

BOLETÍN ECONÓMICO

02/2009

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



**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 Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado

IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	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 ⁱ	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

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i> , organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros	23
Evolución reciente de la economía española	35
La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa	55
Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009	65
Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior	77
La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM	91
La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana	105
Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional	119
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, MIGUEL FERNÁNDEZ
ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE ECONOMÍA Y HACIENDA DEL CONGRESO

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez,
ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso**

Comparezco ante esta Comisión, a petición de Sus Señorías, con la finalidad de informarles de la gestión que viene desarrollando el Banco de España para el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y compartir con ustedes el análisis de la situación actual de los flujos de crédito.

Como saben, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros está adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, al que la Ley asigna su administración, gestión y dirección a través de un Consejo Rector y de su Comisión Ejecutiva. En todo lo que se refiere a la dirección del Fondo se inscribe la comparecencia de ayer del Secretario de Estado de Economía ante esta misma Comisión. La función del Banco de España se circunscribe a la instrumentación de sus operaciones en la selección y adquisición de los activos financieros y a su actuación como banco depositario de su cartera. El Banco de España da cuenta de los detalles de la ejecución de las operaciones a la Comisión Ejecutiva con periodicidad bimensual, mediante un informe que contiene datos detallados sobre la instrumentación del Fondo. El primero de estos informes periódicos ya fue elevado por el Banco de España a la Comisión Ejecutiva del Fondo, y es conocido por Sus Señorías.

Tal y como se detalla en dicho informe, hasta la fecha se han celebrado cuatro subastas, en las que se ha adjudicado una cifra total próxima a los 20.000 millones de euros. La instrumentación del Fondo ha consistido en la formalización y liquidación de las operaciones, que se lleva a cabo mediante la compraventa, temporal o a vencimiento, de los activos financieros que pasan así a integrarse en el patrimonio del Fondo. A su vez, se han realizado las tareas de mantenimiento de la cartera de los valores adquiridos.

A ninguno se nos oculta que esta comparecencia tiene lugar en un momento particularmente delicado, no solo para la economía española, sino también para la economía mundial. Sería preciso remontarse al menos ochenta años atrás para encontrar una situación de riesgo global comparable a esta. En dichas condiciones, es obligado huir de enfoques simplistas, centrados en parcelas aisladas de la realidad y del contexto complejo en el que estas se insertan.

Comprenderán, por tanto, Sus Señorías que oriente mi comparecencia no solo a exponer y analizar la información de la que disponemos en estos momentos, sino también a contextualizarla adecuadamente en el marco de los desarrollos que están teniendo lugar en los mercados financieros y crediticios internacionales y en la propia economía española.

Permítanme, pues, que comience revisando los datos más recientes de los que dispone el Banco de España en su doble condición de supervisor de las entidades de crédito y de productor de las estadísticas monetarias y financieras, unas estadísticas que ponemos a disposición de la sociedad de manera regular a través de nuestras publicaciones y nuestra página en Internet. Como sin duda comprenderán, sin embargo, el proceso de recogida y procesamiento de la información de base que sirve para elaborar esas estadísticas lleva su tiempo, de manera que, en estos momentos, los datos más actuales que podemos manejar corresponden al mes de enero, si bien he de advertir que tienen todavía un carácter eminentemente provisional.

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 3118/2008, que desarrolla el Real Decreto Ley 6/2008, ha encomendado recientemente al Banco de España la realización de «un análisis

cuatrimestral de las condiciones financieras generales en las que se enmarca la actividad del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros así como de la evolución del crédito bancario», que será remitido al Gobierno, que, a su vez, lo enviará al Congreso en el marco de las actividades programadas de control parlamentario de la actividad de dicho Fondo. Será entonces cuando dispongamos de la información completa correspondiente al primer trimestre de este año.

Tomando, pues, enero como mes de referencia, el crédito a las familias y a las empresas españolas estaría creciendo a una tasa interanual de casi el 6% (5,8%). En términos netos, esto es, descontando el efecto de las amortizaciones de préstamos pasados, este sector recibió financiación por valor de aproximadamente 110.000 millones de euros en los doce últimos meses.

Si descendemos a la descomposición de esas cifras por segmentos del mercado, encontramos diferencias de cierta magnitud entre empresas y familias. Los préstamos concedidos a los hogares para la adquisición de viviendas mostraban una tasa de crecimiento cercana al 4% (4,2%), que era superior a la correspondiente a los créditos para el consumo y otros fines (3%).

Los fondos concedidos a las empresas, sin embargo, mostraban un dinamismo mayor, con tasas en el entorno del 6% (6,1%). Aunque es necesario precisar que esa tasa oculta diferencias importantes entre distintos sectores productivos. He de señalar que la información que nos permite llevar a cabo esa descomposición sectorial está disponible con algo más de retraso, pero nada apunta que vayan a romperse las tendencias anteriores, que han venido mostrando una desaceleración mucho más acusada de la financiación a las empresas de la construcción y a las dedicadas a los servicios de promoción inmobiliaria y una menor pérdida de dinamismo de la correspondiente a la industria y a las restantes empresas de servicios.

Es muy posible, en todo caso, que una parte de este crecimiento del crédito empresarial refleje no tanto las decisiones de concesión más recientes de bancos y cajas como un uso más intensivo por parte de las sociedades no financieras de las líneas de crédito abiertas en el pasado, en unas condiciones menos exigentes que las actuales, sobre las que las entidades tienen escaso o nulo margen de acción.

En esta misma línea, quiero señalar que el dinamismo que reflejan las tasas de crecimiento interanuales se modula notablemente cuando se adopta una perspectiva temporal más corta que el año. De este modo, si atendemos solo a los tres últimos meses que van desde noviembre de 2008 hasta enero del presente ejercicio, la tasa de crecimiento del crédito a los otros sectores residentes, elevada a términos interanuales para facilitar su comparación con el dato anterior, se reduce prácticamente hasta valores algo por encima del 2% (2,1%). O, lo que es lo mismo, unos 10.000 millones de euros de incremento en el saldo vivo del crédito total concedido por las entidades residentes en nuestro país en el último trimestre de pasado ejercicio, que, elevados a cifras anuales, supondrían algo más de 40.000 millones de euros.

Para contextualizar este comportamiento del crédito en España puede resultar útil, como primera referencia, compararlo con la evolución de los préstamos bancarios en otros países relevantes de nuestro entorno, con la salvedad, que hemos de tener muy presente, de que en alguno de ellos (específicamente, en Estados Unidos) las entidades de crédito desempeñan un papel mucho menos activo en la financiación de las empresas, que acuden directamente a los mercados en mucha mayor medida que en nuestro país.

Permítanme que, en aras de la concisión, les ahorre el detalle de las cifras y me limite a resaltar que lo que esa comparación pone de manifiesto es que el proceso de pérdida de dinamismo del crédito es común a la mayoría de las economías, y singularmente a las de la UEM, el Reino Unido y Estados Unidos. En nuestro país, la desaceleración ha sido más marcada porque veníamos de tasas más elevadas, pero la profundidad adquirida por el proceso ha sido hasta el momento menor que en esas otras economías.

Otra referencia clave es el comportamiento del crédito en otras fases de debilidad cíclica. Desde esta perspectiva, el ajuste del crédito no debería sorprendernos, pues se trata de una variable que se caracteriza por mostrar un comportamiento marcadamente cíclico: cuando la economía crece, los préstamos bancarios tienden a hacerlo a un ritmo comparativamente mayor, de manera que las ratios de endeudamiento del sector privado se incrementan. Por el contrario, las fases bajistas del ciclo vienen acompañadas de rápidas contracciones del ritmo de avance del crédito, cuya expansión tiende a situarse por debajo de la correspondiente al propio PIB, y el endeudamiento relativo de las empresas y de las familias desciende.

El comportamiento del crédito y del PIB españoles se ajusta con absoluta precisión al patrón que acabo de describir. Durante la última recesión de nuestra economía, a finales de 1993, se registró una contracción interanual de los préstamos bancarios de algo más de 2 puntos porcentuales (2,2%), poco después de que el crecimiento nominal del PIB alcanzara un mínimo solo ligeramente superior a cero. Y ello cuando no existían tensiones financieras comparables a las que estamos viviendo en la actualidad.

En apenas un mes, haremos públicas nuestras previsiones de crecimiento para la economía española, continuando así la práctica que iniciamos hace dos años. Como sin duda entenderán, no estoy aún en disposición de proporcionar ninguna cifra concreta. Pero, aun sin afinar demasiado los números, es fácil anticipar que estos marquen una recesión de cierta magnitud, como lo están haciendo ya las previsiones que han ido adelantando otros organismos, como el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea o la OCDE.

No cabe duda de que la economía española está inmersa en un período de contracción con baja inflación, lo que determinará un ritmo de crecimiento nominal muy modesto, si no negativo. Como hemos visto en el pasado, una situación de estas características debería llevar, por sí sola, a un comportamiento muy débil, o incluso negativo, de la expansión del crédito.

Sobre este escenario hay que superponer ahora los efectos igualmente contractivos sobre los préstamos, que se derivan, por un lado, de la severidad de la crisis de confianza que acompaña a la actual recesión y, por otro, de la elevada tensión financiera que inevitablemente acompaña a los graves acontecimientos que se han producido a nivel mundial, con importantes episodios de quiebras bancarias que han requerido ya voluminosos y excepcionales planes de rescate en los países afectados.

De este modo, Señorías, quiero comenzar mi valoración de la situación del crédito en España deteniéndome, en primer lugar, en explicar las razones por las que la fuerte contracción que está experimentando la economía española arrastra de manera inevitable al crédito. Dejo así, para más adelante, la consideración de los efectos que se derivan más directamente de la situación de crisis que se vive en los mercados financieros internacionales.

Como en el caso de tantos otros bienes y servicios, el comportamiento observado del crédito responde a la presión de distintas fuerzas que operan tanto por el lado de la demanda como

por el de la oferta y que, en este caso, se mueven en particular sintonía con la situación cíclica de la economía.

Las fases bajistas del ciclo se caracterizan, en primer lugar, por un retraimiento generalizado del gasto de las familias y de las empresas, que, lógicamente, se traduce en una menor necesidad de fondos con los que financiar esos gastos. Asimismo, las expectativas de empresarios y trabajadores sobre sus rentas futuras y, en el caso de estos últimos, sobre sus perspectivas de empleo suelen revisarse a la baja en momentos de recesión, sobre todo si esta resulta de la necesidad de corregir desequilibrios acumulados durante la fase expansiva del ciclo. Es evidente que de esta revisión de su propia capacidad futura de pago se derivan igualmente efectos contractivos sobre la demanda de crédito.

Como seguramente conocen Sus Señorías, desde comienzos del año 2003 el Banco de España, en coordinación con el resto de los bancos centrales del Eurozona, lleva a cabo una encuesta trimestral regular entre las entidades de crédito, con objeto de comprender mejor la evolución de los mercados crediticios en el área del euro: la Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Este es uno de los pocos instrumentos de los que disponemos para separar los componentes de demanda y de oferta que subyacen al comportamiento observado del crédito. Pues bien, la Encuesta muestra claramente que la demanda de préstamos del sector privado viene reduciéndose en España desde finales de 2006, antes, pues, del estallido de la crisis financiera internacional y más en línea con los primeros signos incipientes de un proceso de ajuste de la economía española que esa misma crisis ha venido más tarde a acelerar.

El retroceso de la demanda, sin embargo, resulta insuficiente para explicar, por sí solo, la fuerte desaceleración observada en el crédito. La posición cíclica de la economía desempeña igualmente un papel central en el comportamiento de la oferta de financiación. Cuando el crecimiento del PIB se adentra en territorio negativo y aumenta el desempleo, las empresas y las familias encuentran mayores dificultades para atender a los pagos que se derivan de sus deudas y esto obliga a las entidades de crédito a derivar hacia la cobertura de una creciente morosidad los fondos que, en otras circunstancias, podrían haberse destinado a alimentar el flujo de crédito. Este incremento de la morosidad es patente en nuestro país, aunque se parte, ciertamente, desde unos niveles iniciales bastante moderados y los bancos y cajas españoles han dispuesto de un importante colchón de provisiones con el que hacer frente a este aumento de los impagos.

Desde una perspectiva más de medio plazo, el mismo fenómeno de revisión a la baja de las expectativas sobre el dinamismo futuro de la economía que afecta negativamente a la demanda de préstamos incide también sobre las entidades, que, enfrentadas al cambio de ciclo, tenderán a corregir al alza la evaluación de los riesgos implícitos en sus operaciones y, por tanto, a endurecer sus condiciones de oferta de nuevos fondos.

Las respuestas de las entidades a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios confirman que estos efectos de oferta están desempeñando un papel importante también en la evolución reciente del crédito en España. Más concretamente, la Encuesta evidencia que el endurecimiento que está teniendo lugar viene motivado, fundamentalmente, por una revisión de las expectativas de bancos y cajas sobre el crecimiento económico en general; sobre el futuro de mercados concretos de gran relevancia para el crédito, como el de la vivienda; o sobre la solvencia de los consumidores.

Otros factores, como las dificultades para financiar los préstamos o las potenciales limitaciones asociadas a los niveles deseados de capitalización, que están más directamente vincula-

dos a la situación de crisis que se vive actualmente en los mercados financieros internacionales, desempeñan un papel bastante menos destacado, a pesar de que su influencia podría estar comenzando a crecer, con lo que vendrían así a sumarse a los condicionantes cíclicos tradicionales de la oferta de crédito.

En pasadas comparecencias he tenido ocasión de comentar con detenimiento cómo, por distintos motivos, esta crisis financiera internacional alcanzó a las entidades de crédito españolas en una posición de relativa fortaleza, que les permitió resistir sin mayores contratiempos el primer embate. Sin embargo, la prolongación de esas tensiones y, sobre todo, el proceso de retroalimentación entre las vertientes financiera y real de las distintas economías a que han dado lugar han generado una segunda ronda de efectos, indirectos o inducidos. Eludir alguno de estos efectos indirectos va a resultar más complicado.

Entre los que no deberían generar mayor preocupación figuran los efectos ligados a la persistencia de un problema de falta de liquidez en los mercados monetarios. Cuando las tensiones de liquidez se vuelven crónicas, aumenta el peligro de que terminen degenerando en situaciones de insolvencia. En lo sustancial, sin embargo, este riesgo ha sido cubierto por las acciones acometidas por el Eurosistema, que ha ampliado sustancialmente el volumen de liquidez que presta a las entidades, al tiempo que ha extendido, de manera amplia también, el rango de valores que admite como garantías en esas operaciones de préstamo. La voluntad manifiesta de mantener esta política mientras perduren las tensiones refuerza mi convencimiento de que este tipo de riesgos no debe actuar ya como una restricción determinante.

Pero, más allá de los problemas de liquidez, los excesos evidentes cometidos en muchos países durante una larga etapa de condiciones financieras marcadamente laxas están forzando ahora un proceso generalizado de desapalancamiento entre los intermediarios financieros, que encuentran ahora en sus niveles de capital una limitación en su capacidad para conceder préstamos. La información de la que disponemos en estos momentos no hace pensar que en España este efecto pueda ser importante aún, pero es evidente que se trata de una fuente de riesgos que debe tenerse en cuenta.

Asimismo, el colapso en el que continúan sumidos los mercados mayoristas internacionales en los que nuestras entidades habían venido captando la mayor parte de los recursos externos necesarios para financiar el exceso de gasto interno plantea retos importantes para nuestro sistema financiero. Las soluciones transitorias puestas en práctica ante la primera ola de efectos directos de la crisis —y me refiero, naturalmente, al recurso al Eurosistema y a la emisión de papel comercial— están siendo de utilidad, pero tienen un recorrido limitado. Como en el caso del desapalancamiento, nuestros análisis no revelan que las dificultades de financiación estén desempeñando un papel determinante en estos momentos, pero apuntan a que podrían estar aumentando su influencia en la política crediticia de las entidades.

Por último, aunque no por ello menos importante, el comienzo de un período de recesión económica, sobre todo cuando se enmarca en un contexto de crisis financiera, ofrece un caldo de cultivo propicio para la sobrereacción, tan habitual, por otra parte, en los mercados financieros. La tendencia a la sobrereacción puede llevar a exagerar los riesgos de los prestatarios por parte de las entidades y, consecuentemente, traducirse en una contracción excesiva de su oferta de crédito.

