y reservas internacionales, modificada por la Recomendación del Banco Central Europeo de 31 de mayo de 2007. **19.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 109 y 110. **20.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril de 2008, Banco de España, pp. 155-161. **21.** La CBE 10/1998, de 27 de noviembre, sobre la información de los recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria de las sociedades de garantía recíproca.

instrumento que reduce el riesgo de crédito y, por consiguiente, lleva a reducir los requerimientos de recursos propios de los compromisos concertados con organismos o empresas públicas. El Banco de España precisará el alcance de la reducción tras el análisis individualizado de los contratos generales de reaval o reafianzamiento.

Las SGR deberán mantener, en todo momento, unos recursos propios computables²² no inferiores a la suma de los siguientes requerimientos:

- a) Por riesgo de crédito de sus operaciones habituales: el 8% del riesgo vivo de las garantías crediticias²³ y el 4% del de los restantes compromisos, aseguramientos o cauciones que concedan, sin perjuicio de la posible reducción de los requerimientos cuando se trata de operaciones reafianzadas.
- b) Por riesgo operacional de sus operaciones habituales: el 15% de sus ingresos financieros netos anuales.
- c) Los necesarios para la cobertura del riesgo de crédito u operacional derivado de compromisos o inversiones no habituales en su actividad; a estos efectos, las SGR aplicarán los criterios establecidos para las entidades de crédito, aunque con ciertas particularidades.

Por otro lado, las SGR deben establecer procedimientos internos, proporcionados al carácter, escala y complejidad de sus actividades, para el control y gestión de los riesgos inherentes a su actividad, asegurándose de que los riesgos asumidos, la naturaleza de las operaciones concertadas o la concentración sectorial o de otro ámbito no puedan menoscabar la adecuada cobertura de sus riesgos. Si el Banco de España apreciara deficiencias significativas, previa audiencia al interesado, podrá exigir un plan de subsanación y, hasta su implantación efectiva, podrá exigir el mantenimiento de recursos propios adicionales, hasta un máximo de un 25% de los exigidos con carácter mínimo.

Se establece también la obligación de comunicar al Banco de España, tan pronto como se produzcan, las pérdidas brutas por riesgo operacional que superen 100.000 euros o, si fuera inferior a dicho importe, el 1% de sus recursos propios, identificando, entre otras características, el tipo de evento de que se trate. Asimismo, deberán llevar un registro histórico interno de los sucesos que hayan generado pérdidas superiores a dichos límites, y aquellas otras características relevantes que permitan evaluar la cuantía y la gravedad de dichos acontecimientos. Las SGR deberán mantener dicho registro, junto con la documentación justificativa de sus anotaciones, a disposición del Banco de España.

Asimismo, las SGR deben seguir cumpliendo con los límites a los grandes riesgos²⁴, el límite al inmovilizado material y a las acciones y participaciones²⁵, y las limitaciones en la inversión de los recursos propios²⁶.

22. Los recursos propios computables están integrados por el capital social suscrito y desembolsado; las reservas efectivas y expresas; las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, previa verificación del Banco de España, y el fondo de provisiones técnicas que no se haya aplicado a la cobertura del riesgo de crédito específico de las operaciones, por su valor en libros. De los elementos anteriores se deducirán los resultados negativos de ejercicios anteriores y del ejercicio corriente, así como los activos inmateriales integrados en su patrimonio, y otros riesgos y activos que la sociedad decida deducir. **23.** Aquellas que tienen naturaleza de contratos de garantía financiera, así como aquellas en las que las SGR asumen indirectamente un riesgo de crédito equivalente al de las garantías financieras. **24.** El valor de todos los riesgos que una SGR contraiga con una sola persona o grupo económico no podrá exceder del 20% de sus recursos propios. **25.** La suma de ambos no podrá superar el 25% de los recursos propios computables. **26.** Los recursos propios computables se invertirán, en una proporción mínima del 75%, en valores de deuda pública emitidos por el Estado o las Comunidades Autónomas, en valores de renta fija negociados en mercados secundarios organizados, o en depósitos en entidades de crédito.

Finalmente, las SGR deben presentar en el Banco de España, con carácter trimestral, los estados que se recogen en el anexo de la Circular, y mantienen la obligación de remitir al Banco de España, para su registro, los correspondientes estatutos sociales vigentes en cada momento.

La Circular entró en vigor el 22 de noviembre, siendo de aplicación a los estados referidos al 31 de diciembre de 2008.

Modificación de la normativa contable de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo

Se ha publicado la *Circular 7/2008, de 26 de noviembre* (BOE del 29 de diciembre), de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, de las SGIIIC y de las SGECR, con el objetivo de modificar su régimen contable para adaptarlo al nuevo marco contable establecido en el PGC, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, procediendo, en consecuencia, a derogar el marco normativo anterior²⁷.

La Circular establece unas normas y criterios de contabilidad que, si bien se enmarcan en los principios y directrices del nuevo PGC, adaptan este a las características específicas de dichas entidades²⁸. En determinadas cuestiones, se ha remitido a lo establecido en las Normas Internacionales de Contabilidad y en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, modificada recientemente por la CBE 6/2008, 26 de noviembre²⁹.

Una de las novedades que introduce la Circular es el establecimiento de definiciones más exhaustivas y completas, en especial en los aspectos relativos al tratamiento contable de los instrumentos financieros. En particular, se extiende la definición de valor razonable³⁰ a los instrumentos financieros sin mercado o con mercado poco activo, para incluir el tratamiento de determinados activos financieros con escasa liquidez y con una horquilla de precios muy amplia.

En concreto, se utiliza el valor razonable cuando el mismo facilita una correcta gestión del riesgo por las entidades, y limita su aplicación cuando se trate de elementos sin un mercado profundo y donde la estimación del valor razonable no sea suficientemente fiable. Además, se establecen distintas consideraciones al valor razonable atendiendo al carácter financiero o no de los activos. También se amplían las definiciones de otros conceptos tales como *tipo de interés efectivo*³¹ o *deterioro de los activos*.

27. La Circular deroga las siguientes circulares de la CNMV: la 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables de las sociedades y agencias de valores; la 1/1993, de 3 de marzo, sobre normas contables de consolidación aplicables a los grupos y subgrupos de sociedades y agencias de valores; la 5/1992, de 28 de octubre, de las SGIIIC y sociedades gestoras de carteras; la 6/1990, de 28 de noviembre, sobre coeficientes de solvencia y liquidez de las sociedades y agencias de valores; la 1/1995, de 14 de junio, sobre normas contables y obligaciones adicionales de registro y de información de quebrantos de negociación de determinadas agencias de valores, y todas las disposiciones referidas a las SEGCR. **28.** A este respecto, el eje básico sobre el que ha basculado el proceso de adaptación se ha fundamentado en la consideración prioritaria de la especificidad de estas entidades. La existencia de reglas contables especiales inherentes al sector financiero es reconocida en la introducción del nuevo PGC; en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, de sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo, las cuales recogen habilitaciones que permiten la aprobación de normas específicas de contabilidad de las ESI, SGIIIC y SGECR que sean desarrollo de las normas contables generales. **29.** Véase epígrafe segundo de este artículo. **30.** Valor razonable es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria. **31.** Tipo de interés efectivo es el tipo de descuento que iguala exactamente los flujos de efectivo estimados a lo largo de la vida esperada del instrumento financiero, o en un período más corto cuando sea apropiado, con el valor en libros del activo financiero o pasivo financiero. Para calcularlo, la entidad estimará los flujos de efectivo teniendo en cuenta todas las condiciones contractuales, tales como pagos anticipados, opciones de rescate y similares, pero sin considerar pérdidas futuras por riesgo de crédito.

Por otro lado, la Circular establece condiciones estrictas para la reclasificación de activos entre las diferentes categorías de instrumentos definidas. Asimismo, se definen de forma exhaustiva los elementos determinantes para la clasificación de un activo financiero como cartera de inversión a vencimiento³², como son la *intención* y la *capacidad financiera*. También se incorpora en la norma la doctrina comunitaria que permite en excepcionales circunstancias reclasificar un activo financiero no derivado, fuera de la cartera de negociación, siempre que se cumplan determinados requisitos y que se informe de ello convenientemente en la memoria.

Asimismo, se establecen criterios muy rigurosos para dar de baja los activos financieros, que, como regla general, se produce cuando se han transferido, o han expirado, los derechos del activo y se tratan las coberturas contables de forma exhaustiva, especificando que, salvo para la cobertura de riesgo de cambio, solamente los derivados pueden ser utilizados como instrumentos de cobertura. Igualmente, se establecen determinados criterios para poder considerar como recursos propios las plusvalías derivadas de ajustes en patrimonio neto por valoración de los activos financieros disponibles para la venta.

Otra novedad respecto del PGC se refiere a la posibilidad de utilizar métodos basados en calendarios de morosidad en el cálculo de las pérdidas de valor por deterioro de los activos financieros, siempre que el importe del deterioro así calculado sea coherente con los requerimientos recogidos en la Circular.

También se destaca la referencia a las participaciones en entidades del grupo, multigrupo y asociadas, que la Circular no considera como instrumentos financieros en línea con las normas internacionales y les aplica las normas relativas a combinación de negocios y consolidación en valoraciones posteriores a su fecha de adquisición.

En cuanto al inmovilizado intangible, la activación de programas informáticos desarrollados por la propia entidad solo se permite cuando, además de cumplir unos requisitos, se haya alcanzado su fase de desarrollo, por lo que los gastos incurridos en la fase de investigación se reconocen directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La Circular regula de forma precisa las condiciones para calificar determinados instrumentos como activos no corrientes mantenidos para la venta, ya que, al interrumpirse su amortización, tiene consecuencias en la determinación de los recursos propios de las entidades supervisadas.

En cuanto al inmovilizado material, se registra por su valor contable o en libros, siguiendo lo establecido en el PGC. No obstante, para la primera aplicación de la Circular se ha previsto la posibilidad excepcional de que los activos materiales de libre disposición puedan ser valorados por su valor razonable, registrando cualquier cambio entre las reservas.

Otro de los aspectos singulares de la Circular es la incorporación de una norma específica sobre ingresos por prestación de servicios y, en su caso, sobre gastos financieros y quebrantes de negociación, que incluye los criterios de imputación a la cuenta de pérdidas y ganancias. Las comisiones cobradas o pagadas se reconocen como ingresos cuando se presta el servicio o se

32. La cartera de inversión a vencimiento está formada por valores representativos de deuda con vencimiento fijo y cuyos flujos de efectivo son de cuantía determinada o determinable, se negocian en un mercado activo y donde la entidad tiene la positiva intención y la capacidad financiera demostrada, tanto al inicio como en cualquier fecha posterior, de conservarlos hasta su vencimiento.

ha incurrido en el coste, mientras que las comisiones que constituyan remuneración adicional al tipo de interés de la operación se periodifican a lo largo de la vida de la operación.

Por otro lado, se recoge la obligación de presentar información reservada individual y consolidada a la CNMV, así como la frecuencia y plazos de remisión. Se incluyen estados reservados particulares para las ESI, distintos de los estados que deben remitir las SGIIC y SGECR en atención a su operativa. Se exceptúa a las empresas de asesoramiento financiero de la presentación de los estados financieros reservados para las ESI, y dicha obligación se sustituye por la presentación de un estado reservado de actividad.

Por último, cabe señalar que en el contenido de la memoria y del informe de gestión se incluye una descripción de los riesgos financieros asumidos, y de las políticas de gestión y coberturas de los mismos.

La Circular entró en vigor el 31 de diciembre.

Ofertas públicas de adquisición de valores: anuncio y solicitud de autorización de la oferta

Se ha publicado la *Circular 8/2008, de 10 de diciembre* (BOE del 29), de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)³³.

Tanto la solicitud de autorización como el anuncio de una OPA deberán ajustarse a los modelos establecidos en la Circular. El contenido del anuncio deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño, y se redactará de forma que resulten fáciles el análisis y la comprensión de su contenido. En ambos se incluirá, además, cualquier otra información adicional que, a juicio del oferente, pueda resultar necesaria.

La solicitud de autorización deberá ir acompañada del folleto explicativo, que deberá contener la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella, y de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA.

Finalmente, la norma contempla los supuestos de que el anuncio de la oferta y la solicitud de autorización se produzcan simultáneamente, o de forma sucesiva, aclarando las particularidades en cada uno de los casos.

Instituciones de inversión colectiva: determinación del valor liquidativo y aspectos operativos

Se ha publicado la *Circular 6/2008, de 26 de noviembre*, de la CNMV (BOE del 2 de diciembre), sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC, que, al mismo tiempo que deroga la normativa de su mismo rango³⁴, actualiza su contenido conforme a las habilitaciones otorgadas por la reglamentación vigente³⁵.

33. Conforme a las habilitaciones otorgadas por Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 152-155. 34. La Circular 8/1990, de 27 de diciembre, de la CNMV, sobre determinación del valor liquidativo de los fondos de inversión mobiliaria y coeficientes operativos y límites de inversión de las Instituciones de inversión colectiva, y la sección cuarta de la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. 35. Véase el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que habilitó a la CNMV para establecer reglas específicas para el cálculo del valor liquidativo de las IIC. Asimismo, habilitó al ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV para dictar normas precisas sobre la composición del patrimonio de la IIC. Esta habilitación fue recogida en la Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, para las IIC inmobiliarias, y en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, modificada por la Orden EHA/3064/2008, de 28 de octubre de 2008, para las IIC inmobiliarias.

La Circular establece, en primer lugar, las disposiciones necesarias para el cálculo del patrimonio y del valor liquidativo de las IIC, especialmente en el caso de existencia de clases de participaciones o series de acciones que, hasta la fecha, carecían de regulación.

En segundo lugar, se recogen los parámetros generales por los que se deben regir los sistemas de cargo individual a partícipes de la comisión de gestión sobre resultados, en aquellos casos en los que la sociedad gestora haya establecido dicha comisión en el fondo gestionado, siempre dentro de los límites establecidos en el Reglamento de IIC.

En tercer lugar, se precisa el cálculo de los coeficientes operativos de IIC de carácter financiero, tanto de los coeficientes de diversificación de riesgo como del coeficiente de obligaciones frente a terceros. En ambos casos, se contempla el supuesto de que existan compartimentos, en cuyo caso los coeficientes se medirán a nivel de compartimento.

En cuarto lugar, se dictan las disposiciones necesarias para el desarrollo y control del cumplimiento de los coeficientes y límites operativos de las IIC inmobiliarias. Además, se desarrollan el concepto de patrimonio inmobiliario y las reglas adicionales para la distribución de los bienes inmuebles en el calendario de tasaciones referido en el Reglamento de IIC.

Por último, para las IIC que replican o reproducen un índice, se establece una desviación máxima o *tracking error* respecto a dicho índice, y para las IIC cuya política de inversión toma como referencia un determinado índice se precisa la desviación máxima respecto a ese índice, que deberá medirse de acuerdo con un coeficiente de correlación.

La Circular entró en vigor el 31 de diciembre.

Instituciones de inversión colectiva: información estadística sobre activos y pasivos

El Reglamento 958/2007 del Banco Central Europeo (BCE), de 27 de julio, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión, amplió la exigencia de información estadística a las IIC que no tenían la consideración de instituciones financieras monetarias (IFM), con el fin de proporcionar al BCE una visión estadística completa del sector de las IIC en los Estados miembros participantes, aunque estableció determinadas exenciones para las IIC de menor tamaño.

Con el fin de incorporar tales exigencias a nuestra normativa, se ha publicado la *Circular 5/2008, de 5 de noviembre, de la CNMV* (BOE del 19), sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las IIC de la Unión Europea, cuyo ámbito de aplicación abarca al conjunto de las IIC y, en su caso, a todos los compartimentos de IIC, y no solo a aquellas cuya política de inversión o vocación fuera monetaria, como hasta ahora³⁶.

En la Circular se detallan los estados reservados que estas instituciones deben remitir a la CNMV, de acuerdo con los modelos que figuran en el anexo de la norma. Cabe reseñar que se diferencia la información que deben remitir aquellas IIC o compartimentos que sean objeto de la exención prevista por razón de su tamaño, cuya autorización corresponde al Banco de España a propuesta de la CNMV.

36. Hasta la fecha, siguiendo también indicaciones del BCE, la Circular 2/1998, de 27 de julio, de la CNMV, modificada por la Circular 1/2002, de 16 de septiembre, y por la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, estableció los requerimientos de información estadística para las IIC que tuvieran carácter de IFM, es decir, aquellas cuya política de inversión o vocación sea monetaria, esto es, con una duración media de la cartera inferior a un año y con una cartera cuyos activos debían cumplir una serie de condiciones. Dicha información podría ser utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la UEM.

La presentación de los estados reservados se realizará por el sistema de CIFRADOC/CNMV u otro similar que pueda establecerse en el futuro, y de acuerdo con los requerimientos técnicos que establezca la CNMV.

La Circular entró en vigor el 9 de diciembre, y la primera información que deberá presentarse será la referida a las operaciones de diciembre de 2008 y saldos de 31 de diciembre de 2008.

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

La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (IIC)³⁷, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 1309/2005, de 4 noviembre³⁸, establecía los documentos informativos que debían elaborar las sociedades gestoras de las IIC o, en su caso, las sociedades de inversión, en relación con cada una de las IIC que administren. Asimismo, habilitaba a la CNMV para aprobar los modelos normalizados de dichos documentos.

Haciendo uso de dicha prerrogativa, se ha publicado la *Circular 4/2008, de 11 de septiembre* (BOE de 7 de octubre), de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición. Asimismo, dada la dispersión de la normativa relativa a estos informes, se ha optado por reunir en esta norma todas las referencias a los mismos, con las adaptaciones necesarias, derogando la normativa del mismo rango existente hasta la fecha³⁹.

La Circular reduce el informe trimestral completo existente hasta el momento, que se diferenciará del informe simplificado, porque el completo incorporará el detalle de la cartera de inversiones, mientras que el simplificado ofrecerá dicha información a nivel de subtotales o totales. Asimismo, determina que el informe semestral que debe ser entregado con carácter previo a la suscripción será el informe simplificado del primer semestre o la primera parte del informe anual, según corresponda.

En relación con el informe anual, se estructura en dos partes: la primera corresponde al informe semestral del segundo semestre, y la segunda contendrá las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría.

Los informes deberán incorporar, entre otros aspectos, los gastos totales de las IIC expresados en porcentaje sobre su patrimonio medio, los hechos relevantes relacionados con la institución y acaecidos durante el período de referencia del informe, y las operaciones vinculadas⁴⁰. Además, las IIC o, en su caso, compartimentos cuya política de inversión consista en invertir más del 10% de su patrimonio en otras IIC calcularán adicionalmente una ratio de gastos indirectos⁴¹ y, en caso de que fuera imposible ese cálculo, efectuarán una estimación del mismo.

Por otra parte, se regulan la forma de acreditar el cumplimiento de la obligación de entrega de los informes periódicos con carácter previo a la suscripción de participaciones o acciones

37. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85. **38.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129. **39.** La Circular deroga la Circular 1/1991, de 23 de enero, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales de las IIC a sus socios y partícipes, y varios apartados de las circulares de la CNMV 4/1993, de 29 de diciembre; 4/1994, de 14 de diciembre, y 3/1997, de 29 de julio. **40.** Dentro de las operaciones vinculadas, se incluyen, entre otras, las operaciones de adquisición o venta de valores o instrumentos financieros en las que el depositario actúe como vendedor o comprador, respectivamente; la adquisición de valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo; la adquisición de valores o instrumentos financieros cuya contrapartida sea una entidad del grupo de la gestora, depositario o SICAV, y los importes percibidos por entidades del grupo de la gestora que tengan como origen comisiones o gastos satisfechos por las IIC gestionadas. **41.** Esta ratio se calculará utilizando como base la ratio de gastos totales de la IIC objeto de inversión, ponderándolo por el porcentaje de patrimonio invertido en cada una de estas IIC e incluyendo las comisiones de suscripción y reembolso derivadas de dicha inversión que hayan sido soportadas por la IIC inversora.

de las IIC; la manera de acreditar la renuncia expresa (que será revocable) por parte del participante o accionista a la recepción de dichos informes (renuncia que solo podrá efectuarse una vez recibida la primera información periódica y en documento separado); la solicitud de los informes trimestrales y, en su caso, la remisión de los mismos por medios telemáticos.

Adicionalmente, la CNMV podrá exigir la inclusión en los documentos anteriores de cuanta información y advertencias de carácter general o específico estime oportuna para la protección de los inversores y la transparencia del mercado.

Asimismo, se incorpora la obligación de las sociedades gestoras de IIC y de las sociedades de inversión de remitir a la CNMV los informes trimestral, semestral y primera parte del informe anual mediante el servicio CIFRADOC/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2006 u otro similar. La segunda parte del informe anual y su informe de auditoría se remitirán a la CNMV dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio.

Finalmente, se modifica el contenido de los nuevos estados de posición que la sociedad gestora o el depositario de IIC, cuando este último sea comercializador, debe remitir a los participantes y accionistas al domicilio que estos designen, aunque también podrá realizarse por cualquier medio telemático. El contenido de estos estados se detalla en el anexo de la norma.

La Circular entrará en vigor el 31 de marzo de 2009.

Instituciones de inversión colectiva: actualización de las competencias de la CNMV

Se ha publicado la Orden EHA/3064/2008, de 28 de octubre (BOE del 30), por la que se modifican la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989, que desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993⁴², sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, al objeto de actualizar las competencias de la CNMV.

En relación con la Orden de 26 de julio de 1989, la norma tiene por objeto adecuar dichas competencias como consecuencia del cambio del ámbito de actuación de la CNMV, establecido por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modificó sustancialmente a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En cuanto a la Orden de 24 de septiembre de 1993, la norma amplía las habilitaciones otorgadas a la CNMV para concretar ciertos aspectos contables relacionados con este tipo de instituciones: en particular, para especificar el valor de los bienes inmuebles, de otros activos y de las referencias que se deben utilizar en el cálculo de los coeficientes y de los límites establecidos, especialmente las condiciones que deben cumplir los límites a las obligaciones frente a terceros.

Por último, además de establecer las reglas contables específicas de las IIC inmobiliarias, la CNMV podrá determinar las partidas de los estados contables que se computarán para el cálculo del patrimonio, así como establecer las particularidades necesarias en caso de que existan compartimientos, clases de participaciones o series de acciones.

Entidades aseguradoras: modificación de la normativa

Se ha publicado la Orden EHA/3598/2008, de 18 de noviembre (BOE del 12 de diciembre), que modifica la Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados, con el fin de adaptarla al

⁴² Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1993», *Boletín Económico*, octubre de 1993, Banco de España, pp. 77-79.

nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio⁴³, y de incorporar las actualizaciones del Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, introducidas por el Real Decreto 1318/2008, de 24 de julio⁴⁴.

En relación con el nuevo plan contable, se actualiza la adecuación de las inversiones asignadas a determinadas operaciones de seguro en función de la relación entre el valor actual de las inversiones y las obligaciones derivadas de los contratos de seguros, y se revisa el tratamiento de los riesgos inherentes a las operaciones. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones queda facultada para establecer las particularidades operativas y las obligaciones de información de este tipo de operaciones.

La Orden entró en vigor el 31 de diciembre.

Medidas urgentes en materia económica, financiera y fiscal

Para hacer frente a los efectos de la crisis financiera internacional, los países de la zona del euro han adoptado un conjunto de medidas excepcionales. En concreto, el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (Ecofin) del 7 de octubre asumió el compromiso de poner en marcha todas aquellas acciones que fueran necesarias para preservar la estabilidad del sistema financiero, y acordó las líneas generales de actuación coordinada entre los Estados miembros, debiendo ajustarse a los principios de intervención oportuna y limitada en el tiempo, protección de los intereses de los contribuyentes y respeto a las reglas del mercado interior europeo. Posteriormente, los Jefes de Estado y de Gobierno del área del euro, en su reunión del pasado 12 de octubre, en línea con las conclusiones del Ecofin, decidieron actuar de forma coordinada para asegurar unas condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras. Para atender a estos objetivos, se ha acordado que los gobiernos faciliten por un período de tiempo limitado (hasta el 31 de diciembre de 2009), en condiciones de mercado, avales, seguros o instrumentos similares que permitan garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo. Además, se han comprometido a garantizar la liquidez de las instituciones financieras, a facilitar la financiación del sistema financiero en el medio plazo y, en caso de ser necesario, a reforzar su estructura de capital.

En este contexto, en España se ha puesto en marcha un conjunto de medidas encaminadas a impulsar la financiación a las familias y empresas por parte de las entidades de crédito, así como a reforzar la protección de los depositantes e inversores. Todas estas medidas pueden agruparse en las siguientes líneas de actuación.

FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

Mediante el *Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre* (BOE del 14), se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), con la finalidad de apoyar la oferta de crédito de las familias y empresas a través de la adquisición de activos financieros. La aplicación y desarrollo de este Real Decreto Ley se ha llevado a cabo por la *Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre* (BOE del 3 de noviembre), y la *Resolución de 31 de octubre de 2008*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE del 3 de noviembre).

El FAAF, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Secretaría de Estado de Economía, se dota con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe de 30 mm de euros, ampliable hasta un máximo de 50 mm de euros. Para el año 2008, se contempla la concesión de un crédito extraordinario por importe de 10 mm de euros, ampliable hasta 30 mm de euros, que se financiará con deuda pública. Para el año 2009, mediante

43. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, octubre de 2008, Banco de España, pp. 146 y 147. **44.** Véase nota anterior.

la Ley de Presupuestos Generales del Estado, se han habilitado los créditos necesarios para completar la dotación máxima del FAAF.

Administración y organización del FAAF

La administración, gestión y dirección del FAAF corresponderá al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de un *Consejo Rector* y de su *Comisión Ejecutiva*.

El Consejo Rector está integrado por el Ministro de Economía y Hacienda, que será su presidente, el Secretario de Estado de Economía, el Secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos, el Presidente del ICO, el Abogado General del Estado y el Interventor General del Estado. Actuará como secretario del Consejo, con voz pero sin voto, la Directora General del Tesoro y Política Financiera.

El Consejo Rector tendrá, entre otras, las siguientes funciones: establecer las directrices de inversión del FAAF, decidir la aplicación de los rendimientos de los activos, así como el producto de sus vencimientos o ventas, y aprobar el informe cuatrimestral sobre la gestión del FAAF.

La Comisión Ejecutiva, que dependerá del Consejo Rector, está integrada por el Secretario de Estado de Economía, que actuará de presidente, la Directora General del Tesoro y Política Financiera, el Director General de Seguros y Fondos de Pensiones, un representante de la Abogacía General del Estado, un representante del ICO y un representante de la Intervención General de la Administración del Estado, con voz pero sin voto. Además, actuará como secretario de la Comisión, con voz pero sin voto, un miembro del Tesoro con rango de subdirector general. Sus funciones son: realizar las operaciones de adquisición, enajenación, disposición y gestión de los activos financieros del FAAF, de acuerdo con las directrices establecidas por el citado Consejo, elaborar la propuesta de los presupuestos de explotación y capital, y elaborar el informe cuatrimestral sobre la gestión del FAAF.

La Comisión Ejecutiva contará con el asesoramiento de un *comité técnico* integrado por la Directora General del Tesoro y Política Financiera, que será su Presidenta; tres representantes designados por el Banco de España; dos representantes designados por la CNMV; dos subdirectores generales del Tesoro, correspondiéndole a uno de ellos actuar como secretario del comité, y un representante designado por el ICO.

El Banco de España, como agente y depositario del FAAF, instrumentará las operaciones del Fondo, incluyendo la llevanza, gestión y depósito de las garantías de las operaciones simultáneas. Asimismo, se encargará de la contabilidad del FAAF y de la formulación de sus cuentas anuales, que serán aprobadas por la Comisión Ejecutiva y remitidas posteriormente al Consejo Rector.

Activos del FAAF y procedimientos de selección de activos

El FAAF invertirá en instrumentos financieros emitidos por las entidades de crédito y por los fondos de titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Para la realización de sus operaciones, el FAAF convocará subastas, a las que podrán acudir las entidades de crédito domiciliadas en España y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras que manifiesten previamente su interés por participar en ellas.

Con carácter previo a la convocatoria de cada subasta, el Consejo Rector determinará los activos y el volumen máximo que podrá adquirirse en la subasta, y las características de las operaciones de adquisición. Conforme a esos criterios, la Comisión Ejecutiva concretará otros aspectos como el número máximo de ofertas por entidad y el valor mínimo de las mismas.

A este respecto, la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, fijó el importe mínimo de las ofertas en 3 millones de euros, y, si se hacen por importes superiores, habrán de ser múltiplos enteros de un millón de euros, aunque en las convocatorias se podrían modificar estos importes, cuando sea conveniente por el plazo del activo o cuando cualquier otra circunstancia así lo aconseje.

En las subastas podrán formularse ofertas competitivas⁴⁵ y no competitivas⁴⁶. A fin de favorecer la concesión de nuevo crédito, en cada subasta podrá reservarse hasta un 25% de la cantidad subastada a las ofertas no competitivas. Esta cantidad se repartirá entre las entidades proporcionalmente a su contribución al crecimiento del crédito con posterioridad al 15 de octubre, fecha de entrada en vigor del Real Decreto Ley 6/2008. En ningún caso podrán celebrarse subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009.

Los instrumentos financieros en que invertirá el FAAF serán de máxima calidad (como se detalla más adelante), y se determinarán de acuerdo con los criterios que fije el Consejo Rector, atendiendo, en todo caso, a los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación. Concretamente, en la reunión del pasado 27 de octubre, el Consejo Rector acordó los activos elegibles para la inversión del FAAF y el procedimiento de adquisición, que podrá ser:

- a) Mediante compra en firme de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias, siempre que cumplan determinados requisitos; entre ellos, que se hayan emitido después del 15 de octubre y que tengan una calificación crediticia triple A o asimilada. Su plazo de vencimiento, o vida estimada media, en el caso de bonos de titulización, no será superior al que se disponga en cada convocatoria.
- b) Mediante operaciones de compraventa dobles, también denominadas «simultáneas», en cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, siempre que cumplan determinados requisitos, como que se hayan emitido a partir del 1 de agosto de 2007, que tengan una calificación crediticia de, al menos, doble A o asimilada, y que el plazo de vencimiento no sea superior al que se disponga en la convocatoria de cada subasta y, en todo caso, superior a 12 meses.

Por otro lado, las inversiones del FAAF deberán respetar ciertos criterios de diversificación. Así, se mantendrán dos carteras: una de activos adquiridos en firme, y otra de valores adquiridos en operaciones simultáneas. Para garantizar una adecuada diversificación de los activos adquiridos en firme, no podrá mantener más de un 10% de la cartera en valores de un mismo emisor. Del mismo modo, en su cartera de operaciones simultáneas no podrá mantener más de un 10% con una misma entidad.

Para cada grupo homogéneo de activos y en cada subasta, el importe efectivo máximo que se podrá adjudicar a una misma entidad se determinará como el mínimo resultante de las dos siguientes cantidades: el 10% del volumen máximo que se ha de adquirir por el FAAF en la subasta y el porcentaje que resulte de multiplicar por 2,5 la cuota de la entidad en la rúbrica

45. Son aquellas en que se indican el volumen y el tipo de interés al que se está dispuesto a ofrecer los activos al Fondo, en la forma que se especifique en cada convocatoria. No se tomarán en consideración aquellas que no especifiquen el tipo de interés. 46. Son aquellas en que no se indica el tipo de interés.

Características	1.ª SUBASTA	2.ª SUBASTA
Fecha de la subasta	20 de noviembre de 2008.	11 de diciembre de 2008.
Importe	Importe efectivo máximo: 5.000 millones de euros. No obstante, si no se hubiese adjudicado el importe máximo previsto, el exceso se acumularía a la segunda subasta.	Importe efectivo máximo: 5.000 millones de euros. A ello hay que añadir lo no adjudicado en la primera subasta.
Procedimiento	Las adquisiciones del FAAF se realizarán mediante operaciones simultáneas, con un plazo de vencimiento de dos años y pago anual de intereses.	Las adquisiciones del FAAF se realizarán mediante compras en firme, cuyo plazo de vencimiento o vida estimada media sea de tres años.
Activos	Se adquirirán cédulas hipotecarias, bonos de titulización de cédulas hipotecarias y de activos, y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, emitidos con posterioridad al 1 de agosto de 2007.	Se podrán adquirir cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias, en ambos casos de nueva emisión. Las emisiones tendrán un valor nominal de 100.000 euros, serán a tipo fijo y se emitirán con un cupón del 4% anual.
Requisitos de los activos	1) Los activos deben estar admitidos a negociación en un mercado regulado o, al menos, que el emisor solicite la admisión en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de adjudicación de la subasta, y 2) Deben cumplir las condiciones para estar en la lista de activos elegibles del BCE.	1) Los activos deben haberse emitido con posterioridad al 15 de octubre de 2008, y 2) Deben estar admitidos a negociación en un mercado regulado o, al menos, que el emisor solicite la admisión en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de adjudicación de la subasta.
Calificación	La calificación de los activos será, al menos, de doble A o asimilada.	La calificación de los activos será, al menos, de triple A o asimilada.
Formulación de ofertas	Cada entidad de crédito podrá presentar, como máximo, tres ofertas, siendo el importe mínimo de cada una de ellas de 3 millones de euros. Las ofertas por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de un millón de euros. Además del importe de la misma, reflejarán el tipo de interés.	Igual que en la primera subasta.
Precio adquisición de activos	Para el cálculo del importe efectivo de los activos que entregarán las entidades, se utilizarán los precios publicados por el BCE y los recortes de valoración vigentes a fecha 20 de noviembre de 2008.	La adquisición por el FAAF se realizará al precio calculado utilizando la rentabilidad de cada puja aceptada.
Condiciones de adjudicación de la subasta	La efectividad de las adjudicaciones resultantes de la subasta queda condicionada a la admisión a negociación de los instrumentos adquiridos en un mercado regulado. En otro caso, se sustituirán por otros equivalentes que sí lo estén.	La efectividad de las adjudicaciones resultantes de la subasta queda condicionada a la admisión a negociación de los instrumentos en un mercado regulado antes del día 11 de marzo de 2009. En otro caso, se restituirán a la entidad, que deberá abonar el líquido obtenido de la subasta más el tipo de interés expresado en su oferta más 200 puntos básicos por el período transcurrido desde la fecha del pago hasta el 11 de marzo de 2009.
Resultados de la subasta	Importe solicitado: 4.562 millones de euros. Importe adjudicado: 2.115 millones de euros. Tipo marginal del 3,15%.	Importe solicitado: 9.479 millones de euros. Importe adjudicado: 7.224 millones de euros. Tipo marginal del 3,75%.

FUENTES: BOE y Banco de España.

de «Créditos. Otros sectores residentes» (en los que se engloban familias y empresas) correspondiente al último balance disponible antes del anuncio de la subasta, por el volumen máximo que podrá adquirir el FAAF en la subasta.

En la *Resolución de 7 de noviembre de 2008* (BOE del 8), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se han publicado los acuerdos adoptados por la Comisión Ejecutiva del FAAF para la convocatoria de las dos primeras subastas, por un importe máximo de 5 mm de euros cada una, fijadas para el 20 de noviembre y el 11 de diciembre, respectivamente.

En la *Resolución de 20 de noviembre de 2008* (BOE del 22), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se han publicado los resultados de la primera subasta del Fondo, y en la *Resolución de 11 de diciembre de 2008* (BOE de 13), los de la segunda subasta.

Las características, condiciones y resultados de las subastas se especifican resumidamente en el cuadro 1.

Características	3.ª SUBASTA	4.ª SUBASTA
Fecha de la subasta	No más tarde del 21 de enero de 2009.	No más tarde del 30 de enero de 2009.
Importe	Importe efectivo máximo: 4.000 millones de euros. No obstante, si no se hubiese adjudicado el importe máximo previsto, el exceso se acumularía a la cuarta subasta.	Importe efectivo máximo: 6.000 millones de euros. A ello hay que añadir lo no adjudicado en la tercera subasta.
Procedimiento	Las adquisiciones del Fondo se realizarán mediante operaciones de adquisición temporal, con un plazo de vencimiento de dos años y pago anual de intereses.	Las adquisiciones del FAAF se realizarán mediante compras en firme.
Activos	Se adquirirán cédulas hipotecarias, bonos de titulización de cédulas hipotecarias y de activos, y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, emitidos con posterioridad al 1 de agosto de 2007.	Se podrán adquirir cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias, en ambos casos de nueva emisión, cuyo plazo de vencimiento o vida estimada media sea de tres años. Las emisiones tendrán un valor nominal de 100.000 euros; serán a tipo fijo y se emitirán con un cupón del 3,5% anual. Todas las emisiones tendrán una estructura estándar y no contendrán cláusulas distintas de las que son usuales en el mercado.
Requisitos de los activos	1) Los activos deben estar admitidos a negociación en un mercado regulado o, al menos, que el emisor solicite la admisión en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de adjudicación de la subasta, y 2) Deben cumplir las condiciones para estar en la lista de activos elegibles del BCE.	1) Los activos deben haberse emitido con posterioridad al 15 de octubre de 2008, y 2) Deben estar admitidos a negociación en un mercado regulado o, al menos, que el emisor solicite la admisión en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de adjudicación de la subasta.
Calificación	La calificación de los activos será, al menos, de doble A o asimilada.	La calificación de los activos será, al menos, de triple A o asimilada.
Formulación de ofertas	Cada entidad podrá presentar, como máximo, tres ofertas competitivas y una no competitiva, siendo el importe mínimo de cada una de ellas de 3 millones de euros. Las ofertas por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de un millón de euros. Cada oferta reflejará el importe de la misma y, si corresponde al tramo competitivo, reflejará también el tipo de interés.	Igual que en la primera subasta.
Precio adquisición de activos	Para el cálculo del importe efectivo de los activos que se han de entregar se utilizarán los precios publicados por el BCE y los recortes de valoración vigentes el día 21 de enero.	La adquisición por el FAAF se realizará al precio calculado utilizando la rentabilidad de cada puja aceptada.
Condiciones de adjudicación de la subasta	La efectividad de las adjudicaciones resultantes de la subasta queda condicionada a la admisión a negociación de los instrumentos adquiridos en un mercado regulado. En otro caso, se sustituirán por otros equivalentes que sí lo estén.	La efectividad de las adjudicaciones resultantes de la subasta queda condicionada a la admisión a negociación de los instrumentos en un mercado regulado antes del día 30 de abril de 2009. En otro caso, se restituirán a la entidad, que deberá abonar el pago al que hace referencia el apartado anterior más el tipo de interés expresado en su oferta más 200 puntos básicos por el período transcurrido desde la fecha del pago hasta el 30 de abril de 2009.

FUENTES: BOE y Banco de España.

Finalmente, mediante la *Resolución de 23 de diciembre de 2008* (BOE del 27), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se han publicado los acuerdos adoptados por la Comisión Ejecutiva del FAAF para la convocatoria de la tercera y cuarta subastas del Fondo. Las características y condiciones de las mismas se especifican resumidamente en el cuadro 2.

Control del FAAF

El FAAF estará sujeto al control de la Intervención General de la Administración del Estado, a través de la auditoría pública, en los términos previstos en la Ley General Presupuestaria. También estará sujeto al control parlamentario, que se realizará mediante los correspondientes informes cuatrimestrales sobre la gestión del FAAF, que, desde el Ministerio de Economía y Hacienda, se remitirán a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados.

Por su parte, el Banco de España elevará a la Comisión Ejecutiva, cada dos meses, información detallada sobre la instrumentación del FAAF, y con periodicidad cuatrimestral, un análisis de las condiciones financieras generales en las que se enmarca la actividad del FAAF, así

como de la evolución del crédito bancario. Ambos documentos serán remitidos al Congreso de los Diputados junto con el informe cuatrimestral.

OTORGAMIENTO DE AVALES
A OPERACIONES
DE FINANCIACIÓN

El *Real Decreto Ley 7/2008, de 10 de octubre* (BOE del 14), de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona del Euro⁴⁷, desarrollado por la *Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre* (BOE del 24), modificada, a su vez, por la *Orden EHA/3748/2008, de 23 de diciembre* (BOE del 24), autoriza el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas⁴⁸ que realicen las entidades de crédito residentes en España. Asimismo, la *Resolución de 24 de noviembre de 2008* (BOE del 25), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, publica el modelo de solicitud de aval del Estado. El plazo para el otorgamiento de avales finalizará el 31 de diciembre de 2009.

Características del aval

El aval del Estado se otorgará con carácter irrevocable, incondicional y con renuncia al beneficio de excusión⁴⁹. Asimismo, garantizará exclusivamente el principal del crédito y los intereses ordinarios. Cuando se trate de emisiones en divisas, se establecerán mecanismos de garantía que permitan minimizar el riesgo de tipo de cambio asumido por el Estado.

El aval se podrá solicitar por las entidades de crédito, los grupos consolidables o agrupaciones de entidades de crédito, siempre que tengan una actividad significativa, lo que se concreta en la exigencia de que se tenga una participación importante en la concesión de crédito a empresas y consumidores en España⁵⁰.

Requisitos de las operaciones garantizadas

Podrán ser garantizadas aquellas operaciones consistentes en emisiones, realizadas en España, de pagarés, bonos y obligaciones que cumplan los siguientes requisitos:

- a) El tipo de operaciones podrá consistir en operaciones individuales o en programas de emisión.
- b) Deberán ser valores de deuda no subordinada y no garantizada con otro tipo de garantías. No se avalarán depósitos interbancarios.
- c) El plazo de vencimiento deberá estar comprendido entre los tres meses y los tres años siguientes a su emisión. Excepcionalmente, el Ministro de Economía y Hacienda podrá garantizar operaciones con un plazo de vencimiento de hasta cinco años, previo informe del Banco de España.
- d) El tipo de interés podrá ser fijo o variable. El tipo de interés efectivo deberá encontrarse dentro del rango de rentabilidades de mercado de emisiones y emisiones de características similares y ser coherente con operaciones anteriores del mismo emisor. Además, en caso de tipo de interés variable, el tipo de referencia deberá ser de amplia difusión y utilización en los mercados financieros.

47. En la Resolución de 20 de octubre de 2008 (BOE del 25), del Congreso de los Diputados, se ordena la publicación del acuerdo de convalidación del Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre, y del Real Decreto Ley 7/2008, de 10 de octubre. 48. Se entenderá por tales operaciones las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles, aunque también se podrá extender a otros instrumentos bancarios, como los depósitos interbancarios, en el marco de un esquema concertado y coordinado entre los gobiernos de la zona del euro. 49. El beneficio de excusión es el derecho que tiene el fiador (en este caso, el avalista) de oponerse a hacer efectivo el aval en tanto el acreedor no haya ejecutado todos los bienes del deudor, es decir, el acreedor debe dirigirse en primer término contra los bienes del deudor principal antes de dirigirse contra el avalista. 50. Es decir, tener una cuota de, al menos, el 1% del total del «Crédito. Otros sectores residentes en España» reflejado en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, así como haber emitido durante los cinco años inmediatamente anteriores valores análogos a los que pueden ser objeto ahora de esta garantía.

- e) La amortización deberá efectuarse en un solo pago. Además, las emisiones avaladas no incorporarán opciones, ni otros instrumentos financieros derivados, ni cualquier otro elemento que dificulte la valoración del riesgo asumido por el avalista.
- f) El importe de cada emisión no podrá ser inferior a 10 millones de euros, calculado como valor nominal de la emisión, y los valores deberán admitirse a negociación en mercados secundarios oficiales españoles.
- g) Se establece el pago de una comisión, que se devengará, para cada operación, en el momento de la emisión a favor del Estado, cuyo cálculo se detalla en el anexo de la Orden EHA/3364/2008.

Solicitud y criterios para el otorgamiento de los avales

Conforme a la Orden EHA/3364/2008, las solicitudes de aval con cargo al Presupuesto General del Estado para 2008 debían presentarse antes del pasado 3 de diciembre, si bien, mediante la Orden EHA/3748/2008, se concedió un nuevo plazo, hasta el pasado 29 de diciembre, para aquellas entidades que estuvieran interesadas en obtener el aval del Estado, resultando de aplicación a las primeras solicitudes lo dispuesto en esta segunda norma⁵¹.

En la solicitud se deberá recoger el importe exacto del aval solicitado. No se considerarán aquellas cuyo importe total por entidad, grupo consolidable o agrupación de entidades de crédito sea inferior a 100 millones de euros. El aval se otorgará a cada entidad, grupo o agrupación en proporción directa a la cuota de mercado que le corresponda en el total del «Crédito. Otros sectores residentes» reflejado en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, y su importe será, como máximo, el que resulte de aplicar dicha cuota al importe máximo de los avales que se otorgan en cada ejercicio.

El aval podrá garantizar una o varias emisiones, y quedará condicionado al cumplimiento de determinados trámites. Las emisiones avaladas con cargo al ejercicio 2008 deberán realizarse antes del 15 de diciembre de 2009⁵².

Finalmente, para el caso de ejecución del aval, se impone al Tesoro la obligación de comunicar al Banco de España dicha circunstancia, por si procediese adoptar alguna de las medidas contenidas, entre otras disposiciones, en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

ADQUISICIÓN DE TÍTULOS
PARA EL REFORZAMIENTO
DE LOS RECURSOS PROPIOS

El citado Real Decreto Ley 7/2008, de 10 de octubre, autoriza al ministro de Economía y Hacienda, con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, para la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España que necesiten reforzar sus recursos propios, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas. Los acuerdos de adquisición se adoptarán previo informe del Banco de España.

Los títulos que adquiera el Estado no estarán sujetos a las limitaciones que la normativa establece para la computabilidad de los recursos propios⁵³.

51. El plazo de presentación de solicitudes de avales con cargo al Presupuesto General del Estado para 2009 se establecerá oportunamente por resolución del Tesoro. **52.** El plazo límite para realizar las emisiones avaladas con cargo al Presupuesto General del Estado para 2009 se establecerá oportunamente por resolución del Tesoro. **53.** Véanse la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, modificada por la Ley 36/2007, de 16 de noviembre; el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y la CBE 3/2008, de 22 de mayo.

NUEVOS IMPORTES
GARANTIZADOS POR LOS
SISTEMAS DE GARANTÍA DE
DEPOSITANTES E INVERSORES

El *Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre* (BOE del 11), incrementa los importes garantizados de depositantes y de inversores, que anteriormente estaban fijados en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, para el Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito (FGD), y en el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, para los sistemas de indemnización de los inversores.

Respecto al FGD, el importe garantizado de los depósitos tendrá como límite la cuantía de 100.000 euros (antes, 20.000 euros). Asimismo, el importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente del anterior, y alcanzará, como máximo, la cuantía de 100.000 euros (antes, 20.000 euros). Cabe recordar que esas garantías se aplicarán por depositante o inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad. Dicho límite se aplicará también a los depositantes o inversores titulares de depósitos o de valores o instrumentos financieros de importe superior al máximo garantizado.

En cuanto a los sistemas de indemnización de los inversores, el importe garantizado que los inversores hayan confiado a las empresas de servicios de inversión tendrá como límite cuantitativo 100.000 euros (antes, 20.000 euros).

FONDO ESTATAL DE INVERSIÓN
LOCAL Y FONDO ESPECIAL DEL
ESTADO PARA LA DINAMIZACIÓN
DE LA ECONOMÍA Y DEL EMPLEO

El *Real Decreto Ley 9/2008, de 28 de noviembre* (BOE del 2 de diciembre), aprueba la creación del Fondo Estatal de Inversión Local, y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y del Empleo, que conlleva la aprobación de créditos extraordinarios por un total de 11 mm de euros con cargo al ejercicio presupuestario de 2008, de los cuales 8 mm corresponden al primer fondo, y los restantes 3 mm al segundo. Ambos fondos se financiarán con deuda pública.

El Fondo Estatal de Inversión Local tiene por objeto aumentar la inversión pública en el ámbito municipal mediante la financiación de obras de nueva planificación⁵⁴ y de ejecución inmediata⁵⁵ a partir del año 2009 que sean competencia de las propias entidades locales. En concreto, la financiación estará dirigida hacia proyectos que conlleven mejoras en las dotaciones municipales de infraestructuras, tanto productivas como de utilidad social.

Los ayuntamientos podrán obtener recursos del Fondo hasta el importe máximo que se determine en función del criterio objetivo de la población registrada en los padrones municipales⁵⁶, siendo el plazo de solicitud entre el 10 de diciembre de 2008 y el 24 de enero de 2009.

El Fondo estará sujeto a un estricto control, tanto por la Dirección General de Cooperación Local como por la Intervención General de la Administración del Estado. La administración, gestión y dirección del Fondo corresponderán al Ministerio de Administraciones Públicas, a través de la Dirección General de Cooperación Local adscrita a dicho Ministerio.

Respecto al Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y del Empleo, tiene por objeto financiar actuaciones de inmediata ejecución, en el ámbito de determinados

54. Se entiende que son obras de nueva planificación aquellas cuya ejecución no esté prevista en el presupuesto de la entidad para el año 2009. **55.** Se consideran obras de ejecución inmediata aquellas cuya licitación comience antes de que transcurra un mes desde la publicación en la página web del Ministerio de Administraciones Públicas de la resolución de autorización para su financiación por el Fondo. **56.** El Ministerio de Administraciones Públicas hará pública de manera inmediata la relación de ayuntamientos, con indicación de sus respectivos habitantes y de la inversión máxima que se ha de realizar con cargo al Fondo.

sectores productivos estratégicos, para el desarrollo de proyectos con alto impacto en el mantenimiento y creación de empleo. A tal efecto, se ha publicado la *Orden EHA/3566/2008, de 9 de diciembre* (BOE del 10), por la que se hace público el Acuerdo del Consejo de Ministros de 5 de diciembre de 2008, por el que se aprueban el destino del Fondo y su distribución por departamentos ministeriales. En particular, se destinan a determinadas finalidades como: actuaciones de I+D+i; actuaciones en el sector de automoción; actuaciones medioambientales, o la construcción, adecuación, rehabilitación y mejora de edificios públicos, rehabilitación de viviendas y de espacios urbanos.

Finalmente, se ha publicado la *Resolución de 9 de diciembre de 2008* (BOE del 10), de la Secretaría de Estado de Cooperación Territorial, por la que se aprueban el modelo para la presentación de solicitudes, las condiciones para la tramitación y la justificación de los recursos librados con cargo al Fondo Estatal de Inversión Local, y se aprueban créditos extraordinarios para atender a su financiación.

OTRAS MEDIDAS

COMPLEMENTARIAS EN MATERIA ECONÓMICA Y FINANCIERA

Como consecuencia de la ralentización de la actividad económica y del aumento del desempleo en los últimos meses, se han publicado el *Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre* (BOE de 2 de diciembre), sobre las medidas urgentes que se deben adoptar en materia económica, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda, y el *Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de diciembre* (BOE del 13), por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas adicionales.

Desde el punto de vista económico y financiero, las más relevantes se han agrupado en las siguientes.

Moratoria en el pago de los préstamos hipotecarios

El Real Decreto 1975/2008 regula las condiciones para que determinados colectivos puedan acceder a una moratoria temporal y parcial en el pago de sus hipotecas. En concreto, esta norma es aplicable a los deudores de préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda habitual, concertados con anterioridad al 1 de septiembre de 2008, por importe inferior a 170.000 euros, y que, con anterioridad al 1 de enero de 2010, se encuentren, entre otras, en alguna de las siguientes situaciones:

- a) Trabajadores por cuenta ajena en situación de desempleo y que se encuentren en esta situación, al menos, durante los tres meses inmediatamente anteriores a la solicitud, teniendo derecho a prestaciones por desempleo.
- b) Trabajadores por cuenta propia que se hayan visto obligados a cesar en su actividad económica, manteniéndose en esa situación de cese durante un período mínimo de tres meses.

La moratoria del pago de la hipoteca cubrirá un máximo del 50% del importe de las cuotas mensuales que se devenguen por el préstamo hipotecario entre el 1 de enero de 2009 y el 31 de diciembre de 2010, con un límite máximo de 500 euros mensuales. Las cantidades aplazadas se compensarán a partir de 1 de enero de 2011 mediante su prorrata entre las mensualidades que resten para la satisfacción total del préstamo hipotecario, con un límite máximo de 10 años. La aplicación de esta medida exigirá el previo acuerdo entre el interesado y la entidad de crédito acreedora.

Medidas de carácter fiscal

El citado Real Decreto 1975/2008 contiene un paquete de medidas en materia tributaria destinadas a mejorar, con carácter extraordinario y temporal, los beneficios fiscales de los que disfrutan los titulares de cuentas de ahorro vivienda y los propietarios de viviendas que estén

soportando créditos hipotecarios o que hayan decidido transmitirlas para adquirir una nueva de uso habitual.

En primer lugar, se amplía el plazo para transmitir la vivienda habitual a efectos de la exención por reinversión, en aquellos casos en los que se haya adquirido una nueva vivienda entre los ejercicios 2006 y 2008, previamente a la transmisión de su vivienda habitual, de forma que el plazo anteriormente establecido de dos años se ampliará hasta el día 31 de diciembre de 2010.

En segundo lugar, las cuentas vivienda que durante 2008 hayan alcanzado los cuatro años de antigüedad, y que, por tanto, deberían destinarse a la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual para no perder los beneficios fiscales, ahora podrán ser utilizadas para esa finalidad hasta el día 31 de diciembre de 2010, sin que ello implique la pérdida del derecho a la deducción por inversión en vivienda habitual.

No obstante, las nuevas cantidades que se depositen en las cuentas vivienda, una vez transcurridos los cuatro años desde su apertura, no darán derecho a deducción por inversión en vivienda habitual.

Líneas de financiación de capital circulante de pequeñas y medianas empresas

El Real Decreto Ley 10/2008 aprueba la concesión de un crédito del Estado al ICO por un importe máximo de 5.000 millones de euros, cuya finalidad será la creación y puesta en marcha de una nueva línea de mediación para atender las necesidades de financiación de capital circulante de las pequeñas y medianas empresas que, siendo solventes y viables, estén sometidas a una situación transitoria de restricción de crédito. Dichos fondos se financiarán con deuda pública.

Para cubrir las nuevas líneas de financiación previstas, el límite de endeudamiento que se prevé para el ICO en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009 se incrementará adicionalmente en 15 mm de euros.

Por otro lado, el Real Decreto Ley aborda otras medidas complementarias que afectan al ordenamiento jurídico mercantil. Así, la norma suspende durante dos años, a partir del 13 de diciembre, fecha de entrada en vigor del Real Decreto, el actual régimen societario aplicable para las reducciones obligatorias de capital de las sociedades anónimas, y para las disoluciones de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada⁵⁷ que fueran como consecuencia de pérdidas derivadas únicamente del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias.

Otra de las modificaciones del ordenamiento mercantil es la referente a la consideración de patrimonio neto a efectos de la distribución de beneficios, de la reducción obligatoria de capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas. En este sentido, entre las partidas que lo integran se excluirán los ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias.

57. Conforme a la doctrina mercantil, la reducción del capital es obligatoria para las sociedades anónimas cuando las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital social, y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto. Asimismo, es causa de disolución de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada la existencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto en una cantidad inferior a la mitad del capital social. Véanse el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la *Ley 2/2008, de 23 de diciembre* (BOE del 24), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal.

En materia de deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2009, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 29.930 millones de euros (7.924 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior), permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

En lo relativo a los avales del Estado, merece especial mención la autorización de avales públicos para garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial, para lo cual se establece una cuantía de 3 mm de euros (800 millones de euros fue la autorización del presupuesto anterior).

Por lo que se refiere al IRPF, no se contempla la deflactación de la tarifa del impuesto como en ejercicios anteriores. Cabe reseñar la modificación de las normas aplicables en la tributación conjunta con el fin de que el importe que ha de computar como mínimo del contribuyente (fijado en 5.151 euros anuales por contribuyente) sea el mismo en tributación individual y conjunta, con efectos desde el 1 de enero de 2008.

Por otra parte, se eleva de 10.000 euros a 11.200 euros el límite excluyente de la obligación de declarar aplicable a los rendimientos íntegros del trabajo cuando se perciban de varios pagadores, como consecuencia de la incorporación de la nueva deducción por obtención de rendimientos del trabajo o de actividades económicas⁵⁸.

Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF, regulada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre. La primera establece para el año 2008 una compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que han adquirido su vivienda habitual con anterioridad al 20 de enero de 2006, equivalente a la diferencia entre la deducción resultante de la aplicación de la anterior normativa de IRPF (recogida en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo⁵⁹), que estuvo vigente hasta finales de 2006, y la que se obtendría con la nueva Ley⁶⁰.

La segunda compensación fiscal afectará a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2008. Por un lado, a los rendimientos del capital mobiliario obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios procedentes de instrumentos financieros contratados con anterioridad al 20 de enero de

58. Regulada en el artículo 80 bis de la Ley del IRPF y que fue incorporada por el Real Decreto Ley 2/2008, de 21 de abril, que establecía que los contribuyentes que obtengan rendimientos del trabajo o rendimientos de actividades económicas se deducirán 400 euros anuales. **59.** Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2004», *Boletín Económico*, abril de 2004, Banco de España, pp. 94 y 95. **60.** Durante 2008 se puede deducir, en términos generales, el 15% de las cantidades satisfechas por la adquisición o rehabilitación de la vivienda habitual, con un máximo de 9.015,18 euros anuales; mientras que en 2006, aunque se establecía la misma deducción en términos generales, cuando la adquisición se hacía con financiación ajena, en los dos años siguientes a la adquisición la deducción era del 25% sobre los primeros 4.507,59 euros y del 15% sobre el exceso hasta 9.015,18 euros. Con posterioridad, los porcentajes anteriores eran del 20% y del 15%, respectivamente.

2006, se les aplicará una reducción del 40%, al igual que se hacía con la anterior Ley del IRPF. Por otro, a los rendimientos derivados de percepciones en forma de capital diferido procedentes de seguros de vida o invalidez contratados con anterioridad al 20 de enero de 2006, se aplicará una reducción del 40% o 75%, tal como estaba previsto en la anterior Ley del IRPF.

Para las transmisiones de bienes inmuebles no afectos a actividades económicas, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%.

Por lo que se refiere al Impuesto de Sociedades, se incluye la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Además, se recoge la forma de determinar los pagos fraccionados del Impuesto durante el ejercicio 2009.

En materia de tributos locales, se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen, respectivamente, en el 5,5% y el 7%.

12.1.2009.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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

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

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

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

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

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

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

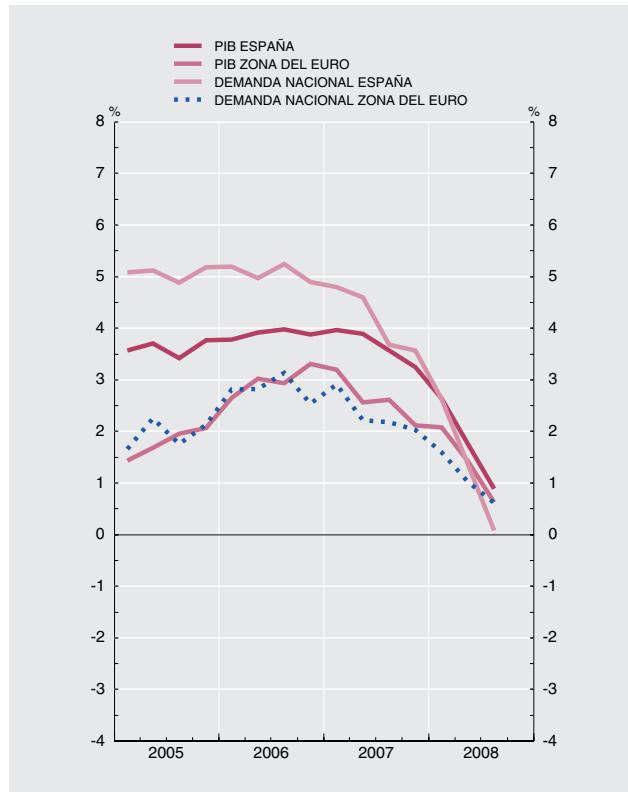
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)		
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro (e)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05	P	3,6	1,8	4,2	1,8	5,5	1,5	7,0	3,4	5,1	1,9	2,5	5,2	7,7	5,8	909	8 057	
06	P	3,9	3,0	3,9	2,0	4,6	1,9	7,1	5,8	5,1	2,8	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 458	
07	P	3,7	2,6	3,5	1,6	4,9	2,3	5,3	4,2	4,2	2,3	4,9	5,9	6,2	5,4	1 051	8 910	
05	/V	P	3,8	2,1	4,1	1,6	5,7	1,6	7,6	4,7	5,2	2,1	3,7	6,0	8,7	6,4	234	2 048
06	/	P	3,8	2,7	4,1	2,0	4,9	2,2	7,4	4,9	5,2	2,7	6,7	9,1	11,2	9,8	239	2 072
	II	P	3,9	3,0	3,9	2,0	4,3	1,5	6,9	6,3	5,0	3,0	7,4	8,6	10,4	8,3	243	2 106
	III	P	4,0	2,9	3,7	1,8	4,6	1,6	7,8	5,6	5,2	2,9	5,6	6,9	9,6	7,6	248	2 127
	IV	P	3,9	3,3	3,9	2,4	4,5	2,3	6,5	6,3	4,9	3,3	7,2	9,4	10,0	7,6	252	2 153
07	/	P	4,0	3,2	3,8	1,6	5,3	2,3	6,6	6,5	4,8	3,2	3,3	6,7	6,1	6,1	257	2 194
	II	P	3,9	2,6	4,1	1,8	5,0	2,3	5,8	3,5	4,6	2,6	3,9	6,0	6,2	5,3	261	2 218
	III	P	3,6	2,6	3,1	1,8	4,8	2,4	4,6	3,6	3,7	2,6	8,2	7,2	7,6	6,3	264	2 241
	IV	P	3,2	2,1	2,9	1,2	4,4	2,1	4,5	3,2	3,6	2,1	4,0	3,9	4,9	3,8	268	2 257
08	/	P	2,6	2,1	2,1	1,2	3,6	1,4	2,8	3,7	2,6	2,1	4,4	5,3	4,0	4,2	272	2 292
	II	P	1,8	1,4	1,1	0,4	4,9	2,0	-0,2	2,5	1,4	1,4	4,2	3,9	2,4	3,0	274	2 306
	III	P	0,9	0,6	0,1	-0,0	5,9	2,3	-3,2	0,9	0,1	0,6	1,5	2,4	-1,1	2,5	276	2 312

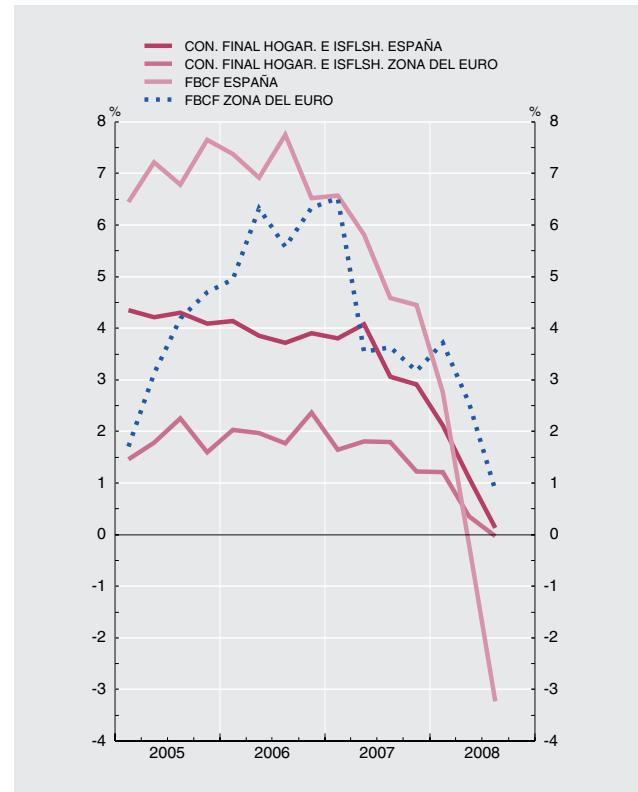
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



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

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

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

g. Miles de millones de euros.

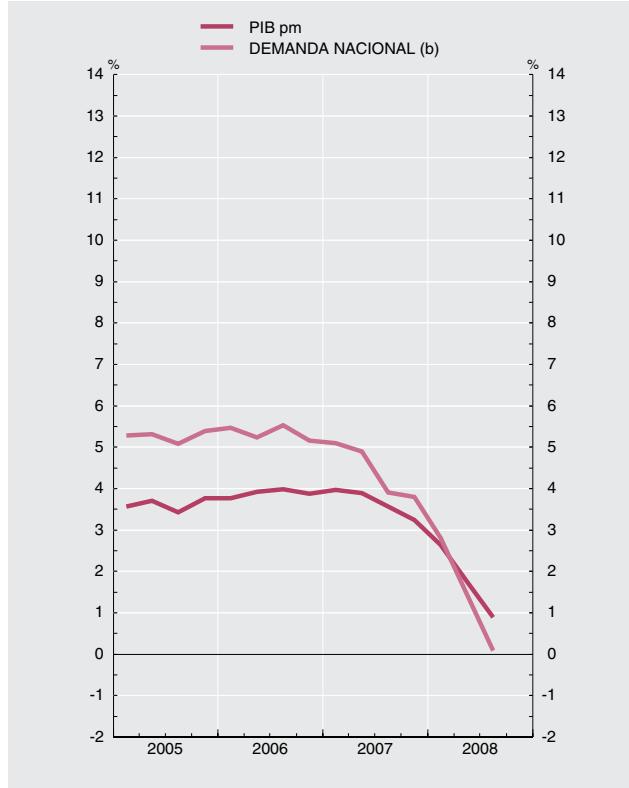
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

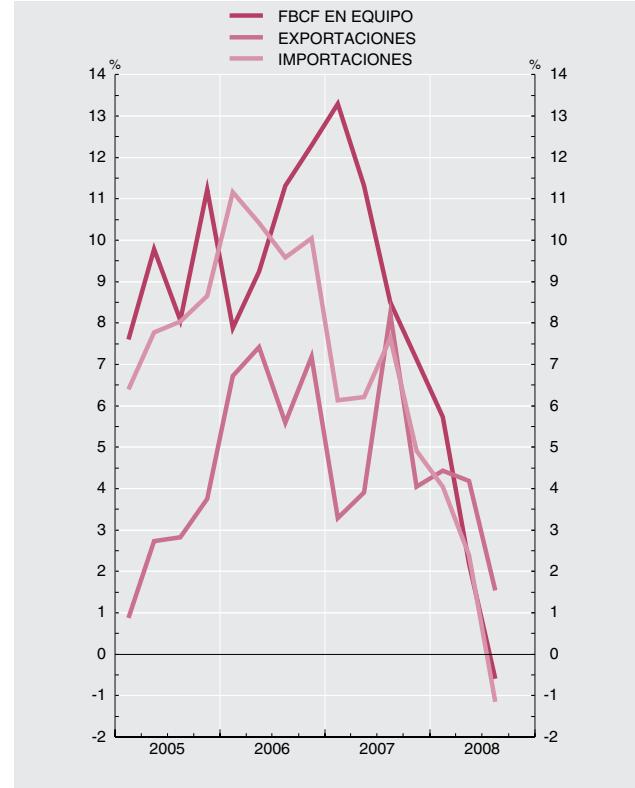
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos			Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	P	7,0	9,2	6,1	7,1	-0,1		2,5	1,1	2,3	9,5	7,7	7,3	20,6	7,2	5,3	3,6
06	P	7,1	10,2	5,9	7,1	0,2		6,7	6,7	1,6	12,2	10,3	10,3	5,9	11,2	5,3	3,9
07	P	5,3	10,0	3,8	3,9	-0,1		4,9	4,3	0,1	11,9	6,2	4,8	7,2	12,8	4,4	3,7
05	/IV	P	7,6	11,2	6,2	7,5	-0,1	3,7	3,7	2,0	5,6	8,7	9,0	15,5	5,8	5,4	3,8
06	/	P	7,4	7,9	6,7	9,0	0,0	6,7	7,3	2,7	8,7	11,2	11,1	3,5	12,9	5,5	3,8
06	II	P	6,9	9,2	6,1	6,4	0,2	7,4	7,7	2,8	10,9	10,4	10,0	6,9	13,3	5,2	3,9
06	III	P	7,8	11,3	6,1	8,4	0,5	5,6	6,2	1,0	7,6	9,6	10,6	7,6	5,3	5,5	4,0
06	IV	P	6,5	12,3	4,7	4,6	0,2	7,2	5,6	0,0	21,6	10,0	9,5	5,6	13,7	5,2	3,9
07	I	P	6,6	13,3	5,1	2,4	-0,1	3,3	2,5	0,3	9,6	6,1	5,3	10,0	9,2	5,1	4,0
07	II	P	5,8	11,3	4,2	3,7	-0,1	3,9	4,0	-0,4	7,7	6,2	4,9	8,2	12,0	4,9	3,9
07	III	P	4,6	8,5	3,3	3,6	-0,1	8,2	6,0	-0,1	26,2	7,6	5,7	6,1	17,8	3,9	3,6
07	IV	P	4,5	7,1	2,9	6,0	-0,0	4,0	4,6	0,4	5,2	4,9	3,5	4,5	12,1	3,8	3,2
08	I	P	2,8	5,7	0,4	6,6	0,1	4,4	4,1	-0,2	9,8	4,0	4,7	2,7	1,2	2,8	2,6
08	II	P	-0,2	2,2	-2,3	3,7	-0,0	4,2	4,7	-1,0	6,7	2,4	2,9	-4,6	1,6	1,5	1,8
08	III	P	-3,2	-0,6	-6,4	3,5	-0,1	1,5	3,0	-3,9	0,4	-1,1	-1,0	-1,6	-1,6	0,1	0,9

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

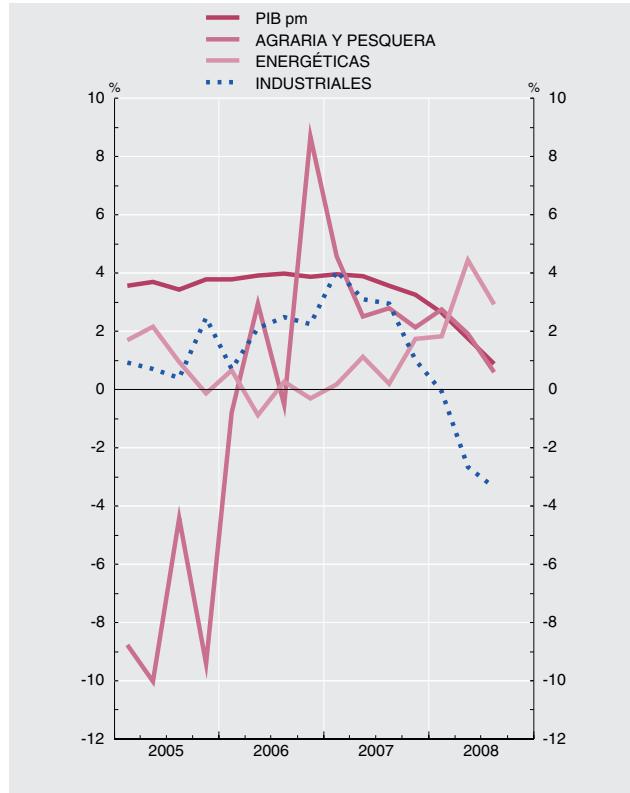
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

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

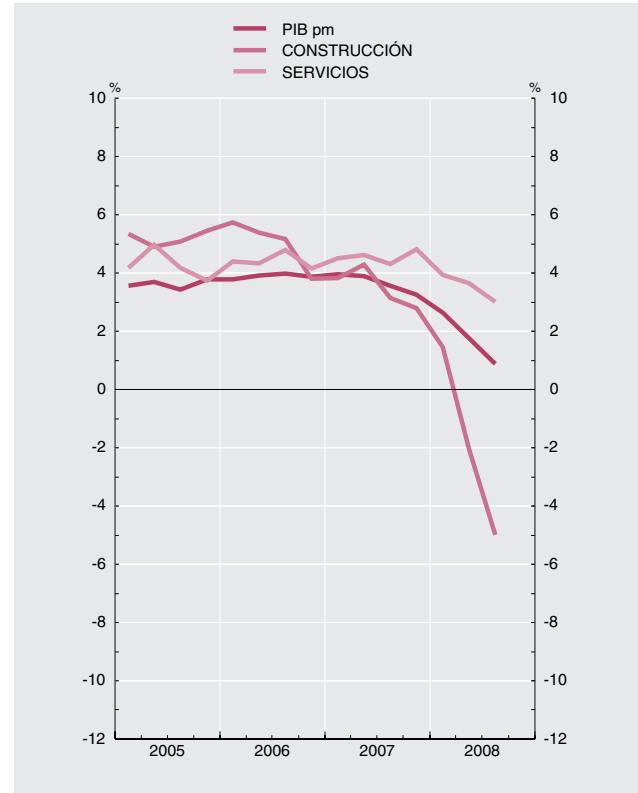
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			IVAs que gravan los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos	Tasas de variación interanual				
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado								
05	P	3,6	-8,2	1,2	1,1	5,2	4,3	4,3	3,9	5,5	4,9	7,3					
06	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8					
07	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3					
05 /V	P	3,8	-9,4	-0,1	2,5	5,5	3,7	3,8	3,6	5,4	8,1	16,1					
06 /	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2					
//	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4					
///	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4					
/V	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9					
07 /	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9					
//	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4					
///	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1					
/V	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6					
08 /	P	2,6	2,7	1,8	-0,1	1,5	3,9	3,8	4,4	1,3	-1,3	-1,8					
//	P	1,8	1,9	4,4	-2,7	-2,1	3,6	3,3	4,8	0,9	-5,1	-1,2					
///	P	0,9	0,6	2,9	-3,4	-5,0	3,0	2,4	5,3	-0,1	-14,2	0,2					

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).

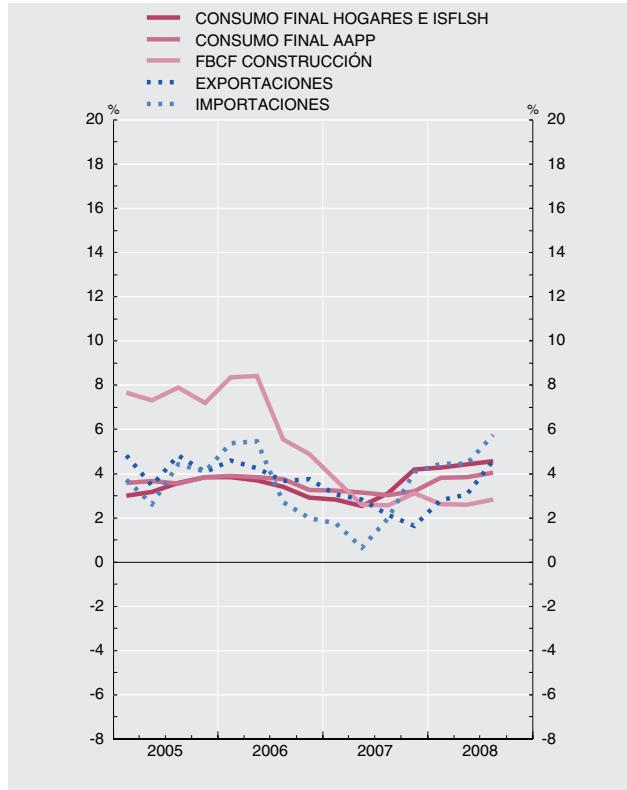
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

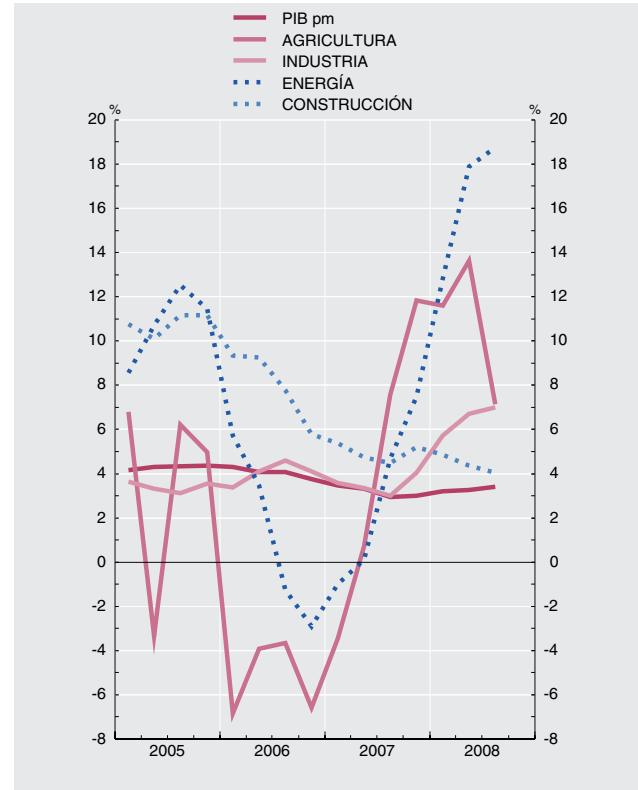
Tasas de variación interanual

	1	Componentes de la demanda							8	Ramas de actividad					14		
		Formación bruta de capital fijo			4	5	6	7		Ramas de actividad			12	13			
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo						Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales					
05	P	3,4	3,7	2,7	7,5	4,7	4,3	3,7	4,3	3,5	10,8	3,4	10,8	2,9	2,7		
06	P	3,4	3,7	2,0	6,7	4,9	4,0	3,8	4,0	-5,3	8,0	4,1	8,0	3,1	2,8		
07	P	3,2	3,2	1,7	3,0	3,2	2,4	2,1	3,2	4,2	2,8	3,5	4,9	3,3	3,1		
05 /V	P	3,9	3,8	2,9	7,2	4,5	4,1	4,1	4,4	5,0	11,4	3,6	11,2	3,4	3,3		
06 /I	P	3,8	3,9	2,7	8,3	5,2	4,6	5,4	4,3	-6,8	5,7	3,4	9,3	2,9	2,7		
II	P	3,7	3,9	2,4	8,4	5,5	4,2	5,5	4,1	-3,9	3,5	4,1	9,3	3,5	3,4		
III	P	3,4	3,8	1,7	5,6	5,0	3,7	2,7	4,1	-3,7	-1,2	4,6	7,8	3,1	2,9		
IV	P	2,9	3,3	1,4	4,9	4,1	3,7	2,0	3,8	-6,6	-2,9	4,1	5,8	2,8	2,5		
07 /I	P	2,9	3,2	1,9	3,7	3,7	3,0	1,7	3,5	-3,5	-1,0	3,6	5,4	3,0	2,8		
II	P	2,6	3,1	1,7	2,6	2,7	2,8	0,7	3,3	0,7	0,1	3,3	4,7	2,9	2,7		
III	P	3,1	3,0	1,3	2,6	2,7	2,1	2,0	3,0	7,6	4,7	3,0	4,5	3,3	3,1		
IV	P	4,2	3,2	2,1	3,1	3,5	1,7	4,1	3,0	11,8	7,5	4,0	5,2	3,9	3,9		
08 /I	P	4,3	3,8	2,4	2,6	2,9	2,8	4,4	3,2	11,6	12,8	5,7	4,8	4,2	4,3		
II	P	4,4	3,8	1,8	2,6	1,6	3,0	4,5	3,3	13,6	17,9	6,7	4,4	4,9	5,2		
III	P	4,6	4,0	2,1	2,8	1,2	4,6	5,8	3,4	7,1	18,8	7,0	4,0	5,0	5,3		

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).