Todos estos riesgos de restricción crediticia, como consecuencia de la necesidad de desapalancamiento, de la insuficiencia de recursos disponibles en los mercados mayoristas y

de la tendencia hacia la sobre-reacción, no son, en modo alguno, exclusivos de las entidades españolas. Antes al contrario, alguno de ellos se ha materializado ya, con efectos ciertamente severos, para determinadas entidades de otros países. En respuesta a los mismos, se han adoptado medidas excepcionales en varios Estados y se ha avanzado en el diseño de orientaciones concertadas comunes en algunas áreas, como la Unión Europea. Las distintas experiencias de esas intervenciones permiten componer una especie de «recetario» del arsenal utilizado, que tiene sentido revisar de manera sintética con objeto de comprender mejor cuáles son las herramientas disponibles y cuál es su potencial eficacia para corregir las adversas condiciones en las que se desenvuelve la disponibilidad de crédito.

Un primer grupo de actuaciones se encaminó a detener la extensión del proceso de desconfianza en el sistema bancario que comenzó a ponerse en marcha como resultado de las tensiones a las que se vieron sometidos algunos bancos concretos, ninguno de ellos español, en la fase inicial de la crisis. Ante el peligro inminente de un episodio de pánico bancario, que podría haber llevado al colapso del sistema financiero de manera simultánea en varios países, se ampliaron las coberturas de los fondos de garantías de depósitos y, con carácter más general, las autoridades se comprometieron a no permitir que eventuales quiebras pudieran redundar en perjuicio para los depositantes. No creo pecar de optimista si afirmo que este objetivo fue plenamente alcanzado.

En el ámbito de la liquidez, es posible identificar también varias acciones emprendidas con el objetivo de asegurar la disponibilidad de la misma a plazos superiores a los que actualmente se contemplan en las operaciones de política monetaria, incluso después del aumento de las cantidades y de los plazos de las subastas habituales del Eurosistema. La creación, en nuestro país, del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros constituye un buen ejemplo del tipo de instrumentos específicos que se han diseñado en este contexto para el suministro de liquidez a horizontes más dilatados.

En los países más afectados por la crisis, se han adoptado también medidas para prevenir que el proceso de desapalancamiento de las entidades de crédito repercuta negativamente sobre su capacidad para financiar proyectos de gasto, mediante la recapitalización de los bancos con fondos públicos y la puesta en marcha de programas de compra de activos bancarios dañados. Como conocen Sus Señorías, ninguna de estas acciones ha sido necesaria en el caso español, aunque el Real Decreto Ley del pasado mes de octubre ha establecido la base legal para, si fuera necesario, realizar operaciones de recapitalización. Habida cuenta de la enorme incertidumbre que continúa envolviendo el futuro de esta situación de crisis financiera internacional, cerrar la puerta al posible uso de medidas de este tipo en algún momento posterior del proceso no parecería una actitud prudente.

Como es bien conocido, las entidades españolas no tienen en sus balances activos de los que se han venido en denominar «tóxicos», lo que ha suministrado un importante factor de resistencia frente al primer embate de la crisis que ha marcado una diferencia muy relevante con lo que está sucediendo en los sistemas financieros nacionales más severamente afectados. Sin embargo, ello no supone que nuestro sistema financiero vaya a ser inmune frente a los procesos que la crisis financiera ha desatado.

En todo caso, si la profundidad de la crisis financiera y el deterioro del entorno macroeconómico que la acompaña terminan por materializar un proceso de reestructuración en el sistema financiero español, no debemos olvidar la existencia de otra fortaleza singular en nuestro marco institucional. En España, a diferencia de otros países, contamos con fondos de garantía de

depósitos, que se financian mediante las contribuciones del propio sector y que pueden desempeñar, llegado el caso, un papel importante en posibles operaciones de saneamiento de alguna entidad. Su concurso en este tipo de situaciones se mostró eficaz en el pasado, lo que supone un activo en términos de experiencia y de reputación que puede resultar de gran utilidad.

Señorías, han pasado casi 20 meses desde que estalló la crisis financiera internacional y el sistema bancario español ha demostrado durante este tiempo su solidez y su solvencia. Pero esto no significa que sea inmune a la mayor crisis económica y financiera mundial de los últimos tiempos. Es posible, como he dicho anteriormente, que la profundidad de la misma pueda implicar un proceso de reestructuración de nuestro sistema bancario. De producirse, el Banco de España actuará de la forma que lo ha hecho siempre: con el objetivo de que ni los depositantes ni los acreedores se vean en absoluto afectados. Y, por supuesto, con discreción y profesionalidad.

Volviendo ahora al repaso del arsenal de medidas adoptadas, hay que destacar las destinadas a afrontar las dificultades de financiación en los mercados mayoristas internacionales mediante la concesión de garantías públicas a las emisiones de bonos de las entidades que cumplen unos determinados requisitos. La Comisión Europea ha diseñado un marco común para la concesión de estas garantías en Europa, con el fin de reducir al mínimo los posibles efectos dañinos sobre la competencia y la igualdad de condiciones. Son numerosos los países, incluido el nuestro, en los que entidades están haciendo uso ya de estas facilidades y, aunque su introducción no está libre de complicaciones, puede afirmarse que con ello se ha empezado a restablecer las posibilidades de recurrir a la financiación a través de los mercados, superándose uno de los factores más graves de bloqueo. Lo cual no evita que la financiación disponible siga siendo escasa y onerosa, pues los ahorradores siguen proporcionando financiación con mucha cautela y exigiendo mayor remuneración.

Este breve repaso no sería completo si no mencionara siquiera la existencia de otro conjunto de medidas, importante también, cuyo objetivo es paliar los efectos que el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito puede generar sobre sectores o agentes concretos particularmente vulnerables a este tipo de tensiones. Dentro de este tipo de acciones se sitúan, por ejemplo, las diversas medidas adoptadas para facilitar el acceso a los fondos de las pequeñas y medianas empresas o la renegociación de las condiciones de los préstamos de las familias en situación de especial dificultad. En nuestro país, se han emprendido, en esta línea, programas muy cuantiosos de financiación, orientados a estos sectores, a través del Instituto de Crédito Oficial.

El conjunto de medidas disponible es, por lo tanto, muy extenso. Los retos y las complicaciones son tan grandes que los países más severamente afectados siguen batallando por encontrar fórmulas apropiadas, por lo que no pasa un día sin que oigamos hablar de alguna propuesta nueva. Sin embargo, ninguna de estas medidas está exenta de riesgos, y no solo en términos de sus posibles efectos negativos sobre la competencia o la igualdad de oportunidades. La mayor parte de estas acciones requiere, de uno u otro modo, un gran esfuerzo presupuestario por parte de los Estados, por lo que resulta imprescindible abordarlo de manera que no suponga un grave peligro para la solidez a largo plazo de las finanzas públicas. Igualmente, debe prestarse gran atención a las condiciones adecuadas que se han de exigir en contrapartida a las entidades favorecidas por las medidas o al diseño de los mecanismos apropiados de control del buen uso de las ayudas.

Una vez completado el análisis de la evolución crediticia reciente y de las medidas con las que se está tratando de abordar la tensión financiera existente, me interesa especialmente dedicar la última parte de esta comparecencia a hacer algunas consideraciones sobre la perspectiva desde la que se deben analizar las restricciones crediticias que vive la economía española en la actual encrucijada. Dicho análisis, a mi juicio, debe asentarse sobre dos premisas básicas. La primera es el reconocimiento de que la evolución del crédito en nuestro país no se puede desligar de la existencia de una crisis financiera de naturaleza global, sobre cuya solución no tenemos margen de influencia significativo. La segunda es que esa crisis llega a nuestro país cuando la economía se encontraba ya en medio de un proceso de ajuste que, en cualquier caso, habría tenido efectos contractivos importantes sobre la oferta y la demanda de recursos financieros.

Si se ignoran estas premisas, podemos deslizarnos fácilmente, empujados por la lógica ansiedad por encontrar una salida a las tensiones financieras que viven las empresas y las familias, hacia diagnósticos equivocados, basados en explicaciones simplistas, que lleven a creer que la solución se encuentra en fórmulas mecánicas que, lejos de proporcionar alivio, pueden resultar, a la postre, contraproducentes.

No es difícil identificar ya alguno de esos peligros en las voces y en las propuestas que se elevan en determinados países a favor del nacionalismo económico y del proteccionismo, basadas en la falsa creencia de que la vuelta a la defensa de los intereses nacionales puede proteger a cada economía de los efectos de una espiral contractiva global. Los resultados de esa estrategia son bien conocidos: cuando cada país se embarca en una dinámica de protegerse a sí mismo, el resultado es una amplificación de los impulsos recesivos globales. Esa fue la fuerza más destructiva de la Gran Depresión. Esa es una lección que no conviene olvidar.

El alivio de las tensiones pasa necesariamente por una acción concertada y coordinada entre el mayor número posible de países, que sea capaz de devolver la confianza a los mercados financieros, de impulsar una dinámica de saneamiento de las instituciones financieras y de propulsar el dinamismo del gasto. En un marco de libertad de comercio y de transacciones financieras, la coordinación de las políticas nacionales refuerza y multiplica sus efectos, amplificando así los impulsos expansivos que de ellas se derivan. El corolario evidente de este razonamiento es que cualquier plan de acción que se emprenda debe, necesariamente, articularse y encontrar su acomodo en el marco de los acuerdos adoptados internacionalmente.

Y tampoco podemos cometer la equivocación de deslindar la trayectoria del crédito en nuestro país del resto de los factores que confluyen en el severo ajuste por el que está atravesando la economía española. Nada sería más contraproducente que caer en la simplificación errónea de que la salida de la crisis depende exclusivamente de la existencia de una disponibilidad abundante de financiación crediticia.

Antes de que anglicismos como *subprime*, *conduit* y otros tantos pasaran a formar parte de nuestro vocabulario común, la economía española acumulaba una serie de desequilibrios internos que habían ido socavando su dinamismo y que hacían inevitable un ajuste, que habría podido ser gradual si las circunstancias internacionales no hubiesen cambiado tan dramáticamente. En cualquier caso, en una tesitura en la que se da la desafortunada coincidencia del ajuste interno con unas condiciones externas extraordinariamente adversas, la recuperación de la confianza, adicionalmente dañada por los acontecimientos excepcionales que se están viviendo a escala mundial, y la reanimación del gasto, sobre el que se han acumulado numerosos factores contractivos, no serán posibles si no se abre camino la perspectiva de una absorción de los desequilibrios acumulados.

La reanimación del crédito forma parte, sin duda, de la solución, pero esta no es posible si no se dan las condiciones adecuadas para que las empresas y las familias recuperen la confianza en sus rentas futuras y dispongan de bases sólidas sobre las que asentar sus planes de gasto de consumo o inversión, o de generación de empleo en el caso de las empresas. En ocasiones anteriores me he referido a los fenómenos que estamos viviendo como resultado de la confluencia de una serie de círculos viciosos que se realimentan entre sí. Los consumidores gastan menos porque temen por el futuro de sus rentas. Las empresas invierten menos y contratan menos trabajadores porque esperan menos demanda y se enfrentan a mayores dificultades financieras. Los bancos y cajas prestan menos porque captan menos recursos y temen por la solvencia de los prestatarios. Son círculos viciosos que difícilmente se pueden romper por un solo punto. El estado de la confianza y el tono de las expectativas son determinantes no solo de las decisiones de gasto y de la demanda de financiación, sino también de la percepción del riesgo y de los requisitos exigibles en la concesión del crédito. Y la recuperación de la confianza y la mejora de las expectativas, aunque no serán independientes de la evolución de la crisis internacional, dependerán en gran medida de la capacidad que vaya mostrando la economía para enfrentarse a las adversas circunstancias existentes y superar los retos presentes.

Hay que ser conscientes, además, de que, en cualquiera de los escenarios posibles de superación de esta crisis, las condiciones crediticias habrán de ser necesariamente más limitadas y más restrictivas que antes de la misma. Durante la larga fase de expansión, el endeudamiento de las familias y de las empresas españolas creció a un ritmo que, repetidamente, el Banco de España calificó como insostenible. Es muy difícil, a mi juicio, que esta economía pueda reencontrar una senda de reactivación sólida y sostenida del gasto sin que, previamente, haya avanzado el proceso de saneamiento de la posición patrimonial del sector privado que ya está en marcha.

El sistema financiero español tendrá también que adaptarse a estas nuevas condiciones. Su buena salud global es un activo de primer orden para la economía española, pero debemos velar para que esa solidez se preserve en las condiciones de tensión financiera y deterioro macroeconómico que estamos viviendo. No resulta verosímil pensar en escenarios de reanimación de los flujos de financiación si no se asientan en un sistema de intermediarios sólido y rentable. Si el sistema financiero español se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.

Por otra parte, el restablecimiento de bases adecuadas para la recuperación de la confianza y para la reanimación de los planes de gasto del sector privado descansa, en buena medida, en que el ajuste de la economía se traduzca en una mejora de la competitividad y de las condiciones del mercado de trabajo. Tras varios años de vigorosa generación de empleo, hemos entrado en un proceso de destrucción de puestos de trabajo y de aumento del desempleo de una intensidad superior a la de recesiones anteriores. Ello refleja la persistencia de algunos rasgos estructurales de nuestro mercado de trabajo que no resultan problemáticos cuando la economía se expande, pero que tienden a descargar el peso del ajuste de manera excesiva sobre el empleo cuando cambia el ciclo. Y ello contribuye a que el consumo se contraiga de manera más acusada que la renta disponible y a que la contracción de la inversión no se limite al componente residencial, donde la necesidad de un ajuste es evidente, sino que también afecte de manera intensa al resto de la inversión productiva. El efecto propagador de las tendencias contractivas que ejerce el aumento del desempleo también se transmite a la morosidad, a la calidad de los activos bancarios y, en definitiva, repercute sobre el endurecimiento de las condiciones en la concesión de créditos. Y en estas condiciones es muy probable que una

parte importante de los posibles impulsos expansivos que se puedan generar vea frenada su traslación efectiva al gasto.

Todo ello es suficientemente ilustrativo de la complejidad que subyace a la contracción económica y financiera que estamos viviendo, en el marco de la primera crisis crediticia global de la historia económica reciente. Espero haber sido capaz de transmitirles la imposibilidad de considerar las tensiones crediticias como si de un fenómeno aislado se tratara. El corolario de ello —y con esto termino, Señorías— es que cualquier programa de acción efectivo debe contemplar acciones coordinadas en diversos frentes, que permitan abordar de manera conjunta los no pocos retos a los que se enfrenta la economía española en estos momentos. Este es el enfoque adoptado a nivel internacional, que también nosotros hemos de seguir, adaptándolo a las particularidades del proceso de ajuste emprendido y de la situación diferenciada de nuestro sistema financiero.

Muchas gracias.

25.2.2009.

«LA ECONOMÍA ESPAÑOLA DESPUÉS DE LA CRISIS», INTERVENCIÓN
DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ,
EN LA CONFERENCIA INAUGURAL DE LAS *IV JORNADAS SOBRE LA SINGULARIDAD
DE LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS*, ORGANIZADAS POR LA FEDERACIÓN DE
USUARIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las *IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas*, organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros

Gracias, Presidente.

La profunda desaceleración económica que está afectando a todos los países del mundo, y que en los países industrializados se ha convertido ya en una rápida e intensa recesión, es, sin duda, la más grave desde la Gran Depresión de 1929. En los últimos meses, a duras penas se ha evitado el colapso de los mercados financieros internacionales y aún no sabemos cuáles serán las consecuencias finales sobre la economía real de todo lo que está sucediendo.

Ante esta situación, es inevitable que todos los esfuerzos se destinen a intentar salir de la crisis. Tanto en el ámbito internacional como en España se han adoptado medidas hasta ahora inimaginables, como las inyecciones ilimitadas de liquidez por parte de los bancos centrales o los amplios estímulos fiscales o los apoyos excepcionales al sistema financiero. A estas tareas están contribuyendo —como no podría ser de otra forma— gobiernos, políticos, banqueros centrales, supervisores, académicos, etc. No es raro, pues, que haya dedicado todas mis intervenciones de los últimos meses a analizar las causas de la crisis mundial y a repasar las distintas medidas para afrontarla.

Sin embargo, al recibir su invitación, que tanto agradezco, pensé aprovechar el ámbito de reflexión sosegada que siempre proporciona un foro universitario para tomar un respiro y meditar sobre lo que puede pasar con la economía española después de la crisis, cuando la economía global se recupere.

Tiene interés reflexionar sobre qué va a suceder después, porque el carácter mundial de la crisis está «homogeneizando» a las distintas economías, y, al desdibujar las diferencias entre unas y otras, hace difícil apreciar sus diferentes deberes pendientes. Como nadie ha escapado a la crisis, resulta que ni tan siquiera aquellos países que actuaron prudentemente, esto es, aquellos que no se endeudaron en exceso ni empeoraron su competitividad, están evolucionando mejor que los que no fueron tan virtuosos. Pero, cuando la crisis termine, volverán a aparecer las diferencias.