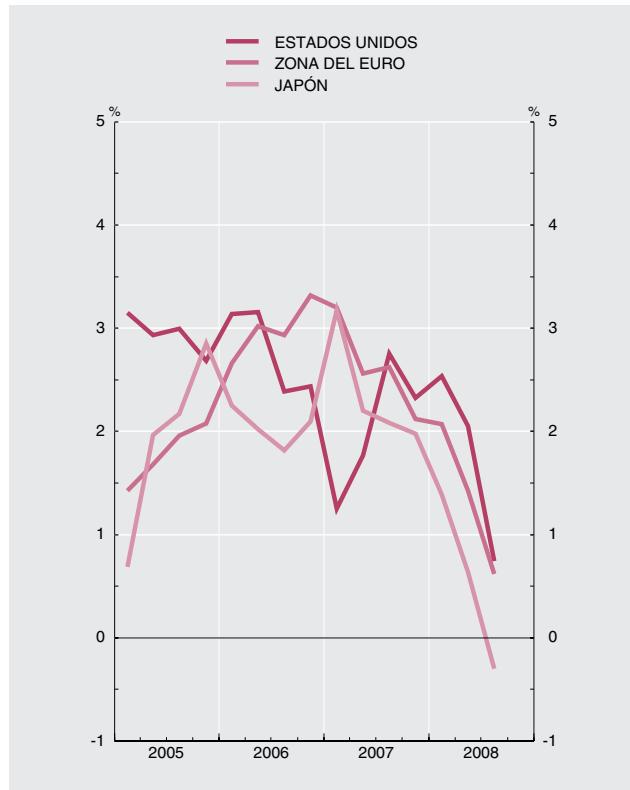
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

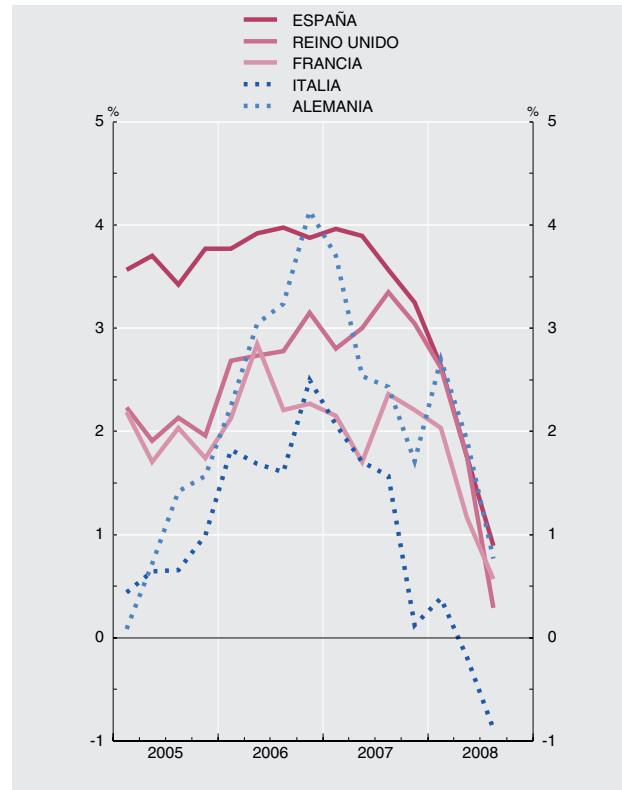
■ Serie representada gráficamente.

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

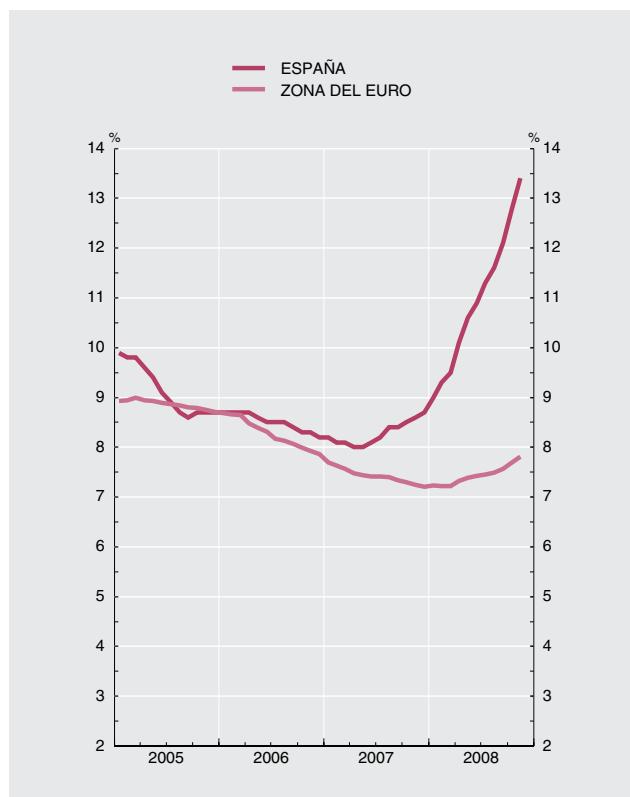
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

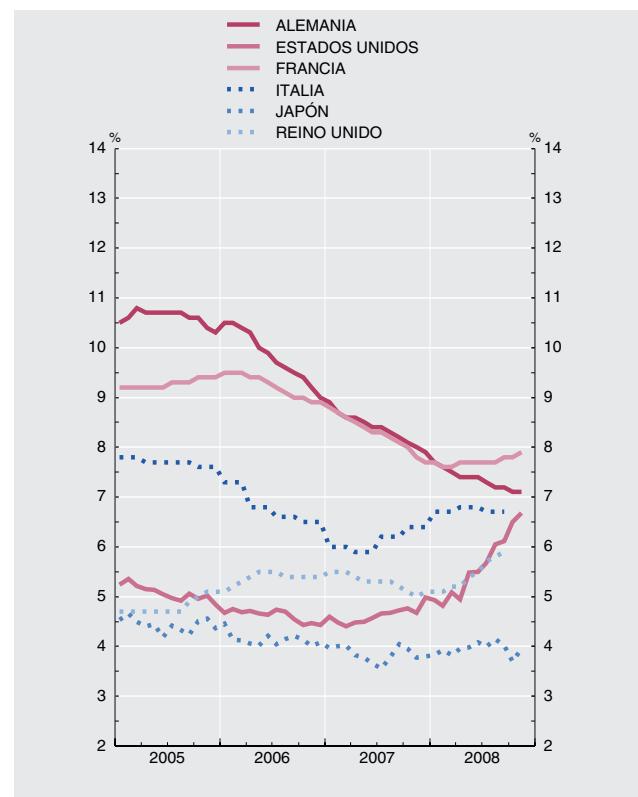
■ Serie representada gráficamente.

	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	
05	6,8	8,9	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8	
06	6,3	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4	
07	5,8	7,1	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,8	5,3	
07 Jun	5,8	7,1	7,4	8,4	8,1	4,6	8,3	5,9	3,7	5,3	
Jul	5,8	7,1	7,4	8,4	8,2	4,7	8,3	6,2	3,6	5,3	
Ago	5,8	7,1	7,4	8,3	8,4	4,7	8,2	6,2	3,8	5,3	
Sep	5,8	7,0	7,3	8,2	8,4	4,7	8,1	6,2	4,1	5,2	
Oct	5,8	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,4	4,0	5,1	
Nov	5,7	6,9	7,2	8,0	8,6	4,7	7,8	6,4	3,8	5,0	
Dic	5,8	6,8	7,2	7,9	8,7	5,0	7,7	6,4	3,8	5,1	
08 Ene	5,7	6,8	7,2	7,7	9,0	4,9	7,7	6,7	3,8	5,1	
Feb	5,7	6,8	7,2	7,6	9,3	4,8	7,6	6,7	3,9	5,1	
Mar	5,8	6,8	7,2	7,5	9,5	5,1	7,6	6,7	3,8	5,2	
Abr	5,8	6,8	7,3	7,4	10,1	5,0	7,7	6,8	4,0	5,2	
May	6,0	6,9	7,4	7,4	10,6	5,5	7,7	6,8	4,0	5,4	
Jun	6,0	6,9	7,4	7,4	10,9	5,5	7,7	6,8	4,1	5,5	
Jul	6,1	6,9	7,4	7,3	11,3	5,7	7,7	6,7	4,0	5,7	
Ago	6,2	7,0	7,5	7,2	11,6	6,1	7,7	6,7	4,2	5,8	
Sep	6,3	7,0	7,6	7,2	12,1	6,1	7,8	6,7	4,0	5,9	
Oct	6,4	7,1	7,7	7,1	12,8	6,5	7,8	... 3,7	... 3,7	...	
Nov	6,5	7,2	7,8	7,1	13,4	6,7	7,9	... 4,0	... 4,0	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



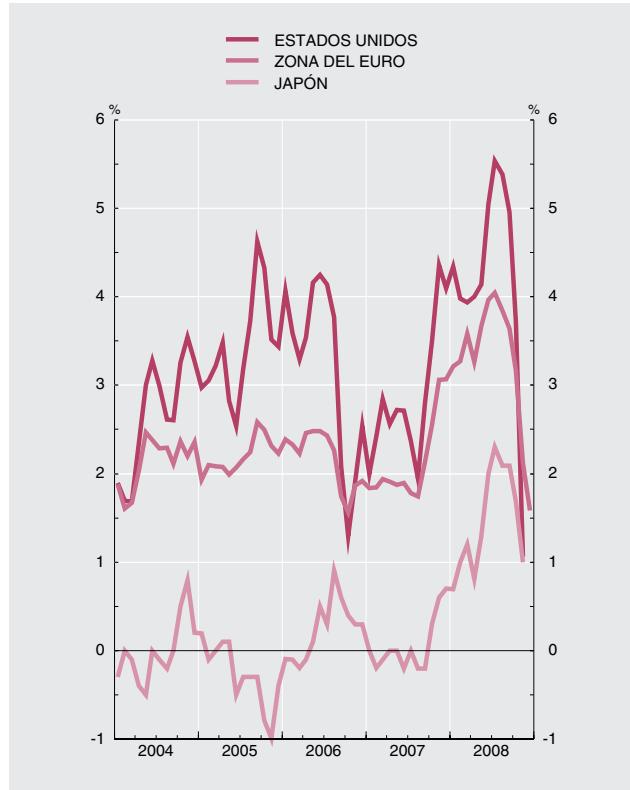
FUENTES: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

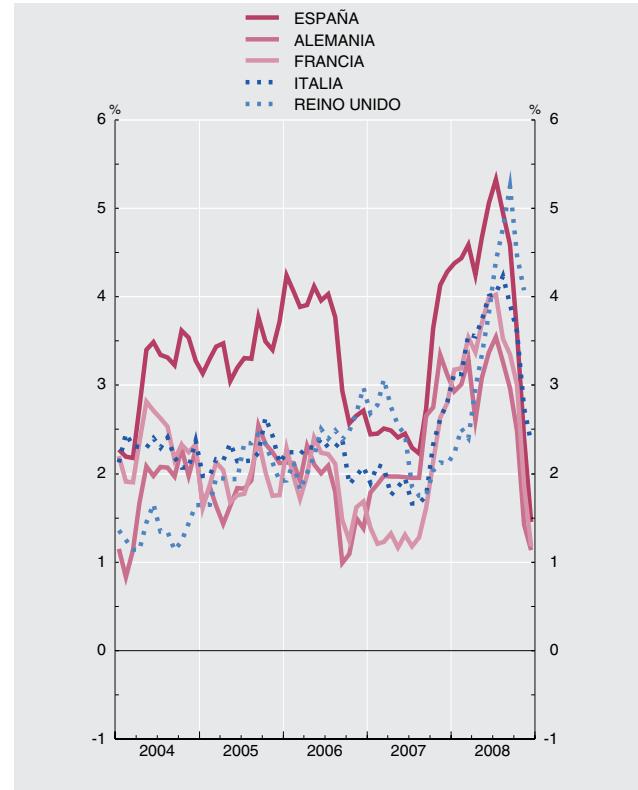
■ Serie representada gráficamente.

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

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

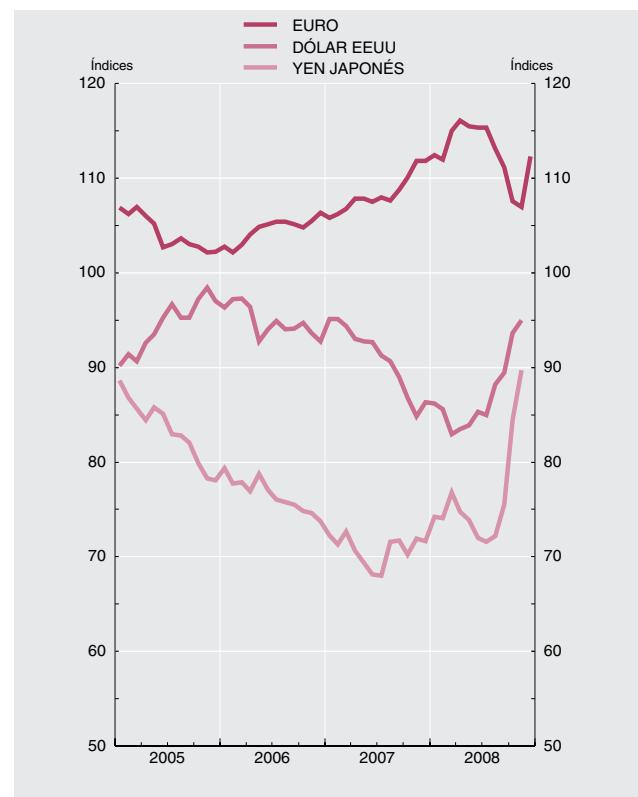
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/ euro	Yen japonés por euro/ euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,3	96,4	77,3
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	107,2	92,7	72,0
08	1,4707	152,31	103,36	112,7	78,2	99,8	112,7	87,1	76,3	110,0	90,3	77,4
07 E-D	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	107,2	92,7	72,0
08 E-D	1,4707	152,31	103,36	112,7	78,2	99,8	112,7	87,1	76,3	110,0	90,3	77,4
07 Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	109,0	89,2	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,8	84,9	71,9	110,2	88,1	72,9
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,8	86,4	71,6	110,3	88,9	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,4	86,2	74,2	110,7	88,3	75,3
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	112,0	85,6	74,1	110,7	88,0	75,3
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	115,0	82,9	76,8	113,1	85,9	77,5
Abr	1,5751	161,56	102,66	116,0	74,4	96,5	116,1	83,5	74,8	114,1	86,3	75,6
May	1,5557	162,31	104,34	115,5	74,7	95,3	115,5	83,9	73,9	113,1	87,6	74,2
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,4	75,5	93,1	115,3	85,3	72,0	112,5	88,9	72,4
Jul	1,5770	168,45	106,83	115,8	75,0	92,6	115,3	85,0	71,6	112,4	89,1	72,4
Ago	1,4975	163,63	109,28	113,5	78,2	92,9	113,1	88,2	72,2	110,2	91,7	73,6
Sep	1,4370	153,20	106,62	111,6	79,4	97,3	111,2	89,4	75,5	108,0	93,8	76,8
Oct	1,3322	133,52	100,11	107,6	83,7	108,2	107,6	93,6	84,4	104,2	96,4	86,3
Nov	1,2732	123,28	96,82	106,8	86,1	114,6	107,0	95,0	89,7	103,2	97,0	92,6
Dic	1,3449	122,51	91,16	112,0	84,0	119,8	112,3	...	...	107,5	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

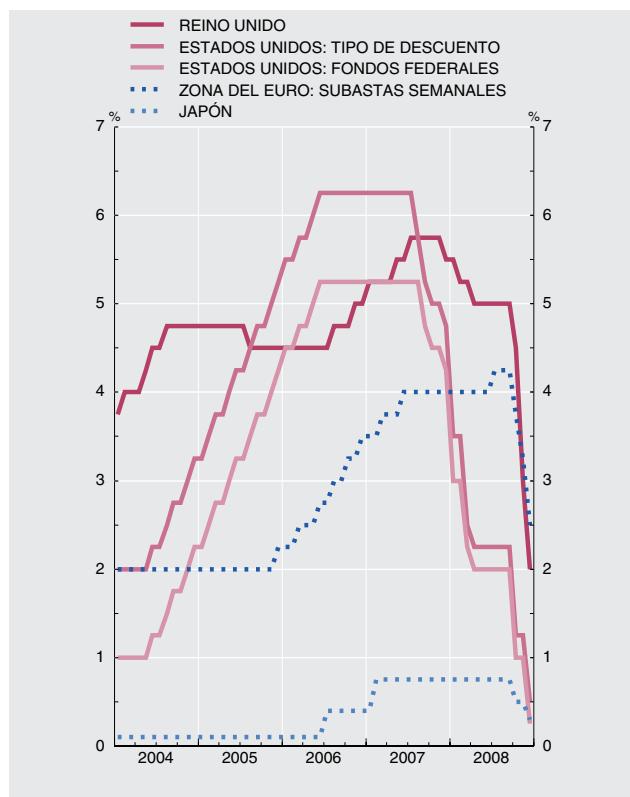
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

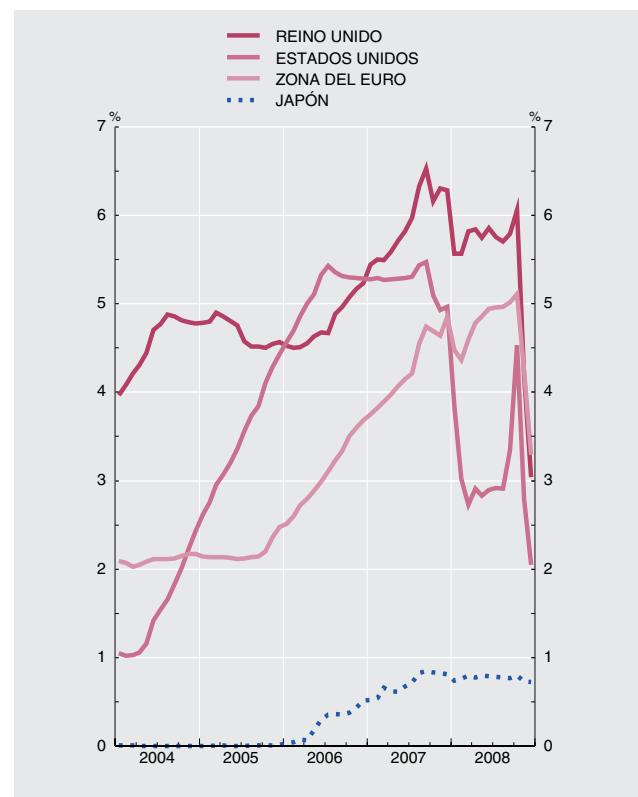
Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
07	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
07 Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
Abr	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
May	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
Jun	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
Jul	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
Ago	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
Sep	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
Oct	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
Nov	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
Dic	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04

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).

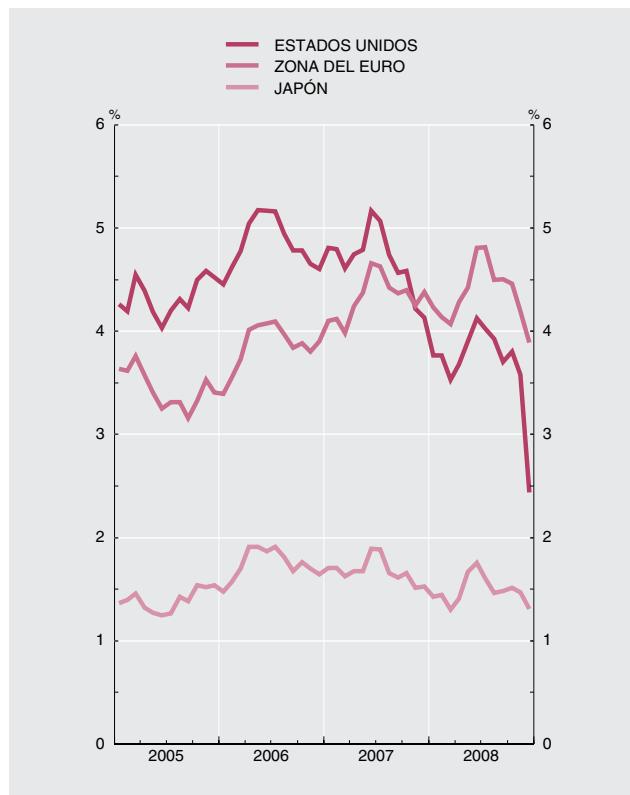
d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

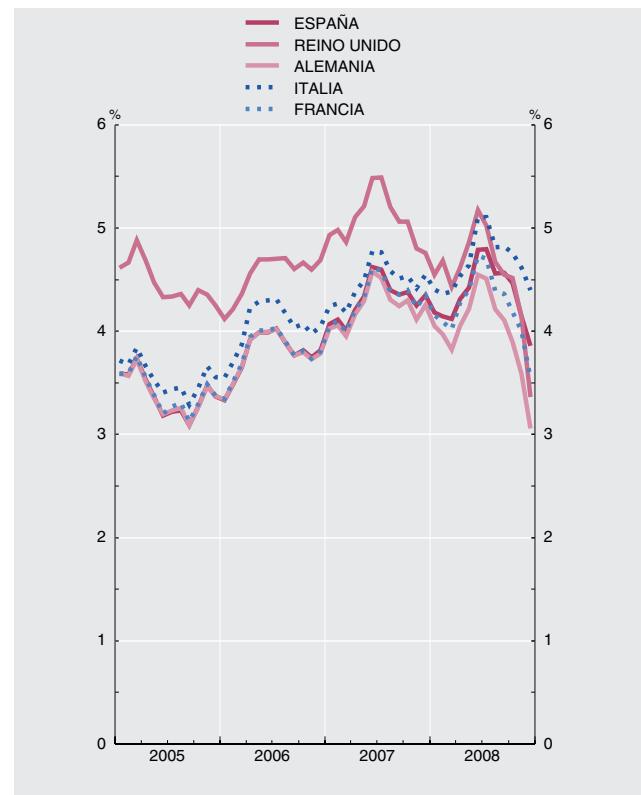
■ Serie representada gráficamente.

	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	
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47	
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55	
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08	
07 Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49	
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20	
Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06	
Oct	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06	
Nov	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80	
Dic	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76	
08 Ene	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55	
Feb	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68	
Mar	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43	
Abr	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62	
May	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86	
Jun	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17	
Jul	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02	
Ago	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67	
Sep	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54	
Oct	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52	
Nov	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14	
Dic	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

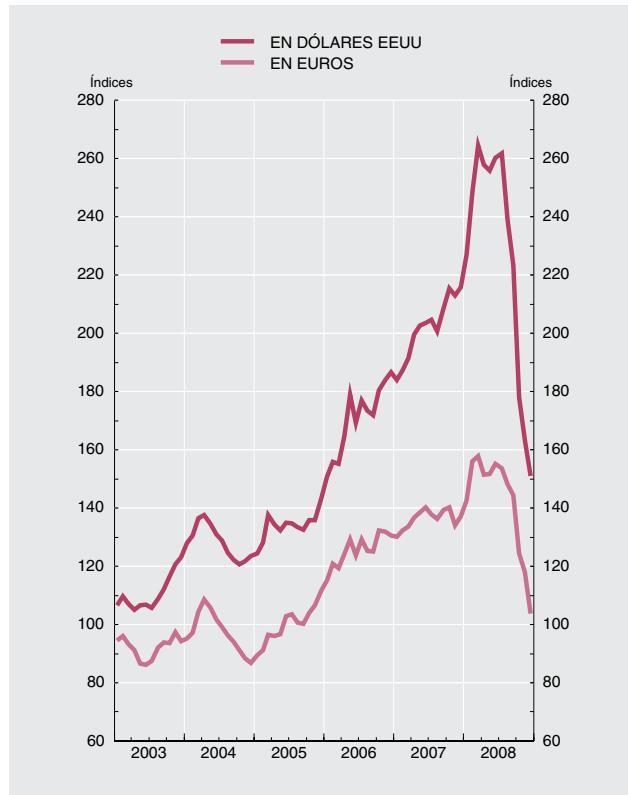
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro				
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte		Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy		
		General	General	Alimentos	Productos industriales			Dólares estadounidenses por barril	Índice				
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33		
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58		
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53		
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45		
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32		
07 E-D	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32		
08 E-D	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	...	97,2	312,4	871,4	19,07		
07 Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,1	289,0	806,2	17,65		
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,5	287,9	803,2	17,77		
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42		
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11		
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	360,7	104,3	347,1	968,4	20,06		
Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57		
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39		
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39		
Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17		
Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00		
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56		
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48		
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	...	52,7	272,7	760,9	19,20		
Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	...	40,5	291,5	813,1	19,52		

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

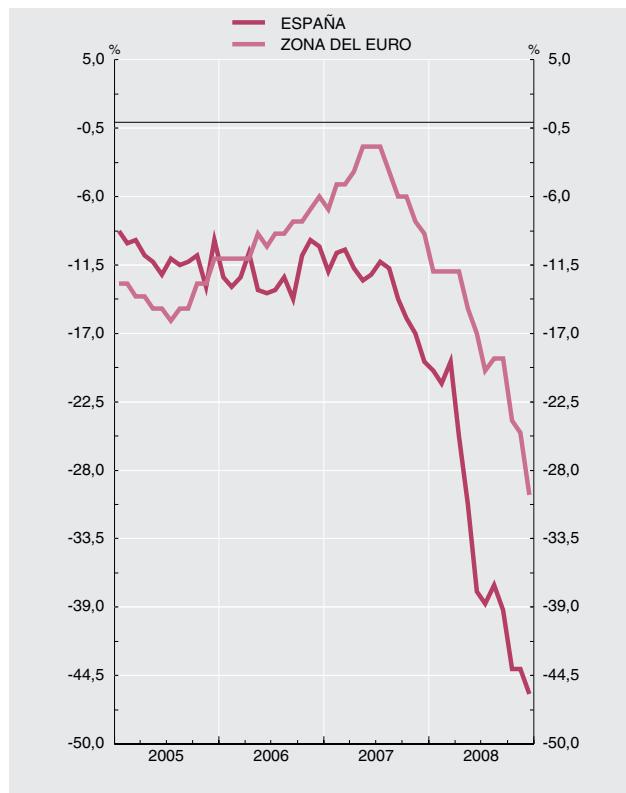
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

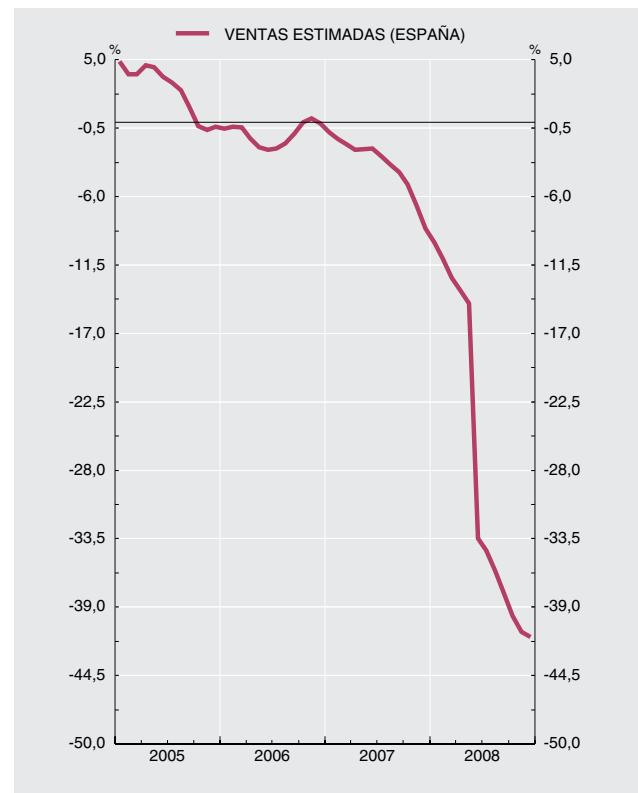
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado			
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista				Nominal	Del cual	Alimentación (b)	Resto (c)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,6	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,5
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,6	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6
07	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,9	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9
07 E-D	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,9	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9
08 E-D	A	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,5	-30,0	-28,1	...	...	...	...	...	...	...
08 Ene	P	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-16,7	-22,1	-12,7	-1,3	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,6
Feb	P	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	4,7	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	-0,1
Mar	P	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-6,5	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-2,1
Apr	P	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	1,5	4,3	-0,3	-2,4	1,2	-1,2	-2,1
May	P	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-6,8	-0,5	-5,3	-2,5	-	-8,6	-0,3
Jun	P	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-9,0	-4,8	-9,9	-11,6	-6,7	-12,0	-2,1
Jul	P	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,8	0,8	-4,9	-4,7	-1,2	-7,1	-1,9
Ago	P	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-6,1	-2,8	-7,7	-7,5	-3,9	-10,7	-1,8
Sep	A	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-11,6	-1,1	-5,5	-5,7	-3,1	-7,2	-1,7
Oct	A	-44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,7	-3,9	-6,9	-6,9	-3,0	-9,4	-2,4
Nov	A	-44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,4	-8,3	-9,6	-8,1	-5,6	-12,2	...
Dic	A	-46	-44	-26	-34	-30	-19	-47,3	-45,6	-49,9	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

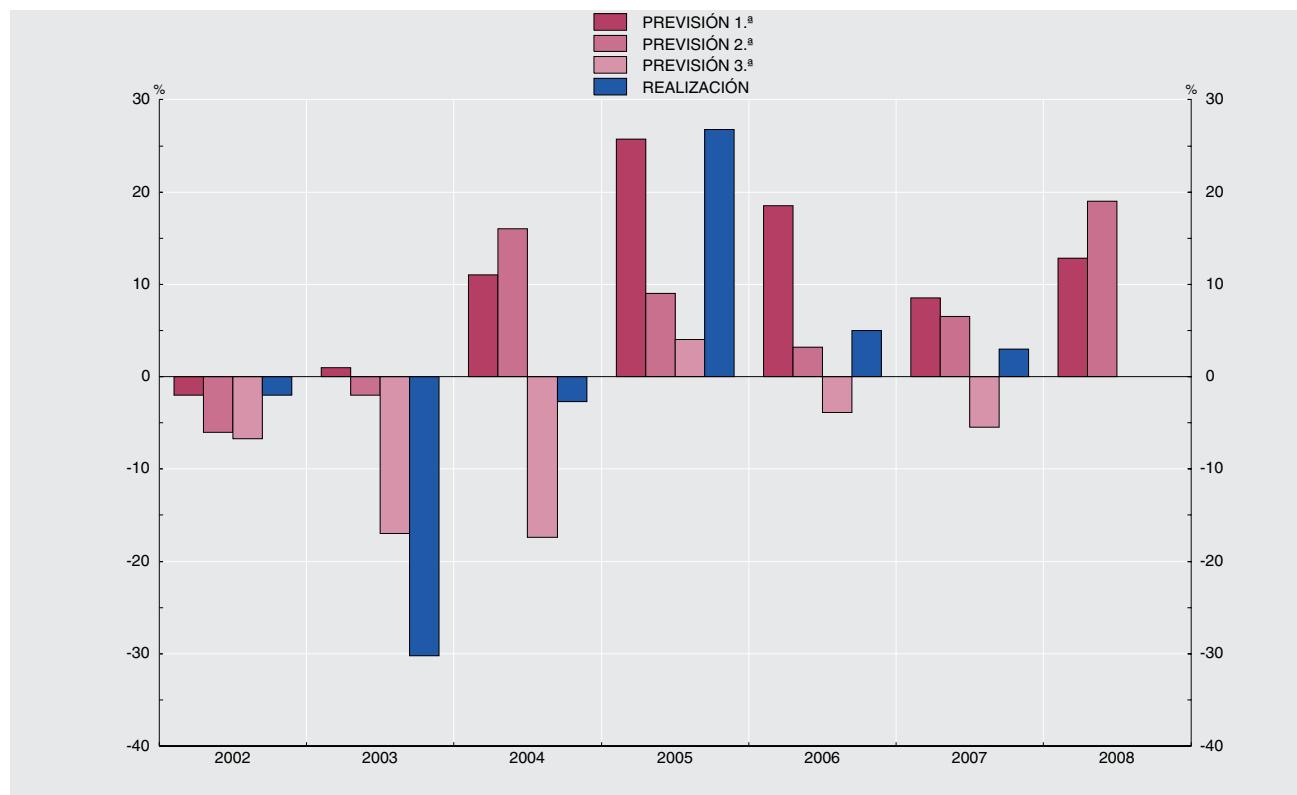
c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

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

■ Serie representada gráficamente.

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	Tasas de variación interanual a precios corrientes
1	■	■	■	■	
02	-2	-2	-2	-6	-7
03	-30	1	-2	16	-17
04	-3	11	-17	9	-17
05	27	26	16	3	4
06	5	19	3	7	-4
07	3	9	-6	19	-6
08	...	13	...	...	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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

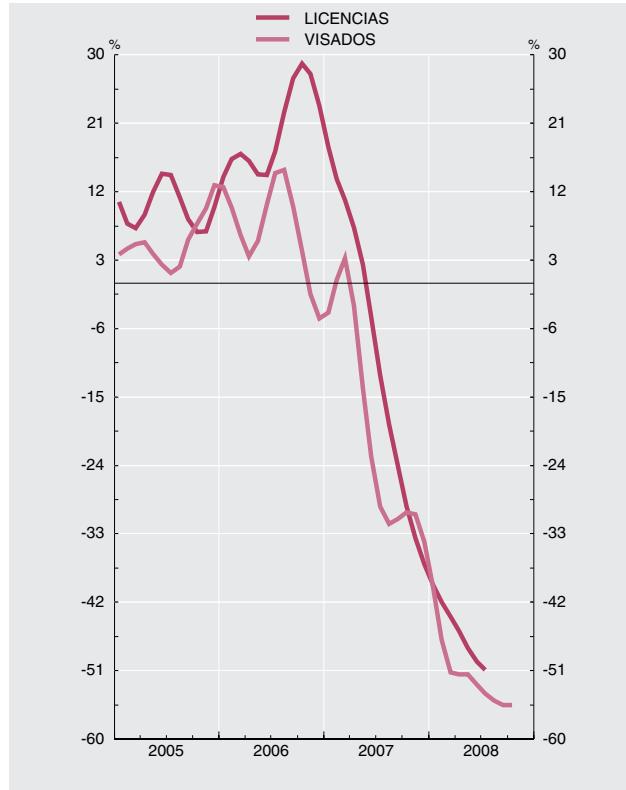
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

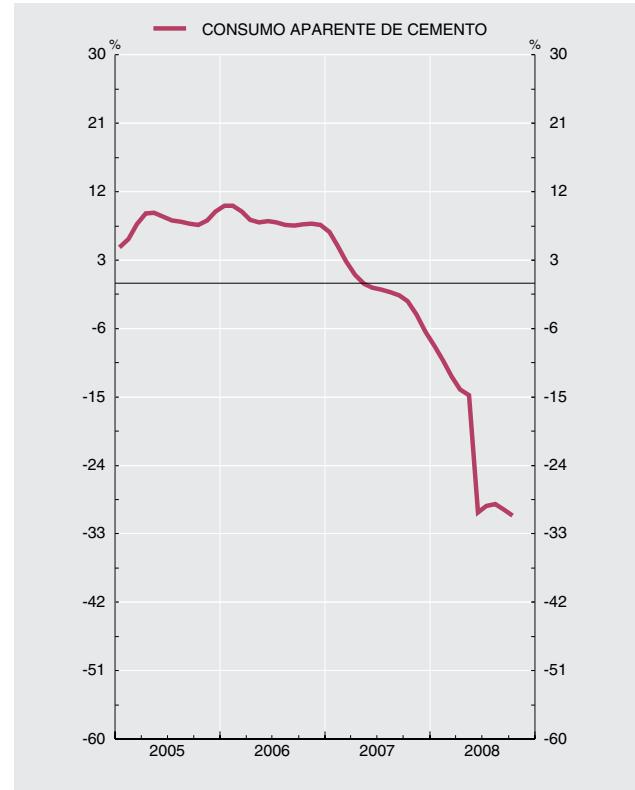
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)								Consumo aparente de cemento
	Total	De la cual			Total	De la cual		Total		Edificación					
		Residencial	Vivienda	No residencial		Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial	Ingeniería civil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05		7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3
06	P	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
07 E-O	P	-4,7	-5,8	-6,0	0,3	-21,8	-24,3	-10,5	-10,5	-14,7	-44,8	-35,0	-1,4	-8,7	1,2
08 E-O	P	...	...	...	...	-52,2	-56,6	-1,2	-1,2	-10,8	-3,8	4,4	-12,5	2,9	-21,1
07 Jul	P	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	20,6	7,2	-30,2	-38,8	-52,4	-27,7	44,0	3,9
Ago	P	-16,5	-16,2	-16,7	-17,9	-36,5	-40,3	-55,8	-3,7	-56,5	-76,8	-79,2	-48,3	-55,6	-2,2
Sep	P	-26,8	-39,9	-40,6	49,5	-64,2	-66,4	-42,3	-7,2	-50,0	-68,4	-89,5	-40,5	-38,5	-5,2
Oct	P	-28,5	-29,3	-30,1	-24,9	-27,7	-31,4	-33,3	-10,5	-29,1	-50,3	-54,4	-18,2	-34,8	4,3
Nov	P	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,4	-39,6	-41,1	-55,7	-39,3	-38,5	-0,5
Dic	P	-38,2	-48,9	-48,8	15,7	-26,4	-36,2	-28,2	-15,0	-24,5	-60,3	-2,0	2,9	-29,3	-11,4
08 Ene	P	-42,5	-48,8	-47,9	-5,4	-43,8	-47,4	-2,4	-2,4	46,8	35,4	71,2	49,4	-19,1	-7,8
Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,0	4,6	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,3	-5,1
Mar	P	-50,6	-51,3	-53,9	-48,3	-67,3	-70,5	70,7	27,8	-33,3	-52,0	-64,0	-26,4	135,8	-25,2
Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P	-54,8	-59,6	-60,2	-35,3	-55,5	-58,7	-66,8	12,4	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
Jun	P	-50,8	-57,6	-56,9	-14,5	-52,3	-59,2	-67,2	-2,3	-59,7	43,8	-47,3	-70,6	-70,5	-33,1
Jul	P	-50,5	-57,0	-57,5	-20,4	-52,0	-54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-23,8
Ago	P	...	...	...	...	-60,3	-64,5	10,7	-2,4	67,7	253,4	484,0	33,7	-9,6	-30,2
Sep	P	...	...	...	...	-50,7	-57,5	42,0	0,0	19,0	30,9	231,7	15,8	51,3	-24,8
Oct	P	...	...	...	...	-56,8	-62,1	-12,6	-1,2	-36,0	-53,2	29,0	-30,7	-3,8	-34,4

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



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



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

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

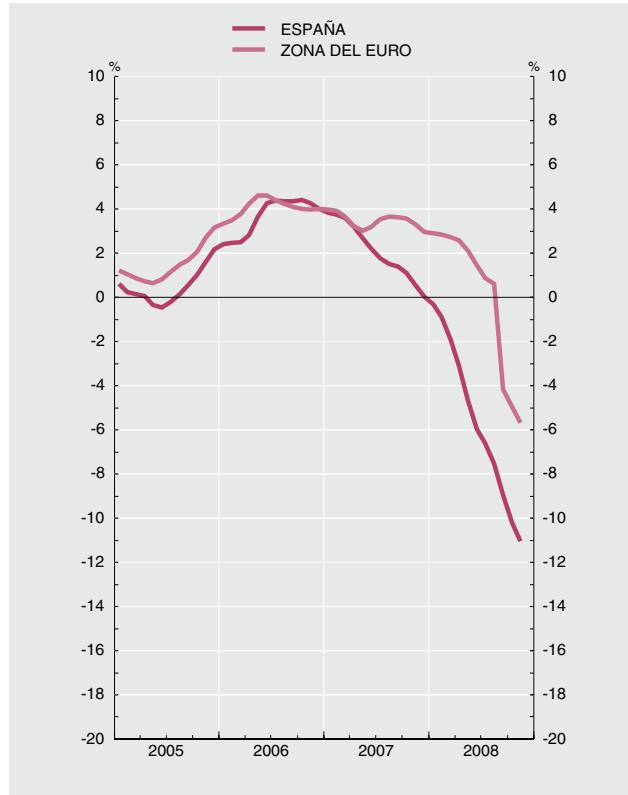
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

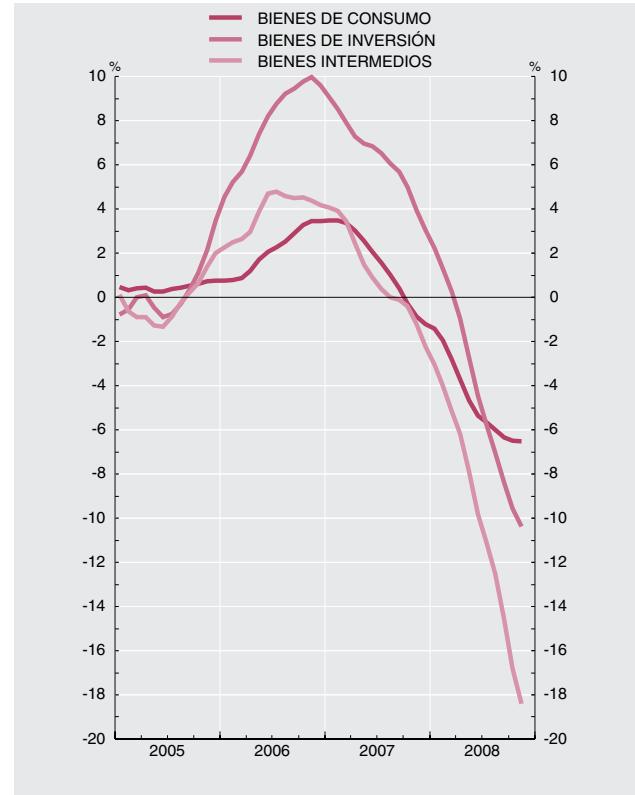
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro					
		Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,4	1,5	0,6	3,0	0,9	
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,6	5,9	4,9	
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,5	4,0	2,3	6,1	3,9	
07	E-N	109,7	2,5	2,1	6,5	1,7	0,3	-0,4	2,8	1,0	3,6	4,3	2,6	6,4	4,1	
08	E-N	103,3	-5,8	-4,9	-4,2	-10,0	1,8	-12,3	-6,5	1,6	-0,7	-0,9	-1,7	1,1	-1,7	
07	Ago	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,6	5,0	4,9	7,6	3,7	
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,4	3,2	1,4	5,5	3,0	
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,4	4,1	2,1	7,4	3,3	
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	2,9	2,3	0,2	5,3	1,7	
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,7	1,5	-0,5	3,4	0,5	
08	Ene	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,2	3,2	1,4	6,6	2,3	
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,1	2,9	0,8	6,4	2,1	
Mar	P	102,6	-13,8	-16,8	-14,4	-17,0	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,4	-0,1	-2,0	2,8	0,6	
Abr	P	114,9	11,8	13,0	20,6	8,6	5,9	10,9	12,4	6,6	4,3	4,7	1,6	8,0	3,0	
May	P	109,0	-7,6	-9,7	-5,4	-9,4	-0,5	-19,2	-8,3	0,7	-0,3	-0,3	-3,5	2,6	-0,4	
Jun	P	104,0	-9,7	-9,7	-10,8	-12,8	1,5	-21,2	-10,7	1,6	-0,4	-0,3	-1,4	1,7	-0,9	
Jul	P	113,3	-1,4	-0,2	3,3	-6,6	2,9	-10,3	-1,8	2,6	-1,1	-1,2	-1,1	-0,1	-1,7	
Ago	P	72,2	-11,0	-11,1	-15,0	-15,4	1,6	-26,3	-13,2	4,5	-0,6	-0,9	-4,2	0,8	0,1	
Sep	P	102,6	-4,7	-3,2	-1,4	-9,4	-0,6	-16,2	-5,0	-1,2	-2,5	-2,6	-2,8	-0,7	-3,9	
Oct	P	104,3	-11,3	-6,4	-12,4	-17,9	-1,4	-16,7	-12,1	-3,7	-5,7	-5,9	-3,8	-5,4	-7,9	
Nov	P	94,3	-17,2	-12,1	-18,1	-25,9	-3,3	-19,7	-18,7	-4,8	-7,7	-7,9	-4,1	-8,0	-11,2	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

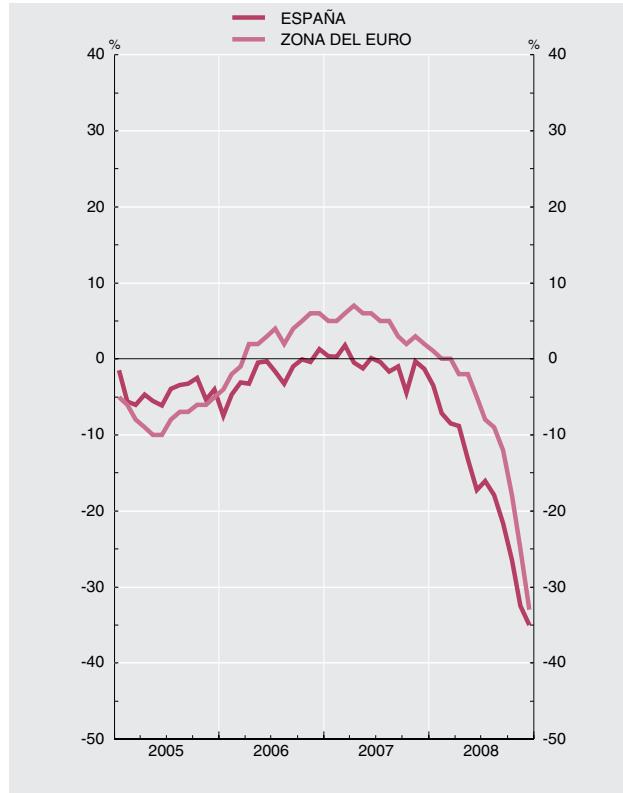
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

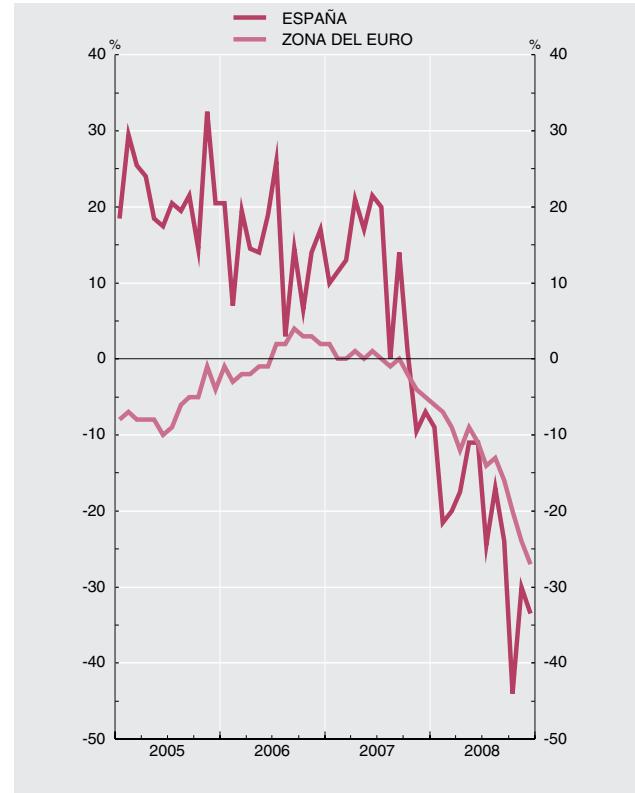
Saldo

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

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

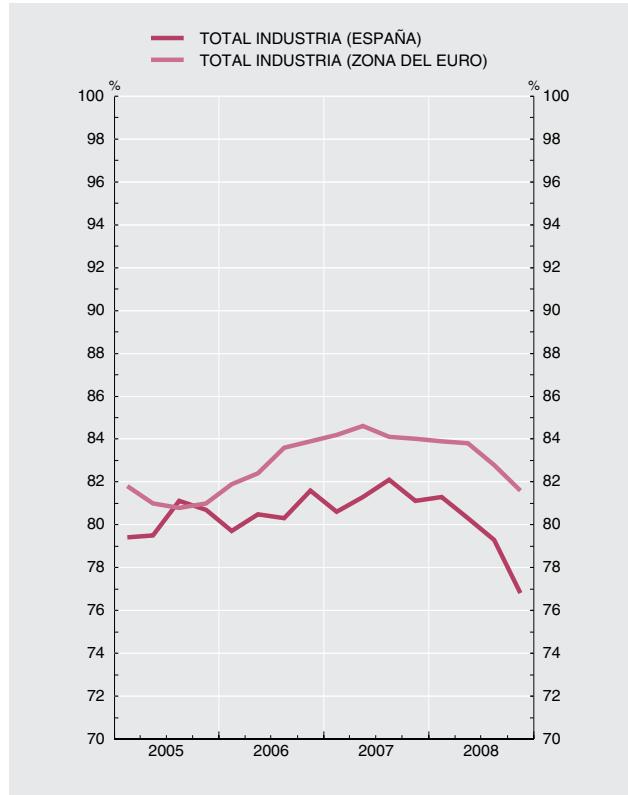
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

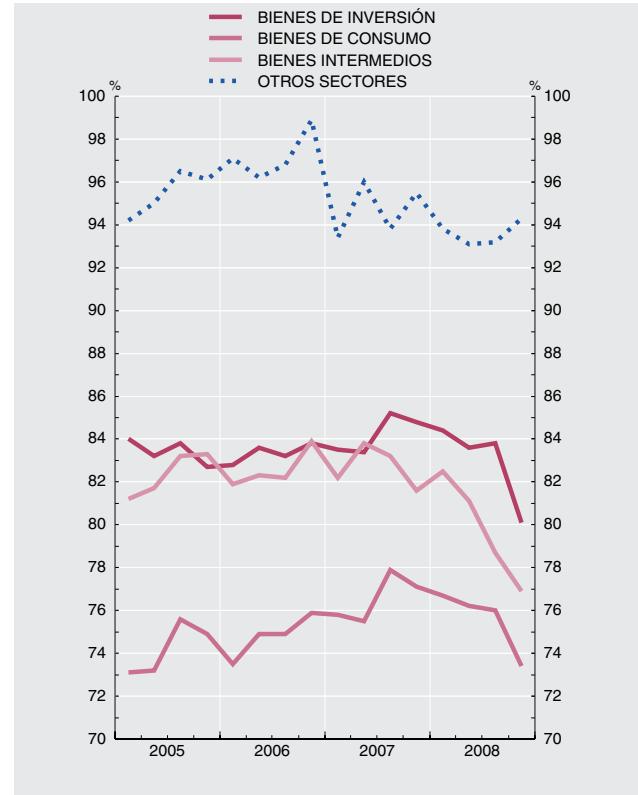
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
07 I-IV	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
08 I-IV	79,4	79,8	8	75,6	76,7	9	83,0	82,8	4	79,8	79,8	9	93,6	94,1	-0	83,0
06 //	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
///	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
/V	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 /	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
//	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,6
///	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
/V	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 /	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
//	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,8
///	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,8
/V	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,6

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

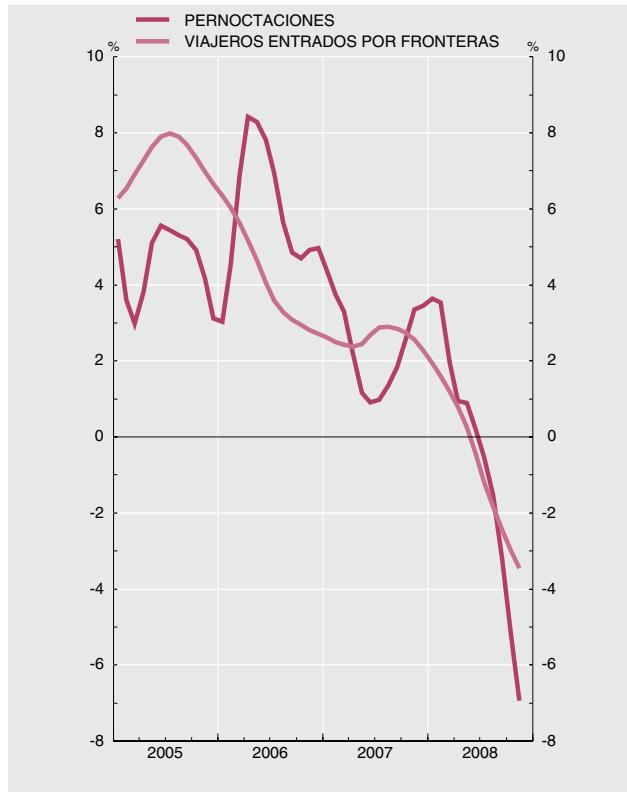
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

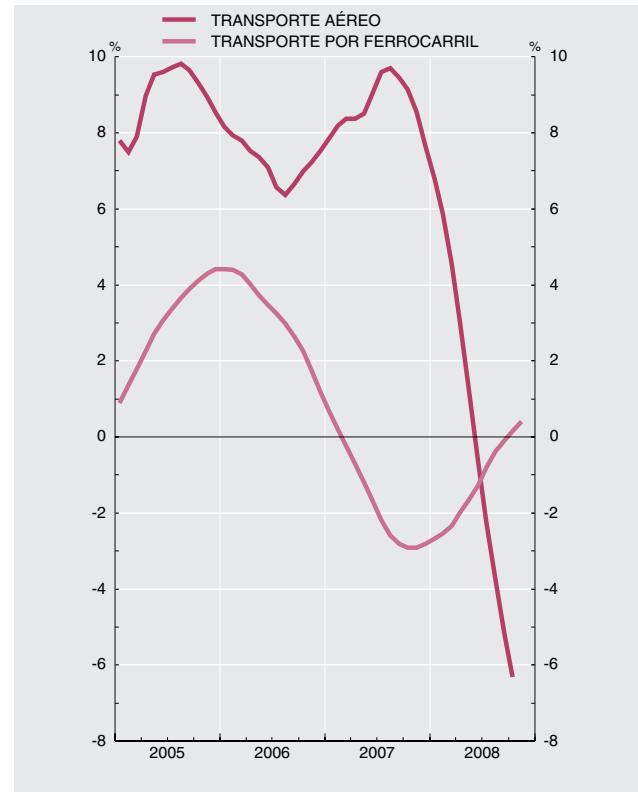
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril			
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros		Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías		
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5	
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,6	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1	
07	P	3,1	4,0	1,7	2,1	2,6	4,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5	
07 E-N	3,2	3,7	1,8	1,9	2,8	1,4	5,2	9,2	9,3	9,1	4,6	5,6	5,2	-1,5	-1,2	
08 E-N	P	-1,3	0,6	-0,7	0,7	-0,7	-2,0	1,3	...	...	...	...	...	-0,8	...	
07 Ago	3,2	5,1	1,3	3,0	4,4	0,8	9,4	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6	
Sep	2,4	4,2	0,7	1,3	2,8	0,4	7,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9	
Oct	2,5	3,3	0,4	1,6	0,8	-0,3	2,6	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6	
Nov	8,2	9,3	7,1	6,1	4,8	4,8	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,0	-6,2		
Dic	P	2,1	10,3	1,6	7,1	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	P	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-0,0	-4,1
Feb	P	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,5	3,6
Mar	P	7,4	5,5	10,0	4,1	6,5	7,4	5,2	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
Apr	P	-10,4	-1,9	-11,5	-2,2	-2,9	-1,0	-5,7	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
May	P	6,0	7,6	6,6	6,3	9,2	4,2	18,6	2,3	-5,3	7,9	-0,3	7,3	-1,1	-4,5	-13,8
Jun	P	-2,6	-0,7	-2,3	-1,4	0,9	-0,7	3,9	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	-4,4	-9,7
Jul	P	0,6	2,0	0,9	2,9	-4,4	-8,0	2,2	-3,5	-9,0	0,0	3,5	-5,0	0,0	1,3	-2,9
Ago	P	-0,7	0,1	-0,6	1,1	-0,2	-1,8	1,8	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-16,9
Sep	P	-3,3	-2,3	-2,8	-2,3	-5,5	-5,9	-4,7	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	-2,6	-2,5
Oct	P	-6,6	-3,3	-5,1	-2,8	-5,6	-5,4	-6,0	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	...	0,5	...	-14,2
Nov	P	-11,8	-11,3	-10,6	-8,7	-8,0	-11,6	-3,3	...	...	...	...	...	0,3	...	

TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

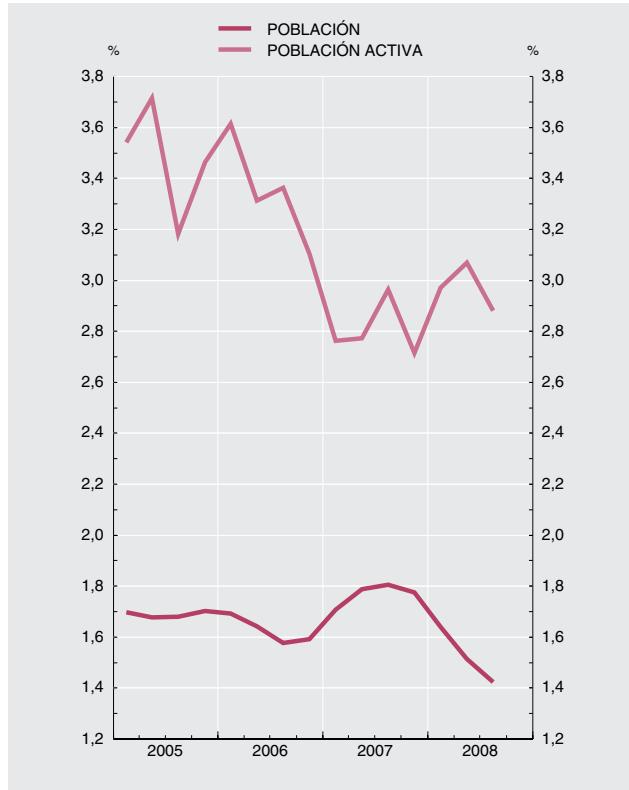
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Población activa				1 T 4	
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4				Variación interanual (b)					
			Tasa de actividad (%) (a)	Total (Miles de personas)			Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)				
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5		
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3		
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8		
07 I-III	M	37 585	653	1,8	58,85	22 118	1 828	1 153	676	2,8		
08 I-III	M	38 158	573	1,5	59,69	22 776	1 973	1 027	947	3,0		
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6		
II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3		
III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4		
IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1		
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8		
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8		
III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0		
IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7		
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0		
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1		
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9		

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

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

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

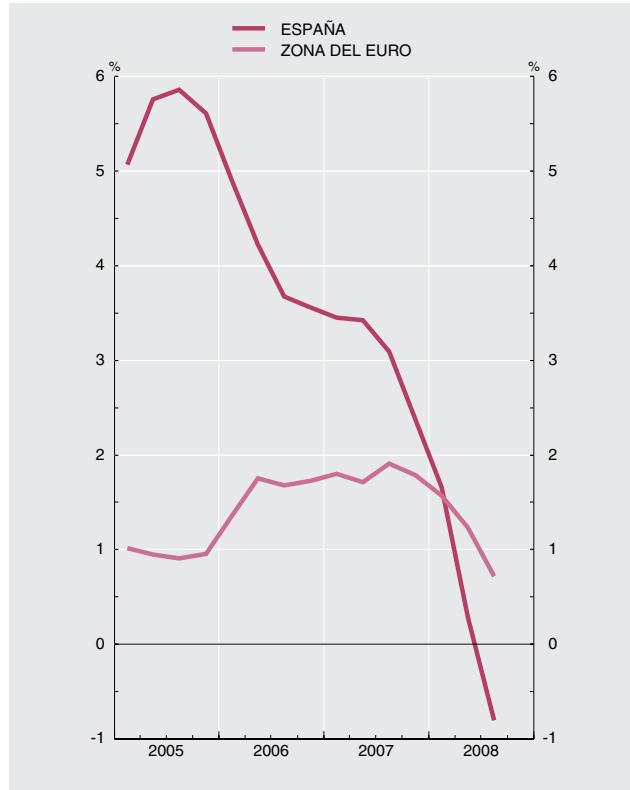
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

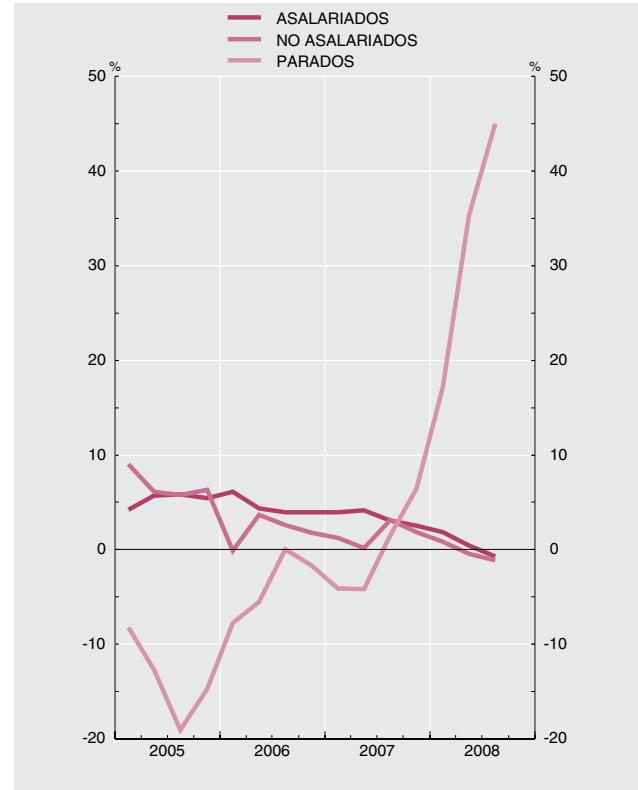
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados										Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	1,0	8,87	
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,28	
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43	
07 I-III	M	20 316	653	3,3	16 721	599	3,7	3 595	54	1,5	1 803	-43	-2,3	8,15	1,8	7,48	
08 I-III	M	20 391	76	0,4	16 806	84	0,5	3 586	-9	-0,2	2 385	582	32,3	10,47	1,2	7,37	
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,4	8,66	
II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,8	8,40	
III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,12	
IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	7,93	
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,63	
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,44	
III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,38	
IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,8	7,25	
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,6	7,23	
II		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,2	7,38	
III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,7	7,50	

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

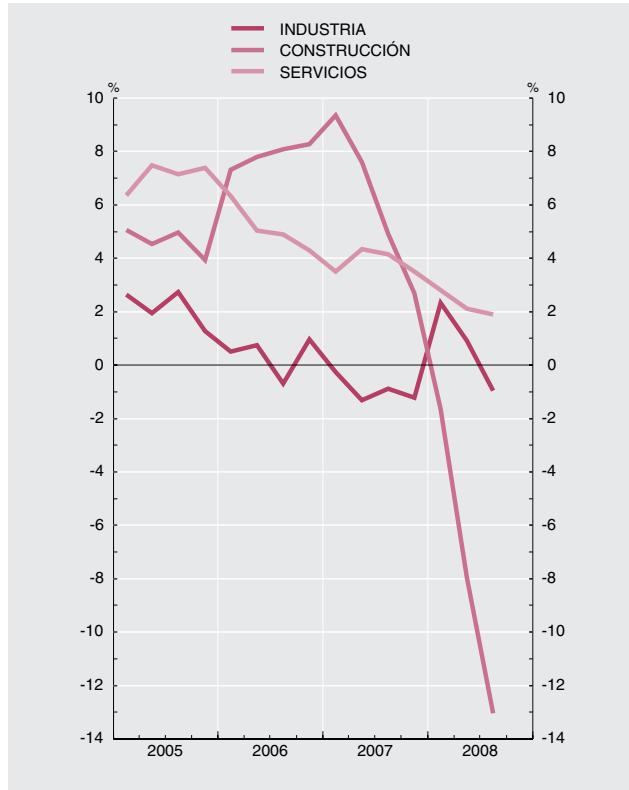
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

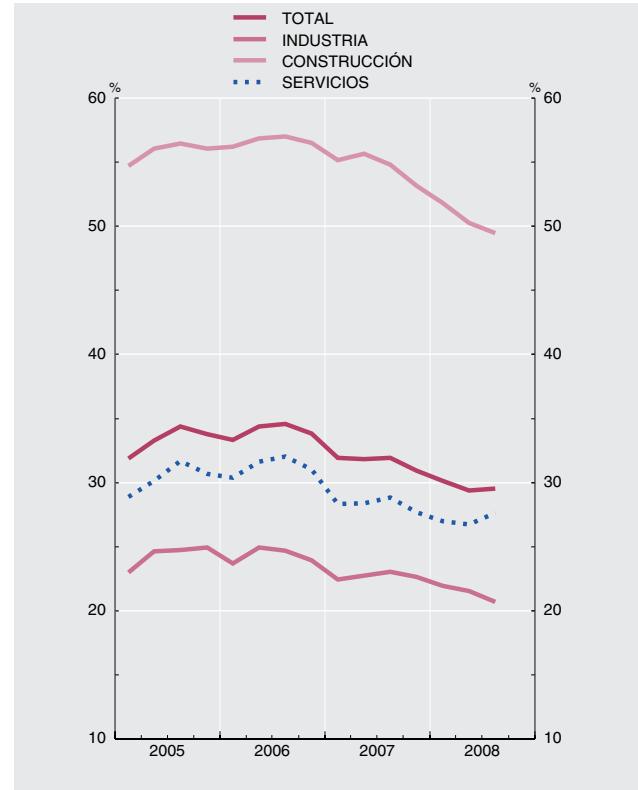
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3
07 I-III	M	3,3	3,7	-6,4	-2,1	2,9	0,1	-0,8	-0,7	-7,0	7,3	8,2	-2,6	4,0	4,1	-9,0	3,4
08 I-III	M	0,4	0,5	-7,0	-5,1	-5,9	-6,6	0,8	1,0	-5,8	-7,6	-8,7	-8,5	2,3	2,5	-4,9	-0,7
06 I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4
II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,7	2,3	3,1	22,0	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,7	27,0	2,1
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-5,0	54,4	0,9	1,0	21,6	-7,9	-9,3	50,3	2,1	2,4	26,7	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,1	-4,5	52,9	-1,0	-1,1	20,7	-13,0	-14,7	49,4	1,9	2,2	27,6	-0,7

OCCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

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

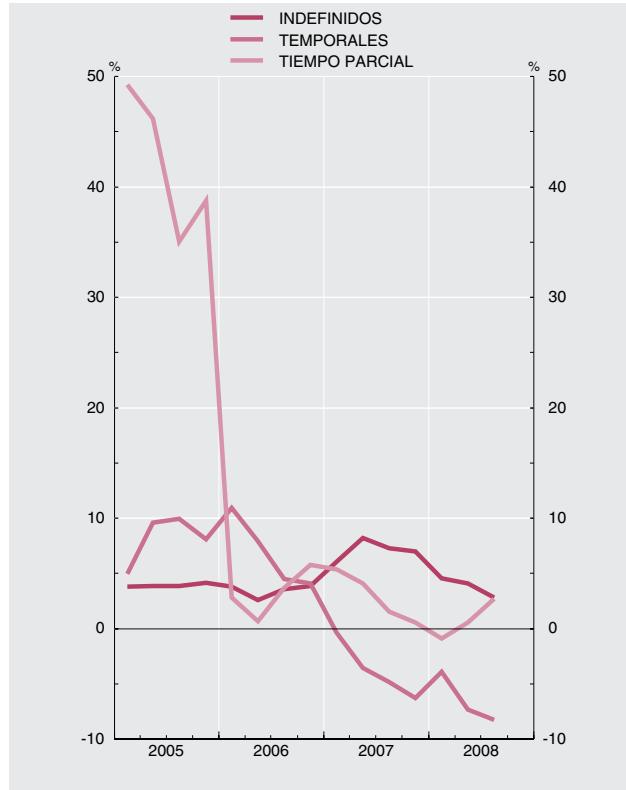
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

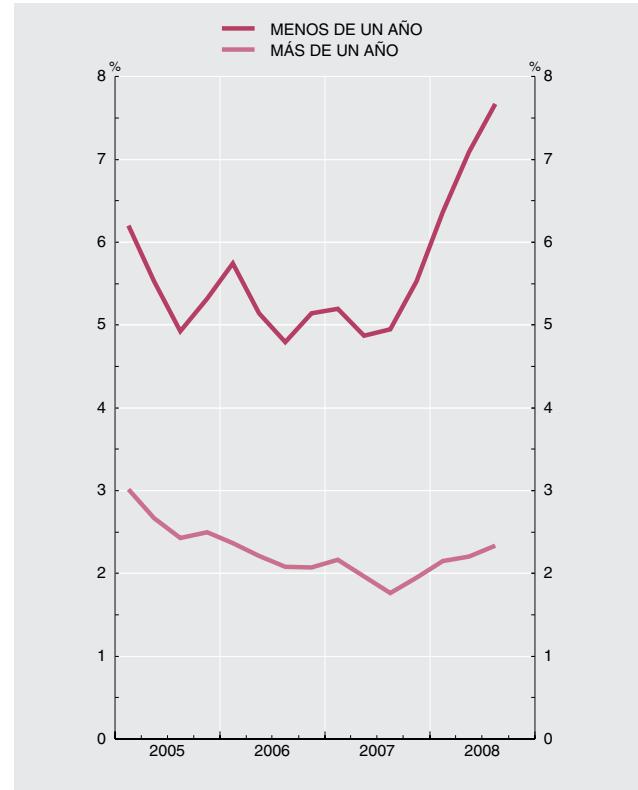
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Asalariados												Parados			
	Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración					
	Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año			
	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6	
07 I-III	M	762	7,2	-163	-3,0	31,91	475	3,3	72	3,7	12,11	5,00	-1,5	1,96	-9,0	
08 I-III	M	431	3,8	-347	-6,5	29,69	-175	-1,2	15	0,7	12,13	7,04	45,0	2,23	16,9	
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	
III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	
IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6	
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3	
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1	
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7	
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	

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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

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

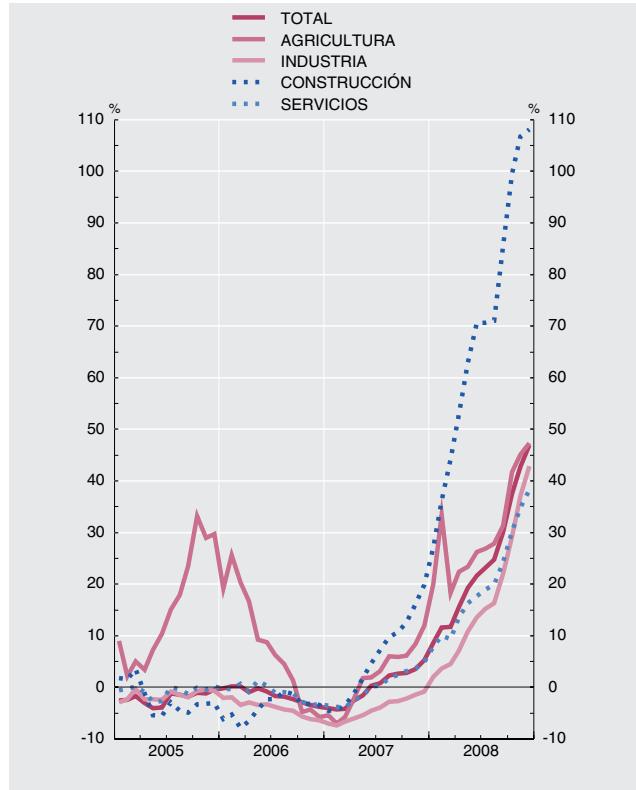
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos					Colocaciones	
	Total			Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total		
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
					Total	Agricul-tura	Total	Industria	Construc-ción	Servicios									
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1	
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
07	E-D	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	E-D	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
07	Nov		2 094	71	3,5	-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2
	Dic		2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08	Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
	Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
	Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
	Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
	May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
	Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
	Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
	Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
	Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,4	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
	Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
	Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
	Dic		3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6

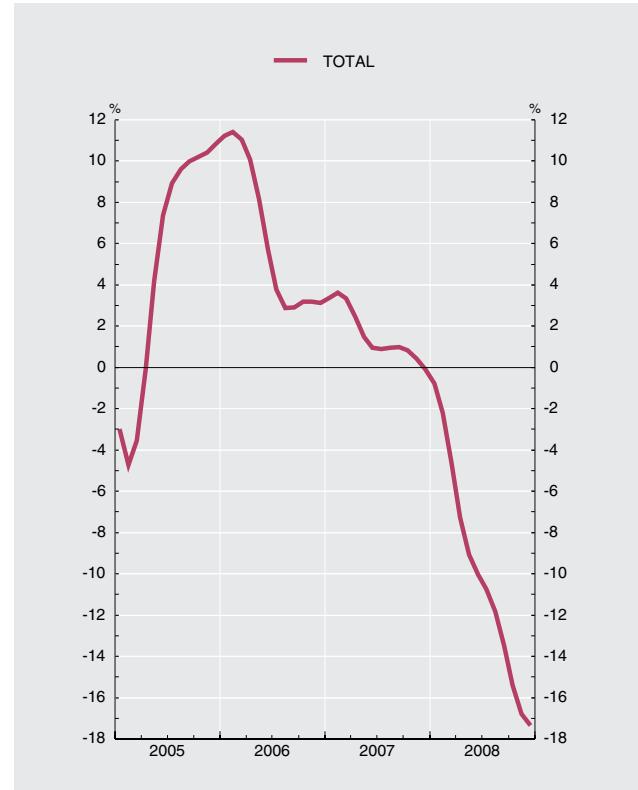
PARO REGISTRADO

Tasas de variación interanual



COLOCACIONES

(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

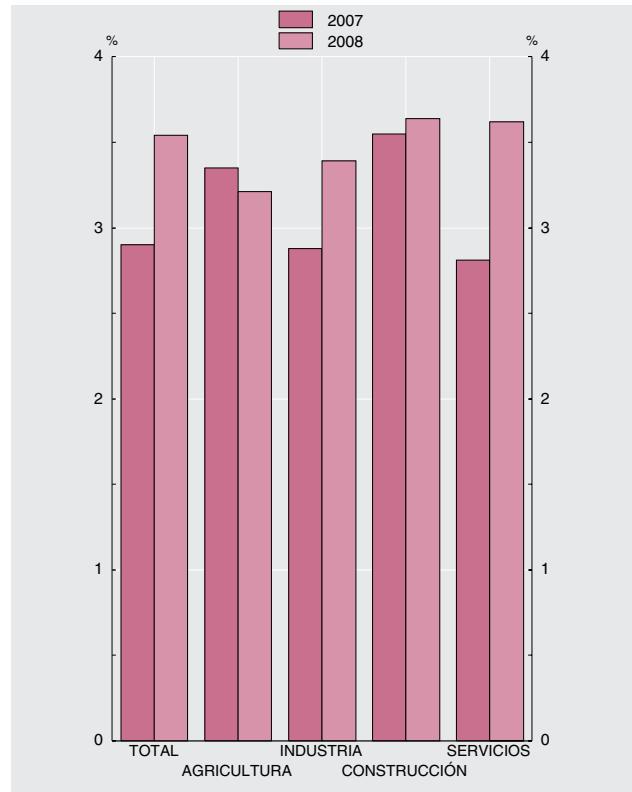
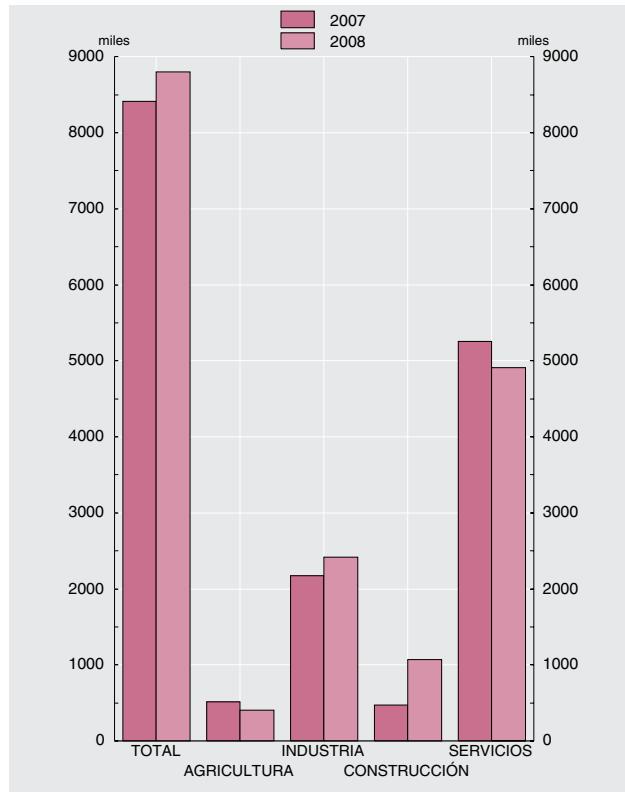
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	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	
05	10 756	4,04	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	11 119	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07	11 286	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
07 Jul	11 030	4,19	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
Ago	11 031	4,19	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
Sep	11 155	4,19	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
Oct	11 268	4,20	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
Nov	11 283	4,21	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
Dic	11 286	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 Ene	8 363	3,48	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
Feb	8 370	3,48	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
Mar	8 410	3,49	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	8 692	3,53	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	8 696	3,53	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
Jun	8 736	3,53	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Jul	8 741	3,53	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Ago	8 741	3,53	6 844	809	7 653	1 271	393	2 082	964	4 214	3,43	3,96	3,49	3,17	3,41	3,65	3,52
Sep	8 801	3,55	6 911	1 079	7 990	949	405	2 133	1 013	4 439	3,43	4,01	3,51	3,20	3,40	3,65	3,56
Oct	8 801	3,55	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
Nov	8 801	3,55	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
Dic	8 802	3,55	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

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-Diciembre

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-Diciembre



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

a. Datos acumulados.