Cuando el mes pasado un avión que despegaba del aeropuerto de Nueva York estuvo a punto de estrellarse, la salud y la vida de todos los pasajeros venían determinadas por cómo se resolviera esa crisis, sin que ello dependiera de su juventud, ni de su nivel de colesterol, ni de su exceso de peso o del estado de sus pulmones. El drama les igualaba a todos. Felizmente, todos salieron sanos y salvos del aterrizaje en el Hudson, pero a partir de entonces, una vez acabada la crisis, la salud y la vida de cada uno de los pasajeros vuelven a depender del estado de sus órganos, de la dieta y ejercicio, así como de acertar con la medicación adecuada.

Todos los países del mundo han entrado en una espiral negativa parecida (desaceleración profunda —y, a veces, desplome— del consumo, del empleo, de la producción, del crédito, de la inversión...), lo cual podría producir el espejismo de que, una vez superada la recesión, todos los países se recuperarán de igual forma. Sin embargo, no será así. Cada país presenta unas particularidades que serán determinantes a la hora de definir su camino una vez superada la crisis, por lo que dedicaré mi intervención a reflexionar sobre lo que nos distingue de los demás.

La experiencia española muestra que, desde el año 1985 hasta 2008, la economía ha estado creciendo a tasas superiores a la media de la UE, con la única excepción de los años 1992 y 1993. Este espectacular crecimiento observado durante los últimos veintitrés años nos ha permitido acercarnos a los niveles de bienestar que disfrutaban los países más ricos de la UE. Pero, ¿qué va a ocurrir con la economía española cuando salgamos de la crisis actual? ¿Volveremos a ver crecimientos tan satisfactorios como en el pasado?

La respuesta a esta pregunta es, como siempre en economía, «depende». Si en España hacemos lo que tenemos que hacer, si se llevan a cabo las reformas necesarias, creceremos de nuevo por encima de la media europea. Pero, si no reformamos, probablemente creceremos como la media de la UE o incluso por debajo, frenando la convergencia con nuestros principales socios económicos.

Pero, ¿por qué, si hasta ahora hemos podido avanzar sin acometer estas reformas, es absolutamente imprescindible adoptarlas ahora? Antes de contestar a esta pregunta, fijémonos en las causas del crecimiento de la economía española en las últimas décadas. Un crecimiento tan elevado puede sorprender cuando se tienen presentes las deficiencias o puntos débiles de nuestra economía: un nivel educativo mucho más bajo que otros países europeos, un *stock* de capital reducido, un nivel tecnológico inferior y unas instituciones laborales que, como luego veremos, no generan los incentivos necesarios para mejorar la eficiencia individual y colectiva. ¿Por qué, a pesar de ello, hemos crecido tanto? En parte, porque hemos avanzado más que los demás países en algunas áreas, lo que ha compensado nuestras deficiencias relativas.

Por un lado, tenemos un sector público con un peso relativo más reducido que el de otros países europeos. Consecuentemente, un mayor peso del sector privado explica el mayor dinamismo de nuestra economía. Además, se ha producido una descentralización del gasto público similar a la de Alemania después de la Segunda Guerra Mundial, lo que ha permitido —hasta la fecha— una mayor eficiencia en la asignación del gasto. Por otra parte, hemos sido también más audaces en la privatización que otros países. En las últimas décadas se llevaron a cabo numerosas e importantes privatizaciones en casi todos los sectores productivos, lo que nos ha permitido avanzar más que otras economías en la competencia de muchos mercados de bienes y servicios.

Privatizaciones que, a diferencia de otros países, se han hecho al 100%, lo cual es esencial para romper la relación entre empresas y gobiernos. Finalmente, nuestro país consiguió hasta 2007 avanzar notablemente en términos de equilibrio fiscal y reducción de deuda pública. Todos estos aspectos que acabo de mencionar podrían considerarse algunos de los «méritos propios» de la economía española, que explican parte del crecimiento diferencial de los últimos veinte años.

Lo más sorprendente es que nuestra economía ha estado creciendo a pesar de ir perdiendo competitividad progresivamente frente al exterior. Nuestros precios, costes salariales unitarios y márgenes empresariales han crecido por encima de los de la zona del euro. Ello ha terminado reflejándose en un abultado déficit por cuenta corriente, déficit que, aunque puede verse como un exceso de inversión sobre el ahorro, está indicando también una insuficiente competitividad de nuestro país, con avances muy pobres de la productividad.

¿Y cómo ha sido posible crecer en los últimos 23 años a pesar de ir perdiendo competitividad? La respuesta es porque, además de los anteriores factores o «méritos propios», España ha tenido acceso a otras posibilidades que también le han ayudado a crecer. Me refiero a dos en particular.

La primera era el recurso a la devaluación. Aunque la última devaluación se produjo en 1995, este instrumento estuvo disponible hasta 1999, año en que España entró en la Unión Monetaria. La devaluación permitía absorber las pérdidas de competitividad, sin que se reformara el mercado laboral ni se tomaran medidas correctivas para favorecer la productividad, mediante una reducción de los salarios reales a los trabajadores, al aumentar los precios de importación, y una mejora de los precios relativos de los productos que se venden en el exterior.

Pero no nos engañemos: las devaluaciones periódicas, aunque proporcionaban un alivio temporal que permitía posponer los necesarios ajustes estructurales, producían costes enormes y mantenían a los agentes privados en un entorno de inestabilidad financiera y cambiaria nada propicio al crecimiento sostenido.

También en los diez años de pertenencia al euro hemos crecido a un ritmo superior al de nuestros socios, a pesar de no disponer del recurso a la devaluación. ¿Cómo ha sido posible? Además del efecto de los factores positivos que he mencionado antes, habría que añadir la propia pertenencia al euro, por lo que ha significado de estabilidad y reducción de incertidumbre, y la contribución de la inmigración, que ha introducido un margen de flexibilidad notable a la economía española.

Pero, sin duda, un factor decisivo en el crecimiento de 1999 a 2008 ha sido el extraordinario aumento del endeudamiento de las familias y las empresas. Durante la última década, la demanda interna española ha podido crecer al doble de velocidad que la de la Unión Europea gracias a que el endeudamiento de los agentes privados se ha duplicado en el período de 1999 a 2007. La deuda de los hogares ha pasado de poco más del 60% al 130% de su renta bruta disponible, y la deuda de las empresas, del 270% a casi el 600% del excedente bruto de explotación.

El problema con que nos encontraremos al salir de la crisis es que, si bien ese veloz endeudamiento fue el impulsor del aumento de la demanda interna y, por tanto, del crecimiento de la actividad en los últimos años, el elevado nivel alcanzado impide que la deuda pueda seguir creciendo en el futuro a un ritmo similar al que lo hizo en el pasado. Es más, es muy posible que durante varios años asistamos a un proceso de desendeudamiento o, como se dice ahora, de «desapalancamiento», con lo cual su efecto sobre la demanda interna será inverso que en el pasado, reduciendo nuestra tasa de crecimiento.

Por ello, el principal problema de la economía española es que su futuro se presenta muy distinto del pasado, por haber desaparecido las dos posibilidades que acabo de mencionar: la devaluación y el aumento del endeudamiento. Así, aun en el supuesto de que mantengamos los numerosos puntos fuertes de nuestra economía (sector público muy reducido, privatizaciones, baja deuda pública, etc.) y no retrocedamos en los avances conseguidos, España se enfrentará a situaciones más exigentes, al haber perdido estas dos posibilidades. Por supuesto, si además se diera marcha atrás en, por ejemplo, la competencia, o el déficit fiscal se disparara a niveles insostenibles, nuestro crecimiento se resentiría aún más, como le sucedió en la década pasada a algunos países europeos.

En esta situación, la única fórmula posible para recuperar la competitividad perdida frente al exterior después del último ciclo expansivo es aumentar nuestra productividad. Y el aumento de la productividad, además de requerir prestar la máxima atención a la educación y a la formación, pasa inevitablemente por llevar a cabo reformas estructurales en numerosos campos. Hoy, por razones de tiempo, dedicaré exclusivamente mi intervención a la reforma de las instituciones laborales, campo en el que los investigadores del Banco de España han hecho

aportaciones muy valiosas, y que constituye seguramente la reforma que puede contribuir en mayor medida a resolver el problema que más preocupa a los españoles: el desempleo. Pero, aunque hoy no hablemos de ellas, debemos recordar que hay otras muchas reformas estructurales que son muy necesarias, como la del mercado del alquiler, el impulso a la competencia en los servicios, el transporte ferroviario de mercancías, la energía, la Administración Pública, etc., y que también pueden contribuir a mejorar la productividad y a retornar a un crecimiento superior a la media de la Unión Europea.

Es evidente que contar con unas instituciones laborales inadecuadas está generando unos efectos muy perniciosos, no solo sobre la productividad y el crecimiento económico, sino también sobre el bienestar de los trabajadores. Hay que emplear poco tiempo en convencer a los españoles de los problemas que plantea el desempleo y que sufrimos incluso en los mejores momentos del ciclo económico. No solo hemos conseguido en el último año lucir, una vez más, el lamentable récord de contar con la tasa más alta de desempleo de la OCDE, sino que la velocidad de aumento del paro en España durante la actual crisis está siendo la más rápida de todos los países desarrollados.

Así, en países que afrontan una contracción de la actividad similar a la española, la tasa de paro solo aumentó ligeramente durante el año pasado —por ejemplo, en Francia, en dos décimas— o incluso se redujo, como, por ejemplo, en Alemania. Se podría aducir que estos países presentan incrementos de la población activa mucho más reducidos que España, y que su sector de la construcción tampoco había mostrado una expansión comparable. El problema es que, cuando la comparación se hace con países que sí presentan esas dos características, como son Estados Unidos o el Reino Unido, España sigue destacando por su aumento del paro. En concreto, durante 2008, en Estados Unidos la tasa de paro ha aumentado «solo» en 2,3 puntos porcentuales (pp), algo más que en el Reino Unido, que de enero a octubre de 2008 aumentó en 1,4 pp, incrementos muy moderados si se comparan con los más de 5 pp en que ha aumentado la tasa de paro en España durante el año 2008. Es palmario que los mecanismos de ajuste laboral de la economía española no funcionan de la forma adecuada.

Otro de los efectos perniciosos de contar con un mercado de trabajo ineficiente es que reduce el margen de mejora de la retribución real de los trabajadores. En los últimos años, la economía española se ha visto abocada a competir en el extranjero a base de mantener costes laborales reales bajos, lo que venía exigido por la baja productividad de la economía. Todo ello tiene consecuencias directas en el bienestar de todos los individuos, y muy especialmente en el de determinados colectivos muy perjudicados tanto salarialmente como por el desempleo: las mujeres y los jóvenes.

Estas singularidades de la situación de los trabajadores de nuestro país cuando se compara con otros desarrollados —más desempleo incluso en los mejores momentos, más rápido aumento del paro en las fases de ajuste, menor crecimiento de los salarios reales, menor crecimiento de la productividad del trabajo, mayor discriminación entre colectivos...— coinciden con una singularidad de nuestras instituciones laborales cuando nos comparamos con esos países. Podríamos detenernos a repasar todo aquello en lo que somos diferentes: la práctica imposibilidad de descolgarse de la negociación colectiva, la escasa participación de las remuneraciones en los beneficios empresariales, los mecanismos de indicación salarial sin ninguna conexión con la situación de las empresas, la intervención del Estado por medio de autorizaciones preceptivas que impide que las empresas aumenten su productividad, etc. Pero de nuevo la escasez de tiempo me lleva a detenerme en solo una de estas peculiaridades: la forma en que aseguramos la contingencia de la pérdida del empleo.

España sigue con un sistema de tratamiento de la contingencia de desempleo que en su día fue parecido al de otros países europeos, pero que todos ya han reformado en las últimas décadas. En nuestro sistema, la ayuda al desempleado combina la prestación pública con el pago de una cantidad que se abona de una vez, relacionada con el tiempo que ha permanecido en una sola empresa. Ese pago corre a cargo de las empresas y no del Estado y, en ocasiones, constituye la parte más sustanciosa de la ayuda al desempleado. Todas estas particularidades provocan numerosas ineficiencias en el sistema, lo que determina una menor productividad y un rotundo fracaso en el objetivo de reducir el desempleo.

Tal y como está diseñada la indemnización por desempleo, se desincentiva absolutamente la movilidad de los trabajadores entre empresas, ya que la indemnización depende de la antigüedad del trabajador en la última empresa en la que estaba. Y, en el mundo en que vivimos, la reasignación de trabajadores entre empresas es crucial para que la economía se ajuste adecuadamente a los rápidos cambios que se producen en la demanda y en las tecnologías, para que los trabajadores se trasladen de las empresas en declive a las que desarrollan actividades más productivas. El sistema de indemnización vigente no favorece ni la creación ni el crecimiento de las empresas más productivas. Y no solo por el efecto disuasorio que tiene sobre los empresarios, desincentivando la nueva contratación. Son también los mismos trabajadores españoles los que finalmente no aceptan cambiar de trabajo, porque, incluso ofreciéndoles las empresas más productivas condiciones salariales sustancialmente mejores, no les compensa el cambio, ya que la indemnización por despido comenzaría desde cero en su nuevo puesto.

El hecho de que la protección frente al desempleo descansa en buena medida en una indemnización (lo que, en términos coloquiales, se llama «costes de despido») a cargo exclusivamente del sector privado introduce también numerosas distorsiones. La fundamental es el efecto de desanimar la creación de empresas y la contratación en general, cuestión que, si siempre es importante, lo es más ahora, cuando se debe compensar la inevitable y masiva reducción del empleo en la construcción de viviendas con la creación de puestos de trabajo en otros sectores.

El sistema español es ineficiente y, sin embargo, sería absurdo ignorar que una gran parte de la opinión pública piensa que el sistema actual protege a los trabajadores. Y es claro que, si no hay una conciencia generalizada de los daños que produce, no habrá reformas. Por ello, es absolutamente necesario estudiar y difundir las reformas que han hecho otros países europeos y escoger aquellas alternativas que nos permitan aumentar nuestra productividad —y, por tanto, la competitividad frente al exterior—, aumentar nuestra renta per cápita y calidad de vida y mejorar las condiciones de los colectivos más desfavorecidos.

En muchos sentidos, la situación actual de la pretendida protección laboral puede asimilarse a la protección comercial que caracterizó a la economía española hasta finales de los años cincuenta. En aquella etapa, los aranceles y cuotas que tenían que afrontar los productos importados eran muy elevados si se comparaban con los vigentes en los demás países desarrollados. Hasta entonces se pensaba que el proteccionismo comercial protegía a las empresas y a los trabajadores españoles, pero nada más lejos de la realidad. Los productos vendidos en España eran caros y de escasa calidad, los salarios de los trabajadores eran tan bajos que en aquella época era habitual intentar tener dos trabajos y el nivel de renta per cápita incluso retrocedía con respecto a la de los países de nuestro entorno.

La situación cambió radicalmente con la apertura de la economía española al exterior, cuando empezamos a parecer nos a los demás países. De hecho, ese proceso, que arrancó con el

Plan de Estabilización de 1959 y que culminó con nuestra adhesión a la Unión Europea en 1985, se ha saldado con la convergencia de España a los niveles de vida europeos. La apertura de la economía no solo no hizo desaparecer la industria ni la agricultura, sino que el nivel de vida de los españoles aumentó significativamente.

En definitiva, lo que aparentemente era un sistema que nos protegía y que era singular, nos estaba llevando al desastre, y no fue hasta que se llegó a una intensa y dura crisis al final de los años cincuenta, cuando nos dimos cuenta de que lo que nos diferenciaba de otros países y parecía protegernos, conseguía justamente lo contrario.

Y ahora es precisamente en España, donde la protección del empleo pretende ser sólida gracias a las elevadas indemnizaciones por desempleo que se añaden a la prestación pública, donde el ajuste del empleo ante la actual crisis económica está siendo más feroz que en otros países. Por ello, habría que estudiar experiencias como, por ejemplo, las de Austria y Dinamarca, cuyas reformas del mercado laboral nos pueden proporcionar ideas para reformar el nuestro. En Dinamarca, cuya tasa de paro es del 4,1%, han optado por mejorar el pago periódico y prácticamente han suprimido la indemnización por desempleo. En el caso de Austria, cuya tasa de paro es del 3,8%, las empresas constituyen un fondo individual para cada uno de sus trabajadores, que se pone a su disposición en caso de perder el empleo en esa empresa, como una forma de complementar la prestación por desempleo que se recibe del Estado. Cuando el trabajador encuentra empleo en otra empresa, se lleva la parte no consumida del fondo, que vuelve a ser engrosada con las aportaciones de la nueva empresa. Al final de su vida laboral, el fondo disponible constituye una fuente adicional de recursos para la jubilación.