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

4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

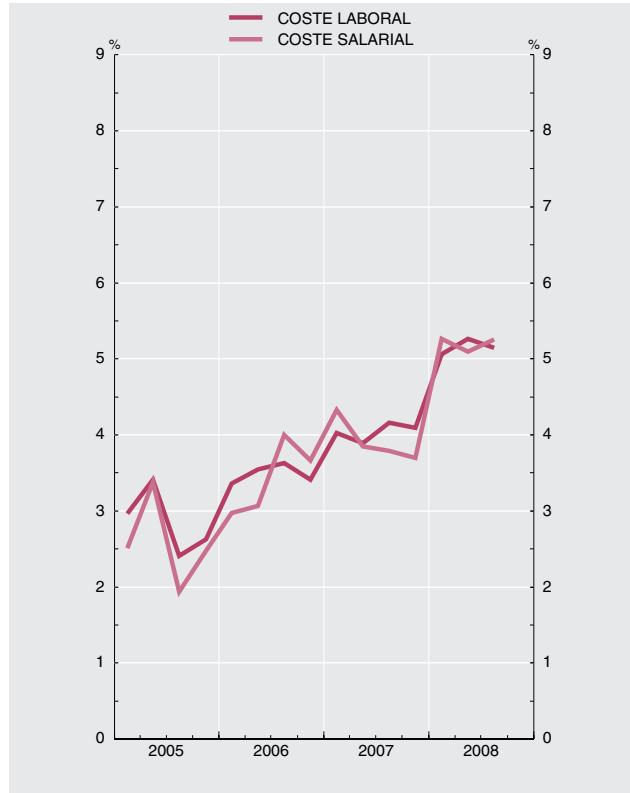
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Promoción: zona del euro. Coste laboral por hora (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva				
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	2,6		
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,7		
07	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,7		
07	I-III	4,0	3,3	4,9	4,3	4,5	4,0	3,0	4,7	4,3	4,5	4,1	2,6		
08	I-III	5,2	5,0	6,0	5,1	5,7	5,2	5,2	5,7	5,0	5,7	5,0	3,2		
06	I	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	1,3		
	II	3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,7		
	III	3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,7		
	IV	3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,8		
07	I	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,7		
	II	3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,6		
	III	4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,6		
	IV	4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,8		
08	I	5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,3		
	II	5,3	5,9	6,1	5,0	2,1	5,1	5,1	6,5	4,8	1,9	5,7	1,9		
	III	5,1	4,8	6,0	5,1	6,3	5,3	4,8	5,8	5,3	6,5	4,9	3,6		

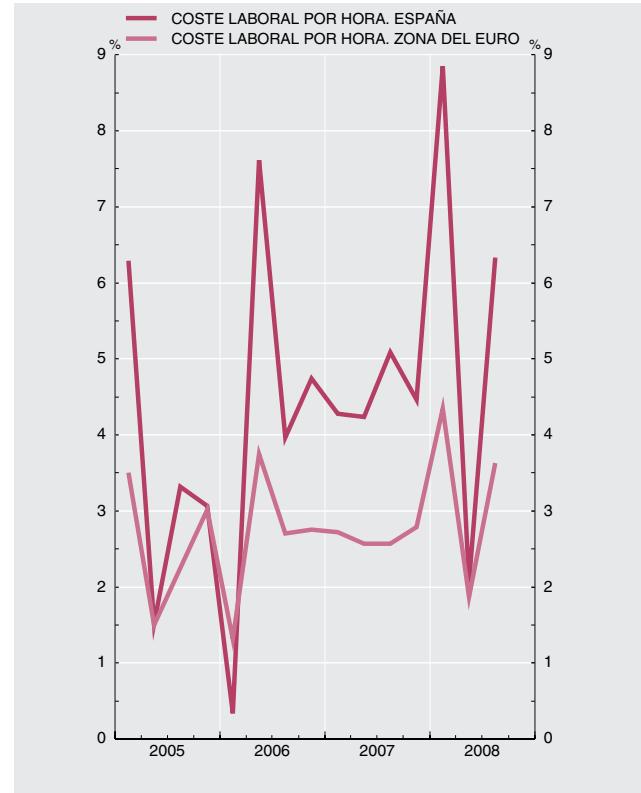
POR TRABAJADOR Y MES

Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA

Tasas de variación interanual



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

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

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

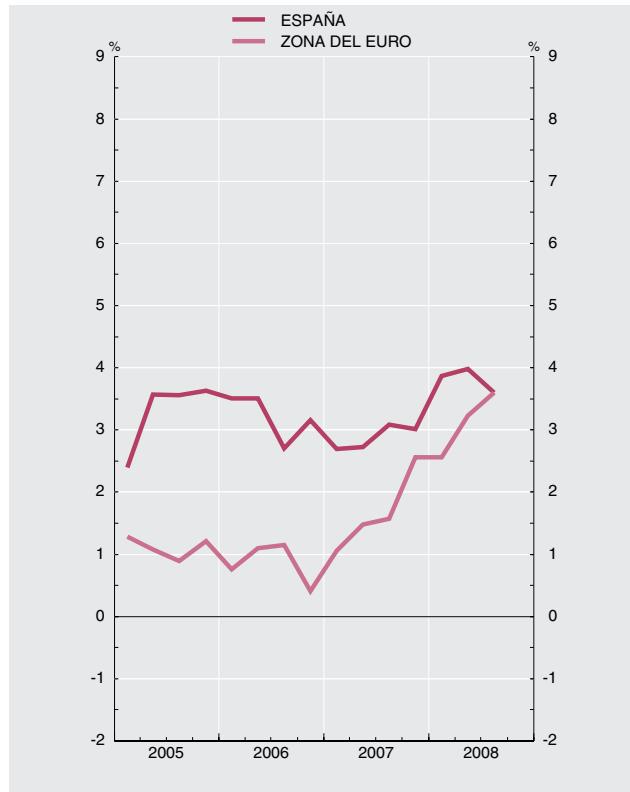
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

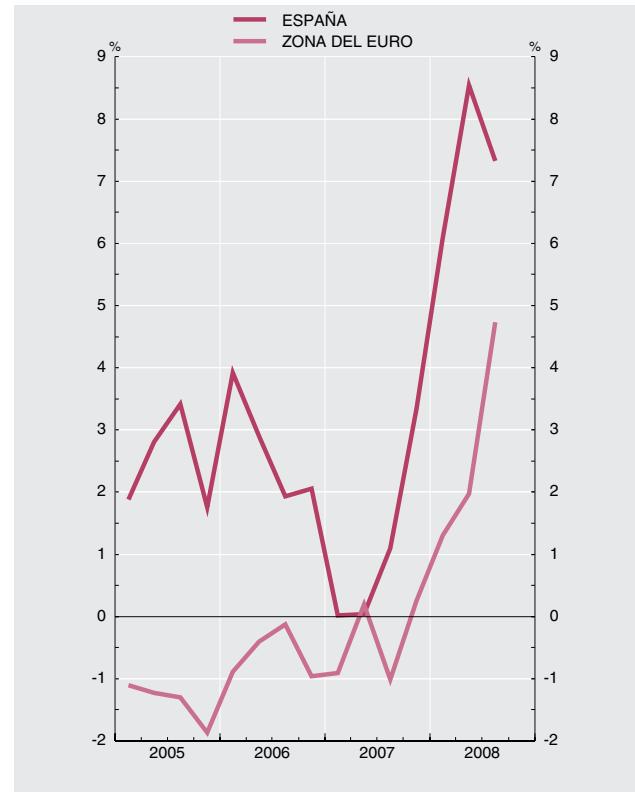
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

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

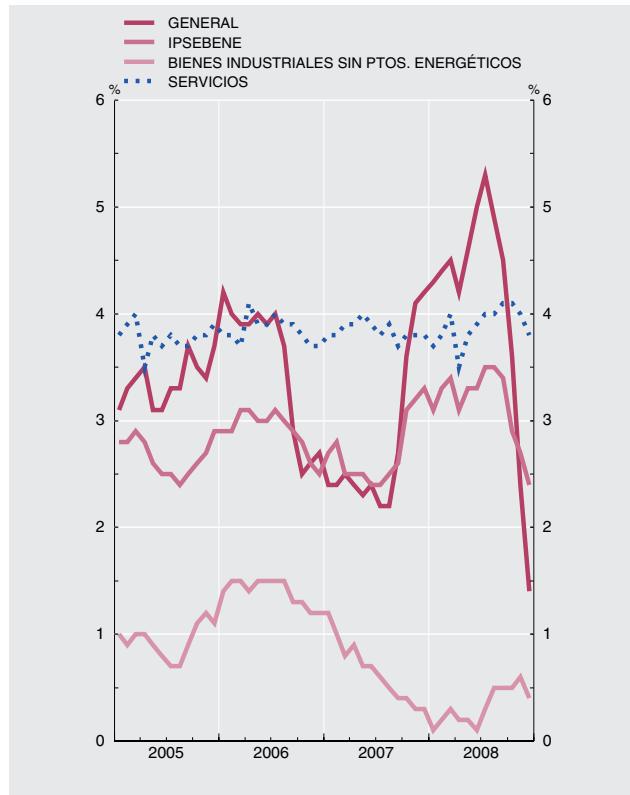
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m 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	
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
07 E-D	M	102,8	0,3	2,8	1,6	4,8	3,7	0,6	1,8	3,8	2,7	115,6	5,5
08 E-D	M	107,0	0,1	4,1	1,5	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	...	...
07 Sep		102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	112,7	12,1
Oct		104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	116,0	13,8
Nov		105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	124,6	15,7
Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6
08 Ene		104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1
Feb		104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	3,3	122,1	7,3
Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5
Abr		107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	3,1	130,6	8,5
May		107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	3,3	133,9	15,2
Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	3,3	126,3	8,6
Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	3,5	121,0	14,1
Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	3,5	115,4	6,9
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	110,1	-2,3
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	106,4	-8,2
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	...	...
Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	...	...

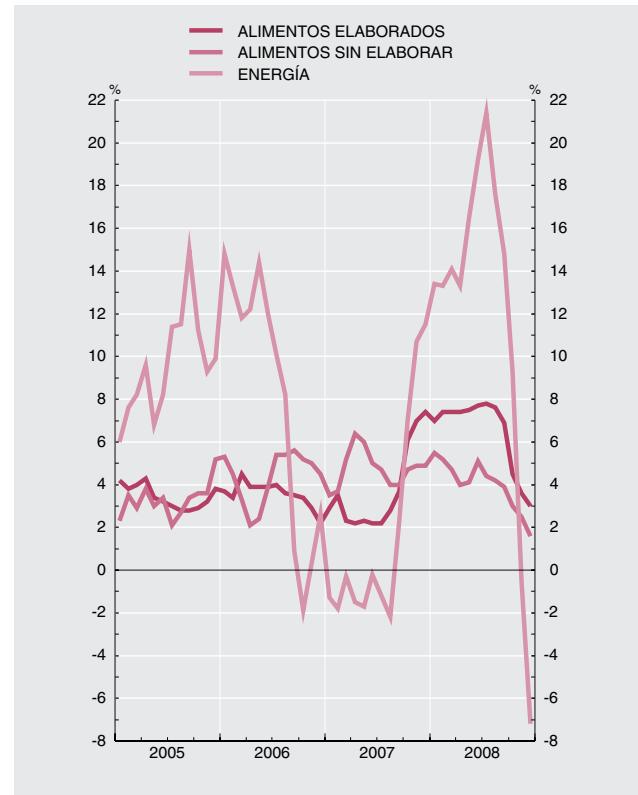
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



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

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

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

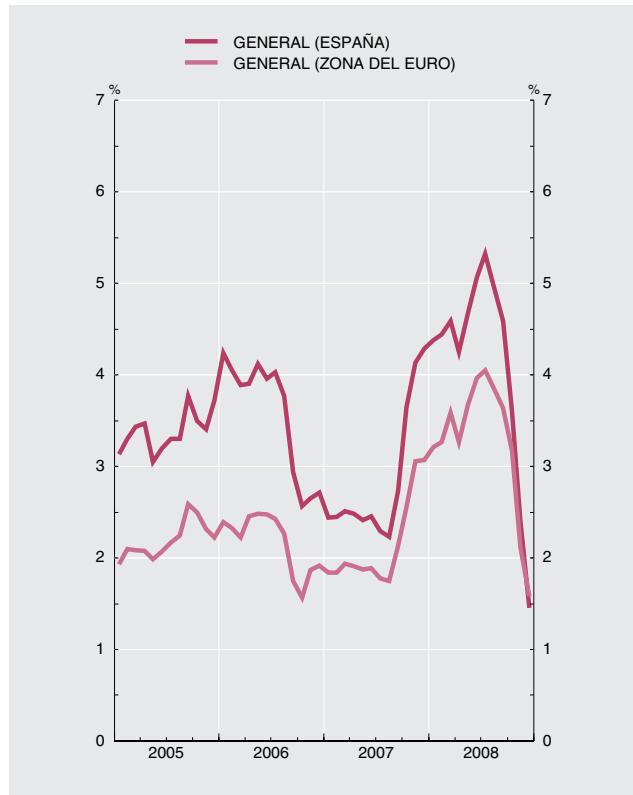
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Índice general				Bienes												Servicios			
	España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
					Total		Elaborados		No elaborados		España		Zona del euro		España					
					España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3	
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0	
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5	
07	E-D	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	E-D	MP	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
07	Sep		2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5
	Oct		3,6	2,6	3,5	2,6	5,6	3,5	7,0	3,8	4,3	3,1	2,1	2,1	0,4	1,1	7,0	5,5	3,9	2,5
	Nov		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
	Dic		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
08	Ene		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
	Feb		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
	Mar		4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8
	Abr		4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3
	May		4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,8	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5
	Jun		5,1	4,0	5,7	5,0	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	4,0	5,0	4,5	0,2	0,8	19,1	16,1	3,9	2,5
	Jul		5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6
	Ago		4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7
	Sep		4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6
	Oct		3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6
	Nov		2,4	2,1	1,5	1,8	3,2	3,7	3,5	4,2	2,9	2,8	0,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,7	4,0	2,6
	Dic	P	1,5	1,6	-	0,9	2,6	3,3	3,0	3,5	2,1	2,8	-1,5	-0,3	0,4	0,8	-7,1	-3,7	3,8	2,6

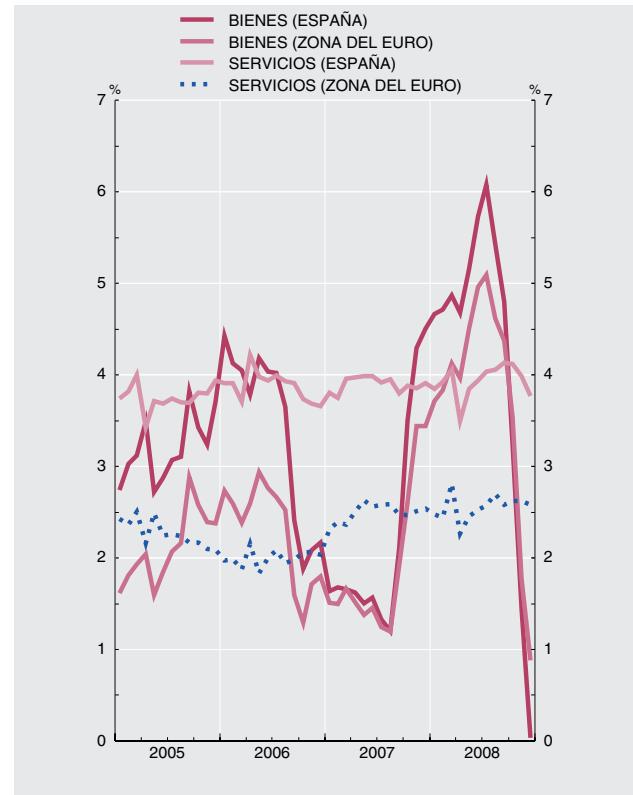
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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)

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

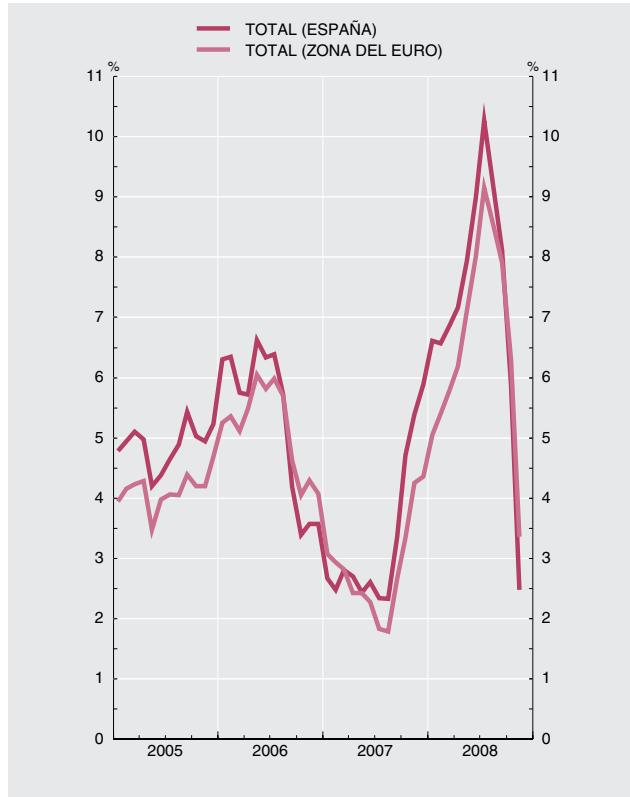
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro						
	Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía			
												1	2	3	4	5		
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,5	
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6	
07	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8	
07	E-N	MP	122,3	—	3,1	—	2,4	—	3,1	—	5,8	—	-0,1	2,7	2,2	1,8	4,9	1,2
08	E-N	MP	131,2	—	7,3	—	4,7	—	2,2	—	6,0	—	18,1	6,6	3,9	1,9	4,6	16,3
07	Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,4	1,7	4,2	-1,9
	Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,1	1,7
	Oct	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	3,4	1,5	3,9	4,3
	Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
	Dic	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,5
08	Ene	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,3	5,0	4,3	1,4	3,8	10,8
	Feb	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,4	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,6
	Mar	P	129,2	0,9	6,9	0,4	5,5	0,3	2,3	0,8	6,3	2,4	14,6	5,8	4,7	1,5	4,4	12,6
	Abr	P	130,2	0,8	7,2	0,3	5,3	0,1	2,3	0,5	6,0	2,3	16,5	6,2	4,6	1,7	4,3	14,4
	May	P	131,8	1,2	7,9	0,2	5,3	0,1	2,0	0,5	5,9	5,1	21,2	7,1	4,5	1,8	4,3	18,1
	Jun	P	133,3	1,1	9,0	0,2	5,4	0,1	2,1	0,5	6,3	4,2	25,5	8,0	4,5	2,0	4,9	21,4
	Jul	P	135,3	1,5	10,3	0,1	5,2	0,2	2,2	1,1	7,3	4,7	30,3	9,2	4,2	2,1	5,8	24,9
	Ago	P	134,2	-0,8	9,2	0,1	4,9	0,1	2,2	0,3	7,4	-4,1	25,5	8,5	3,8	2,2	6,0	22,7
	Sep	P	133,3	-0,7	8,1	-0,2	4,2	0,1	2,1	-0,1	7,0	-2,7	21,6	7,9	3,3	2,2	5,8	20,3
	Oct	P	131,7	-1,2	5,9	-0,4	2,9	0,1	2,1	-1,4	5,0	-2,9	15,2	6,3	2,6	2,2	4,3	15,9
	Nov	P	128,3	-2,6	2,5	-0,4	2,1	-	2,0	-2,0	2,9	-8,3	2,9	3,4	2,0	2,2	2,7	6,3

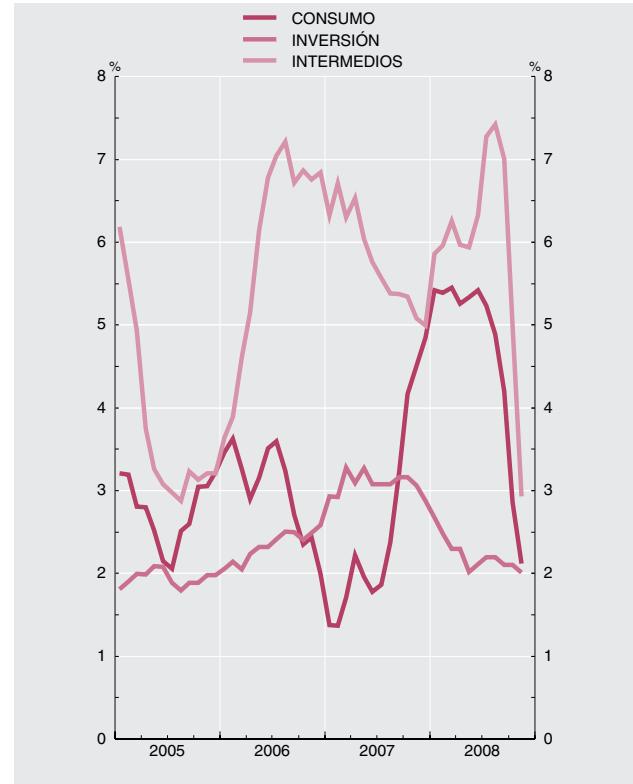
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

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

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

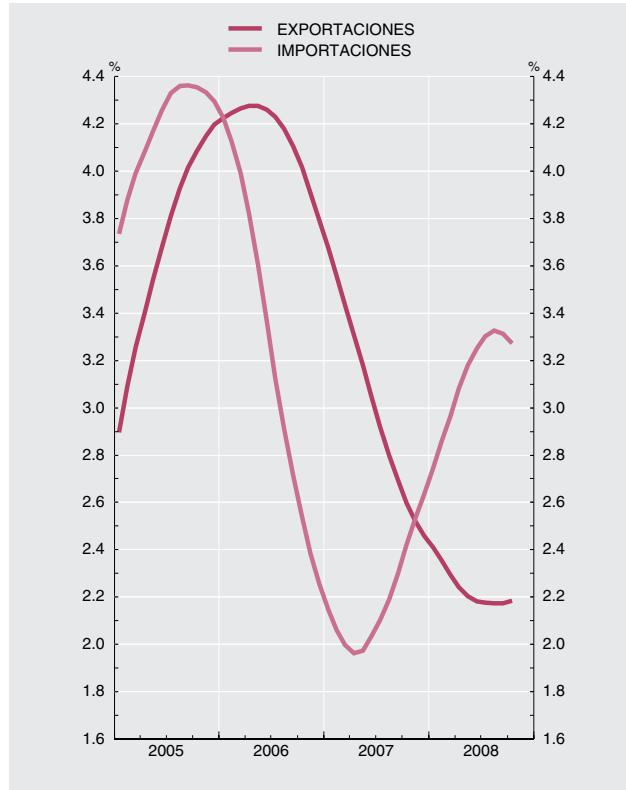
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

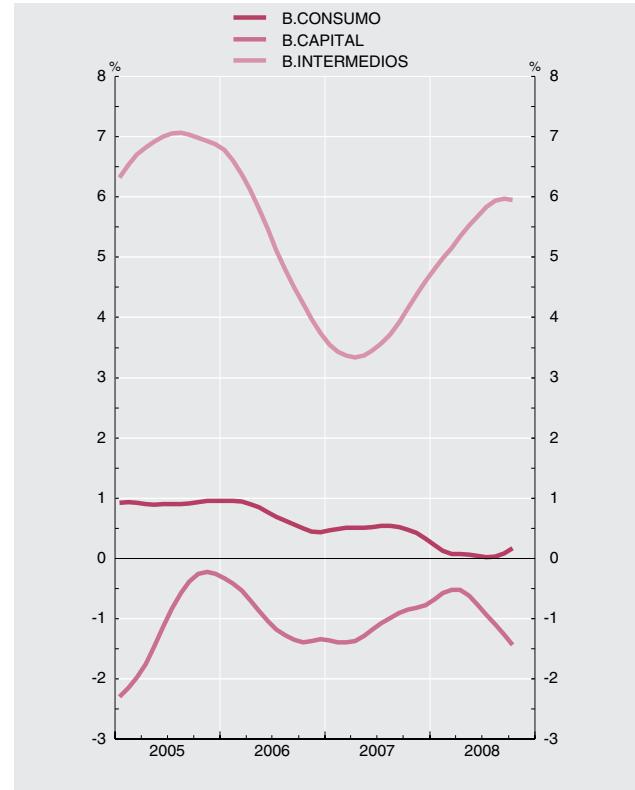
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-O	2,8	2,3	0,1	3,7	-2,0	4,1	0,8	2,0	-1,8	0,8	-4,8	3,2
08 E-O	1,8	1,0	0,5	2,6	33,9	-0,2	4,4	-1,4	1,8	7,2	27,4	-0,7
07 May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1	
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
Feb	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
Mar	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
Abr	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
May	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
Jun	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
Jul	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
Ago	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
Sep	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
Oct	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

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

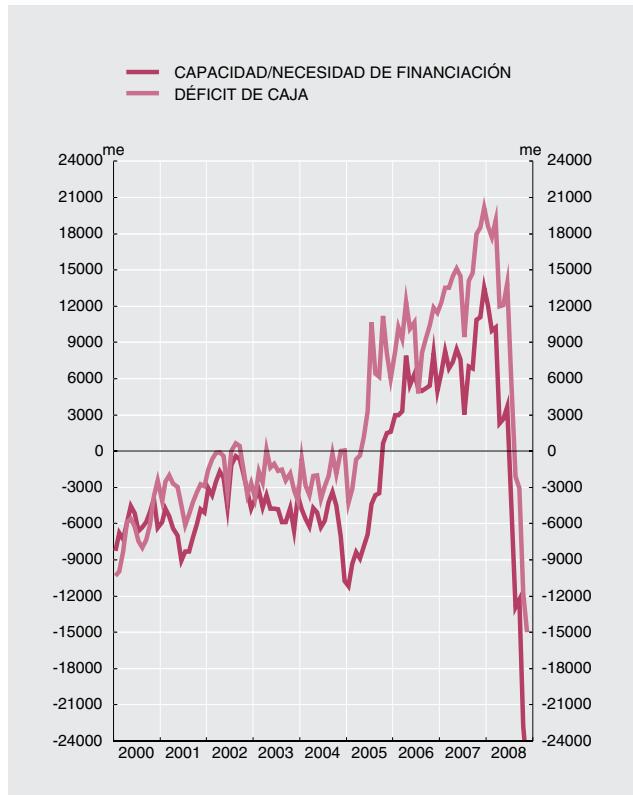
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

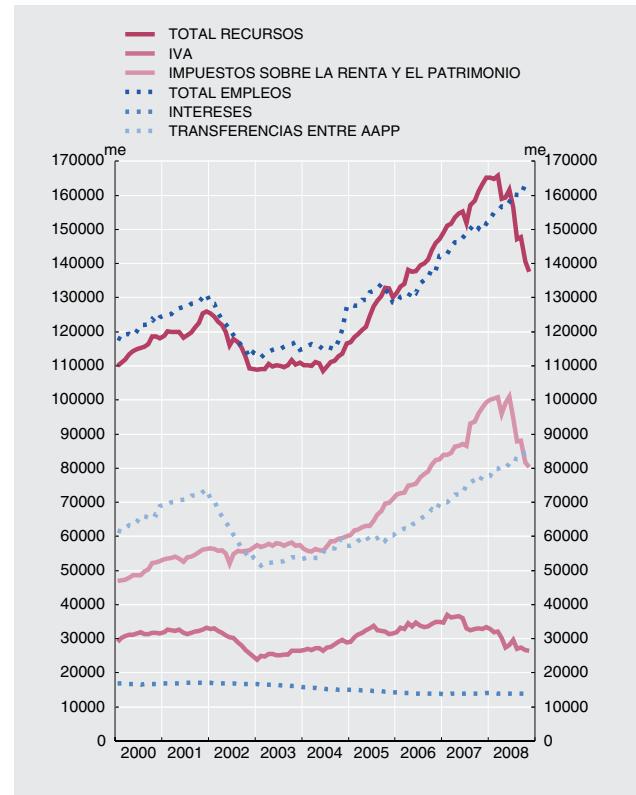
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre impor- ta- ciones excep- to IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ración de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Payos líqui- dos	
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P 5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
07 E-N	P 25 388	152 395	32 653	11 888	5 774	91 929	10 151	127 007	15 627	12 803	68 377	3 108	27 092	24 104	148 407	124 304
08 E-N	A -14 014	124 902	25 775	11 800	4 779	72 921	9 627	138 916	16 624	12 831	75 488	3 566	30 407	-11 038	120 150	131 188
08 Mar	A -5 988	6 982	499	872	1 092	3 085	1 434	12 970	1 574	1 140	6 733	533	2 990	-2 559	6 546	9 105
Abr	A 5 525	17 805	5 961	953	802	9 437	652	12 280	1 401	1 111	6 408	630	2 730	7 104	18 065	10 961
May	A -6 179	4 226	-2 603	1 066	163	4 098	1 502	10 405	1 412	1 164	5 317	195	2 317	-5 191	3 678	8 868
Jun	A -7 316	6 606	816	990	297	2 832	1 671	13 922	2 495	1 134	6 926	54	3 313	-5 250	5 701	10 951
Jul	A -5 358	11 008	3 014	1 382	323	5 781	508	16 366	1 425	1 193	10 458	612	2 678	-8 488	11 139	19 628
Ago	A -4 667	5 873	-6 329	1 098	413	10 126	565	10 540	1 385	1 190	5 506	255	2 204	-4 484	4 824	9 308
Sep	A 1 068	12 892	3 662	1 168	604	6 240	1 218	11 824	1 426	1 176	6 228	158	2 836	2 027	11 978	9 950
Oct	A 4 995	20 009	5 997	1 045	251	12 024	692	15 014	1 447	1 263	8 270	757	3 277	6 191	19 074	12 883
Nov	A -5 483	8 163	1 052	1 088	290	4 885	848	13 646	1 425	1 200	7 477	212	3 332	-4 220	7 510	11 730

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).

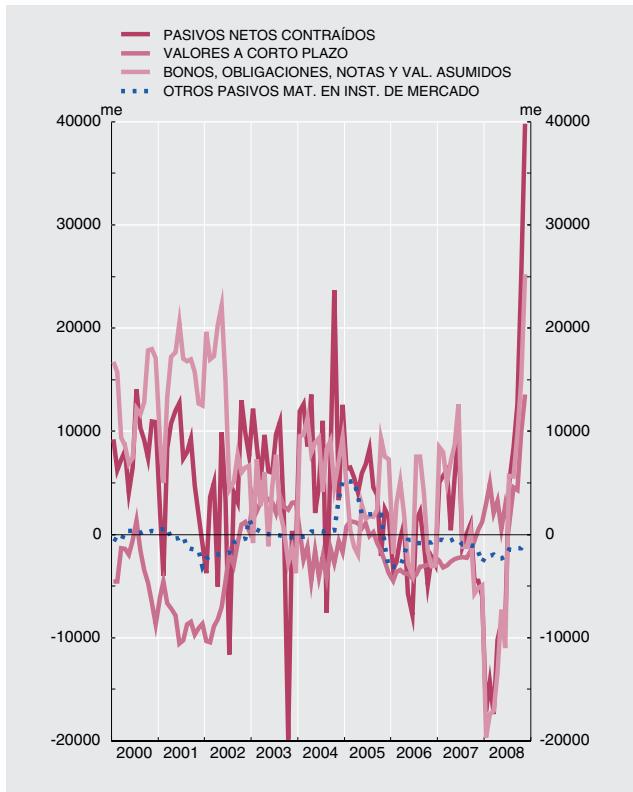
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

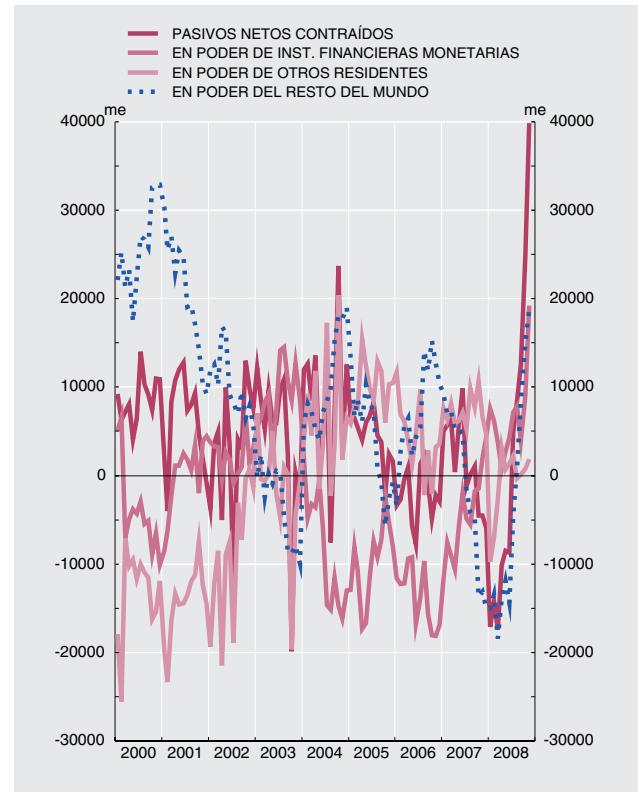
Millones de euros

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	Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Total	Depósitos en el Banco de España	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 217	4 574	11 520	209	-6 629	19 592	-499	-446	-498	-10 505	-7 605	-2 900	22 026	12 018
00	-6 330	4 542	5 690	10 872	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 644	-22 051	-10 117	-11 934	32 924	8 228
01	-5 076	-5 942	-20 141	-866	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 171	-10 072	4 424	-14 496	9 206	305
02	-4 780	2 826	-95	7 606	-888	346	6 655	-486	1 488	-396	1 816	3 148	-1 331	5 790	8 002
03	-3 692	-5 832	0	-2 140	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-758	7 835	8 524	-689	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 804	-0	12 566	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	120	-6 409	-12 978	6 569	18 975	12 446
05	1 590	3 241	0	1 651	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	1 812	2 409	-8 026	10 435	-758	-161
06	P 5 005	2 076	-200	-2 929	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 266	-13 286	-16 867	3 582	10 357	-6 195
07	P 13 525	7 525	65	-6 000	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	929	9 026	4 393	4 633	-15 026	-6 930
07 E-N	P 25 388	17 508	-13	-7 880	-128	2 268	-7 497	-519	-1 740	-392	4 636	2 396	2 240	-12 517	-7 489
08 E-N	A -14 014	23 925	16 840	37 939	2 240	14 641	22 673	-583	263	945	16 633	17 187	-555	21 306	36 994
08 Mar	A -5 988	-3 488	0	2 500	3	-617	1 008	-	-96	2 205	4 834	-2 594	7 427	-2 334	295
Abr	A 5 252	6 824	2	1 299	-10	-1 462	4 706	-583	-311	-1 050	-2 080	-7 248	5 168	3 379	2 349
May	A -6 179	-1 357	-99	4 822	2 365	-528	7 119	-	-4	-1 766	3 759	6 653	-2 895	1 063	6 587
Jun	A -7 316	-2 765	98	4 551	7	-426	2 792	-	43	2 143	5 429	3 477	1 952	-878	2 409
Jul	A -5 358	-926	-0	4 432	275	126	1 562	-	22	2 721	1 692	-390	2 082	2 740	1 711
Ago	A -4 667	-5 404	-100	-737	3	2 061	1 022	-	20	-3 840	-3 077	565	-3 642	2 340	3 103
Sep	A 1 068	11 018	82	9 950	-2	2 330	8 060	-	-17	-424	548	-812	1 360	9 402	10 373
Oct	A 4 995	4 176	14 815	-819	-260	4 371	-7 440	-	0	2 250	351	1 929	-1 578	-1 170	-3 068
Nov	A -5 483	14 122	2 008	19 605	-156	6 513	13 052	-	-0	40	14 970	14 136	833	4 635	19 565

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil de 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

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

6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

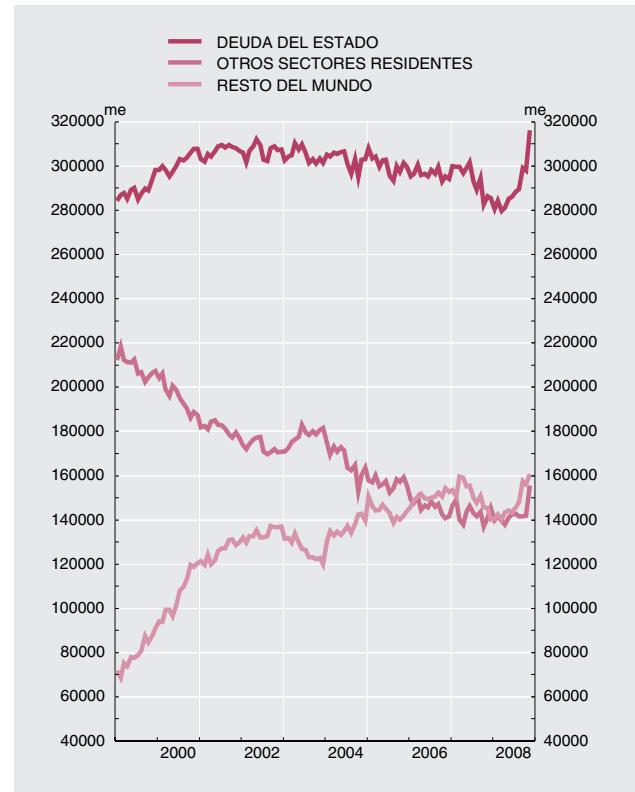
Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos presta- dos (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materiali- zados en instrumen- tos de mercado (a)	Total	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residen- tes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	P 294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794
07	P 285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 996	25 669	145 327	140 243	165	6 162
08 Feb	A 284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 325	24 609	141 715	142 576	199	6 121
Mar	A 279 742	327	33 244	235 191	5 832	5 475	167 944	28 416	139 528	140 214	199	6 072
Abr	A 281 023	76	31 880	238 730	5 249	5 164	166 099	28 314	137 785	143 238	202	5 939
May	A 285 292	76	31 360	243 522	5 249	5 160	169 508	28 507	141 001	144 291	102	5 940
Jun	A 285 979	76	31 092	244 434	5 249	5 203	171 927	29 361	142 566	143 413	200	5 918
Jul	A 288 499	76	30 897	247 128	5 249	5 225	175 272	32 513	142 760	145 739	200	6 332
Ago	A 289 593	75	32 879	246 220	5 249	5 245	175 075	33 575	141 501	148 093	99	6 613
Sep	A 299 201	76	35 485	253 239	5 249	5 228	175 206	33 460	141 746	157 455	182	7 614
Oct	A 298 049	76	39 994	247 578	5 249	5 228	174 001	32 033	141 968	156 080	14 997	7 790
Nov	A 316 226	72	46 632	259 116	5 249	5 228	187 589	32 089	155 500	160 726	17 005	8 416

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

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

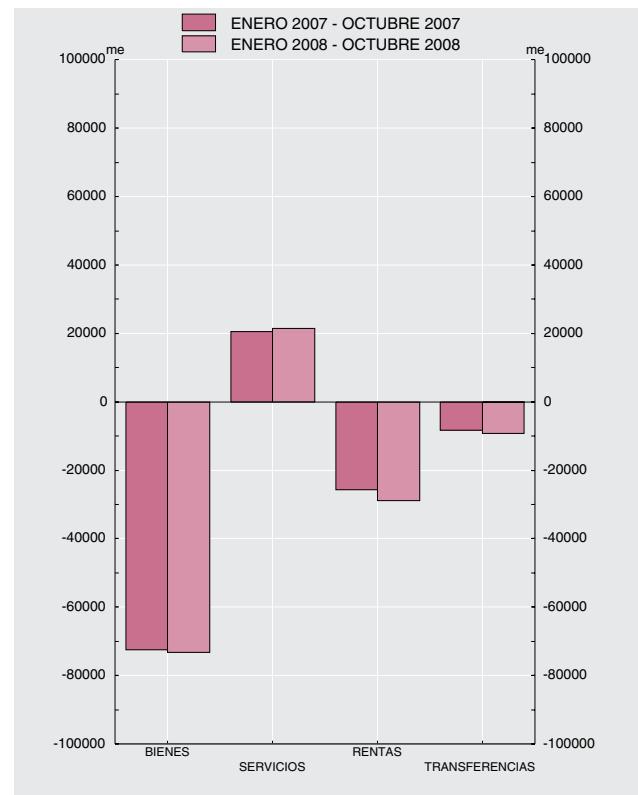
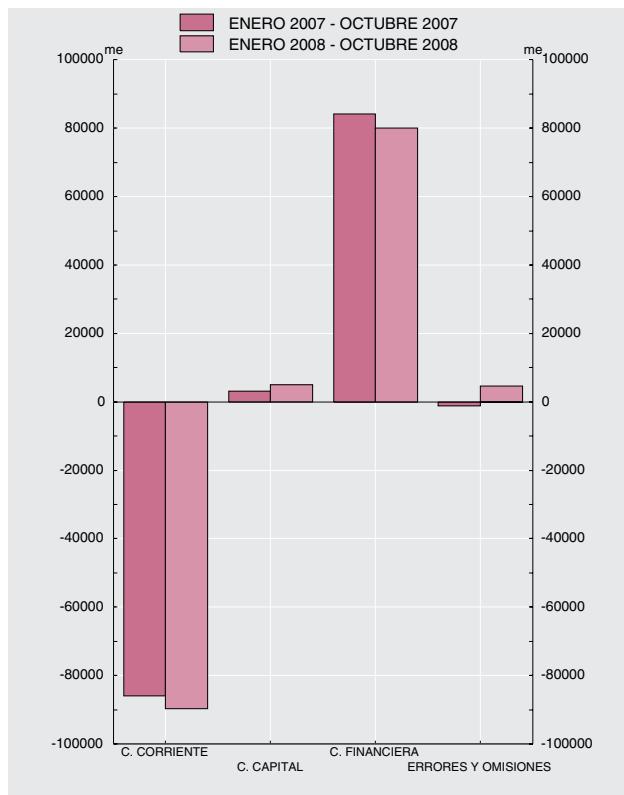
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