La virtualidad de cualquiera de estos sistemas es que no desincentivan la movilidad de los trabajadores entre empresas. En el caso austríaco, porque, al no perderse esos «derechos adquiridos», es el propio trabajador el que gestiona los recursos acumulados durante las fases en que esté desempleado, y ofrece protección a todos los trabajadores, incluso a aquellos que acumulan empleos de corta duración. En el caso danés, se optó por un sistema que apoya firmemente a los desempleados (con subsidios por desempleo importantes, así como con intensos programas de formación), en un marco donde, sin embargo, los costes de despido son muy bajos.

De la misma forma en que hace cincuenta años la crisis del sector exterior obligó a España a un cambio de rumbo de la política de protección comercial, la grave crisis de desempleo que estamos sufriendo actualmente debería llevarnos a examinar qué podemos cambiar de nuestro mercado de trabajo, observando lo que otros países han hecho con resultados muy positivos. Es verdad que no estoy diciendo nada nuevo, puesto que el Banco de España ha venido insistiendo de forma reiterada en sus informes anuales, al menos en los últimos diez años, en la necesidad de que se lleve a cabo dicha reforma. Lo nuevo es que en este momento esa reforma se ha vuelto absolutamente imprescindible, porque, de lo contrario, cuando salgamos de la presente crisis, y ante la ausencia de los fáciles recursos que se utilizaron en el pasado, estaremos abocados a crecer muy por debajo de lo que hemos hecho en las últimas décadas.

Las reformas de las instituciones laborales son urgentes, pues sus efectos en el corto plazo sobre la contratación son absolutamente necesarios en la coyuntura actual. Pero hay otro frente que no debemos olvidar, aunque sus efectos sean a más largo plazo, que es el de la educación. Sin duda, avanzar en la educación es la tarea pendiente en España de mayor trascendencia para el crecimiento económico, la mejora de la productividad, la más justa distribución de la renta y también la consecución de unas tasas reducidas de paro. Es verdad que España ha avanzado en algunos campos de la formación, como en la educación univer-

sitaria o en las escuelas de negocios, pero seguimos a la cola en la calidad y en el nivel educativo medio de nuestra población, con las consecuencias serias que ello supone.

Es bien conocido que los países que cuentan con una población más formada se caracterizan porque los niveles salariales de sus trabajadores son más elevados, su tasa de paro es más reducida y la participación de la población en el mercado de trabajo es más alta. Por ejemplo, tanto en Dinamarca como en el Reino Unido, más de dos terceras partes de la población cuentan con estudios postobligatorios, frente a solo el 50% en el caso español. Pues bien, en ambos países el trabajador medio tiene un poder adquisitivo un 30% superior al trabajador español, y sus tasas de paro en 2007 eran del 3% y del 5%, respectivamente, menos de la mitad que en España.

Esta relación entre formación y salarios se explica porque los trabajadores más formados son más eficientes y, por tanto, obtienen unos salarios más elevados, y porque los empresarios siempre prefieren despedir a los trabajadores menos productivos. De hecho, la tasa de paro en España de los individuos que solo cuentan con estudios primarios ha aumentado durante el año 2008 en casi 8 pp, frente a los 5 pp de los que tienen estudios secundarios y solo 2 pp de los que cuentan con estudios superiores. Los datos también ponen de manifiesto que no solo los mayores incrementos de la tasa de paro se dan en los colectivos con menor nivel de estudios, sino que estos colectivos presentan las mayores tasas de paro.

Pero no solo debemos aplicarnos para mejorar el nivel educativo de nuestros trabajadores antes de llegar a su puesto de trabajo. También hay que fomentar su formación dentro de la empresa. Y en este sentido, si acercamos nuestras instituciones laborales a las de los otros países desarrollados, acabaríamos igualmente con un marco laboral como el nuestro, que está dificultando que los trabajadores se formen en su puesto de trabajo y que no incentiva a los empresarios a mejorar el capital humano de su empresa.

Es urgente abrir un debate en el que todos los agentes políticos, económicos y sociales participen y salgan convencidos de la necesidad de hacer reformas: el Gobierno, los partidos que apoyan al mismo, los partidos de la oposición, los sindicatos, las patronales, los académicos, los investigadores y los medios de comunicación. Y ello sin dejar de pensar en aquellos a quienes las reformas beneficiarían más: los trabajadores que están sin empleo y los empresarios que todavía no existen, pero que podrían existir si hubiera un cambio estructural de entidad en las instituciones laborales.

Es obvio que sin una aceptación social suficiente ni siquiera se iniciará el debate, por lo que es muy importante subrayar con claridad los objetivos que se quieren alcanzar y que he repetido hasta la saciedad en esta intervención, pero que trataré de expresar de otra forma para no aburrirles: deberíamos estar todos de acuerdo en que la mejor protección al desempleo no es la que se preocupa del subsidio al parado, sino la que consigue que la mayoría no pierda el trabajo. Deberíamos admitir que es útil permitir a los empresarios mejorar su productividad porque así veremos un mayor crecimiento de los salarios reales y, finalmente, deberíamos dejar a los trabajadores usar la oportunidad de cambiar a empleos mejor pagados sin que pierdan una parte sustancial de su protección en caso de perder esos empleos.

Se habrán dado cuenta ustedes de que mi planteamiento respecto a cómo abordar el debate de una reforma laboral está totalmente alejado de los que lo reducen a si se debe o no abaratar el despido. Creo que es un error plantear el debate exclusivamente en el abaratamiento del despido, y pienso que solo podremos avanzar si se centra en encontrar las fórmulas que nos permitan aumentar la productividad, reducir las cifras de desempleo y mejorar los salarios de los trabajadores.

El hecho de que España esté hoy más avanzada que otros países europeos en muchos aspectos que mencioné al principio de mi intervención, no debería hacernos olvidar que todavía hay algunos campos donde podemos aprender de los demás, y justamente esta actitud de haber aprendido de los demás y reformar en consecuencia es la que explica en gran medida la positiva evolución de la economía española en las últimas décadas. En mi opinión, ha llegado el momento de hacer lo mismo —aprender y reformar— con las instituciones laborales, que, como sistemáticamente dicen los organismos internacionales, han quedado como la mayor diferencia estructural que nos separa de los países más desarrollados.

Y hay que reconocer que la tarea no es fácil. Además de convencer de su necesidad, algo en lo que los historiadores y economistas pueden ayudar, se requerirá de la habilidad de otros muchos para su diseño e implantación. Un aspecto delicado es el de cómo poner en marcha inmediatamente algunos cambios y a la vez ser sensible a lo que pueda verse como alteración de derechos adquiridos. La inteligencia de los políticos es crucial para resolver estos problemas, como también para hacer compatibles los intereses de los distintos colectivos de trabajadores. Pero también debe tranquilizarnos saber que el armario de herramientas para reformar está lleno de posibilidades: calendarios, compensaciones, incentivos, etc. Los juristas tienen también una importante tarea por cumplir, pues el problema de todas las reformas estructurales es que alteran el statu quo, y por ello es esencial encontrar fórmulas ajustadas a derecho que sorteen los obstáculos que pueden surgir en su aprobación y ejecución.

Las dificultades que pueden surgir, no solo a la hora de reformar, sino incluso para abrir el debate, pueden llevar a algunos a plantear esta pregunta: ¿Es que sin hacer reformas, y en particular sin modificar nuestras instituciones laborales, España no podrá volver a crecer como en el pasado? Quienes me han escuchado pueden imaginar mi respuesta: Sí. Es posible que pueda crecer como en el pasado, pero es altamente improbable. Y digo que es posible únicamente porque, después de los generalizados fracasos en la mayoría de las previsiones que se han hecho durante la crisis actual, todos deberíamos ser más humildes cuando hagamos cualquier formulación acerca del futuro. Pero, sinceramente, hoy es muy difícil imaginar cómo, sin reformas, la economía española podría comportarse en el futuro tan positivamente como lo ha hecho en las pasadas décadas. Y, además, ¿qué ganamos con negarnos a aprender de los demás en todo aquello que pueda reducir la tasa de paro, aumentar la productividad del trabajo y los salarios reales? Porque, incluso aunque nuestra economía pudiera volver a crecer como en el pasado, con baja productividad, más paro y salarios más bajos que nuestros vecinos, no parece que ello fuera preferible a las formas de crecer que esos otros países están aplicando.

Una última consideración sobre un argumento que a veces se utiliza, cuando no se tienen otros argumentos, para no adoptar medidas estructurales. Se dice que estas reformas pueden funcionar muy bien, pero que deben posponerse para más adelante, porque no sirven para salir de esta crisis. En primer lugar, es claro que algunas de estas reformas, como las que pueden favorecer la contratación, tendrían efectos inmediatos para resolver el principal problema de la crisis actual, el del desempleo. Pero, aunque es cierto que otras reformas estructurales no tendrían efectos directos inmediatos, sino que sus resultados se irían cosechando en el futuro, no debemos olvidar que las decisiones que los agentes económicos toman hoy dependen mucho de cómo vean el futuro. Lo que está congelando las decisiones de consumir e invertir hoy es la desconfianza frente al futuro, por lo que, si se consigue recuperar la confianza en el mismo, ello tendría efectos muy beneficiosos no solo en el medio plazo, sino ya, en el presente.

Concluyo. Mañana volveremos a hablar de la crisis financiera y real que estamos padeciendo. Y de cómo salir de ella. Reflexionaremos sobre cómo romper los círculos viciosos de la falta

de confianza. Hablaremos de cómo es ingenuo pensar que estos círculos viciosos se puedan romper solo por un sitio, para concluir que lo que necesitamos es una recuperación de la confianza de todos los agentes económicos. Y que estas actuaciones no pueden tomarse solo a nivel nacional, que, si la crisis es global, hay que tratar de coordinar al máximo las acciones de todo el planeta. Lo cual impone una exigencia muy fuerte a todos los foros e instituciones multilaterales, gobiernos, políticos, banqueros centrales, supervisores y a todos aquellos con cualquier responsabilidad, que estamos obligados a seguir haciendo todo lo posible para salir de la actual situación.

Pero hoy he querido hacer un paréntesis y mirar más allá de la crisis. Porque de la crisis actual ignoramos cuánta profundidad y duración alcanzará, pero sabemos algo con toda certeza: que la crisis terminará. Estamos seguros de que acabaremos saliendo de la crisis. Y esto no es un vano optimismo. Es la constatación de una regularidad empírica. La economía funciona así, al menos desde que José interpretó el sueño del Faraón sobre unas vacas flacas y otras gordas.

Hoy he querido detenerme a hablar del futuro de la economía española, porque la dimensión fundamentalmente macroeconómica de la crisis presente puede hacernos olvidar que nuestros principales problemas son estructurales, que nuestra principal tarea es mejorar e impulsar la productividad, y porque deberíamos aprovechar estos momentos para reformar nuestras normas e instituciones y, finalmente, porque aquello que hagamos para mejorar la productividad no tiene contraindicaciones para salir de la crisis, sino todo lo contrario, puede ayudarnos a salir más rápidamente de la misma.

Y quiero acabar reiterando lo que dije al principio: si he hablado solo de un área de reforma estructural, la laboral, es porque considero que es la más importante de cara a relanzar la creación de empresas y a reducir el paro. Pero, ni es la única reforma, ni las otras son menos necesarias. Proporcionar un mayor grado de seguridad jurídica al contrato de alquiler, así como liberalizar sus plazos, es absolutamente necesario para reducir el coste de los alquileres y poder hacer un ajuste inmobiliario más suave, sin que se desplome el valor de la riqueza en la que los españoles tienen concentrado su patrimonio. El relanzamiento de las privatizaciones, la liberalización y el impulso de la competencia en numerosos sectores son trascendentales, porque reduciendo los márgenes empresariales injustificados se consigue incrementar los salarios reales de los trabajadores sin perjudicar la competitividad, y así podría seguir mencionando muchas más reformas. Pero para hablar de ellas necesitaríamos muchas más conferencias, conferencias que, no se preocupen, no voy a pronunciar hoy.

Por el momento, solo diré: muchas gracias.

11.2.2009.

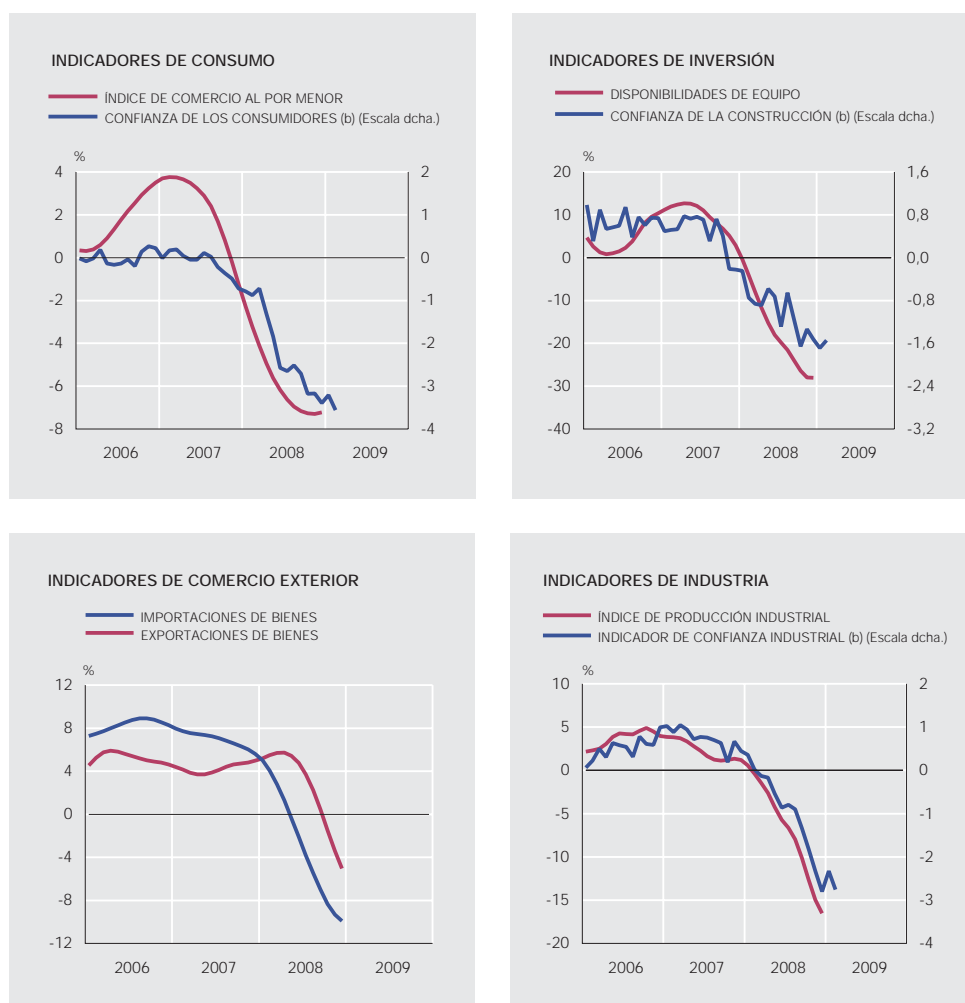
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución del sector real de la economía española

De acuerdo con las últimas cifras de la CNTR, en el último trimestre de 2008 se agudizó la debilidad de la actividad en la economía española, al registrar el PIB real una caída interanual del 0,7%, frente al avance del 0,9% del trimestre anterior. En términos intertrimestrales, el producto descendió un 1%, tras el retroceso del 0,3% del trimestre previo, encadenándose, por primera vez desde 1993, dos trimestres de caídas consecutivas. La disminución de la actividad en los tres últimos meses del año vino determinada por la contracción de la demanda nacional, que se redujo un 2,8%, en tasa interanual, frente al ligero descenso del 0,3% del trimestre previo. Por su parte, la demanda exterior neta incrementó 1,2 puntos porcentuales (pp) su contribución positiva, hasta situarse en 2,3 pp, ya que, a pesar del notable debilitamiento que experimentaron las exportaciones (–7,9%), las importaciones sufrieron un mayor ajuste, situándose su tasa interanual en el –13,2%. Entre los componentes de la demanda nacional, solamente creció el consumo público, mientras que el consumo privado descendió de forma pronunciada, hasta registrar una caída interanual del 2,2%. Se acentuó el perfil de caída de la formación bruta de capital fijo, pues disminuyó un 9,3%, desde el –4,1% del tercer trimestre. Dentro de este último agregado, la inversión en bienes de equipo intensificó su ritmo de caída interanual —que se situó en el –9,7%— y se recrudeció el deterioro de la inversión en construcción, hasta una tasa del –10,9%.

Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto se debilitó en todas las ramas, especialmente en la construcción y la industria, donde se alcanzaron descensos interanuales del 8% y del 4,7%, respectivamente. También fue significativa la pérdida de vigor de los servicios de mercado, cuyo valor añadido disminuyó 1,6 pp, hasta una tasa interanual del 0,7%. En consonancia con estos desarrollos, se intensificó la destrucción de empleo, que cayó un 3,1%. Dada la evolución de la actividad, esto supuso un aumento en el ritmo de avance de la productividad, que alcanzó el 2,5% interanual. El crecimiento de la remuneración por asalariado apenas se contuvo y siguió mostrando un nivel muy elevado (5,2%), aunque los costes laborales unitarios se desaceleraron, hasta el 2,6% interanual.

En su conjunto, el ejercicio de 2008 se cerró con un incremento medio del PIB del 1,2%, inferior en 2,5 pp al registrado en 2007, lo que fue consecuencia de la fuerte desaceleración de la demanda nacional, que redujo su avance hasta el 0,1% (4,2% en 2007), mientras que el sector exterior aportó 1 pp al crecimiento del producto (tras haber restado ocho décimas en el año precedente). La mejora de la demanda exterior neta se debió a la notable ralentización de las importaciones, que se situaron en una tasa del –2,5%, mientras que las exportaciones frenaron su avance hasta el 0,7%. Por el lado de la demanda nacional, se desaceleraron tanto el consumo privado —hasta el 0,1%— como, en mayor medida, la inversión en capital fijo —que descendió un 3%—. Por lo que respecta a este último agregado, todos sus componentes se debilitaron, especialmente la construcción de viviendas y la inversión en bienes de equipo, hasta registrar sendas caídas del 10,9% y del 1,1%, respectivamente. En el conjunto del año, el empleo se contrajo un 0,6%, en contraste con el avance del 2,9% del año anterior, por lo que la productividad incrementó 1 pp su ritmo de crecimiento en 2008, hasta el 1,8%. Sin embargo, la remuneración por asalariado repuntó hasta el 5,3% (1,6 pp más que en 2007), provocando una aceleración de cinco décimas en los costes laborales unitarios, que aumentaron un 3,4%. En un escenario internacional de crisis financiera global y recesión económica en las principales economías avanzadas, el crecimiento de la economía española en 2008 fue algo superior al de la zona del euro y al del conjunto de la UE, cuyas tasas de avance se situaron en el 0,7% y el 0,9%, respectivamente.



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

a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

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

En cuanto a los indicadores más recientes, los referidos al consumo privado mantienen la pauta negativa con la que finalizaron el ejercicio anterior. En este sentido, tras mejorar ligeramente en enero, el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea volvió a registrar un nuevo retroceso en febrero. El nivel medio de los dos primeros meses del año es ligeramente inferior al observado en el último trimestre de 2008. El empeoramiento de febrero se debió, fundamentalmente, al juicio más negativo de los hogares acerca de las perspectivas de su situación financiera y de la situación económica general durante los próximos doce meses (véase gráfico 1). En la media de los dos primeros meses del año, las expectativas de ahorro de los hogares no registraron un deterioro adicional con respecto a la media del cuarto trimestre de 2008, lo que sería coherente con el alivio que la reducción de la inflación y el descenso en el coste de las hipotecas de los meses recientes habrían supuesto sobre los presupuestos familiares. La confianza de los comerciantes minoristas recuperó en enero y febrero gran parte del terreno perdido en diciembre, situándose en niveles algo menos negativos que los observados en el conjunto del último trimestre del pasado ejercicio. En esta misma línea, el índice de clima de los productores de bienes de consumo ganó cerca de cinco puntos en enero, situándose en valores algo más elevados que los registrados en la media del

último trimestre de 2008, lo que se debió, fundamentalmente, a la mejora de la percepción de estos agentes sobre la evolución de sus carteras de pedidos previstas. No obstante, el indicador de matriculaciones de automóviles siguió registrando un fuerte descenso en enero (-41,6%, en tasa interanual).

Con relación a la inversión en bienes de equipo, los indicadores recientes indican un deterioro adicional de este componente de la demanda. En este sentido, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó casi tres puntos al inicio de 2009, hasta situarse en el 73,5%, claramente por debajo de su media histórica. La encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros arroja una valoración claramente negativa de la evolución de los pedidos recientes, incluidos los destinados a la exportación. Sin embargo, el indicador de clima en el sector productor de bienes de equipo mostró una evolución menos desfavorable en enero, tras el fuerte deterioro del mes previo, aunque se mantuvo en los niveles —muy negativos— del último trimestre de 2008. El indicador de disponibilidades de bienes de equipo registró en diciembre un notable retroceso, como consecuencia de los descensos que presentaron en dicho mes tanto la producción interior como las importaciones de este tipo de bienes.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan a una continuación de su evolución contractiva a comienzos de 2009. En particular, los referidos al empleo muestran que en enero ha proseguido la debilidad del sector. Así, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social profundizó en dicho mes la tónica descendente que mantiene desde comienzos de 2008, con un descenso interanual del 24,1% (2 pp más que en diciembre). Del mismo modo, el número de parados registrados aumentó a tasas superiores al 100% por tercer mes consecutivo. Otros indicadores coyunturales mostraron, asimismo, un mal comportamiento en el primer mes del ejercicio actual, como el consumo aparente de cemento, que disminuyó más de un 50%. Sin embargo, el indicador de confianza de los empresarios del sector experimentó una cierta mejora en febrero, si bien permanece en torno a los niveles más bajos de los últimos años. Por su parte, los indicadores de carácter adelantado podrían estar apuntando a una posible interrupción del ritmo de deterioro de la inversión en construcción residencial en los meses venideros. En particular, aunque el número de visados de viviendas nuevas continuó reduciéndose de forma muy intensa en diciembre —un -45,8%—, el ritmo de caída se aminoró en relación con los dos meses previos (en los que había sido superior al 60%). Por último, la licitación oficial en obra civil mostró en los meses de noviembre y diciembre una evolución expansiva.

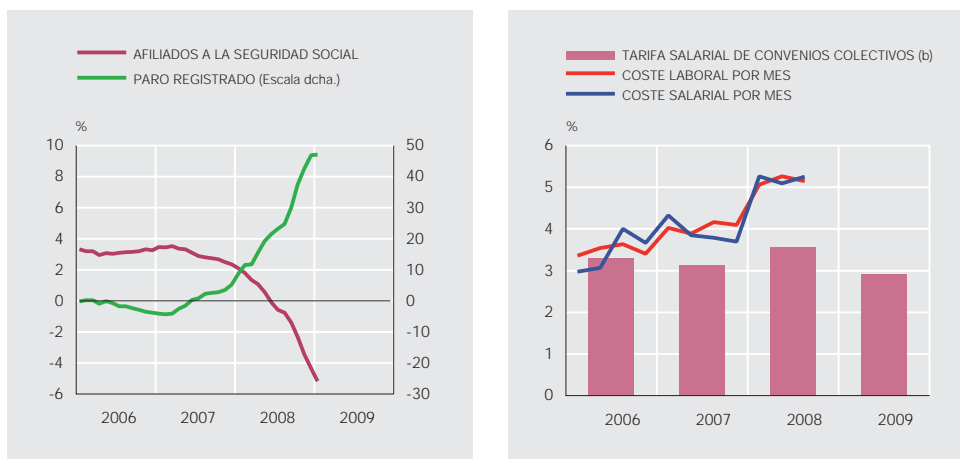
De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron un 8,6% en diciembre, prolongando la brusca desaceleración de los dos meses previos, lo que ha conducido en el conjunto del último trimestre a un retroceso medio del 8,4%, en contraste con el dinamismo que mantuvieron hasta bien avanzado 2008. El debilitamiento del último trimestre se generalizó a los principales grupos de productos, destacando las caídas de las ventas de bienes intermedios no energéticos y de consumo duradero —en ambos casos, debido a la evolución de los productos relacionados con el sector del automóvil, tanto de los componentes como de los vehículos terminados—, y, en menor medida, de las exportaciones de equipo. Por áreas geográficas, el mayor declive se observó en las ventas dirigidas a la UE, que descendieron un 9,2% interanual en el cuarto trimestre, en línea con la contracción de la actividad que registraron los principales mercados de esta zona, mientras que las exportaciones destinadas a países extracomunitarios acusaron un menor descenso —del 6,7%—, aunque también se desaceleraron de forma notable. Por su parte, las importaciones reales prolongaron en diciembre la senda de fuerte ajuste de los últimos meses, registrando un decrecimiento interanual del 18%, con lo que en el conjunto del cuarto trimestre de 2008 in-

tensificaron su ritmo de caída hasta el 17,2%, frente a la tasa del -1,9% del trimestre previo. A la evolución desfavorable que venían mostrando las compras de bienes de equipo y de consumo, en línea con la desaceleración de estos componentes de la demanda nacional, se sumó, en el último trimestre, un fuerte retroceso de las importaciones de bienes intermedios, coherente con la atonía que experimentó la producción industrial interior. El déficit comercial en términos nominales descendió un 7,4% en el cuarto trimestre de 2008 —por la contracción del volumen de importaciones y la fuerte reducción de los precios del petróleo—. En el conjunto del año, la disminución fue del 4,9%.

Respecto al turismo, según la CNTR los ingresos reales retrocedieron un 11,8% en el último trimestre de 2008, mostrando un perfil de notable debilidad a lo largo de la segunda mitad del año, en línea con los fuertes descensos que mostraron en ese período los principales indicadores reales, como las entradas de turistas extranjeros o el número de sus pernoctaciones hoteleras. Además, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), el gasto nominal de los visitantes foráneos intensificó su ritmo de caída en el último trimestre del pasado año, hasta situarse en el -7,2%. Ello fue resultado del descenso del número de turistas extranjeros y de su gasto medio diario, parcialmente compensado por la mayor duración de la estancia media. En el conjunto de 2008, los ingresos reales descendieron un 3,1%, acusando la menor entrada de turistas (-2,6%). La desfavorable evolución de la afluencia turística ha proseguido en enero, mes en el que el número de turistas extranjeros descendió un 10,1% en tasa interanual, acusando fuertes caídas de nuestros principales mercados emisores, especialmente del británico. El gasto total nominal que realizaron los turistas extranjeros en enero, de acuerdo con EGATUR, retrocedió en menor medida (un -3,2%), gracias a la recuperación del gasto medio por turista, que aumentó un 7,3%.

De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos de diciembre, la necesidad de financiación de la nación se corrigió un 22,6% en términos interanuales, con lo que prosigue la pauta de descenso observada en los últimos meses. La disminución del déficit comercial (de casi un 32%) y, en menor medida, de los saldos negativos de servicios no turísticos y de rentas compensaron el deterioro del superávit turístico y del saldo de transferencias corrientes. En el conjunto de 2008, la necesidad de financiación de la economía se situó en 99 mm de euros, un 2,2% inferior a la contabilizada en 2007.

Por el lado de la oferta, el índice de producción industrial intensificó su tónica de acusada debilidad en diciembre, al registrar una caída, en términos de la serie filtrada de calendario, del 19,6%, superior en 4 pp a la del mes previo. El último trimestre del año se cerró con un descenso medio del 15,8%, lo que supone una desaceleración de casi 10 pp en relación con el tercero. A la evolución negativa que venían mostrando las industrias de bienes intermedios y de consumo —especialmente, no alimenticio— se sumó, en la recta final del año, un fuerte deterioro de la producción de bienes de equipo. En el conjunto de 2008, la producción industrial se contrajo un 6,8%, frente al avance del 1,9% de 2007. Del mismo modo, otros indicadores referidos a diciembre, como las entradas de pedidos en la industria, intensificaron el perfil de caída mostrado a lo largo del último trimestre, anticipando un comportamiento desfavorable del sector a principios del actual ejercicio. En cuanto a la información referida al comienzo de 2009, los indicadores del mercado laboral reflejaron una peor evolución en enero. Así, los afiliados a la Seguridad Social intensificaron su tasa de caída, hasta el -8,1%, y el paro registrado incrementó su ritmo de avance hasta el 48,8%. Finalmente, entre los indicadores de opinión, la encuesta de confianza manufacturera de la Comisión Europea volvió a retroceder en febrero, tras la mejora de enero. Ese comportamiento favorable en el primer mes del año fue compartido por el índice PMI, que, no obstante, continúa claramente asentado por debajo de 50, frontera entre la contracción y la expansión.



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

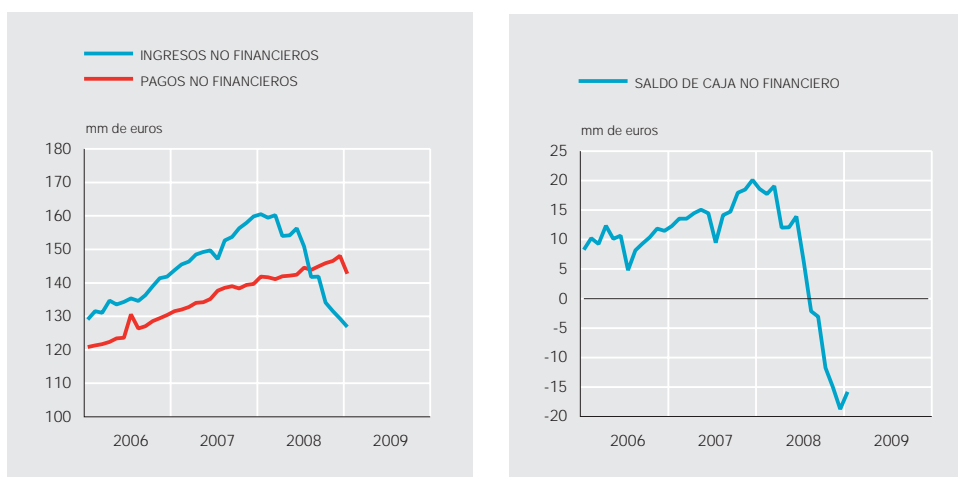
b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta enero de 2009.

En relación con la actividad terciaria, los principales indicadores apuntan a una continuación de la atonía a principios del año en curso. En este sentido, el indicador de confianza del sector servicios ha permanecido en enero y febrero en torno a sus niveles mínimos históricos. Por su parte, el índice PMI retomó en enero su senda de deterioro, tras la ligera mejora del mes anterior, situándose en los valores más bajos de los últimos años. Las afiliaciones del sector a la Seguridad Social descendieron un 1,5% en el primer mes del año, ritmo de caída algo mayor que el observado en diciembre y en el conjunto del último trimestre, al tiempo que el paro registrado creció un 38,4%, tasa similar a la del mes previo.

Según los datos de la CNTR, en el cuarto trimestre de 2008 se intensificó en 2,2 pp el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, hasta situarse en el 3,1% interanual, en línea con los datos de la EPA, que arrojaron un descenso del empleo del 3%. Los indicadores más recientes apuntan a una continuación del proceso de intenso ajuste del mercado laboral a principios de 2009. En concreto, el número de afiliados a la Seguridad Social descendió en enero a un ritmo interanual del 5,1%, ocho décimas más que en diciembre y casi dos puntos por encima del retroceso observado en el conjunto del último trimestre de 2008. Respecto al desempleo, el número de parados repuntó ligeramente en enero, hasta una tasa interanual del 47,1%, dos décimas más que en diciembre (véase gráfico 2).

Según los datos más recientes publicados por la Intervención General de la Administración del Estado, el sector Administraciones Públicas cerró el año 2008 con un déficit del 3,82% del PIB, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional. Esta ratio supera la cifra anticipada en el Programa de Estabilidad 2008-2011, que era del 3,4% del PIB. El deterioro del saldo en relación con el año 2007 se debió, sobre todo, a una caída de la ratio de recursos sobre el PIB de 4,4 puntos y, en menor medida, a un aumento de los empleos de 1,7 puntos del PIB. Por subsectores, el Estado registró un déficit del 2,74% del PIB, mientras que para las Comunidades Autónomas alcanzó el 1,45% y en las Corporaciones Locales fue del 0,39%. En cambio, la Seguridad Social registró un superávit del 0,76%, lo que permitió aminorar la cifra final de déficit del conjunto de las Administraciones Públicas.