Cuenta corriente (a)																	Millones de euros	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos									
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10=11- 12						17=-- (15+16)			
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139	
06	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 266	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757	
07	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516-101	378	97 633	3 744	
07 E-O	P	-86 033	-72 519	155 620	228 139	20 546	79 790	36 968	59 244	12 055	-25 693	43 048	68 741	-8 367	3 065	-82 968	84 081	-1 113
08 E-O	P	-89 750	-73 261	166 119	239 380	21 524	83 317	37 264	61 794	12 132	-28 865	47 539	76 404	-9 147	5 036	-84 713	80 103	4 611
07 Jul	P	-10 027	-7 911	15 796	23 707	3 481	10 274	5 070	6 793	1 381	-4 672	4 276	8 948	-925	258	-9 769	8 834	935
Ago	P	-7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363
Sep	P	-8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 993	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145
Oct	P	-9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097
Nov	P	-10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258
Dic	P	-9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600
08 Ene	P	-11 901	-8 379	15 428	23 808	1 255	7 393	2 771	6 138	1 140	-3 528	4 745	8 273	-1 249	1 234	-10 667	10 145	522
Feb	P	-8 799	-7 317	17 208	24 526	997	6 868	2 452	5 871	1 202	-837	5 144	5 981	-1 642	621	-8 178	9 687	-1 509
Mar	P	-11 415	-8 731	16 432	25 162	1 109	6 825	2 975	5 715	1 062	-2 432	4 651	7 083	-1 361	371	-11 043	10 603	440
Apr	P	-9 123	-7 196	18 577	25 773	1 147	7 216	2 621	6 069	1 005	-2 145	4 417	6 562	-929	268	-8 855	4 426	4 429
May	P	-9 266	-7 200	17 175	24 376	2 290	7 777	3 516	5 487	801	-3 655	5 428	9 084	-700	964	-8 303	9 010	-707
Jun	P	-8 328	-7 878	15 972	23 849	2 799	9 115	4 114	6 316	1 248	-3 049	4 660	7 708	-200	238	-8 090	8 657	-567
Jul	P	-7 714	-7 191	17 721	24 912	3 596	10 533	5 126	6 938	1 341	-3 672	6 301	9 973	-447	318	-7 396	6 670	726
Ago	P	-7 233	-7 023	12 496	19 519	3 642	9 695	5 375	6 053	1 539	-3 110	3 022	6 132	-741	407	-6 826	6 864	-38
Sep	P	-8 110	-6 481	17 870	24 351	2 106	8 932	4 463	6 827	1 491	-2 901	3 956	6 857	-833	417	-7 692	7 152	541
Oct	P	-7 861	-5 864	17 239	23 104	2 583	8 964	3 851	6 381	1 301	-3 536	5 215	8 752	-1 044	198	-7 664	6 890	774

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

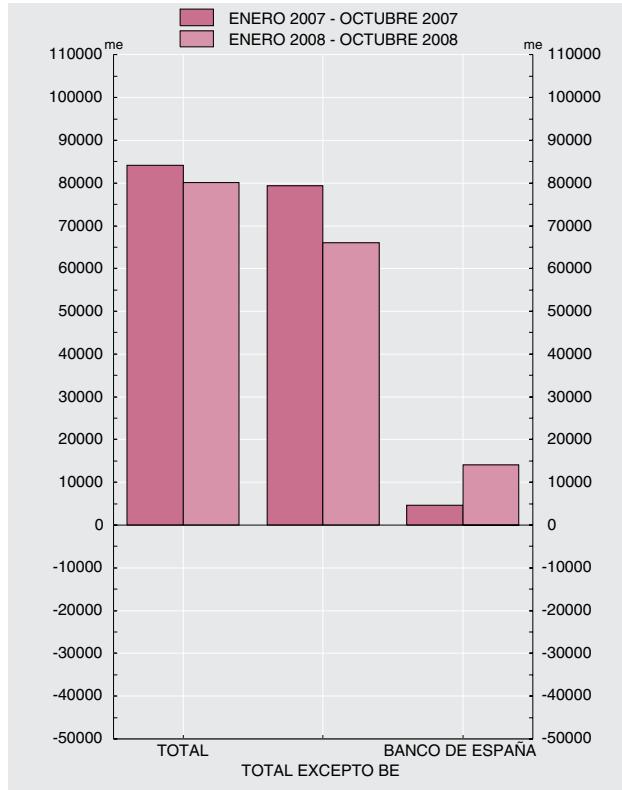
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

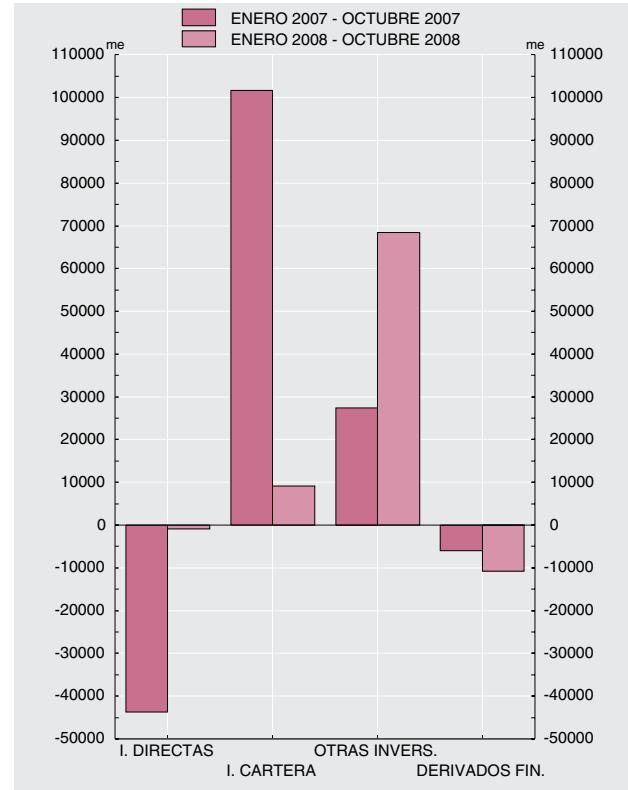
Millones de euros

Cuenta finan- ciaria (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos netos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)	
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+	14=15+16	14	15	16
2+13	9+12	9+12														
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	P 97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-O	P 84 081	79 418	-43 745	78 402	34 656	101 711	-1 785	99 925	27 476	61 782	89 258	-6 023	4 663	-128	18 304	-13 513
08 E-O	P 80 103	65 975	-854	41 228	40 374	9 196	-21 982	-12 786	68 398	43 077	111 476	-10 764	14 127	-700	15 053	-226
07 Jul	P 8 834	10 943	-4 307	8 931	4 624	14 457	-2 630	11 827	2 734	8 430	11 164	-1 942	-2 109	-35	949	-3 023
Ago	P 9 778	-5 943	-759	-2 363	-3 123	-815	-3 505	-4 320	-4 445	7 060	2 615	76	15 721	-6	15 663	64
Sep	P 9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679
Oct	P 9 282	7 834	-2 938	26 519	23 581	-14 957	-4 825	-19 782	29 085	-2 417	26 669	-3 357	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	P 9 257	2 062	-1 768	3 085	1 317	5 113	-4 795	318	-3 317	20 727	17 411	2 033	7 195	35	7 757	-596
Dic	P 4 295	1 831	-4 004	10 236	6 231	-3 020	-1 669	-4 690	11 559	-23 943	-12 385	-2 703	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P 10 145	4 642	10 407	4 609	15 016	-1 025	-13 006	-14 031	-3 319	34 044	30 725	-1 421	5 502	123	5 483	-104
Feb	P 9 687	9 485	-509	3 362	2 854	-12 466	10 504	-1 962	23 646	12 038	35 684	-1 186	201	-36	61	177
Mar	P 10 603	17 619	-4 178	3 245	-933	-15 047	1 409	-13 638	36 866	-40 633	-3 767	-22	-7 016	22	-7 297	259
Apr	P 4 426	-11 627	889	1 956	2 845	-176	-1 606	-1 782	-9 891	19 798	9 907	-2 449	16 053	47	15 869	137
May	P 9 010	11 497	-2 269	4 104	1 836	16 407	-1 516	14 891	1 254	10 137	11 391	-3 895	-2 487	61	-3 443	894
Jun	P 8 657	9 945	6 585	5 513	12 097	8 143	-955	7 188	-3 885	16 438	12 553	-897	-1 289	87	-2 056	681
Jul	P 6 670	-1 180	-1 026	3 756	2 729	8 233	-489	7 743	-6 408	2 465	-3 943	-1 978	7 850	-184	8 024	10
Ago	P 6 864	1 382	-4 161	3 559	-602	8 731	44	8 775	-3 691	9 594	5 903	503	5 482	-146	5 621	7
Sep	P 7 152	9 264	-2 199	5 105	2 906	6 530	-6 193	336	4 408	-9 882	-5 474	525	-2 112	-100	-1 569	-444
Oct	P 6 890	14 947	-4 394	6 020	1 626	-10 133	-10 174	-20 307	29 418	-10 921	18 497	56	-8 057	-573	-5 640	-1 844

**CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)**



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



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

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

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

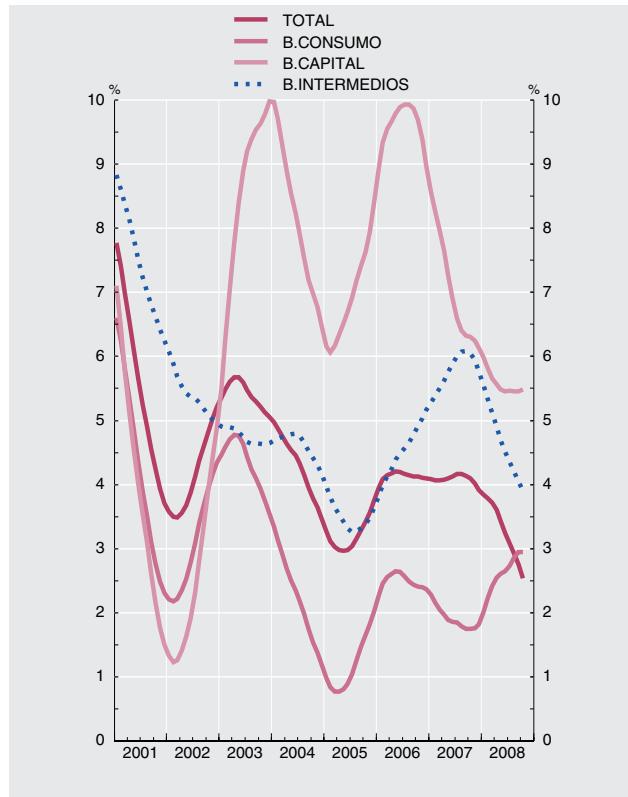
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7	
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5	
07	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	24,6	-12,5	23,5	-0,8	
07	Sep	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7
<i>Oct</i>	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5	
<i>Nov</i>	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0	
<i>Dic</i>	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1	
08	Ene	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5
<i>Feb</i>	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6	
<i>Mar</i>	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5	
<i>Abr</i>	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8	
<i>May</i>	16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	1,8	1,0	12,0	51,2	-15,4	-1,5	4,2	
<i>Jun</i>	15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	10,7	-32,5	20,8	0,6	
<i>Jul</i>	17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,2	5,1	16,6	68,7	37,3	16,2	23,9	
<i>Ago</i>	12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,0	-2,3	-1,8	12,7	7,1	-0,4	18,8	
<i>Sep</i>	17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	30,8	39,8	-10,5	18,8	
<i>Oct</i>	16 672	-0,2	-0,3	-1,3	10,5	-1,5	9,7	-2,0	-2,8	-2,9	-2,4	-4,3	51,9	-8,7	-24,8	6,2	

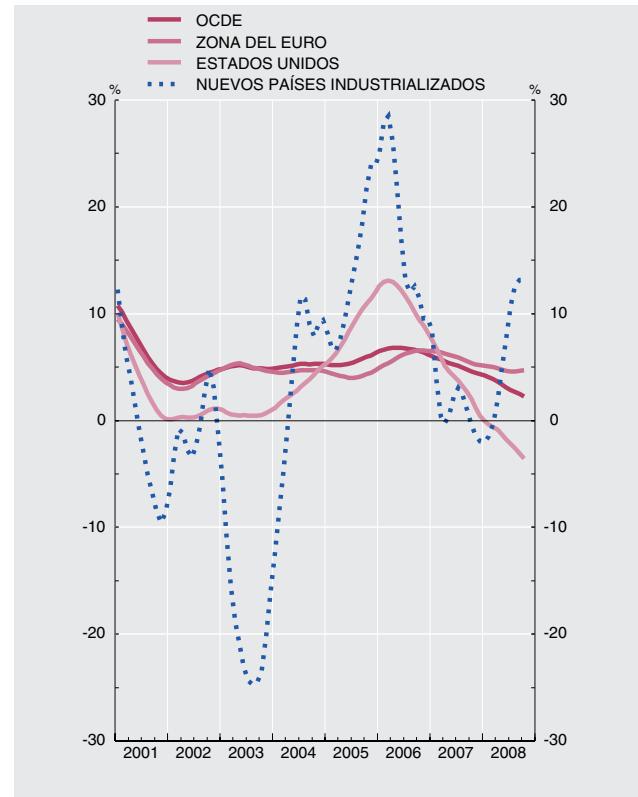
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

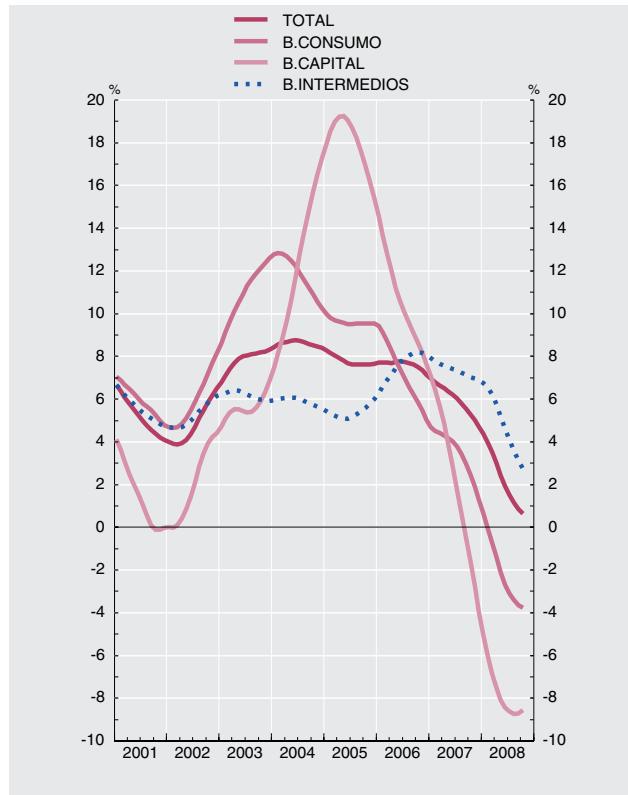
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6	
07	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-5,7	-6,8	28,7	-3,7	
07 Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4	
Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9	
Nov	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9	
Dic	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6	
08 Ene	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8	
Feb	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9	
Mar	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1	
Apr	26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	10,9	10,0	13,5	35,6	42,0	34,7	6,9	
May	24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,5	-3,5	12,3	42,3	29,5	6,7	-24,6	
Jun	24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,4	-11,1	24,2	54,3	24,6	13,5	-24,3	
Jul	25 201	5,1	0,1	-4,0	-7,8	3,0	22,2	-1,2	-5,4	-7,4	-5,6	22,5	35,5	31,6	15,8	-17,9	
Ago	19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-11,0	-10,2	-1,4	50,1	3,2	-0,7	-7,9	
Sep	24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,7	-1,7	2,5	35,6	5,8	17,8	-11,1	
Oct	23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-16,2	-15,1	-18,3	26,7	-20,3	-7,6	-10,6	

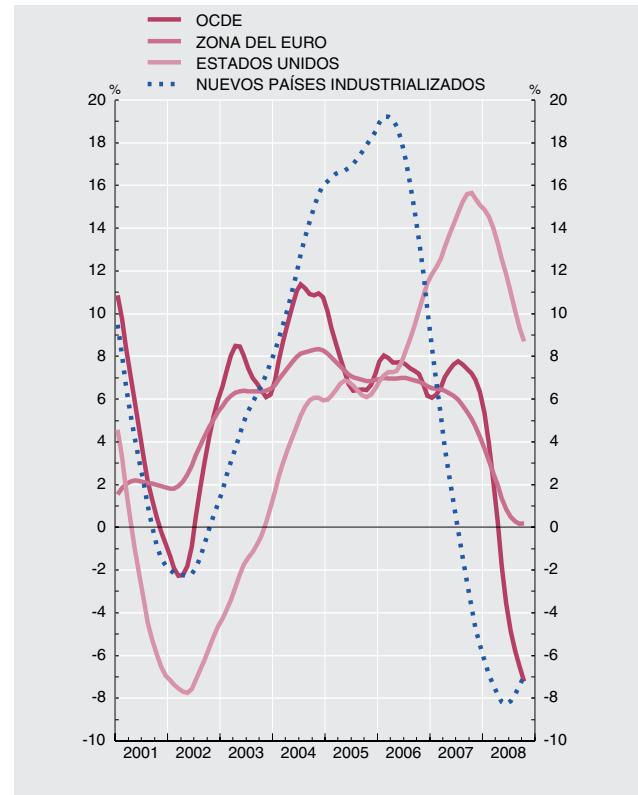
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

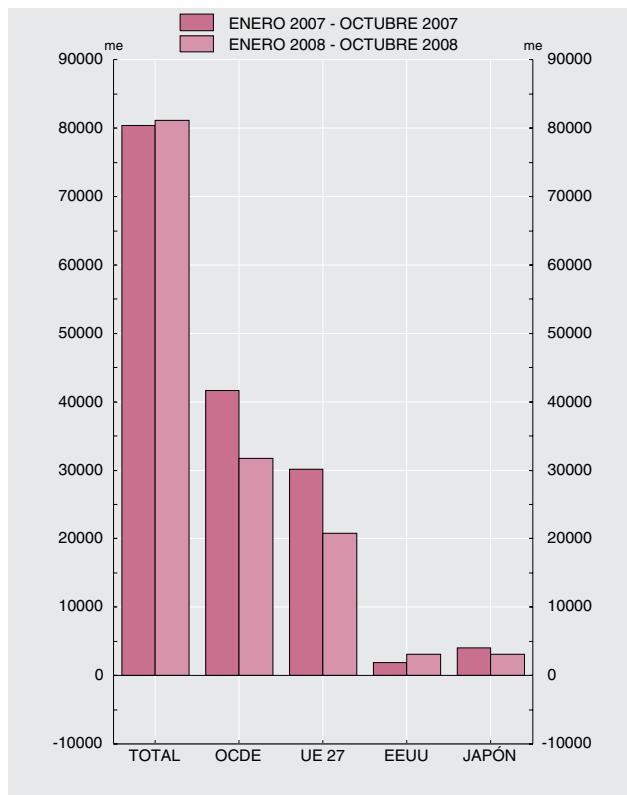
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

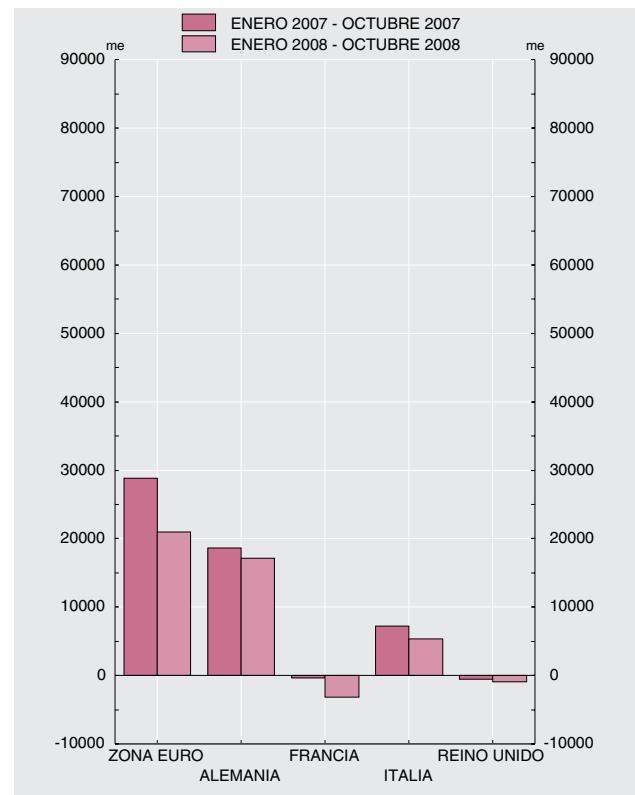
Millones de euros

	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:			Del cual:			Del cual:										
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido	EEUU	Japón	Total								
		1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
03	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600				
04	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104				
05	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411				
06	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564				
07	-100 015	-40 176	-37 845	-23 752	-214	-8 375	-2 331	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 044	-3 477	-16 366	-4 347				
07 E-O	-80 419	-30 188	-28 806	-18 606	381	-7 234	-1 382	533	-41 608	-1 855	-3 995	-13 226	-3 249	-13 674	-3 577				
08 E-O	-81 190	-20 816	-20 954	-17 174	3 214	-5 375	138	968	-31 715	-3 085	-3 144	-18 795	-4 447	-15 323	-2 787				
07 Sep	-8 410	-3 159	-2 950	-1 934	-45	-728	-209	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	-357				
Oct	-9 310	-3 758	-3 485	-2 132	17	-849	-273	94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	-340				
Nov	-8 699	-3 595	-3 434	-2 130	-102	-807	-160	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386				
Dic	-9 835	-4 800	-4 523	-2 212	-720	-878	-277	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386				
08 Ene	-9 152	-1 863	-1 823	-1 546	367	-542	-40	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339				
Feb	-8 074	-2 587	-2 856	-2 110	46	-608	269	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	-279				
Mar	-9 602	-2 251	-2 328	-1 716	174	-574	76	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	-251				
Apr	-8 048	-2 673	-2 620	-2 022	335	-650	-52	130	-3 427	-279	-378	-1 597	-387	-1 396	-302				
May	-7 963	-2 153	-2 291	-2 116	553	-490	139	160	-3 458	-304	-365	-1 771	-516	-1 405	-257				
Jun	-8 662	-2 064	-2 021	-1 726	366	-417	-43	40	-3 386	-310	-378	-2 434	-523	-1 467	-373				
Jul	-8 012	-2 061	-2 011	-1 736	477	-769	-50	-5	-2 895	-266	-179	-1 808	-488	-1 783	-234				
Ago	-7 597	-2 121	-2 031	-1 091	-199	-472	-90	-6	-2 933	-195	-150	-2 169	-379	-1 578	-196				
Sep	-7 433	-1 262	-1 289	-1 489	604	-446	27	93	-2 222	-262	-250	-1 841	-590	-1 861	-279				
Oct	-6 645	-1 780	-1 683	-1 622	492	-408	-98	9	-2 633	-185	-242	-1 793	-336	-1 454	-278				

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

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

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

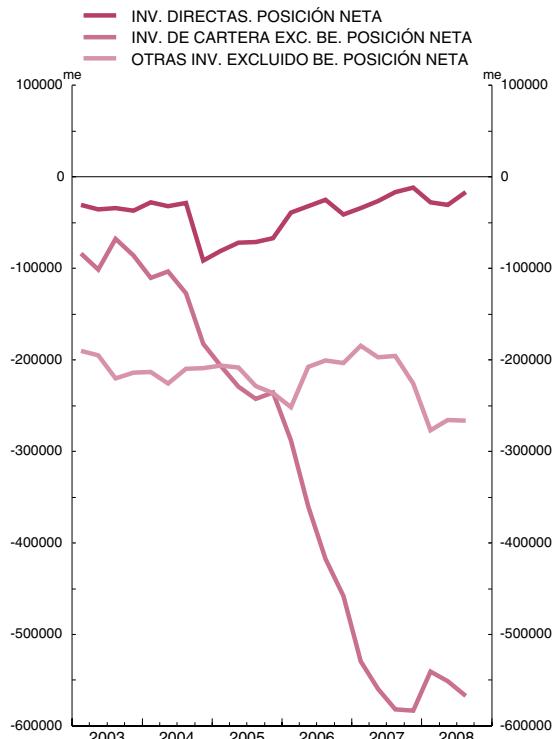
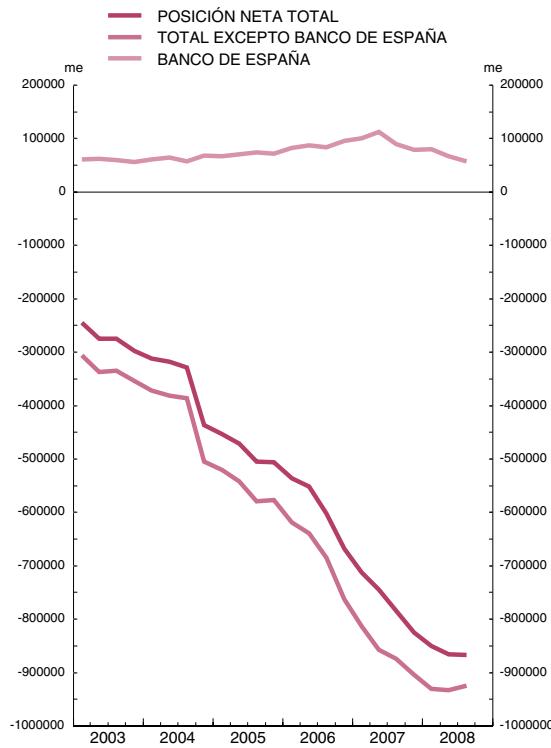
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=	2=	3=6+9+12	4=3-4-5	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14 a 16	14	15	16
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 III	-505,3	-578,9	-71,1	240,4	311,5	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
IV	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
06 I	-535,8	-618,2	-39,4	287,9	327,3	-327,1	476,7	803,8	-251,7	285,2	536,9	-	82,4	15,4	26,8	40,3
II	-551,4	-638,7	-31,8	301,5	333,3	-399,2	444,3	843,5	-207,6	300,6	508,3	-	87,3	14,6	32,2	40,5
III	-601,9	-685,2	-25,4	317,7	343,0	-459,1	447,7	906,8	-200,8	315,4	516,2	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-667,5	-763,2	-41,5	309,7	351,2	-508,9	455,7	964,6	-203,2	327,4	530,6	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-712,1	-812,5	-34,1	315,7	349,7	-582,4	461,0	1 043,3	-184,7	361,1	545,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-744,6	-856,8	-26,2	345,2	371,5	-617,2	471,0	1 088,2	-197,4	365,1	562,5	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-784,1	-873,7	-16,5	356,3	372,8	-643,4	455,2	1 098,6	-195,9	387,6	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-825,5	-904,4	-12,1	395,1	407,2	-647,6	443,3	1 090,8	-225,9	383,0	608,9	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-849,9	-930,5	-28,0	395,8	423,8	-604,9	413,9	1 018,8	-276,8	384,1	660,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-865,5	-932,7	-30,6	409,8	440,4	-613,2	403,4	1 016,6	-265,5	421,2	686,6	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-867,5	-924,5	-16,5	428,6	445,2	-629,9	389,1	1 019,1	-266,3	426,6	693,0	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

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

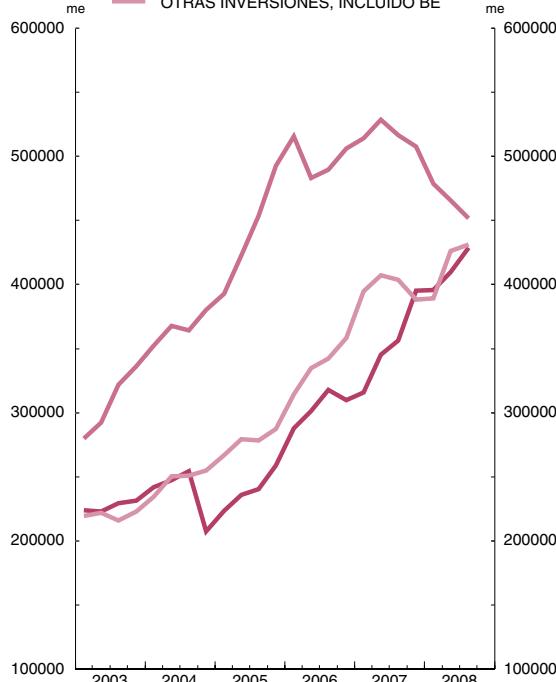
■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	279 279	254 992	431 651	-	-
05 III	218 375	22 071	238 869	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
IV	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 I	269 390	18 489	252 911	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 453	-	-
II	279 487	22 009	259 513	73 829	122 047	361 127	206 547	636 951	334 801	508 589	-	-
III	296 551	21 121	263 163	79 872	126 170	363 383	232 494	674 271	342 224	516 474	-	-
IV	287 478	22 203	270 468	80 691	133 193	373 001	245 683	718 897	358 117	530 846	32 973	42 569
07 I	294 793	20 885	271 539	78 210	140 704	373 512	256 533	786 784	394 519	546 187	33 197	44 487
II	329 686	15 561	286 530	84 940	153 730	374 852	269 506	818 657	407 160	562 909	39 921	55 856
III	334 932	21 389	290 725	82 058	142 095	374 617	273 560	825 065	403 531	583 854	44 181	62 069
IV	369 262	25 819	317 120	90 069	134 762	372 789	286 207	804 620	388 199	612 421	44 642	63 487
08 I	369 383	26 416	337 354	86 479	100 981	377 430	238 020	780 731	389 003	662 759	53 297	74 001
II	382 452	27 356	350 146	90 294	98 102	367 350	221 084	795 531	425 962	698 973	58 579	82 016
III	398 058	30 587	352 697	92 491	85 381	366 458	204 457	814 606	431 418	717 241	70 066	81 757

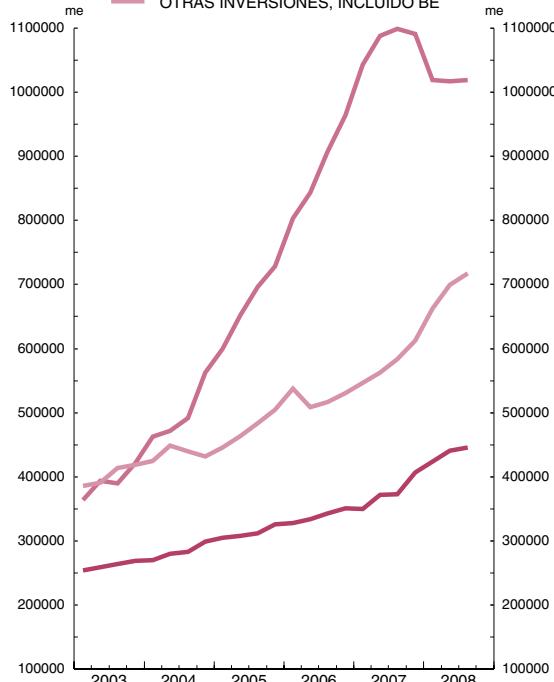
INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR

■ INVERSIONES DIRECTAS
■ INVERSIONES DE CARTERA, INC.BE
■ OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA

■ INVERSIONES DIRECTAS
■ INVERSIONES DE CARTERA, INC.BE
■ OTRAS INVERSIONES, INCLUIDO BE



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

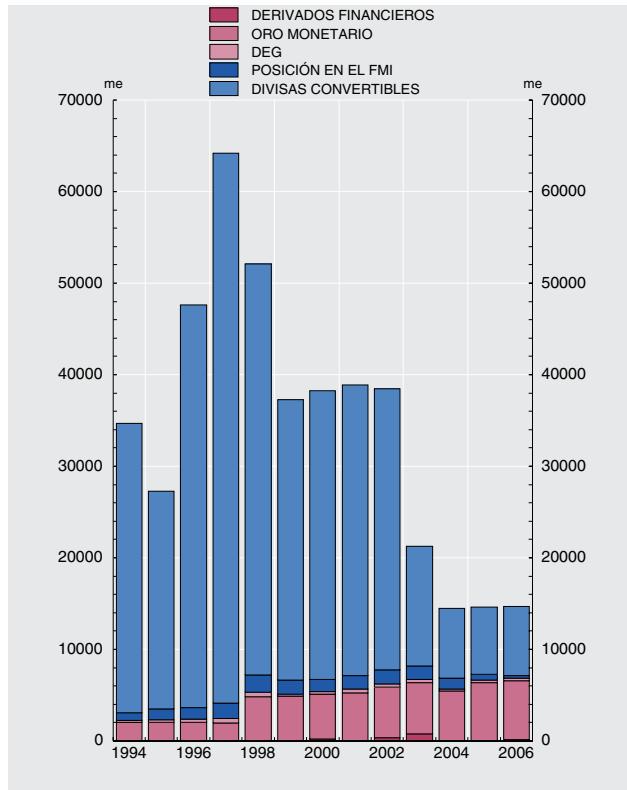
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

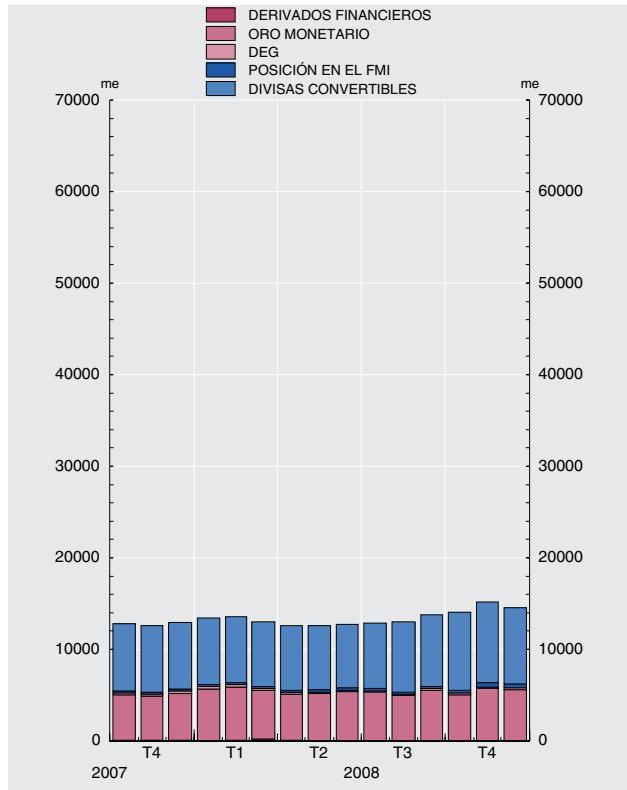
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro	
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros		
	1	2	3	4	5	6	7	
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8	
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8	
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8	
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7	
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4	
07 Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1	
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1	
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1	
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1	
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1	
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1	
08 Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1	
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1	
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1	
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1	
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1	
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1	
Jul	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1	
Ago	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1	
Sep	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1	
Oct	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1	
Nov	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1	
Dic	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1	

ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

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

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

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Depositos	Bonos y obligaciones
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depositos	Bonos y obligaciones	Depositos	Créditos comerciales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
04 /I	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974			
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071			
05 /I	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301			
II	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810			
III	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776			
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887			
06 /I	1 238 547	214 078	4 628	14	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115			
II	1 258 074	213 343	3 620	348	191 381	17 995	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443			
III	1 307 710	214 178	6 070	1 472	188 569	18 066	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224			
IV	1 369 928	215 583	4 836	665	191 871	18 211	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352			
07 /I	1 461 148	219 412	4 901	40	195 781	18 690	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027			
II	1 522 143	215 158	5 446	444	190 503	18 765	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341			
III	1 541 579	207 165	4 820	1 326	182 455	18 564	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140			
IV	1 561 065	197 854	4 505	875	173 414	19 060	-	723 951	16 802	327 391	265 459	114 300			
08 /I	1 586 780	194 438	6 451	553	167 692	19 742	-	767 440	19 368	380 522	256 256	111 294			
II	1 643 666	197 289	5 709	156	170 922	20 503	-	794 992	23 181	399 932	258 814	113 065			
III	1 685 627	213 814	9 828	488	182 543	20 954	-	793 949	21 713	400 051	259 407	112 778			

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

Saldos a fin de periodo												Millions de euros			
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa			
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		Inversores directos	Afiliadas	
			Depositos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales						
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
04 /I	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331		
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307		
05 /I	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712		
II	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573		
III	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893		
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034		
06 /I	535	535	322 467	2 905	19 460	408	195 679	102 516	360	1 139	111 945	46 934	65 011		
II	328	328	350 967	4 283	18 444	330	226 684	99 913	352	961	112 534	47 590	64 944		
III	316	316	373 904	4 641	22 235	830	244 071	100 861	348	918	116 965	51 034	65 932		
IV	281	281	411 044	4 786	22 882	694	275 114	106 674	339	555	120 185	49 590	70 595		
07 /I	322	322	455 141	5 303	21 555	541	317 258	109 217	334	932	128 177	49 954	78 223		
II	423	423	481 244	5 418	26 932	1 054	336 291	110 195	331	1 022	140 577	50 346	90 231		
III	277	277	494 462	2 153	22 081	837	346 652	121 405	339	994	132 660	51 999	80 660		
IV	3 550	3 550	491 686	201	20 212	277	344 239	125 734	331	692	144 024	54 846	89 177		
08 /I	1 855	1 855	479 757	827	19 751	401	330 137	127 023	320	1 299	143 290	55 965	87 325		
II	12 326	12 326	489 896	6 397	21 176	1 254	330 509	129 121	317	1 122	149 162	61 056	88 106		
III	24 276	24 276	499 808	18 093	24 054	1 058	323 021	132 136	323	1 122	153 780	62 000	91 780		

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos							
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13		
07 Jul	452 764	302 818	150 003	114	-	138	308	259 984	637 586	54 551	316 884	115 269	192 780	
Ago	452 514	282 934	160 437	9 185	-	238	280	253 724	640 337	47 773	317 108	117 278	198 790	
Sep	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154	
Oct	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703	
Nov	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440	
Dic	467 813	259 094	274 422	-65 014	-	314	1 003	260 023	663 813	51 566	331 310	124 047	207 790	
08 Ene	438 306	191 905	268 486	-21 373	-	199	911	245 582	658 002	52 664	354 557	110 527	192 724	
Feb	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496	
Mar	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695	
Abr	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984	
May	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453	
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099	
Jul	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473	
Ago	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420	
Sep	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611	
Oct	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049	
Nov	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918	
Dic	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990	

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos						
	Oper. principales de financiación (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
07 Jul	18 325	15 804	2 520	2	-	2	-27 106	-4 787	29 122	85 999	20 438	8 477	68 837	21 095	
Ago	18 180	15 657	2 341	183	-	1	-24 045	-4 787	25 767	85 141	18 069	8 312	69 131	21 245	
Sep	20 942	12 319	8 673	-49	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111	
Oct	35 401	18 311	17 821	-734	-	3	0	-5 873	-4 787	24 122	82 899	20 605	8 430	70 952	21 938
Nov	40 374	19 314	21 172	-90	-	21	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214	
Dic	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	72 079	23 831	
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	37	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336
Feb	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	72 071	22 143
Mar	44 173	21 534	22 480	161	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569	
Abr	47 940	18 749	29 240	-27	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121	
May	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559
Jul	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828	24 027
Ago	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465	24 495
Sep	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846	27 807
Oct	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
Nov	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490
Dic	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