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria del Estado, el año 2008 acabó con un déficit de 30.297 millones de euros (un 2,8% del PIB) según el criterio de Contabilidad Nacional,



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

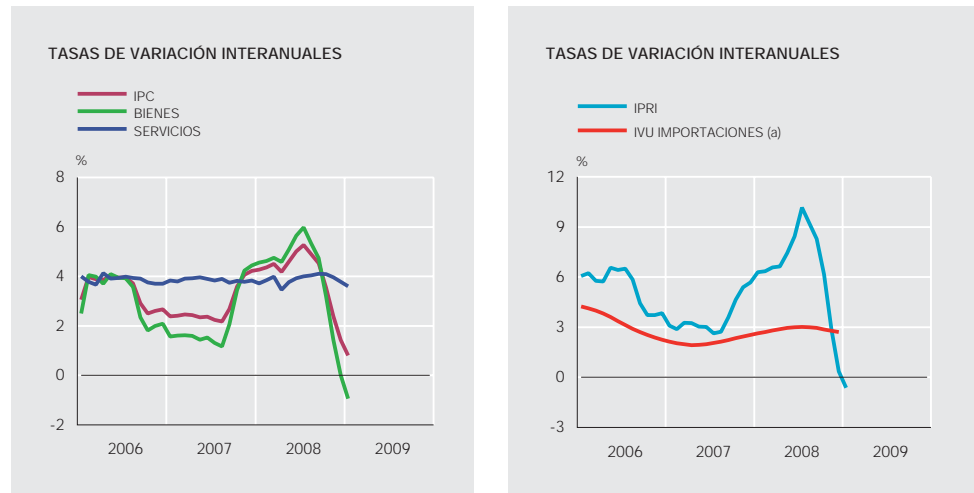
a. Último dato: enero de 2009.

si bien esta cifra se reduce hasta los 18.747 millones cuando se utiliza el criterio de caja (véase gráfico 3). En ambos casos, el deterioro del saldo fue muy superior al previsto en los presupuestos, como consecuencia del fuerte descenso de los ingresos impositivos, mientras que los pagos evolucionaron en línea con lo presupuestado y cumpliendo con holgura, un año más, el límite de gasto establecido con arreglo a las leyes de estabilidad presupuestaria. En relación con el año 2009, los datos de ejecución del Presupuesto del Estado en términos de caja referidos al mes de enero muestran un déficit de 2.357 millones de euros, frente al déficit de 5.290 millones del mismo mes de 2008. No obstante, estas cifras son escasamente representativas de la evolución del saldo presupuestario del Estado en el conjunto del año.

Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por ocupado aminoró una décima su ritmo de avance en el cuarto trimestre de 2008, hasta el 5,2%, habiéndose mantenido en tasas superiores al 5% desde principios de año; por su parte, los costes laborales unitarios se desaceleraron en mayor medida, en ocho décimas, hasta el 2,6%. Los últimos datos sobre negociación colectiva, con información hasta enero, incorporan un incremento salarial medio para 2009 del 2,9%, siete décimas inferior al crecimiento de las tarifas estimado para 2008. Adicionalmente, dado que la inflación se situó por debajo del 2% en diciembre, no se han activado las cláusulas de salvaguarda, y se espera un comportamiento similar a lo largo del ejercicio. El número de trabajadores afectados por los convenios firmados en enero se situó en casi tres millones y medio, lo que representa un porcentaje en torno al 30% de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en años anteriores. Por ramas de actividad, los incrementos medios pactados van desde un 2,7% en la industria hasta un 3,5% en la construcción, destacando el elevado porcentaje de trabajadores afectados por el conjunto de acuerdos firmados en esta última rama, que asciende al 66%. Casi todos los convenios pactados hasta enero son revisados, es decir, se trata de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores con efectos en 2009.

En enero, el ritmo de variación interanual del IPC registró un descenso de seis décimas respecto al mes precedente, hasta el 0,8%, la menor tasa en cuatro décadas (véase gráfico 4). La desaceleración del índice general se extendió a todos los grupos de bienes, siendo particularmente intensa en el caso de la energía, cuyos precios registraron una tasa



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

interanual del $-9,3\%$, frente al $-7,2\%$ de diciembre, así como en el de los bienes industriales no energéticos, que recortaron en siete décimas el avance interanual de sus precios, hasta alcanzar una tasa del $-0,3\%$, como consecuencia de la mayor intensidad de las rebajas en este ejercicio en comparación con los anteriores. Asimismo, los precios de los servicios se moderaron por tercer mes consecutivo, hasta el $3,6\%$ ($3,8\%$ en diciembre), al tiempo que los precios de los alimentos prolongaron la tónica de ralentización que iniciaron a mediados del ejercicio anterior, con recortes de cinco décimas en la tasa de avance de los alimentos elaborados (hasta el $2,5\%$) y de tres en la correspondiente a los alimentos sin elaborar (hasta el $1,3\%$). Como consecuencia de la evolución de sus distintos componentes, la tasa interanual del IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles— registró un descenso en enero de cuatro décimas, hasta el 2% , el menor registro desde finales de 1997. El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también creció en ese mes un $0,8\%$, siete décimas menos que en diciembre, mientras que en la UEM la inflación se situó en el $1,1\%$, cinco décimas inferior a la observada en diciembre, de modo que el diferencial con esa área mejoró dos décimas, hasta situarse en $-0,3$ pp, el valor más reducido desde el inicio de la UEM. Finalmente, según el indicador adelantado del índice armonizado, en España la inflación habría seguido moderándose en febrero, hasta el $0,7\%$, una décima menos que en el mes anterior, pero aumentaría hasta el $1,2\%$ en la UEM, de modo que el diferencial favorable a España se ampliaría hasta $-0,5$ pp.

El índice de precios industriales —que se publica por primera vez en la nueva base 2005— recortó 1 pp su tasa de crecimiento interanual en enero, hasta situarse en valores negativos del $-0,6\%$. La ralentización se extendió a las principales industrias no energéticas, mientras que los precios de producción de la energía aminoraron su ritmo de caída interanual hasta el $-2,6\%$, desde el $-3,7\%$ del mes anterior. Entre los componentes no energéticos, los precios de los bienes intermedios intensificaron su tónica de desaceleración, alcanzando una tasa negativa del $-1,6\%$, 2,5 pp inferior a la observada en el mes precedente, al tiempo que los precios de producción de los bienes de consumo no duradero recortaron 0,9 pp su tasa de variación interanual, hasta el $0,5\%$, y los de los bienes de equipo se ralentizaron cuatro décimas, hasta una tasa del $1,9\%$. Por su parte, los precios de los bienes de consumo duradero mantuvieron su variación interanual en el $2,9\%$. Como resultado, el índice general sin energía se situó en el $-0,1\%$ interanual, 1,6 pp menos que en el mes anterior.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), se aceleraron ligeramente en diciembre, hasta situar su tasa de avance interanual en el 1,9%, frente al 0,6% de noviembre. Ello fue consecuencia del repunte que experimentaron los precios de las importaciones no energéticas, que alcanzaron el 5% de crecimiento interanual, mientras que los precios de los bienes intermedios energéticos intensificaron su ritmo de caída en diciembre, hasta el -15,6%, en consonancia con el descenso del precio del petróleo importado (-43,3%). La aceleración del componente no energético se extendió a los principales grupos de productos, especialmente a los bienes de consumo no alimenticio, que elevaron su tasa de inflación al 15,4%, reflejando, en parte, el fuerte descenso que habían mostrado un año antes. En la vertiente exportadora, el IVU de las exportaciones totales se desaceleró en diciembre hasta el 1,2%, desde el 3,2% del mes anterior. Por grupos de bienes, destacó el descenso de los precios de las exportaciones de consumo no alimenticio, del -6,6% (frente al incremento del 1,8% del mes precedente), al tiempo que se ralentizaron los precios de las ventas de equipo y de bienes intermedios no energéticos, si bien continuaron situados en tasas elevadas. Por áreas geográficas, los precios de las ventas dirigidas a terceros mercados continuaron creciendo a un ritmo muy elevado (del 6,8%), mientras que descendieron ligeramente los de las destinadas a la UE (un -1,5%). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE cayeron un 3,8% en diciembre, frente al avance del 0,8% del mes previo, como resultado del fuerte retroceso que registraron los precios energéticos, del -27,3 % interanual (-10,1% en noviembre), así como de la moderación que experimentaron los precios en el resto de sectores industriales. Los precios de exportación de productos industriales disminuyeron un 0,9% interanual en diciembre, lo que supone una desaceleración de 2,7 pp con respecto al mes precedente.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante la primera parte del mes de febrero, los mercados financieros internacionales se mantuvieron en relativa calma, si bien a partir de entonces han mostrado brotes de renovada inestabilidad, en un entorno marcado por el continuado empeoramiento de la situación económica en las principales economías, por las dificultades del sector bancario y por el escepticismo de los mercados hacia el plan de estabilidad financiera propuesto por la nueva administración de Estados Unidos. Se mantuvieron las tensiones en el mercado interbancario, al tiempo que los mercados de crédito empresarial mostraron indicios de cierta recuperación, con descensos moderados en los índices de derivados de riesgo de crédito y en los diferenciales de los bonos corporativos. Las bolsas cotizaron con una elevada volatilidad y, en el caso de las de economías desarrolladas, saldaron el mes con pérdidas, lastradas por los malos resultados del sector bancario; en las bolsas de las economías emergentes, los descensos fueron más moderados, con la notable excepción de Europa del Este. Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se redujeron en los principales países desarrollados, ante el deterioro de las expectativas económicas, salvo en Estados Unidos, donde mostraron un ligero incremento de 15 puntos básicos (pb), debido, al menos en parte, a las necesidades previstas de nuevas emisiones de deuda para respaldar los planes de ayuda fiscal y financiera. La evolución de los principales tipos de cambio fue también volátil, con cierta apreciación del dólar frente a las principales divisas y una depreciación generalizada de las monedas de Europa del Este. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent descendió por debajo de los 40 dólares por barril, en un contexto en el que las previsiones de reducciones adicionales de la demanda —según los últimos datos de la Agencia Internacional de la Energía— fueron parcialmente compensadas por las expectativas de futuros recortes de la producción por parte de la OPEP. Los precios del resto de materias primas mostraron caídas en el caso de los productos alimenticios y aumentos en el caso de los metales.

En Estados Unidos, la estimación preliminar del PIB del cuarto trimestre de 2008 mostró una caída del 6,2% en tasa trimestral anualizada (revisada desde un -3,8% de la estimación ini-

cial), debido a una contracción del consumo y de la inversión fija, y a la contribución negativa de la demanda externa neta. En el conjunto de 2008, el PIB creció un 1,1%, frente al 2% de 2007. Los indicadores más recientes siguieron dando señales, en general, negativas. Por lo que respecta a los de oferta, los índices de gestores de compras (ISM) aumentaron levemente en enero, por la mejora de los componentes de nuevos pedidos y actividad, aunque mantienen niveles contractivos. En línea con lo anticipado por estos indicadores, la producción industrial se redujo en enero un 1,8% respecto al mes anterior. En cuanto al consumo privado, las ventas al por menor aumentaron en enero por primera vez tras seis meses de caídas, aunque el descenso de la confianza del consumidor en febrero a mínimos históricos y el deterioro del mercado de trabajo —donde se destruyeron 600.000 empleos en enero, para totalizar 1,7 millones en los últimos cuatro meses, y la tasa de paro alcanzó el 7,6%— no auguran buenas perspectivas para el consumo en los próximos meses. Los indicadores del mercado de la vivienda continuaron mostrando un profundo ajuste en el sector residencial, tanto en las viviendas iniciadas como en las ventas, al tiempo que el *stock* de viviendas sin vender continúa en niveles elevados, lo que seguiría presionando a la baja sobre los precios. La tasa de inflación medida por el IPC se moderó fuertemente en diciembre, del 1,1% al 0,1% interanual, por la caída del precio del petróleo, y en enero llegó al 0%, mientras que la tasa subyacente pasó del 2% al 1,7% interanual en el mismo período de noviembre a enero. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo en enero el tipo de interés de los fondos federales en un rango del 0% al 0,25% y extendió hasta el 30 de octubre el funcionamiento de algunas de las nuevas facilidades de liquidez. Por otra parte, la Reserva Federal comenzó a publicar previsiones de largo plazo para el crecimiento y la inflación. En materia de política fiscal, el gobierno aprobó un paquete de estímulo fiscal por 787 mm de dólares (un 5,5% del PIB), destinado en un 37% a recortes impositivos para hogares y empresas, y en más de un 63% a mayor gasto público. El déficit público previsto para el ejercicio fiscal 2009 asciende al 12,3% del PIB. El Tesoro también presentó las líneas maestras del plan de estabilidad financiera: apoyo al capital de los bancos, creación de un fondo público-privado para adquirir activos con problemas en el balance de los bancos, ampliación de las líneas de apoyo directo al crédito del sector privado y un plan para dar soporte al mercado de la vivienda, orientado a frenar las nuevas ejecuciones de hipotecas.

En el Reino Unido, el PIB del cuarto trimestre de 2008 cayó un 6% trimestral anualizado, según la segunda estimación, lo que supuso el segundo trimestre consecutivo de reducción de la actividad y el periodo recesivo más profundo desde 1980. En el conjunto de 2008, el PIB creció un 0,7%, frente al 3% en 2007. En enero, los índices PMI de gestores de compras de servicios, manufacturas y construcción repuntaron ligeramente, aunque se mantuvieron en niveles contractivos. El deterioro del mercado laboral, que llevó la tasa de paro al 6,3% en diciembre, y la caída de la confianza del consumidor hasta mínimos históricos pesaron sobre el consumo privado, aunque la reducción del IVA y la agresiva política de rebajas tuvieron un efecto positivo en las ventas al por menor, en diciembre y enero. El ajuste del mercado inmobiliario siguió su curso y el precio de la vivienda cayó en enero más de un 15% interanual. El crédito a hogares y empresas no financieras continuó ralentizándose en diciembre. Por su parte, la inflación se redujo una décima en enero —menos de lo esperado—, hasta el 3% interanual. En este contexto, el Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial en 50 pb, hasta el 1%, un nuevo mínimo histórico, y anunció la puesta en marcha de la facilidad de compras en firme de papel comercial (*Asset Purchase Facility*), al tiempo que solicitó al Tesoro la potestad de expandir su balance mediante la compra de activos, públicos y privados.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre de 2008 se contrajo un 12,7% trimestral anualizado, en gran parte debido a la fuerte caída de las exportaciones (45% trimestral anualizado). En todo 2008, el PIB cayó un 0,7%, frente a un crecimiento del 2,4% en 2007. Los indicadores más

recientes mostraron el agudo deterioro de la actividad. Por el lado del consumo privado, en enero cayeron las ventas al por menor y la confianza del consumidor llegó a mínimos históricos. Por el lado de la oferta, la producción industrial cayó un 10% en enero respecto al mes anterior, debido no solo a la debilidad interna, sino también al deterioro constante del sector exterior. A pesar de la debilidad del mercado de trabajo, la tasa de paro se redujo en enero del 4,3% al 4,1%. En cuanto a los precios, la tasa de inflación medida por el IPC se redujo cuatro décimas en enero, hasta el 0% interanual, y la subyacente pasó del 0,2% al 0%. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en febrero en el 0,1%, y, entre las medidas para promover la estabilidad financiera, amplió su programa de compra de activos —desde papel comercial a acciones en la cartera de los bancos— y anunció la adquisición de bonos corporativos y la posible compra de deuda pública a largo plazo. Por su parte, el Gobierno comunicó diversas medidas de apoyo fiscal y financiero, incluyendo ayudas directas a las familias hipotecadas y a las pequeñas y medianas empresas, y la inyección directa de liquidez en los bancos.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, la coyuntura estuvo dominada por las dificultades financieras, y las bolsas y los tipos de cambio de la región experimentaron notables pérdidas. El deterioro de la actividad se agudizó en el cuarto trimestre de 2008, a juzgar por la abrupta caída del PIB en los países bálticos (alrededor del -10% interanual en Letonia y Estonia) y, en menor medida, en Hungría (-2%), y por la notable desaceleración en el resto de países. Los indicadores de mayor frecuencia mostraron la acentuada debilidad de la producción industrial y de las exportaciones, a causa sobre todo de la débil demanda de los países de la UE. Por su parte, la inflación siguió disminuyendo de manera generalizada en enero, por los menores precios de la energía y de los alimentos, y, en promedio, pasó del 4,5% al 3,9% interanual. En este contexto, se produjeron nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en todos los países con tipos de cambio flexibles. Adicionalmente, los bancos centrales de Polonia, República Checa, Hungría y Rumanía emitieron un comunicado conjunto en el que consideran injustificada la excesiva depreciación de los tipos de cambio y se muestran dispuestos a intervenir en el mercado de divisas. Finalmente, el Banco Mundial, el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo y el Banco Europeo de Inversiones aprobaron una ayuda conjunta a la región por importe de 24,5 mm de euros.

En China, la actividad mantuvo el tono débil ya observado en el PIB del cuarto trimestre de 2008, como consecuencia del brusco ajuste del sector inmobiliario y del pronunciado deterioro del comercio exterior. En enero, los índices de gestores de compras mostraron cierta estabilización y unas expectativas de moderada recuperación de la demanda interna. El superávit comercial del mes de enero se situó muy próximo al récord histórico, debido a que la contracción de las exportaciones siguió viniendo acompañada de un desplome aún mayor de las importaciones. Por su parte, la tasa de inflación del IPC se redujo hasta el 1% interanual en enero y los precios de producción acentuaron su caída, influidos por efectos base. La política monetaria expansiva puesta en práctica en el trimestre anterior estaría surtiendo efecto, a juzgar por el repunte de la oferta monetaria y del crédito registrado en enero. En el resto de Asia, el PIB del cuarto trimestre de 2008 cayó de forma muy intensa en Hong Kong, Taiwán, Tailandia, Corea del Sur y Singapur, y se desaceleró en la India, Filipinas e Indonesia, por los fuertes descensos de las exportaciones y de la producción industrial en los meses finales de 2008. Las tasas de inflación volvieron a reducirse en enero, por la continuada caída de los precios de la energía y de los alimentos, y por la moderación de la demanda interna. En este contexto, se produjeron nuevas rebajas de tipos de interés oficiales en enero y febrero en algunos países de la región. Corea del Sur y Singapur renovaron las líneas de *swaps* de tipo de cambio con la Reserva Federal.

En América Latina, los indicadores de actividad mostraron señales de una generalizada reducción del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2008. En México, el PIB cayó un 1,6% interanual, y en Argentina el crecimiento del PIB se redujo en 2 pp, hasta el 4,9% interanual. La tasa de inflación promedio de la región se moderó en enero hasta el 7,9% interanual, tres décimas menos que el mes anterior, mientras que el crédito siguió registrando una moderación y un endurecimiento de las condiciones de acceso al mismo. En este contexto de reducción del crecimiento económico, menores presiones inflacionistas y mejoría en las expectativas de inflación, numerosos bancos centrales continuaron reduciendo los tipos de interés oficiales, en ocasiones de manera muy acusada, como en Chile, de 250 pb. En Colombia y en Argentina se realizaron canjes de deuda que mejoran su perfil y reducen las necesidades de financiación a corto plazo, y México realizó una nueva emisión de deuda en los mercados internacionales. Las presiones de depreciación sobre los tipos de cambio motivaron intervenciones de entidad y un cambio en la estrategia de intervención en México, así como ventas de reservas más moderadas en otros países. Por último, Brasil y México renovaron las líneas de *swaps* de tipo de cambio con la Reserva Federal.

De acuerdo con la estimación provisional de Eurostat, el PIB de la UEM disminuyó un 1,5% en los últimos tres meses de 2008, en relación con el trimestre precedente (-1,2% con respecto al mismo periodo del año anterior y +0,7% para el conjunto del año 2008, casi dos puntos por debajo de la tasa de 2007). Aunque todavía no se dispone de la desagregación por componentes, la información provisional disponible por países apunta a un significativo empeoramiento de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones netas. Entre las mayores economías, Alemania e Italia sufrieron los mayores retrocesos del PIB (del 2,1% y del 1,8%, respectivamente), seguidos de Francia, cuyo producto se contrajo un 1,2%.

La última información económica disponible confirma la debilidad de la actividad en el último mes de 2008 y en los primeros meses de 2009. Por el lado de la oferta, la producción industrial continuó reduciéndose en diciembre, a un ritmo del 2,5%, y la cartera de pedidos industriales, un -5,2% (véase cuadro 1). Entre los indicadores cualitativos, la confianza en los sectores industrial, servicios y construcción según la Comisión Europea se contrajo en los dos primeros meses del año —hasta situarse en febrero, en algunos casos, en su nivel más bajo de su historia—, y las encuestas de los directores de compras señalan un notable descenso de la confianza en febrero, tras el ligero repunte del mes anterior. En la vertiente de la demanda, las ventas minoristas se estancaron por segundo mes consecutivo en diciembre, las nuevas matriculaciones se deterioraron en enero y la confianza de los consumidores de acuerdo con las encuestas elaboradas por la Comisión Europea registró reducciones adicionales en los dos primeros meses de 2009. Por otra parte, el grado de utilización de la capacidad productiva ha alcanzado en el primer trimestre del año su mínimo histórico desde el comienzo de la serie en 1985, y la valoración de la cartera de pedidos disminuyó en enero y, sobre todo, en febrero. Finalmente, las exportaciones nominales volvieron a contraerse en términos interanuales en diciembre, la valoración de la cartera de pedidos de exportación se redujo en enero y, de forma más intensa, en febrero, y las expectativas de exportación cayeron notablemente en el primer trimestre del año.

Según la información facilitada por Eurostat, la tasa de variación interanual del IAPC disminuyó medio punto en enero, hasta situarse en el 1,1% (véase gráfico 5). La evolución del índice general obedeció a la desaceleración de todos sus componentes, entre los que destacan el menor crecimiento de los precios de los alimentos elaborados y la fuerte caída de los precios energéticos. De esta forma, el índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía, el IPSEBENE, redujo tres décimas en enero su ritmo de expansión, hasta el 1,8%. Los precios industriales se ralentizaron en diciembre, desde el 3,2% del mes anterior hasta el 1,6% interanual, debido a la pérdida de dinamismo de los precios de los bienes de consumo, de los bienes intermedios y, en especial, de la energía.

		2008				2009	
		SEP	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB (a)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	-2,5	-5,6	-8,4	-12,0		
	Comercio al por menor (b)	-1,0	-2,1	-2,5	-1,5		
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	-11,5	-14,6	-18,4	-23,4	-20,5	
	Indicador de confianza de los consumidores	-19,0	-24,0	-25,0	-30,0	-31,0	-33,0
	Indicador de confianza industrial CE	-12,0	-18,0	-25,0	-33,0	-33,0	-36,0
	PMI de manufacturas	45,0	41,1	35,6	33,9	34,4	33,6
	PMI de servicios	48,4	45,8	42,5	42,1	42,5	38,9
	IAPC	3,6	3,2	2,1	1,6	1,1	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	8,7	8,6	7,7	7,5	5,9	
	M1	1,2	3,7	2,2	3,3	5,2	
	Crédito a los sectores residentes	8,6	7,4	7,2	6,2	6,0	
	AAPP	1,0	0,7	2,4	3,1	5,2	
	Otros sectores residentes	10,1	8,7	8,2	6,8	6,1	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	3,9	3,3	2,5	1,6	1,2	
	— Préstamos a sociedades no financieras	12,1	11,9	11,2	9,5	8,8	
	EONIA	4,27	3,82	3,15	2,49	1,81	1,26
	EURIBOR a tres meses	5,02	5,11	4,24	3,29	2,46	1,94
	EURIBOR a un año	5,38	5,25	4,35	3,45	2,62	2,14
	Rendimiento bonos a diez años	4,50	4,44	4,20	3,89	4,11	4,20
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,80	-0,64	-0,63	-1,46	-1,64	-1,35
	Tipo de cambio dólar/euro	1,437	1,332	1,273	1,345	1,324	1,278
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	-30,9	-41,1	-44,8	-44,3	-8,7	-19,4

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

a. Media del mes hasta el día 27 de febrero de 2009.

b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables.

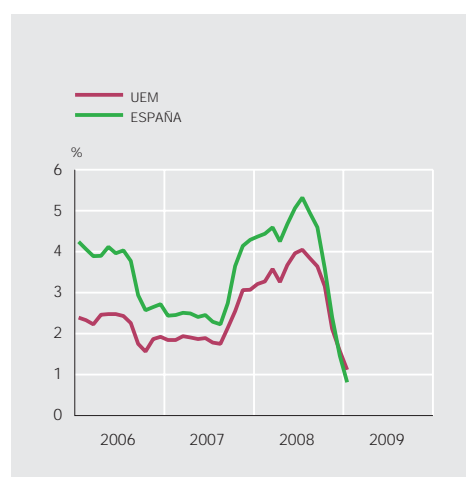
c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 27 de febrero de 2009.

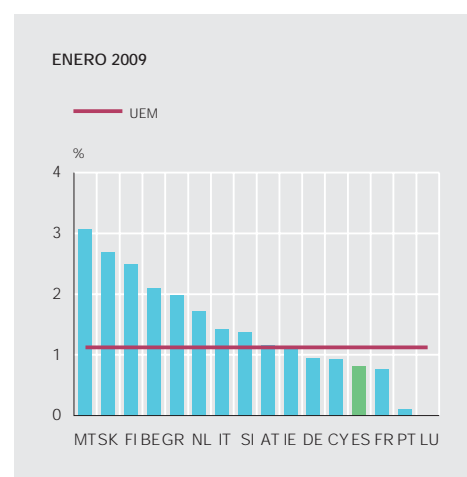
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO

Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

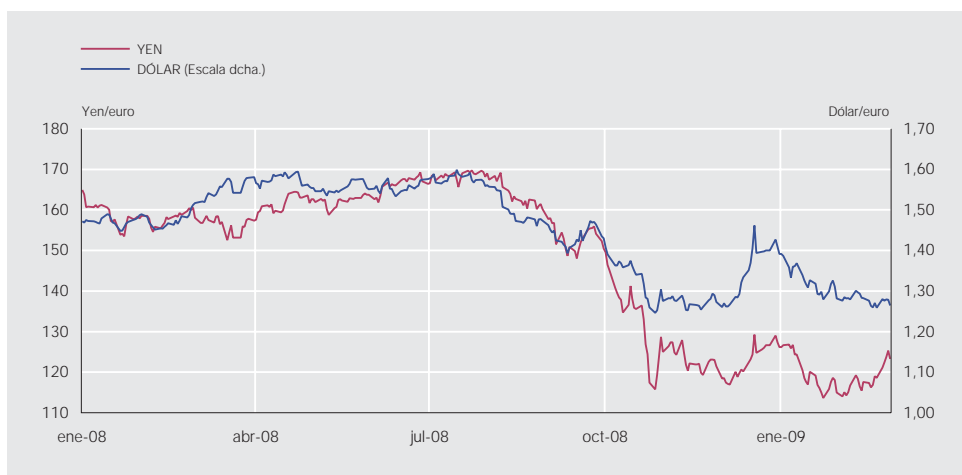




FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de *swaps*.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de marzo rebajar 50 pb sus tipos de interés oficiales, tras haberlos mantenido inalterados en febrero. De esta forma, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y marginal de crédito se sitúan en el 1,5%, el 0,5% y el 2,5%, respectivamente. El BCE destacó el notable descenso de la inflación y su expectativa de que permanezca por debajo de su definición de estabilidad de precios en 2009 y 2010. Esta evolución sería el resultado del abaratamiento de las materias primas y de las decrecientes presiones de precios y costes domésticos, en línea con la acusada desaceleración de la actividad. Además, esta valoración es corroborada por la desaceleración experimentada por los agregados monetarios y crediticios en el área del euro. Al mismo tiempo, el BCE resaltó que los bancos están trasladando a su clientela cada vez en mayor medida las disminuciones de los tipos oficiales que el BCE ha venido efectuando desde el mes de octubre, si bien, según la información procedente de la Encuesta de Préstamos Bancarios, estos han vuelto a endurecer las condiciones para la concesión de créditos en el último trimestre de 2008, aunque a un ritmo inferior al del período precedente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos y, en mayor medida, los tipos de las operaciones interbancarias con garantías —*eurepos*— continuaron en el período transcurrido de febrero la tendencia descendente iniciada en octubre del pasado año (véase gráfico 6). Así, los tipos EURIBOR a un mes y a un año se situaron, a la fecha de cierre de este Boletín, alrededor de 20 pb por debajo de lo observado a finales de enero, en el 1,5% y el 2%, respectivamente. De esta forma, los diferenciales respecto a los *eurepos* equivalentes —que ascienden a 60 pb y a 120 pb, respectivamente— interrumpieron en febrero el proceso de reducción que habían comenzado en octubre del pasado año. En este contexto, el BCE renovó a principios de febrero el acuerdo firmado con la Reserva Federal a finales del año pasado para suministrar recursos en dólares hasta octubre. En los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades a diez años en la UEM mostraron un retroceso en las semanas transcurridas de febrero —de 23 pb, hasta el 4,1%—, lo que, unido al leve descenso de los tipos de los activos análogos en Estados Unidos, derivó en una caída del diferencial negativo hasta los 131 pb.

Los mercados de renta variable europeos han continuado estando marcados en febrero por la elevada volatilidad y por la disminución de sus cotizaciones. De hecho, a la fecha de cierre de este Boletín, el índice Dow Jones EUROSTOXX 50 se situó alrededor de un 19% por debajo de los niveles de finales del pasado año. En los mercados de divisas, la cotización del euro se redujo ligeramente respecto a la de los últimos días del mes anterior. Así, la moneda europea acumula en 2009 una depreciación del 3,7% en términos efectivos nominales y del 9,2% respecto al dólar (véase gráfico 7). El tipo de cambio frente a esta divisa se sitúa actualmente en 1,26 dólares/euro.

Por último, en enero el agregado monetario M3 intensificó su tendencia de desaceleración. Así, el crecimiento de M3 se redujo hasta el 5,9% en el primer mes del año, tras las tasas del 7,5% de diciembre y del 7,7% de noviembre de 2008. La pérdida de dinamismo en los dos últimos meses disponibles obedeció fundamentalmente a la inversión neta negativa de los hogares en depósitos a plazo. En cuanto a las contrapartidas de M3, el crédito al sector privado disminuyó su tasa de variación hasta situarse en el 6,1% en enero, debido en gran medida al menor avance de los préstamos, dentro de los cuales se ralentizaron tanto los préstamos concedidos a empresas como los otorgados a los hogares —estos últimos como resultado del menor crecimiento de los dedicados para compra de vivienda y para consumo—.

		2005	2006	2007	2008			2009	
		DIC	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC	ENE	FEB
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	6,21	6,18	5,83	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	9,35	9,31	8,79	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,35	3,06	2,80	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (b)	3,59	4,77	5,80	6,14	5,66	4,87	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	3,13	2,69	2,18	1,53	1,39
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	4,04	3,53	3,46	3,47	3,38
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,47	4,15	3,86	4,15	4,23
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	0,03	0,09	0,57	0,56	0,80	1,05	1,07
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,39	0,26	0,64	1,71	2,14	2,90	2,58	2,04
	IBEX 35 (e)	18,20	31,79	7,32	-39,96	-41,31	-39,43	-8,11	-17,13

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

b. 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.

c. Medias mensuales.

d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2007.

e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

Evolución financiera en España

Durante enero y febrero, la evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales siguió estando condicionada por el desarrollo de la crisis financiera y por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. En este contexto, volvieron a reducirse los tipos de intervención oficiales, las rentabilidades del mercado interbancario y los principales índices bursátiles. En cambio, el rendimiento a largo plazo de los valores de la deuda pública española experimentó un repunte importante, que no se registró en los plazos más cortos, al tiempo que disminuyeron las primas de los derivados crediticios de las empresas no financieras, volviéndose a situar estas en torno a los niveles de noviembre. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a diciembre, evidencia que durante dicho mes continuó la pauta de desaceleración de la financiación de los hogares y de las sociedades, y de mayor dinamismo de los pasivos de las Administraciones Públicas, y que apenas varió el ritmo de expansión de los activos más líquidos de las familias y las empresas. Los datos provisionales referidos a enero apuntan a nuevos descensos en las tasas de crecimiento interanuales de los fondos ajenos de los agentes privados y a un menor avance de sus activos líquidos.