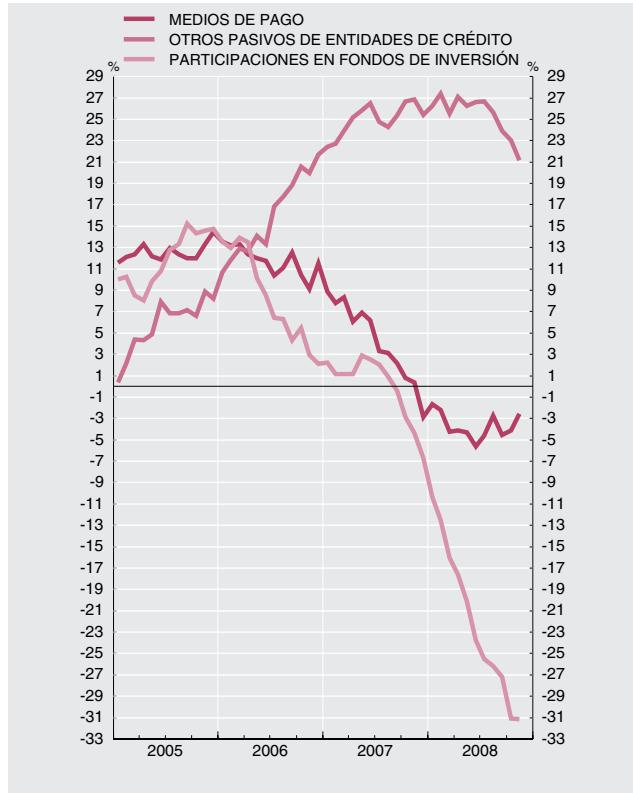
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

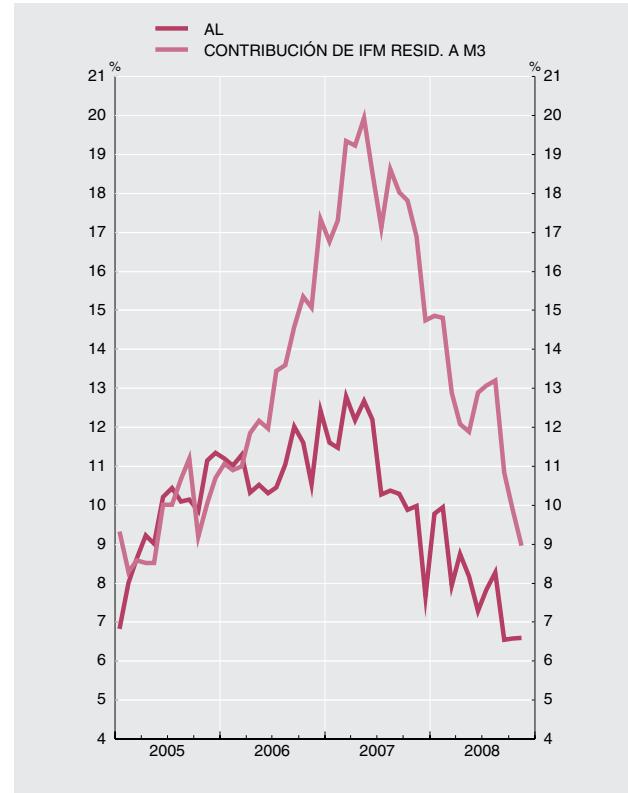
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo (b)	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exte- rior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	459 550	14,4	16,1	14,0	300 710	8,2	10,5	-3,8	7,0	220 195	14,7	7,6	22,3	11,3	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 973	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
07	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 911	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
07 Ago	491 707	3,1	6,7	2,3	423 760	24,3	26,3	16,1	10,5	227 517	0,9	-2,4	3,6	10,4	18,6
Sep	501 220	2,2	5,6	1,4	430 223	25,4	27,9	13,5	12,1	223 556	-0,4	-1,7	0,6	10,3	18,0
Oct	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 140	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8
Nov	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 362	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
Dic	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 911	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08 Ene	482 419	-1,7	1,8	-2,5	471 888	26,2	30,0	10,3	-6,7	202 202	-10,3	4,1	-20,6	9,8	14,9
Feb	480 366	-2,2	1,5	-3,1	484 629	27,4	31,2	10,9	-7,4	197 714	-12,5	2,6	-23,1	9,9	14,8
Mar	480 679	-4,2	-0,3	-5,2	492 178	25,5	29,7	9,2	-15,4	192 015	-16,1	-0,1	-27,6	7,9	12,9
Apr	471 052	-4,1	-0,6	-5,0	503 956	27,1	31,6	7,0	-10,7	188 789	-17,6	-1,2	-29,3	8,7	12,1
May	477 181	-4,3	-1,3	-5,0	510 387	26,2	31,5	4,3	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	8,2	11,9
Jun	487 867	-5,6	-2,5	-6,3	523 990	26,6	30,7	7,1	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	7,3	12,9
Jul	479 799	-4,6	-2,8	-5,0	527 085	26,7	31,7	3,1	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,8	13,1
Ago	478 077	-2,8	-3,2	-2,7	532 379	25,6	31,8	-5,5	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,3	13,2
Sep	478 569	-4,5	-3,8	-4,7	533 117	23,9	29,6	-5,4	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,5	10,8
Oct	P 465 355	-4,1	1,0	-5,4	541 523	23,0	27,5	1,4	-18,8	151 861	-31,1	-15,3	-42,8	6,6	9,9
Nov	P 475 466	-2,6	0,6	-3,4	544 592	21,2	25,8	-1,6	-24,5	147 805	-31,1	-15,9	-42,7	6,6	9,0

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

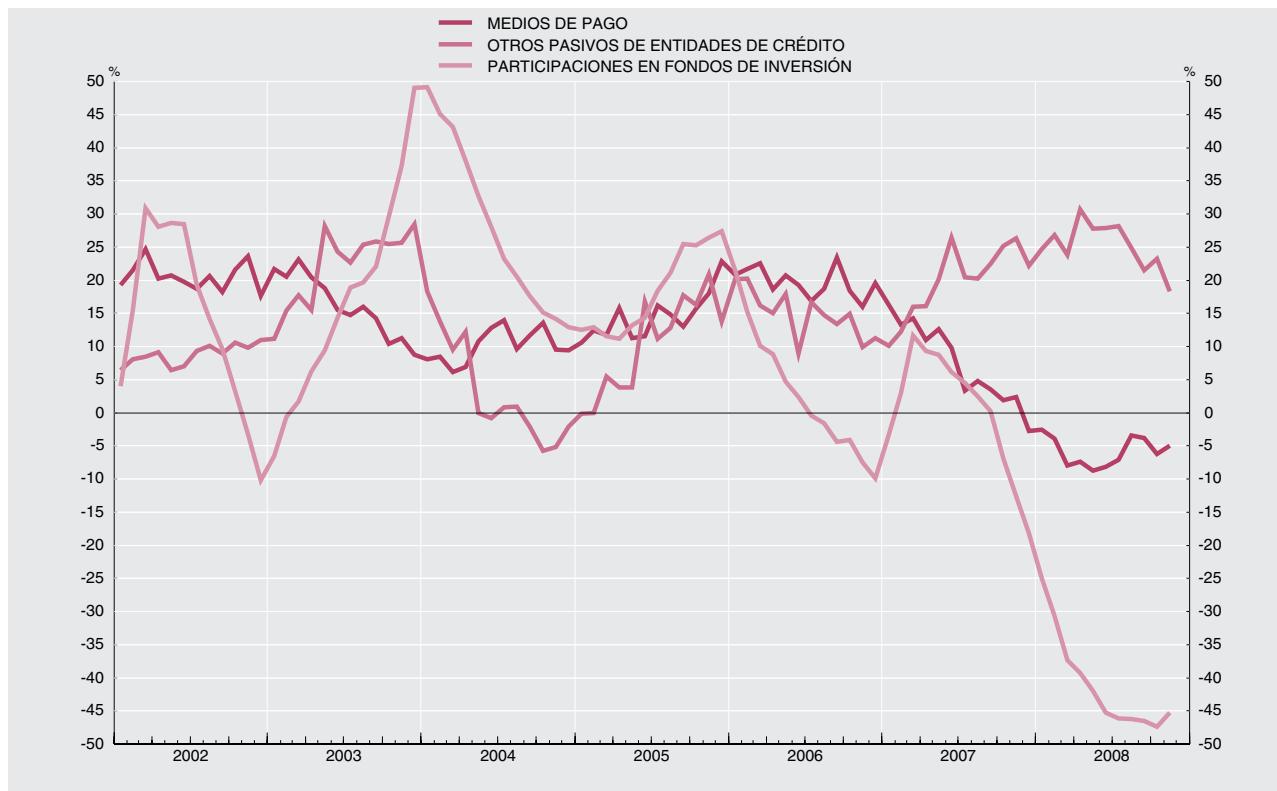
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
05	114 876	22,9	70 952	13,7	30,5	-3,5	29 442	27,4	13,9	41,4	
06	137 357	19,6	78 973	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0	
07	133 623	-2,7	96 457	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0	
07 Ago	126 227	4,8	89 941	20,2	27,4	9,1	27 100	2,5	1,7	3,1	
Sep	132 591	3,5	92 009	22,5	30,7	9,3	26 101	0,3	1,5	-0,7	
Oct	125 602	1,9	93 133	25,2	35,8	7,6	24 743	-6,9	-8,1	-6,1	
Nov	129 238	2,4	95 077	26,3	37,4	7,1	23 169	-12,6	-11,8	-13,1	
Dic	133 623	-2,7	96 457	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0	
08 Ene	125 515	-2,6	96 830	24,7	36,2	4,2	20 835	-25,0	-11,4	-34,6	
Feb	124 705	-3,9	99 669	26,8	38,6	5,1	20 024	-30,7	-17,2	-40,2	
Mar	123 864	-8,0	102 074	23,8	35,6	2,3	19 083	-37,3	-23,9	-47,1	
Abr	119 348	-7,4	105 681	30,7	44,4	4,4	18 113	-39,3	-24,4	-49,9	
May	121 938	-8,7	107 871	27,7	43,1	-0,3	16 996	-41,9	-25,7	-53,3	
Jun	126 150	-8,1	114 936	27,9	35,7	12,8	15 587	-45,3	-28,0	-57,4	
Jul	119 261	-7,1	111 071	28,1	38,1	9,2	14 913	-46,2	-29,7	-57,9	
Ago	121 928	-3,4	112 348	24,9	38,2	0,8	14 573	-46,2	-31,9	-56,9	
Sep	127 508	-3,8	111 774	21,5	30,6	3,9	13 946	-46,6	-33,4	-56,6	
Oct	P 117 833	-6,2	114 830	23,3	28,9	11,4	13 022	-47,4	-32,3	-58,6	
Nov	P 122 811	-5,0	112 469	18,3	23,3	7,2	12 676	-45,3	-30,1	-56,8	

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

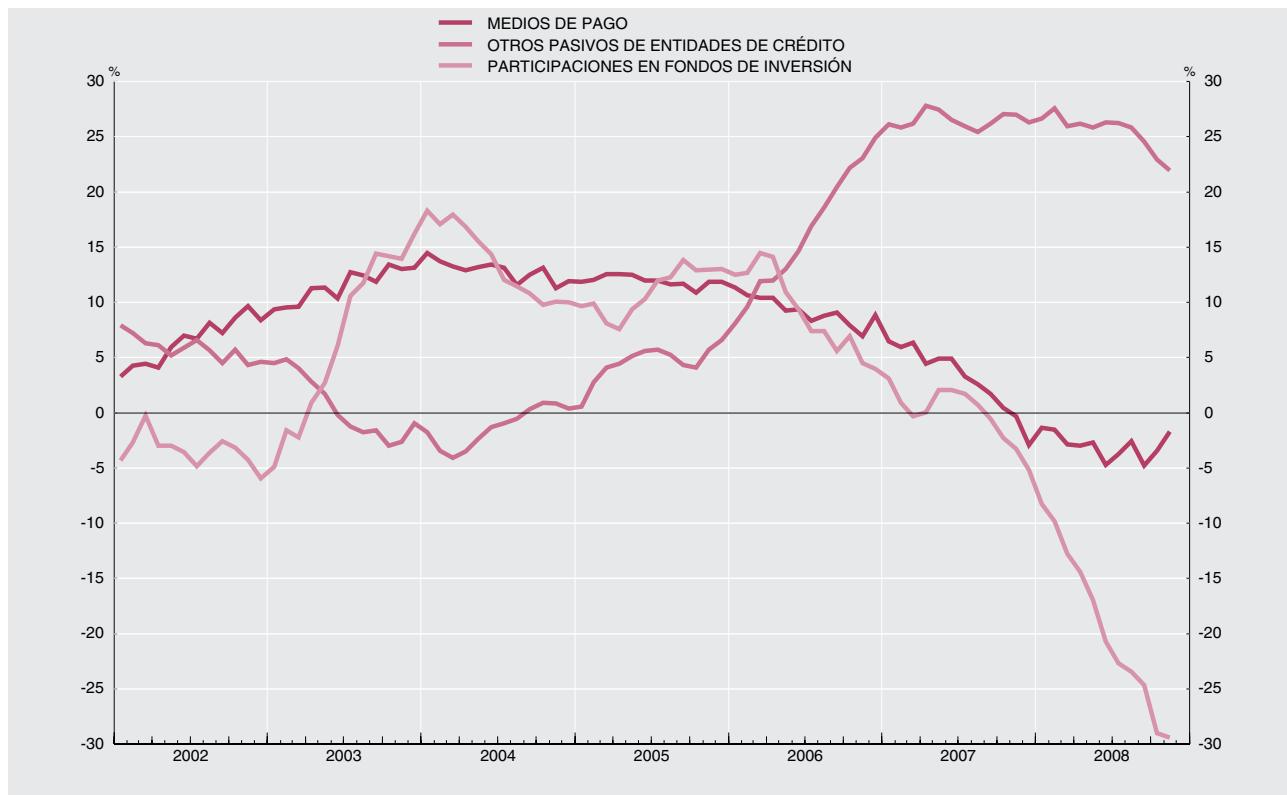
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Milenes de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	344 674	11,9	14,3	11,2	229 758	6,6	7,3	1,2	190 753	13,0	6,7	19,6
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 999	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 454	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
07 Ago	365 480	2,6	6,8	1,3	333 820	25,4	26,1	20,5	200 417	0,7	-3,0	3,7
<i>Sep</i>	368 629	1,7	5,8	0,5	338 213	26,2	27,4	16,8	197 455	-0,5	-2,2	0,8
<i>Oct</i>	359 835	0,4	5,2	-1,0	347 007	27,1	28,7	14,3	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
<i>Nov</i>	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 285	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
<i>Dic</i>	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 454	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08 Ene	356 904	-1,4	2,3	-2,5	375 058	26,6	28,8	9,3	181 366	-8,3	6,3	-18,6
<i>Feb</i>	355 661	-1,6	2,0	-2,6	384 960	27,6	29,8	9,3	177 690	-9,8	5,5	-20,6
<i>Mar</i>	356 815	-2,9	0,2	-3,8	390 105	26,0	28,5	5,9	172 932	-12,8	3,5	-24,6
<i>Abr</i>	351 704	-3,0	-0,1	-3,9	398 275	26,2	29,2	2,9	170 675	-14,4	2,2	-26,3
<i>May</i>	355 242	-2,7	-0,7	-3,3	402 516	25,8	29,3	-0,5	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
<i>Jun</i>	361 717	-4,7	-1,9	-5,6	409 054	26,3	29,6	0,9	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
<i>Jul</i>	360 538	-3,7	-2,2	-4,2	416 014	26,3	30,4	-6,1	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
<i>Ago</i>	356 149	-2,6	-2,6	-2,5	420 031	25,8	30,5	-11,5	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
<i>Sep</i>	351 061	-4,8	-3,2	-5,3	421 343	24,6	29,4	-15,8	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
<i>Oct</i>	P 347 522	-3,4	1,4	-5,0	426 693	23,0	27,2	-14,5	138 840	-29,0	-13,1	-40,8
<i>Nov</i>	P 352 656	-1,7	1,1	-2,6	432 123	22,0	26,3	-17,2	135 129	-29,4	-14,2	-41,0

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

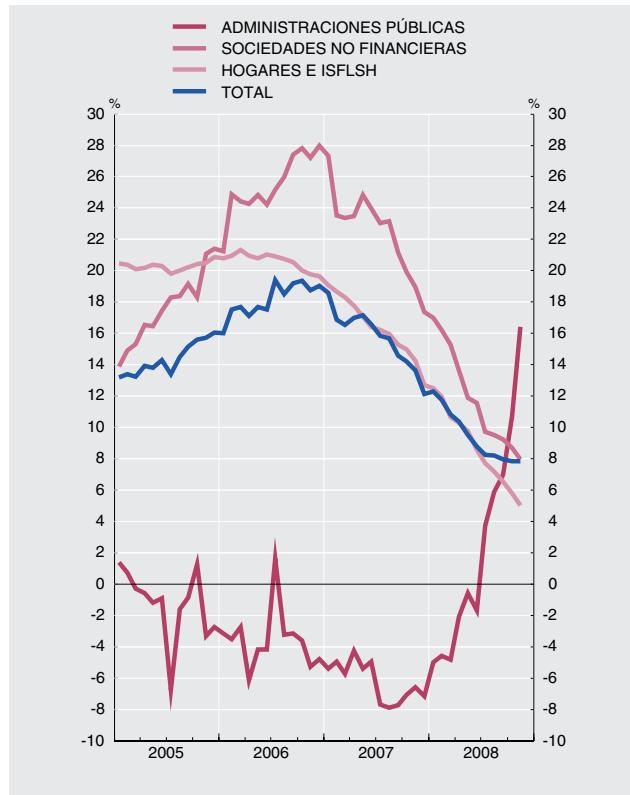
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

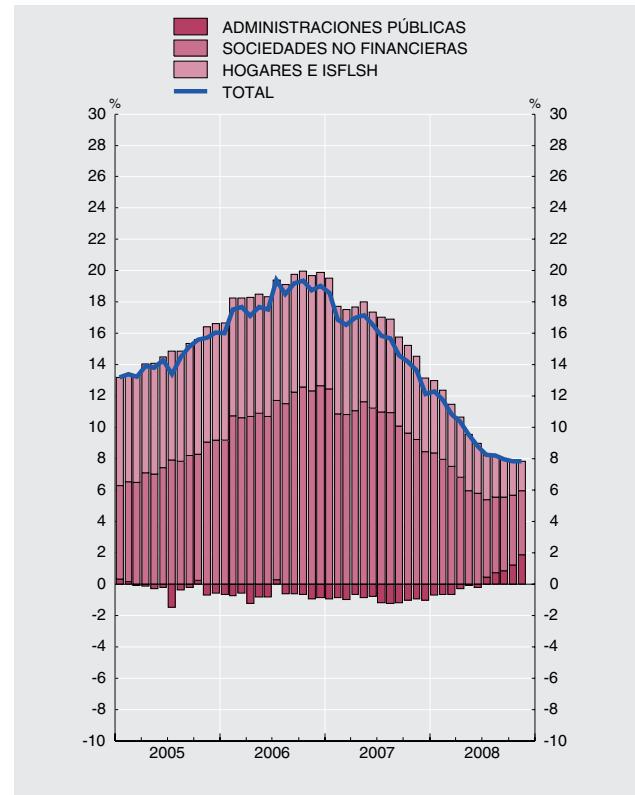
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total					
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores	
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores	
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	1 763 901	242 997	16,1	-2,7	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,6	16,6	9,2	7,4	15,2	0,2	1,3
06	2 102 844	335 896	19,0	-4,8	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,9	19,9	12,6	7,3	17,0	1,0	1,9
07	2 367 557	255 395	12,1	-7,1	15,4	17,4	12,7	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
07 Ago	2 293 175	12 263	15,7	-7,9	20,0	23,1	16,0	21,3	30,3	11,1	-1,2	16,9	11,0	5,9	15,2	0,4	1,3
Sep	2 310 817	18 459	14,6	-7,7	18,6	21,1	15,3	19,9	28,1	9,3	-1,2	15,8	10,1	5,6	14,3	0,4	1,1
Oct	2 315 713	8 171	14,2	-7,1	17,8	19,9	15,0	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,6	13,6	0,4	1,3
Nov	2 339 859	23 516	13,6	-6,6	16,9	19,0	14,2	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,2	5,3	12,9	0,3	1,4
Dic	2 367 557	24 574	12,1	-7,1	15,4	17,4	12,7	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
08 Ene	2 375 545	9 542	12,3	-5,0	15,1	17,0	12,5	15,4	18,6	12,7	-0,7	13,0	8,4	4,6	11,2	0,3	1,5
Feb	2 390 642	14 334	11,8	-4,6	14,4	16,2	12,0	14,9	14,2	11,2	-0,6	12,4	8,0	4,4	10,9	0,2	1,3
Mar	2 404 172	13 337	10,8	-4,8	13,3	15,3	10,7	13,6	11,0	11,7	-0,7	11,5	7,5	4,0	9,9	0,2	1,4
Abr	2 408 006	3 380	10,4	-2,1	12,2	13,7	10,3	12,6	15,4	9,3	-0,3	10,7	6,8	3,8	9,3	0,2	1,1
May	2 432 050	22 719	9,5	-0,6	11,0	11,9	9,8	11,6	17,4	6,2	-0,1	9,6	6,0	3,6	8,6	0,3	0,7
Jun	2 449 280	28 058	8,8	-1,7	10,3	11,6	8,6	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,8	3,2	7,5	0,3	1,2
Jul	2 467 680	10 070	8,3	3,7	8,9	9,7	7,7	8,9	10,1	8,3	0,4	7,8	4,9	2,9	6,7	0,2	1,0
Ago	2 480 800	12 195	8,2	5,9	8,5	9,5	7,2	8,4	10,0	8,9	0,7	7,5	4,8	2,7	6,3	0,2	1,1
Sep	2 501 695	14 311	8,0	7,0	8,1	9,2	6,6	7,8	6,9	10,5	0,9	7,1	4,7	2,4	5,8	0,1	1,2
Oct	P 2 507 166	5 726	7,8	10,7	7,5	8,7	5,8	7,4	6,7	7,9	1,2	6,6	4,4	2,2	5,6	0,1	0,9
Nov	P 2 531 929	25 008	7,8	16,4	6,7	8,0	5,0	6,4	12,3	7,8	1,9	5,9	4,1	1,9	4,8	0,2	0,9

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

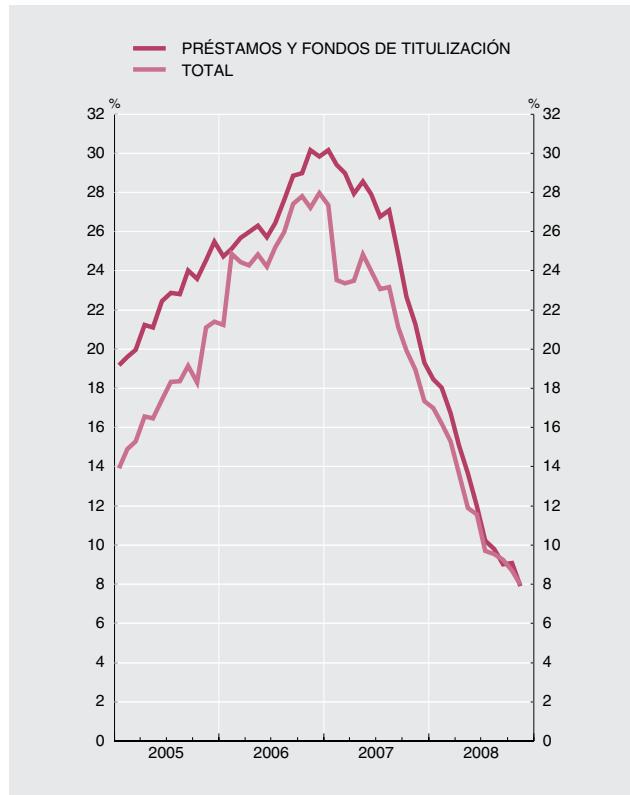
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

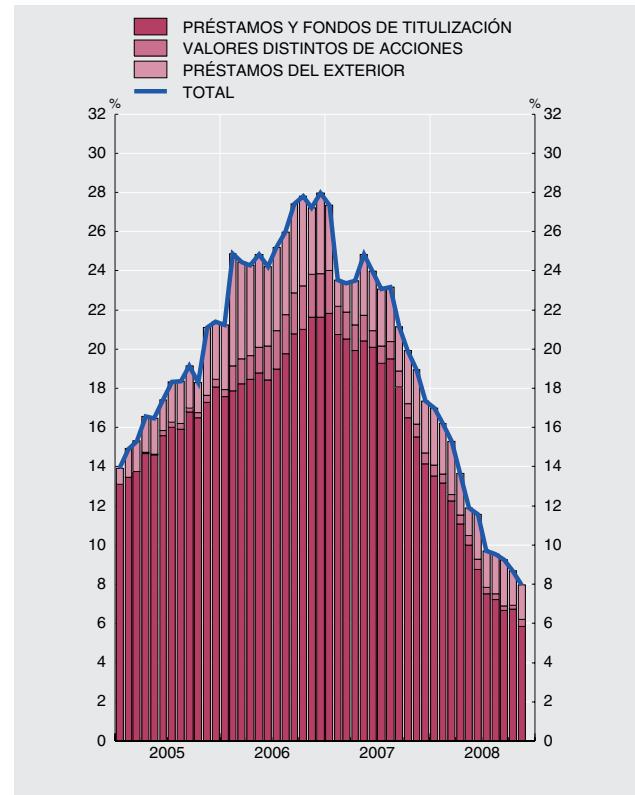
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emisiones de filial financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	797 568	139 281	21,4	578 229	25,5	18,1	13 206	2 634	23,7	0,4	206 133	10,7	3,0	5 581
06	1 024 233	223 107	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 161	16,0	4,1	3 230
07	1 212 806	177 791	17,4	894 156	19,3	14,1	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	1 166
07 Ago	1 162 102	1 041	23,1	856 056	27,1	19,5	35 898	23 304	30,3	0,9	270 148	11,0	2,7	2 665
Sep	1 174 841	13 289	21,1	869 184	24,9	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	269 228	9,2	2,3	2 300
Oct	1 183 925	12 301	19,9	874 064	22,7	16,5	36 804	23 338	24,0	0,7	273 058	11,1	2,7	2 142
Nov	1 195 754	11 119	19,0	883 525	21,3	15,5	36 654	23 234	21,7	0,7	275 574	11,6	2,8	1 880
Dic	1 212 806	13 390	17,4	894 156	19,3	14,1	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	1 166
08 Ene	1 219 582	8 361	17,0	900 611	18,5	13,5	36 709	22 872	18,6	0,6	282 262	12,3	2,9	1 097
Feb	1 224 147	3 732	16,2	904 882	18,0	13,2	36 632	22 667	14,2	0,4	282 632	10,8	2,6	988
Mar	1 232 120	7 356	15,3	912 921	16,7	12,2	35 920	22 587	11,0	0,3	283 280	11,4	2,7	915
Apr	1 240 645	8 028	13,7	917 568	15,1	11,1	36 787	22 573	15,4	0,5	286 289	9,0	2,1	860
May	1 249 712	7 579	11,9	922 444	13,6	10,0	38 228	24 195	17,4	0,5	289 040	5,9	1,4	905
Jun	1 254 906	15 672	11,6	930 390	12,0	8,8	39 409	25 408	18,0	0,5	285 107	9,6	2,3	829
Jul	1 274 237	10 957	9,7	939 505	10,2	7,5	39 536	25 433	10,1	0,3	295 196	8,0	1,9	761
Ago	1 274 263	-981	9,5	937 779	9,8	7,2	39 486	25 439	10,0	0,3	296 997	8,7	2,0	597
Sep	1 292 166	11 005	9,2	945 412	9,0	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	307 817	10,2	2,3	586
Oct	P 1 298 865	6 802	8,7	951 186	9,1	6,7	39 275	25 132	6,7	0,2	308 404	7,7	1,8	504
Nov	P 1 302 069	3 313	8,0	950 935	7,9	5,8	41 164	26 580	12,3	0,4	309 971	7,6	1,7	474

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

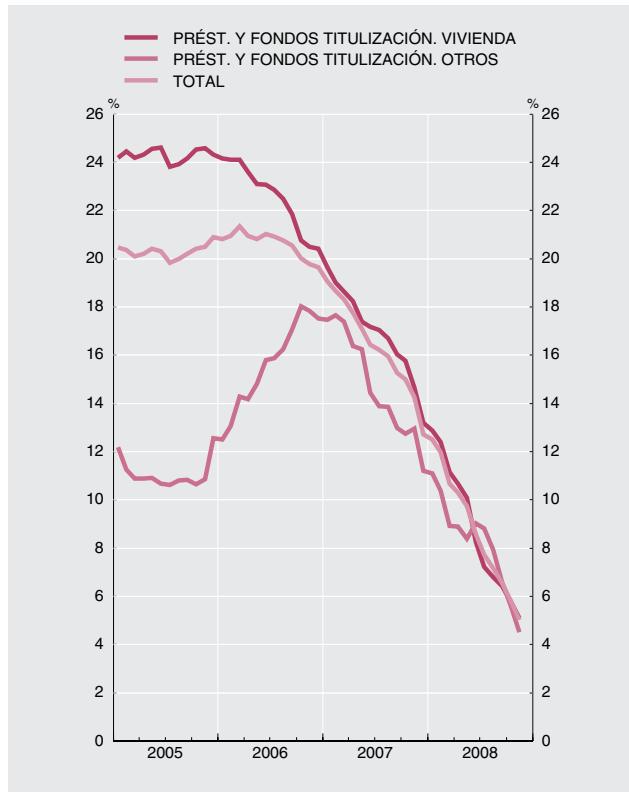
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

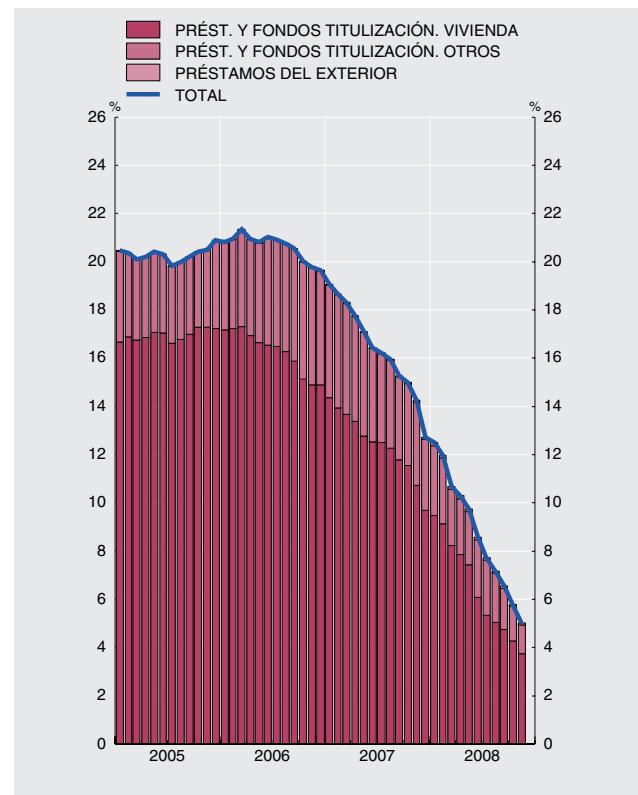
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	650 997	112 525	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	10,8	0,0	28 527	3 030
06	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	875 916	99 008	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
07 Ago	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	31,9	0,0	28 675	5 120
Sep	854 765	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 519	35,1	0,1	27 971	6 211
Oct	863 442	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 708	6 170
Nov	875 893	12 530	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 665	47,0	0,1	27 565	6 049
Dic	875 916	561	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 778	51,4	0,1	27 909	5 802
08 Ene	879 331	3 384	12,5	649 120	12,9	9,5	228 029	11,1	2,9	2 183	86,0	0,1	27 540	5 728
Feb	883 815	4 554	12,0	653 229	12,4	9,1	228 398	10,4	2,7	2 188	85,4	0,1	27 265	5 676
Mar	887 757	4 364	10,7	657 145	11,2	8,2	228 380	8,9	2,3	2 231	80,6	0,1	26 983	5 681
Apr	894 278	6 565	10,3	661 677	10,7	7,9	230 353	8,9	2,3	2 248	80,0	0,1	26 721	5 683
May	899 436	5 322	9,8	664 943	10,1	7,4	232 213	8,4	2,2	2 280	77,4	0,1	26 434	5 512
Jun	908 467	9 380	8,6	666 476	8,3	6,1	239 698	9,0	2,4	2 293	76,3	0,1	26 229	5 486
Jul	908 798	375	7,7	669 171	7,2	5,3	237 319	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	25 810	5 872
Ago	908 470	-246	7,2	670 460	6,8	5,0	235 702	7,9	2,0	2 308	57,1	0,1	25 360	5 633
Sep	908 616	462	6,6	672 218	6,4	4,8	234 081	6,6	1,7	2 317	52,5	0,1	25 457	5 019
Oct	P 911 236	2 772	5,8	673 736	5,8	4,3	235 116	5,6	1,4	2 384	49,1	0,1	24 963	4 834
Nov	P 917 571	6 471	5,0	675 288	5,1	3,7	239 832	4,5	1,2	2 450	47,2	0,1	25 165	4 783

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

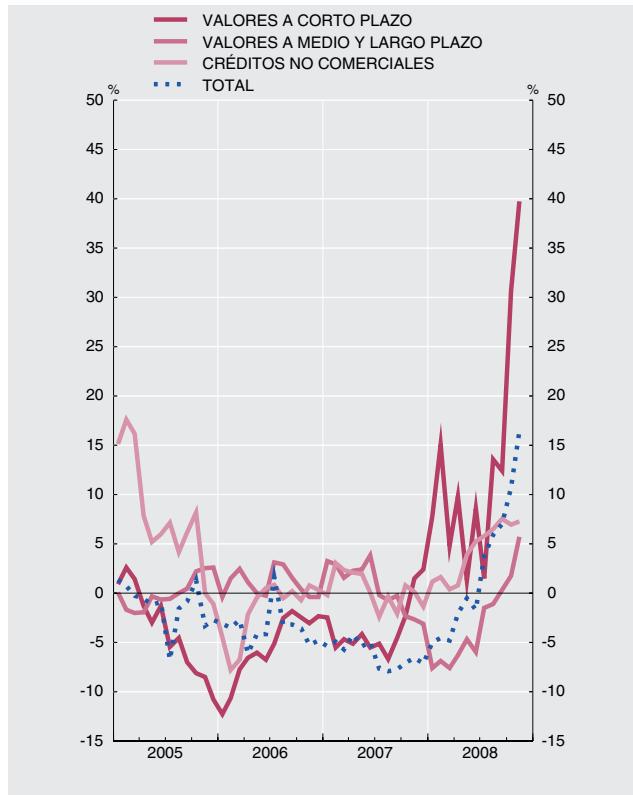
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Pasivos		Credito- tos no comer- ciales y res- to (a)			
	Saldo neto de pasivo- s	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de de- pósi- tos (c)	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	Acti- vos	Valores		Credito- tos no comer- ciales y res- to (a)	Acti- vos
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
04	324 145	680 0,2		6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	7 949	1,8	-6,2	0,5	12,9	10,6	-0,8	0,5	2,4	-1,9
05	315 336	-8 809 -2,7		2 573	-4 042	7 366	-751	-695	12 077	0,7	-10,8	2,6	-1,1	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5
06 P	300 239	-15 097 -4,8		-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 562	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07 P	278 835	-21 404 -7,1		-9 243	792	-9 090	-945	2 973	9 189	-2,4	2,4	-3,1	-1,4	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
07 Jun	P 290 752	6 284 -4,9		3 138	-2 643	5 646	136	-4 295	1 150	2,4	-5,5	3,8	0,1	29,7	-0,6	3,6	0,0	-7,9
Jul	P 274 383	-16 369 -7,7		-9 925	1 892	-10 458	-1 359	-6 321	12 765	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	19,9	-0,6	-0,2	-0,5	-6,3
Ago	P 281 504	7 121 -7,9		-4 510	-1 808	-2 043	-660	-158	-11 473	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	24,1	-0,7	-0,1	-0,1	-6,4
Sep	P 281 211	-293 -7,7		5 674	2 582	2 769	323	-72	6 038	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	22,7	-0,5	-0,3	-0,5	-6,5
Oct	P 268 345	-12 866 -7,1		-10 573	-1 178	-10 088	693	1 512	781	-1,8	-2,3	-0,8	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6	
Nov	P 268 212	-133 -6,6		3 500	2 868	842	-210	-2 152	5 785	-1,8	1,5	-2,7	0,1	11,6	0,2	-2,7	0,0	-4,1
Dic	P 278 835	10 623 -7,1		-1 194	-1 505	-800	1 111	-468	-11 349	-2,4	2,4	-3,1	-1,4	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
08 Ene	A 276 632	-2 203 -5,0		-5 436	3 506	-9 093	151	7	-3 240	-4,8	7,8	-7,6	1,2	-4,3	0,9	-7,7	0,3	1,5
Feb	A 282 680	6 048 -4,6		4 880	-956	4 589	1 248	1 046	-2 213	-3,7	15,1	-6,9	1,6	-1,0	1,6	-6,9	0,4	0,3
Mar	A 284 296	1 616 -4,8		-4 017	-708	-3 606	298	-328	-5 304	-5,2	4,8	-7,6	0,4	-6,3	0,5	-7,5	0,1	2,1
Apr	A 273 082	-11 214 -2,1		2 232	-1 286	3 631	-113	4 682	8 764	-3,8	9,8	-6,3	0,8	-8,1	1,1	-6,7	0,2	3,3
May	A 282 901	9 819 -0,6		5 453	-321	4 808	967	-411	-3 955	-2,7	1,3	-4,7	3,9	-8,4	0,2	-4,9	0,9	3,2
Jun	A 285 907	3 006 -1,7		2 169	-476	1 572	1 073	120	-956	-3,0	8,5	-6,0	5,3	-6,5	0,9	-6,1	1,2	2,4
Jul	A 284 645	-1 262 3,7		1 810	-241	3 125	-1 074	-6 793	9 865	-0,0	1,5	-1,5	5,8	-9,1	0,2	-1,6	1,4	3,7
Ago	A 298 068	13 423 5,9		719	1 873	-898	-255	-230	-12 473	1,4	13,6	-1,1	6,5	-11,2	1,5	-1,1	1,5	4,0
Sep	A 300 913	2 845 7,0		10 408	2 531	6 857	1 020	-45	7 608	2,6	12,4	0,3	7,5	-9,1	1,5	0,3	1,7	3,5
Oct	A 297 065	-3 848 10,7		-1 192	4 530	-6 080	358	14 742	-12 086	5,1	30,7	1,8	6,9	-8,6	3,7	1,8	1,7	3,5
Nov	A 312 289	15 224 16,4		18 870	6 901	11 984	-15	2 126	1 520	9,1	39,7	5,7	7,3	-8,3	5,2	6,0	1,8	3,5

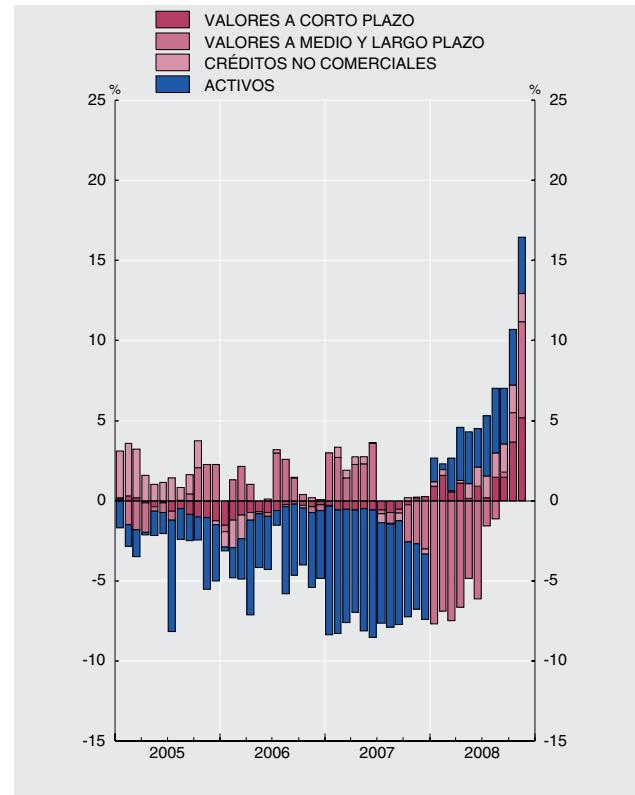
FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c. Excluidas las cuentas de recaudación.

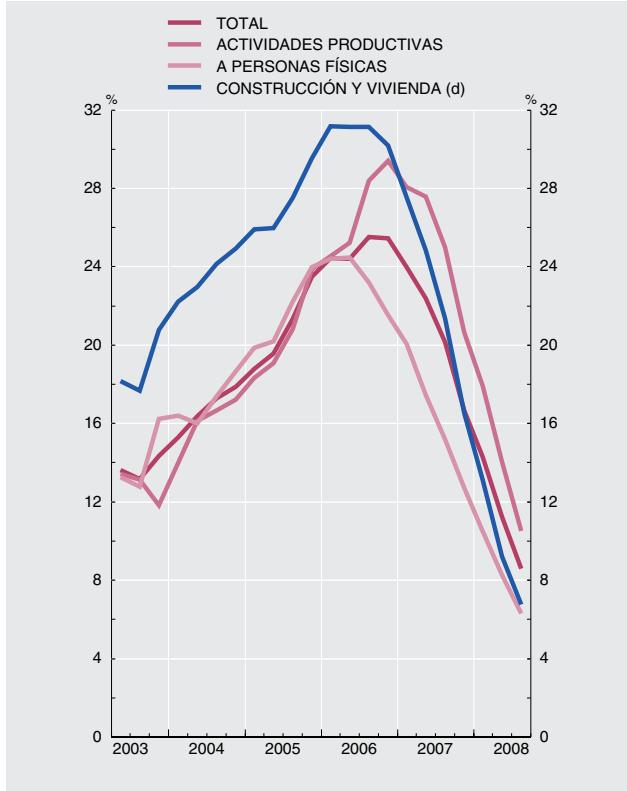
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

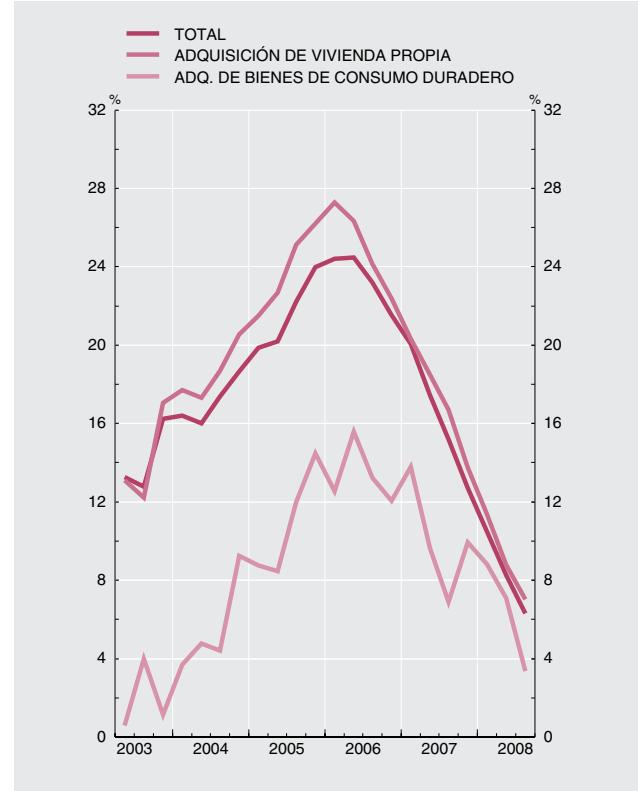
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ. a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios Del cual	Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	15
		05	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179
04 //	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869
	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326
	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563
	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	630 161	601 958	57 357	114 740	5 804	22 962	1 095 670
	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	640 247	611 447	57 726	119 101	5 952	23 840	1 109 023
	1 852 560	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 752	646 761	617 904	55 859	114 132	6 063	24 075	1 118 568

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

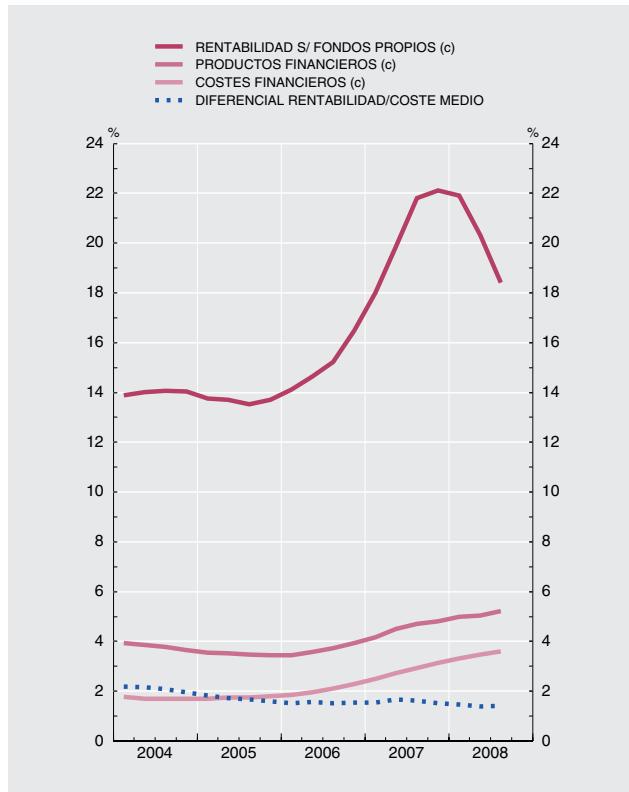
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

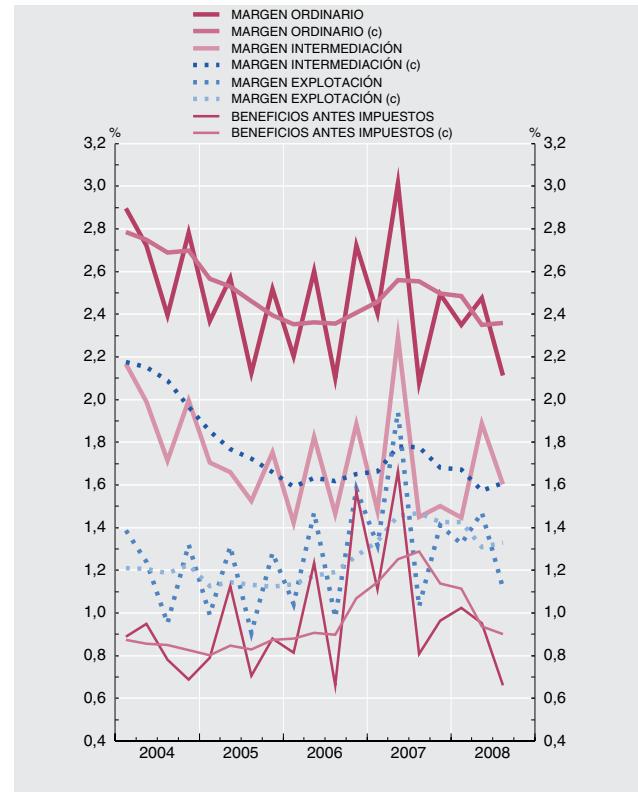
■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
		Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficios antes de impuestos	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	14,4	3,7	2,1	1,6	
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6	
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5	
05	///	3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	13,4	3,7	2,0	1,7	
IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	14,4	3,7	2,1	1,6	
06	/	3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	14,8	3,6	2,1	1,5	
II		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	15,9	3,8	2,2	1,6	
///		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	15,8	3,9	2,4	1,5	
IV		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6	
07	/	4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	20,9	4,4	2,8	1,5	
II		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	23,3	4,8	3,1	1,7	
///		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	23,6	5,0	3,3	1,6	
IV		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5	
08	/	5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	20,1	5,3	3,8	1,5	
II		5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	16,9	5,3	3,9	1,4	
///		5,4	3,8	1,6	0,5	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,7	16,0	5,5	4,1	1,4	

CUENTA DE RESULTADOS Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

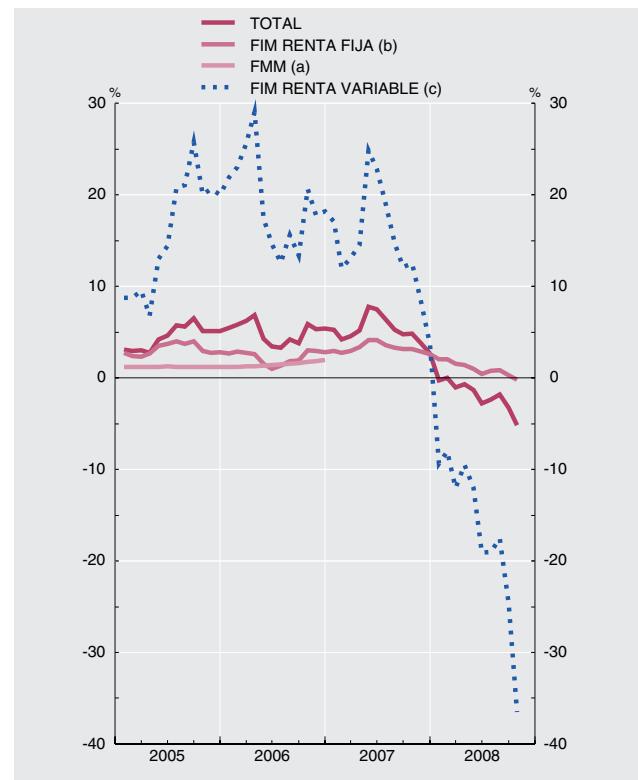
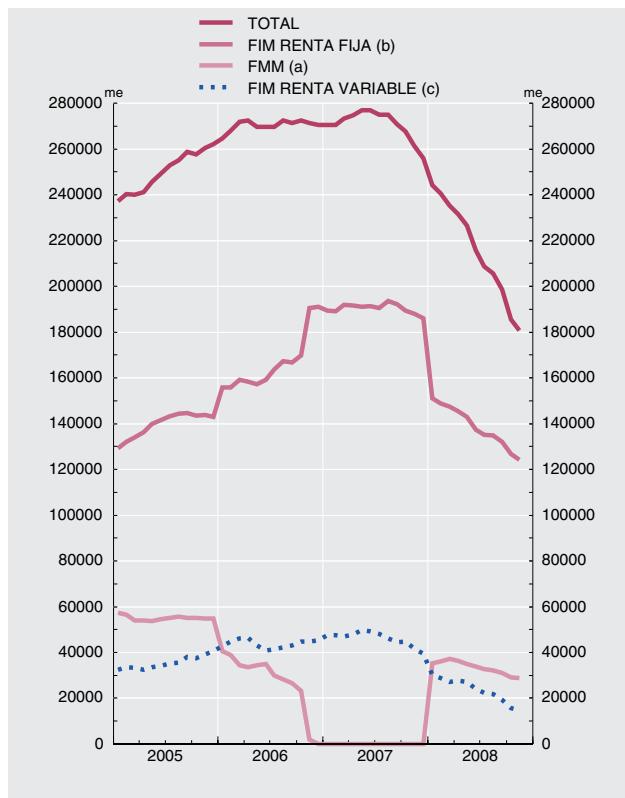
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)	
	Patri-mono	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-mono	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-mono	Varia-ción mensual	De la cual		Patri-mono	Varia-ción mensual	De la cual			
			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Renta-bilidad últimos 12 meses		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730	
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934	
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
07 Jul	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346	
Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314	
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887	
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383	
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654	
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643	
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898	
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534	
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090	
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161	
May	226 538	-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	P 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	

PATRIMONIO

RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

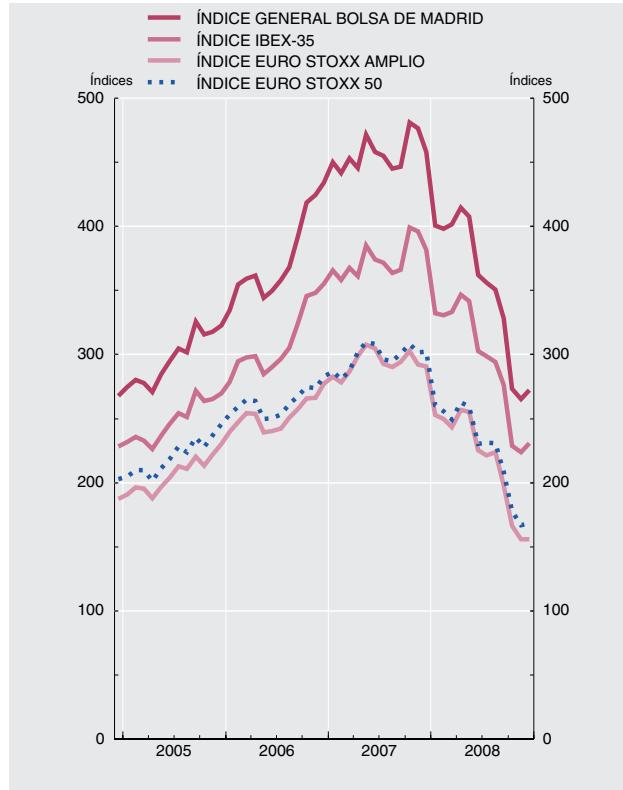
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

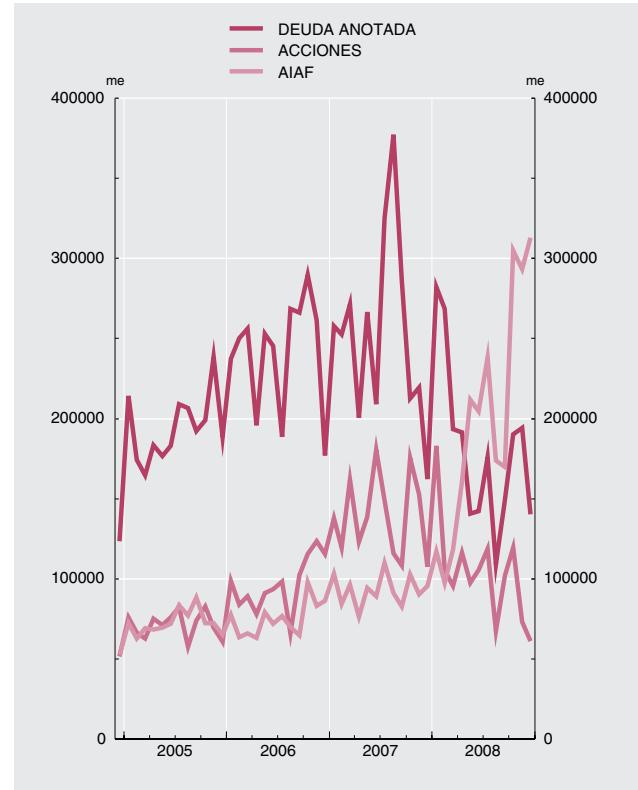
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (importes en millones de euros)					
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
07	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
08	P 1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 473	2 177 326	2 403 160	-	19 146	-	7 605
07	Sep 1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
	Oct 1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
	Nov 1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
	Dic 1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
08	Ene 1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
	Feb 1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
	Mar 1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
	Abr 1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
	May 1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
	Jun 1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
	Jul 1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
	Ago 1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
	Sep 1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
	Oct 978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
	Nov 950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 525	194 344	293 279	...	1 979	...	512
	Dic P 975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 432	140 230	312 823	...	2 854	...	455

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

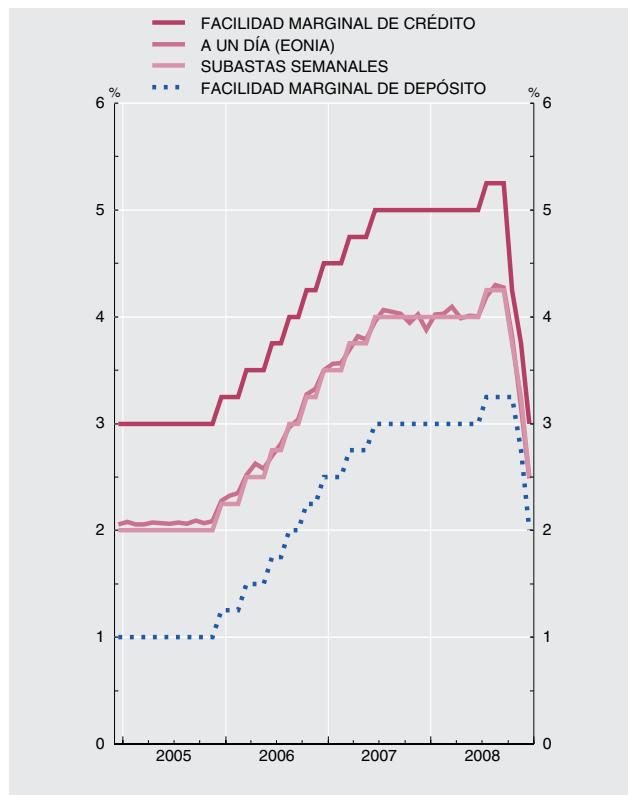
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

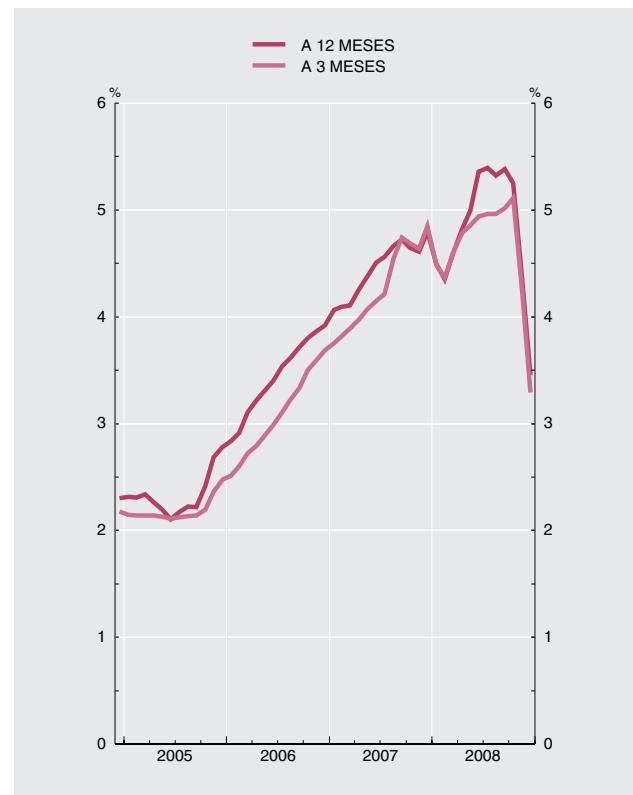
Medias de datos diarios. Porcentajes

Eurosistema: operaciones de regulación monetaria			Mercado interbancario																
Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes	Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)								España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,23	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28	
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11	
08	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	
07 Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,70	4,72	3,94	4,00	4,00	-	
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,69	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04	
Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00	
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-	
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60	
Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58	
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-	
Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-	
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-	
Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-	
Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-	
Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46	
Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-	
Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-	
Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21	
Dic	2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-	

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.

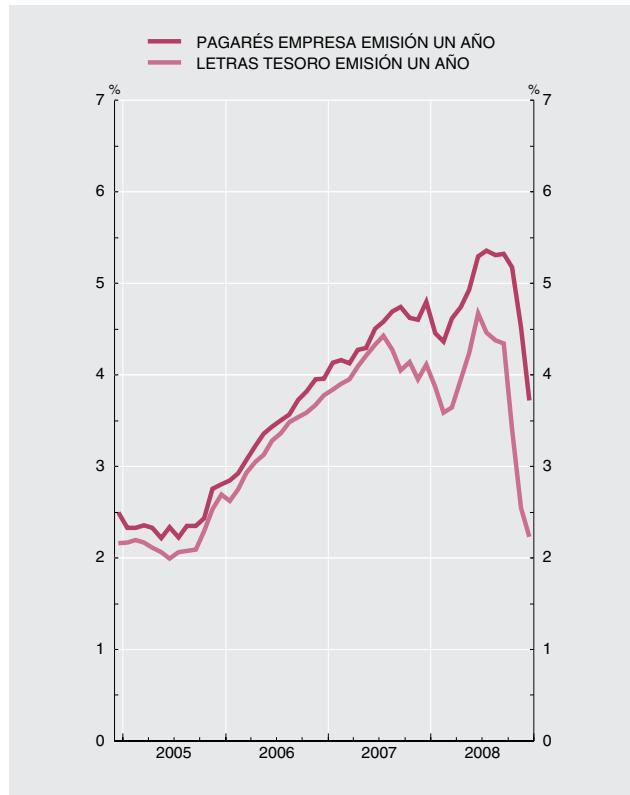
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

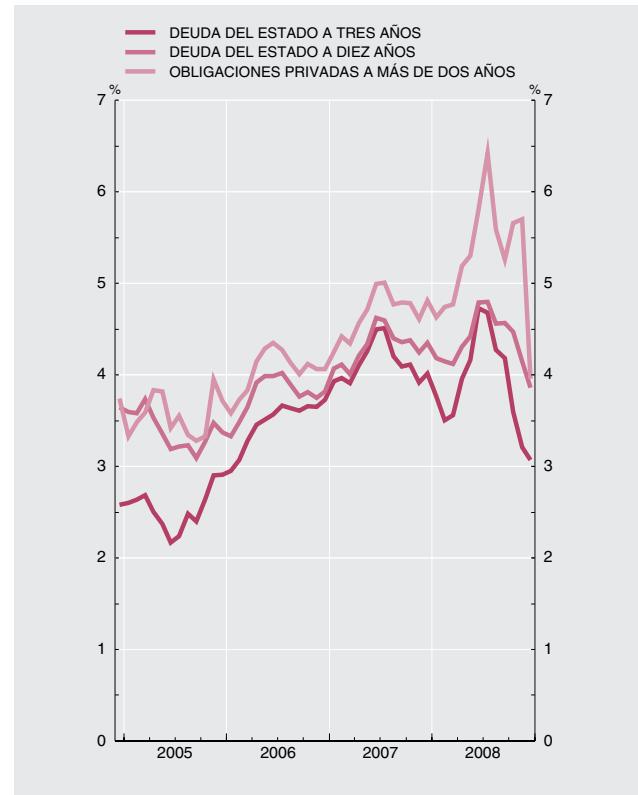
Porcentajes

Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones sencillas al contado entre titulares de cuenta	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	Mercado secundario. Operaciones sencillas al contado	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
06	3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05			
07	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67			
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25			
07	Sep	4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79		
	Oct	4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78		
	Nov	3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61		
	Dic	4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81		
08	Ene	3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63		
	Feb	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74		
	Mar	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77		
	Abr	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19		
	May	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30		
	Jun	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81		
	Jul	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42		
	Ago	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59		
	Sep	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26		
	Oct	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66		
	Nov	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70		
	Dic	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96		

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

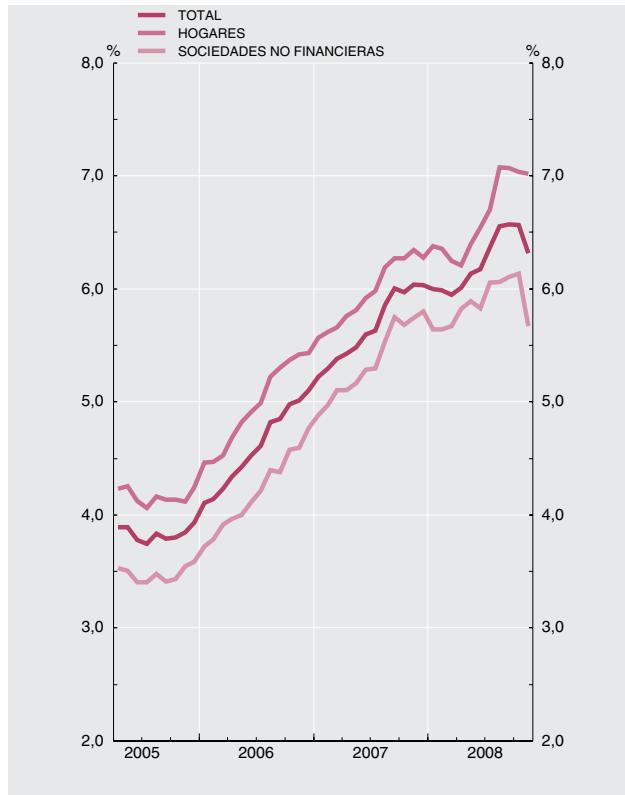
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

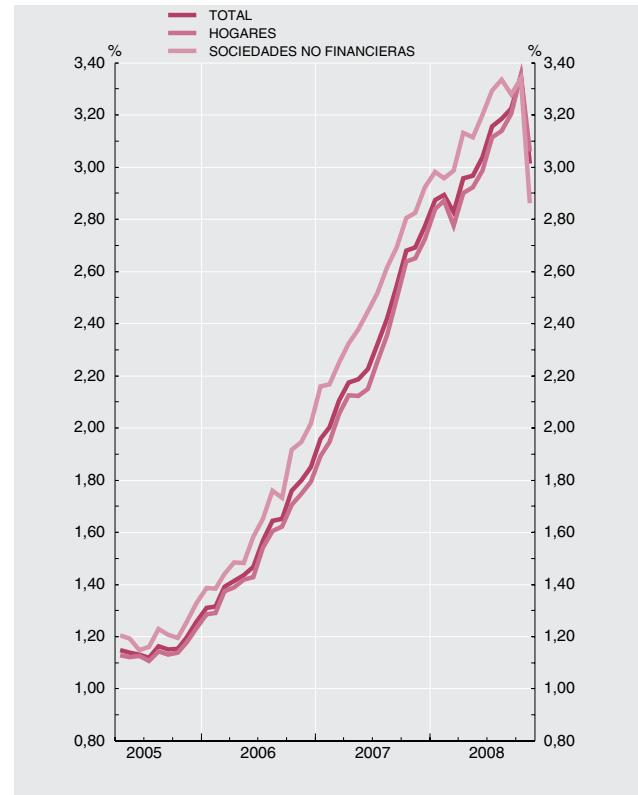
Porcentajes

Tipo sintético (c)	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)										
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras						
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
06	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48		
07	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92		
08	A	6,32	7,02	6,18	9,32	5,67	6,56	5,12	3,01	3,06	0,73	4,60	2,73	2,86	2,00	3,99	2,88	
07	Abr	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78	
	May	5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78	
	Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96	
	Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04	
	Ago	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99	
	Sep	6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02	
	Oct	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97	
	Nov	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22	4,02	
	Dic	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92	
08	Ene	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94	
	Feb	5,98	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02	
	Mar	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04	
	Abr	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02	
	May	6,13	6,39	5,54	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06	
	Jun	6,17	6,54	5,72	8,78	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07	
	Jul	6,37	6,70	5,94	8,82	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24	
	Ago	6,55	7,07	6,18	9,58	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34	
	Sep	6,57	7,07	6,21	9,48	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21	
	Oct	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,34	2,25	4,67	3,42	
	Nov	P	6,32	7,02	6,18	9,32	5,67	6,56	5,12	3,01	3,06	0,73	4,60	2,73	2,86	2,00	3,99	2,88

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

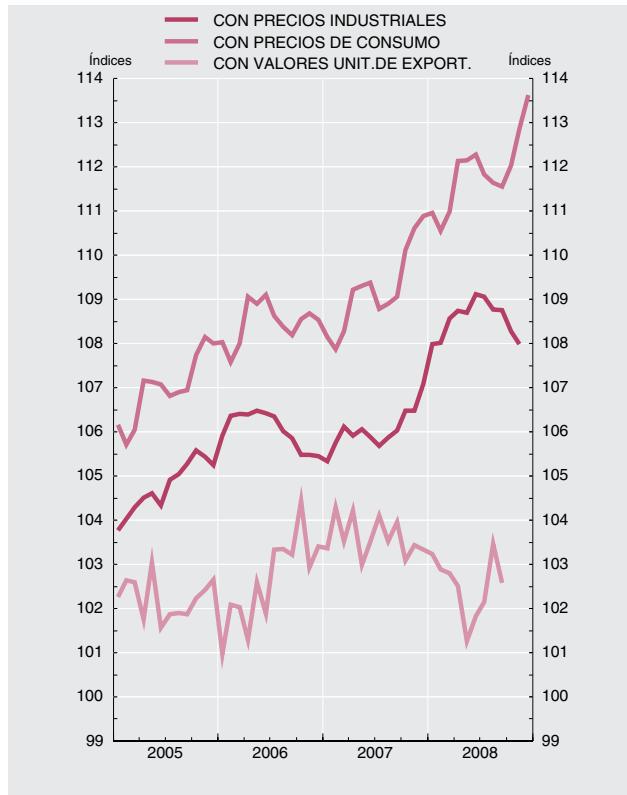
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)										Frente a la zona del euro (a)					
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales totales	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones							
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14		
06	106,0	108,5	108,9	102,6	100,0	106,1	108,5	108,9	102,7	106,3	108,8	110,2	117,1	104,0		
07	106,1	109,2	109,9	103,6	99,9	106,1	109,3	110,0	103,7	106,4	109,7	111,5	119,0	104,8		
08	...	111,9	112,6	...	101,5	...	110,2	111,0	...	...	110,8	112,6	125,7	...	
06 /V	105,5	108,6	109,8	103,6	99,8	105,7	108,8	110,0	103,8	105,9	109,2	111,4	117,8	104,8		
07 I	105,7	108,1	109,1	103,7	99,7	106,0	108,4	109,4	104,0	106,2	108,8	110,9	118,5	104,8		
II	106,0	109,3	109,7	103,6	99,8	106,1	109,5	109,9	103,7	106,4	109,9	111,3	117,6	104,7		
III	105,9	108,9	110,1	103,9	99,8	106,0	109,1	110,3	104,0	106,3	109,4	111,8	118,9	105,0		
IV	106,7	110,5	110,8	103,3	100,3	106,4	110,3	110,5	103,0	106,8	110,7	112,1	120,8	104,5		
08 I	108,2	110,8	111,9	103,0	101,0	107,1	109,8	110,8	102,0	107,7	110,2	112,5	123,6	104,1		
II	108,8	112,2	112,8	101,9	101,4	107,4	110,7	111,3	100,5	108,2	111,2	112,9	126,3	103,2		
III	108,9	111,7	112,0	102,7	101,3	107,4	110,2	110,6	101,4	108,3	110,8	112,2	126,2	104,1		
08 Mar	108,6	111,0	...	102,8	101,2	107,3	109,7	...	101,6	107,9	110,0	...	...	104,0	
Abr	108,7	112,1	...	102,5	101,4	107,2	110,6	...	101,1	107,9	111,0	...	...	103,6	
May	108,7	112,1	...	101,3	101,3	107,2	110,6	...	99,9	108,1	111,1	...	...	102,6	
Jun	109,1	112,3	...	101,8	101,3	107,7	110,8	...	100,5	108,6	111,3	...	...	103,3	
Jul	109,1	111,8	...	102,1	101,3	107,7	110,4	...	100,9	108,6	111,0	...	...	103,6	
Ago	108,8	111,6	...	103,5	101,3	107,4	110,2	...	102,2	108,3	110,8	...	...	104,8	
Sep	108,8	111,6	...	102,6	101,5	107,2	110,0	...	101,1	108,1	110,6	...	...	103,8	
Oct	108,3	112,0	...	101,5	101,5	106,7	110,4	...	107,6	111,1	...	...	...	...
Nov	108,0	112,9	...	102,2	105,7	110,4	...	...	106,7	111,2	...	...	...	...
Dic	...	113,6	...	...	103,3	...	109,9	...	...	...	110,7	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

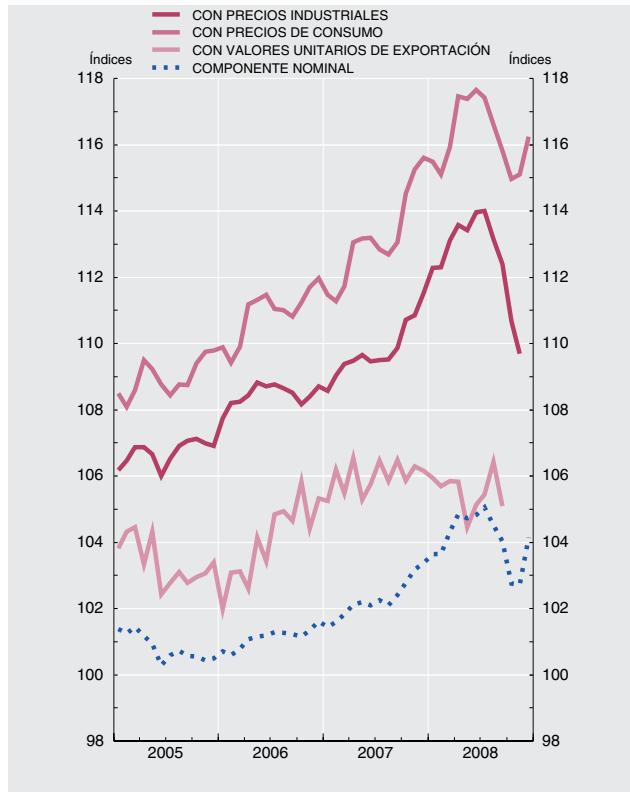
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
06	108,4	110,9	119,6	104,0	101,1	107,2	109,7	118,2	102,9	108,5	111,5	101,6	106,8	109,8		
07	109,8	113,2	122,6	106,0	102,3	107,4	110,6	119,8	103,6	110,1	114,0	103,0	106,9	110,7		
08	...	116,3	131,9	...	104,1	...	111,7	126,7	...	...	117,4	105,3	...	111,5		
06 IV	108,4	111,6	120,3	105,2	101,4	106,9	110,1	118,7	103,8	108,6	112,4	101,9	106,5	110,2		
07 I	109,0	111,5	120,9	105,6	101,6	107,2	109,7	118,9	103,9	109,2	112,2	102,2	106,8	109,8		
II	109,5	113,1	121,1	105,9	102,1	107,2	110,8	118,6	103,6	109,8	114,0	102,8	106,8	110,9		
III	109,6	112,9	122,5	106,3	102,2	107,2	110,4	119,8	103,9	110,0	113,7	103,0	106,8	110,4		
IV	111,0	115,1	125,7	106,1	103,1	107,7	111,7	121,9	102,9	111,6	116,2	104,1	107,2	111,6		
08 I	112,6	115,5	129,5	105,8	103,9	108,4	111,2	124,7	101,9	113,2	116,7	105,0	107,8	111,1		
II	113,7	117,5	133,5	105,1	104,8	108,4	112,1	127,3	100,3	114,4	118,9	106,2	107,7	112,0		
III	113,2	116,6	133,0	105,7	104,5	108,3	111,6	127,2	101,1	113,6	117,8	105,8	107,4	111,3		
08 Mar	113,1	115,9	...	105,8	104,3	108,4	111,2	...	101,5	113,9	117,4	105,7	107,8	111,1		
Abr	113,6	117,5	...	105,8	104,8	108,3	112,0	...	100,9	114,4	118,9	106,3	107,7	111,9		
May	113,4	117,4	...	104,5	104,7	108,3	112,1	...	99,8	114,2	118,9	106,2	107,6	112,0		
Jun	114,0	117,7	...	105,1	104,8	108,7	112,2	...	100,3	114,6	119,1	106,3	107,9	112,1		
Jul	114,0	117,4	...	105,4	105,0	108,5	111,8	...	100,4	114,7	118,8	106,5	107,7	111,5		
Ago	113,2	116,6	...	106,4	104,5	108,3	111,6	...	101,8	113,5	117,7	105,7	107,4	111,3		
Sep	112,4	115,8	...	105,1	104,0	108,0	111,3	...	101,0	112,6	116,8	105,1	107,2	111,1		
Oct	110,7	115,0	...	102,8	107,7	111,9	...	...	110,6	115,6	103,6	106,8	111,6			
Nov	109,7	115,1	...	102,7	106,8	112,1	...	...	109,4	115,5	103,4	105,8	111,7			
Dic	...	116,2	...	104,1	...	111,6	...	...	117,0	105,1	...	111,3				

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

ENE 2008	Informe trimestral de la economía española 11 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008 79 La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa 91 Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo 105 Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario 113 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007 125
FEB 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa 31 Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España 41 Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual 51 Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria 61 La situación energética en Latinoamérica 71
MAR 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Informe de proyecciones de la economía española 31 Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio 43 Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59 Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77 La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89 Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103
ABR 2008	Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11 Informe trimestral de la economía española 23 Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89 Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107 Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115 Informe semestral de economía latinoamericana 125 Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151
MAY 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41 La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55 Bonos iniciados y expectativas de inflación en la zona del euro 67 Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81
JUN 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41 La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59 Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69 La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83 Integración y competencia en el sistema bancario español 91 Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131
JUL-AGO 2008	Informe trimestral de la economía española 11 Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81 El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93 La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101 Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127 Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145

SEP 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49 Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61 Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87 La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101
OCT 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 23 El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91 Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea 101 Informe semestral de economía latinoamericana 113 Regulación financiera: tercer trimestre de 2008 141
NOV 2008	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008 33 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 53 Las consecuencias de la indicación salarial sobre la inflación 63 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008 71 La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008 85 Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones 97
DIC 2008	Evolución reciente de la economía española 11 La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas 31 Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española 45 Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual 59 El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM 69 Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes 85
ENE 2009	Informe trimestral de la economía española 11 Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España 79 Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006 89 La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM 103 Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales 117 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008 131

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX)*. Vol. I: *España y México* (1994).
- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX)*. Vol. II: *Suramérica y el Caribe* (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: *Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700)* (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: *Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos* (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: *Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668)* (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: *Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930)* (1996).
- 35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: *Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700)* (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: *Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665)* (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: *La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913)* (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: *Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III* (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: *La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935)* (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: *El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778)* (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: *El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros* (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: *Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional* (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: *El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958*. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: *La banca de emisión en Cuba (1856-1898)* (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: *La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935* (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: *Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765)* (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: *Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913)* (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: *El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974* (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: *Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939)* (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: *La industria eléctrica en España (1890-1936)* (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0732 PILAR CUADRADO, AITOR LACUESTA, JOSÉ MARÍA MARTÍNEZ Y EDUARDO PÉREZ: *El futuro de la tasa de actividad española: un enfoque generacional*.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: *Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries*.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: *Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data*.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PESCATORI: *Oil and the great moderation*.
- 0736 MICHAEL VAN LEUVENSTEIJN, JACOB A. BIKKER, ADRIAN VAN RIXTEL Y CHRISTOFFER KOK-SØRENSEN: *A new approach to measuring competition in the loan markets of the euro area*.
- 0737 MARIO GARCÍA-FERREIRA Y ERNESTO VILLANUEVA: *Employment risk and household formation: Evidence from differences in firing costs*.
- 0738 LAURA HOSPIDO: *Modelling heterogeneity and dynamics in the volatility of individual wages*.
- 0739 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: *Firm productivity dynamics in Spain*.
- 0740 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: *The output and profit contribution of information technology and advertising investments in banks*.
- 0741 ÓSCAR ARCE: *Price determinacy under non-Ricardian fiscal strategies*.
- 0801 ENRIQUE BENITO: *Size, growth and bank dynamics*.
- 0802 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: *Uncertainty and the price of risk in a nominal convergence process*.
- 0803 ISABEL ARGIMÓN Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: *Los determinantes de los saldos presupuestarios de las Comunidades Autónomas*.
- 0804 OLYMPIA BOVER: *Wealth inequality and household structure: US vs. Spain*.
- 0805 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: *Money and the natural rate of interest: structural estimates for the United States and the euro area*.
- 0806 CARLOS THOMAS: *Search frictions, real rigidities and inflation dynamics*.
- 0807 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: *Introducing the EURO-STING: Short Term INdicator of euro area Growth*.

- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.
- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.
- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHAEL VAN LEEUWENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MINGUEZ: La composición de las finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.^a ed. (2006) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)
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 trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
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*.

BANCO DE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---