En febrero, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en media, en el 1,39% y el 4,23%, respectivamente, lo que significó un descenso de 79 pb y un aumento de 37 pb en relación con los correspondientes valores de diciembre de 2008 (véase cuadro 2). En enero, la agencia Standard & Poors redujo en un escalón (de AAA hasta AA+) la calificación crediticia otorgada a las emisiones a largo plazo del Estado español. Durante este período, volvieron a elevarse los diferenciales de rentabilidad de las distintas deudas soberanas del área del euro frente a la referencia alemana, situándose, en el caso de los bonos españoles a diez años, alrededor de los 120 pb en la fecha de cierre de este artículo. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas disminuyeron en relación con el final del año anterior y alcanzaron niveles algo superiores a los 200 pb, similares a los registros observados en el pasado mes de noviembre.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2008	2006	2007	2008		
	DIC (b)	DIC	DIC	OCT	NOV	DIC
FINANCIACIÓN TOTAL	2.539,6	19,0	12,2	7,9	7,5	7,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.216,4	24,2	15,4	7,5	6,7	5,9
Hogares e ISFLSH	910,7	19,6	12,5	5,7	4,9	4,4
De la cual:						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	673,2	20,4	13,0	5,6	5,0	4,5
– Crédito para consumo y otros fines (c)	235,0	17,5	11,1	5,5	4,3	3,8
Sociedades no financieras	1.305,7	28,0	17,5	8,8	7,9	7,0
De la cual:						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	954,1	29,8	19,5	9,2	8,0	6,8
– Valores de renta fija (d)	41,0	134,2	18,4	6,7	12,3	12,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	323,3	-4,8	-7,1	11,3	14,2	15,9
Valores a corto plazo	52,9	-2,3	2,5	30,7	39,7	58,3
Valores a largo plazo	302,4	-0,4	-3,1	1,8	5,7	8,1
Créditos – depósitos (f)	-32,0	-13,1	-13,1	15,7	8,2	2,3

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

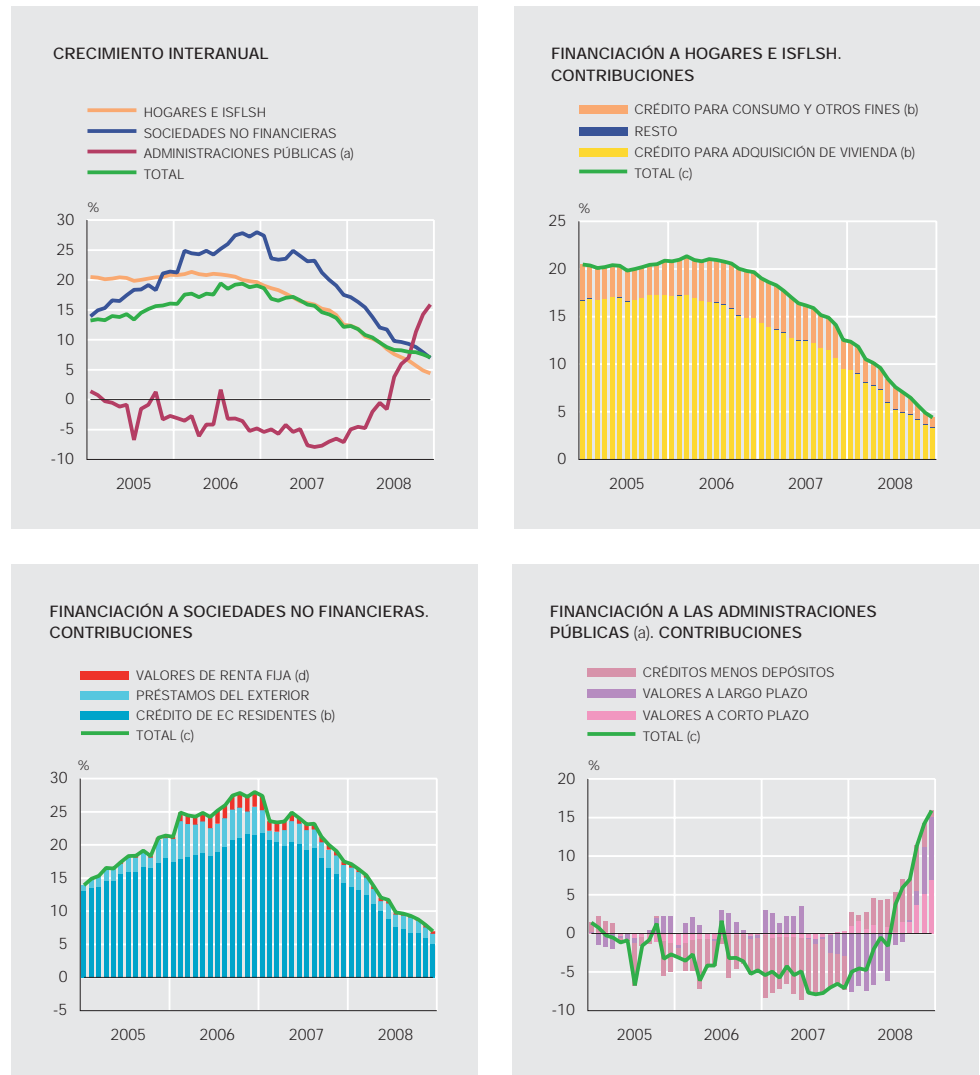
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones registraron nuevos retrocesos durante la parte transcurrida de 2009, que fueron más acusados en el caso de las empresas financieras. Este desarrollo vino acompañado de un repunte de la volatilidad, aunque sin alcanzarse los niveles extremos observados en el último trimestre del pasado ejercicio. De este modo, a finales de febrero el IBEX 35 acumulaba unas pérdidas del 17,1% en el año, evolución algo más favorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y que la del S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo periodo, descendieron un 19,4% y un 18,6%, respectivamente.

En diciembre de 2008, en línea con la reducción de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, descendieron los tipos de interés bancarios de activo y de pasivo. Así, el coste de la nueva financiación crediticia a las sociedades disminuyó en 79 pb en relación con los valores de noviembre, hasta situarse en el 4,87%, mientras que el de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines y el de los destinados a la adquisición de vivienda se colocaron en el 8,78% y el 5,83%, respectivamente, 53 pb y 35 pb por debajo de los niveles registrados en el mes precedente. Por su parte, la remuneración de los depósitos de las familias retrocedió en 27 pb y alcanzó el 2,79%.

Durante diciembre se mantuvo la pauta de desaceleración de la deuda del sector privado no financiero y de mayor expansión de los fondos captados por las AAPP (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, la financiación ajena de los hogares y de las sociedades creció a unas tasas interanuales en torno al 4,5% y al 7%, respectivamente, alrededor de medio punto y de un punto



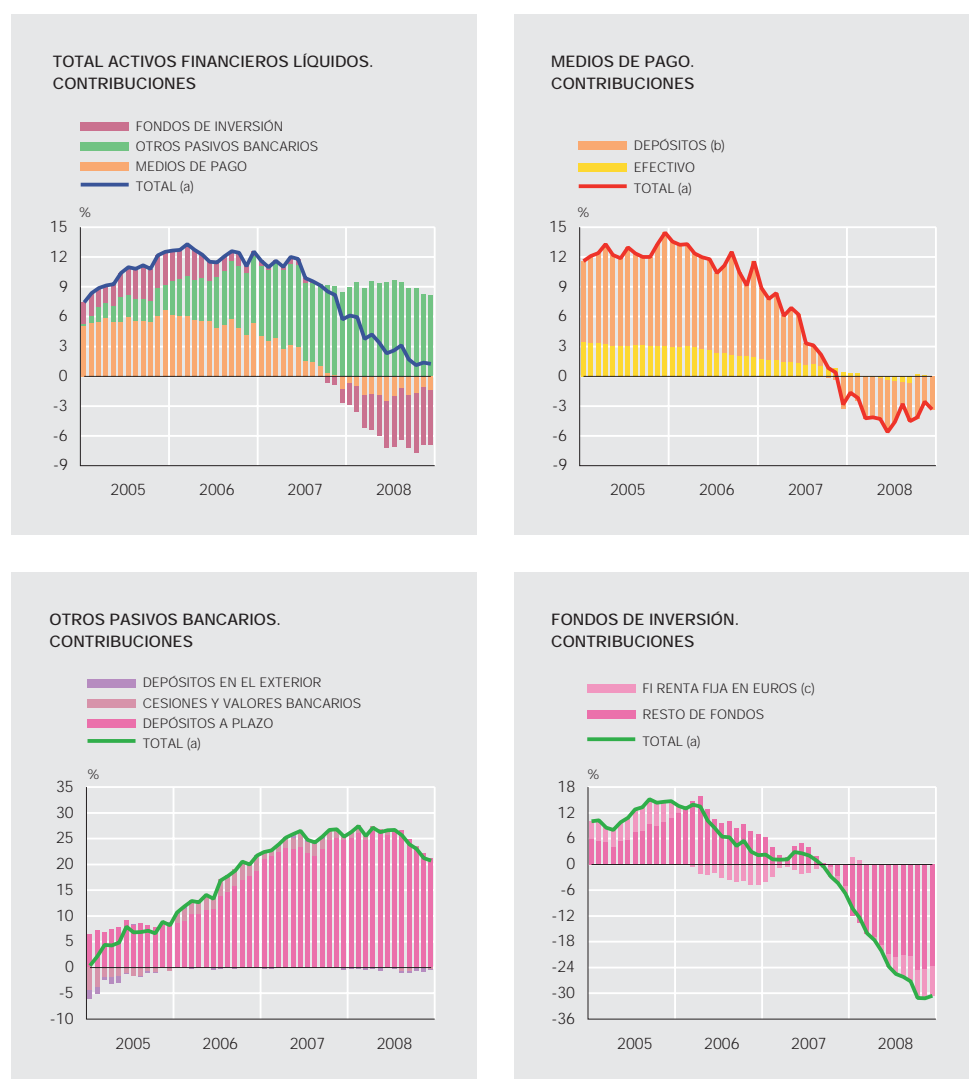
FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
 b. Incluye los créditos titulizados.
 c. Crecimiento interanual.
 d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

porcentual menos que en el mes precedente. Por su parte, el ritmo de avance de los pasivos netos de las AAPP alcanzó el 16%, casi 2 pp más que en noviembre.

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de los pasivos de los hogares en diciembre de 2008 respondió a un descenso en los ritmos de expansión interanual tanto de los créditos para la adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron en torno al 4,5% y al 4%, respectivamente. Por su parte, la ralentización de los fondos recibidos por las sociedades no financieras resultó principalmente del menor dinamismo de la financiación otorgada por las entidades residentes, cuya tasa de variación se situó por debajo del 7%. De acuerdo con la información provisional disponible, en enero habría vuelto a reducirse el avance interanual de la deuda de las familias y las empresas.

Por su parte, el detalle de los pasivos de las AAPP evidencia que, en términos acumulados de doce meses, al cierre de 2008 se produjo un nuevo incremento del saldo entre créditos y depó-



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
c. La serie incluye las categorías fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

sitos y una fuerte expansión de la emisión neta de valores de renta fija, que, en términos relativos, fue especialmente intensa en el caso de las referencias a corto plazo.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares avanzaron en diciembre de 2008 a un ritmo similar al del mes precedente (véase gráfico 9). Por instrumentos, los depósitos a plazo se ralentizaron ligeramente, aunque el ritmo de expansión interanual se mantuvo cercano al 25%, mientras que los medios de pago y los fondos de inversión contribuyeron otra vez de forma negativa al avance del agregado. La información provisional referida a enero apunta a un menor dinamismo de los activos financieros más líquidos en poder estos agentes, que vendría explicado fundamentalmente por la pérdida de vigor de los depósitos a plazo.

27.2.2009.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO DURANTE EL AÑO 2008,
SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa

Este artículo ha sido elaborado por Mario Izquierdo y Pilar Cuadrado, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), en el cuarto trimestre de 2008 se acentuó el deterioro de la ocupación, con una pérdida neta de 490.000 empleos, cifra que supone un máximo en la serie histórica de la EPA y una tasa de variación interanual del -3%, tras la caída del empleo registrada en el trimestre anterior (-0,8%). En el conjunto de 2008 se produjo una destrucción neta de empleo de en torno a 98.000 personas —tras catorce años de creación ininterrumpida de puestos de trabajo—, lo que representa una tasa de variación anual del -0,5% (véase cuadro 1). Si se consideran únicamente las actividades productivas destinadas a la venta, el ajuste del empleo en el cuarto trimestre fue incluso superior —con una tasa de variación del -5,5%—, destacando el recorte de empleo en el sector de la construcción (-20,7%) y en la industria (-6,7%).

Por su parte, la información procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) mostró, a lo largo del pasado año, una trayectoria similar, con una reducción del empleo¹ del 3,1% en el cuarto trimestre y del 0,6% en el promedio del año, dando lugar a una recuperación de la productividad aparente del trabajo, hasta el 1,8%, lo que vino a confirmar el marcado carácter contracíclico de esta variable (véase gráfico 1).

El resto de indicadores coyunturales reflejaron, asimismo, una pauta similar en el comportamiento del empleo a lo largo de 2008. En particular, el número de afiliaciones a la Seguridad Social mostró un descenso del 3,4% en el último trimestre del año. La información más reciente, referida al mes de enero de 2009, muestra un empeoramiento adicional, con una caída de la afiliación media del 5,2%, casi 1 punto porcentual (pp) superior a la de diciembre de 2008.

Esta evolución del empleo no parece haber afectado, hasta el momento, a las decisiones de participación en el mercado laboral. Así, en 2008, el ritmo de avance de la población activa repuntó en dos décimas respecto a 2007 —hasta el 3%—, con un perfil de relativa estabilidad a lo largo del año. Este repunte tuvo lugar a pesar de la ralentización experimentada en la población mayor de 16 años, que creció cuatro décimas menos que un año antes (1,4%), como resultado de la desaceleración de casi cinco puntos en el crecimiento de la población extranjera. El dinamismo de la población activa descansó, por tanto, en la fortaleza mostrada por la tasa de participación, que se elevó hasta el 59,8%, casi 1 pp por encima de la de un año antes, incremento muy similar al que se observó en los años de fuerte creación de empleo.

Como resultado de todo ello, el número de desempleados aumentó en torno a 600.000 personas en el último trimestre del año (66,4%), hasta superar los 3,2 millones de desempleados. La tasa de desempleo se situó en el 13,9%, un nivel que no se observaba desde finales de 1998² y más de 5 pp por encima de la observada a finales de 2007. Por su parte, la estadística de paro registrado publicada por el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) mostró también aumentos muy elevados del desempleo en 2008, aunque menos abultados que en el caso de la EPA. La última información disponible, referida al mes de enero, prolonga la tendencia creciente del paro registrado, con un ritmo de avance similar al de finales de 2008 (47,1%).

1. Medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. 2. En términos de la serie enlazada por el Servicio de Estudios del Banco de España para descontar el impacto de los diferentes cambios metodológicos introducidos en la EPA durante los últimos años.

%													
	2006	2007	2008	2006		2007				2008			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
OCUPADOS	4,1	3,1	-0,5	3,7	3,6	3,4	3,4	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	-3,0
Asalariados	4,6	3,4	-0,5	3,9	3,9	3,9	4,1	3,1	2,5	1,8	0,4	-0,7	-3,4
<i>Por duración del contrato:</i>													
Indefinidos	3,5	7,1	3,0	3,6	3,9	6,1	8,2	7,3	7,0	4,5	4,1	2,8	0,8
Temporales	6,7	-3,8	-8,0	4,5	4,1	-0,4	-3,6	-4,8	-6,3	-3,9	-7,3	-8,2	-12,7
<i>Por duración de la jornada:</i>													
Jornada completa	4,7	3,5	-0,8	3,9	3,7	3,7	4,2	3,3	2,8	2,2	0,4	-1,2	-4,4
Jornada parcial	3,2	2,9	1,6	3,7	5,8	5,4	4,1	1,6	0,6	-0,9	0,5	2,7	4,3
No asalariados	2,0	1,6	-0,5	2,6	1,8	1,2	0,2	3,1	1,8	0,8	-0,4	-1,1	-1,4
OCUPADOS, POR RAMAS DE ACTIVIDAD:													
Agricultura (1)	-5,6	-2,0	-5,0	-8,0	-8,4	0,5	-3,8	-3,0	-1,7	-6,8	-4,4	-4,1	-4,7
Industria (2)	0,4	-0,9	-1,1	-0,7	1,0	-0,3	-1,3	-0,9	-1,2	2,3	0,9	-1,0	-6,7
Construcción (3)	7,9	6,1	-10,9	8,1	8,3	9,4	7,6	4,9	2,7	-1,7	-7,9	-13,0	-20,7
Servicios	5,1	3,9	2,1	4,9	4,3	3,5	4,3	4,2	3,5	2,8	2,1	1,9	1,5
De mercado (4) (a)	6,0	5,1	2,2	6,9	5,3	4,6	5,4	5,1	5,0	5,0	2,6	1,7	-0,3
De no mercado (a)	3,9	2,0	1,9	1,9	2,8	1,8	2,7	2,6	1,1	-0,5	1,3	2,3	4,4
Economía de mercado (1 + 2 + 3 + 4)	4,2	3,4	-1,3	4,3	3,8	4,0	3,7	3,3	2,8	2,4	-0,1	-1,8	-5,5
OCUPADOS, POR NACIONALIDAD:													
Nacionales	2,3	1,6	-1,4	1,9	1,6	1,8	2,0	1,6	1,1	0,3	-0,7	-1,5	-3,5
Extranjeros	18,9	13,2	5,2	17,4	18,7	15,4	13,5	13,0	11,0	10,8	6,9	3,6	0,0
Ocupados (variaciones interanuales, en miles)	774	608	-98	705	688	669	674	615	475	333	58	-164	-620
PRO MEMORIA:													
<i>Niveles, en %:</i>													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	65,7	66,6	65,3	66,1	66,2	66,0	66,8	66,9	66,5	66,0	65,9	65,5	63,7
Ratio de asalarización	82,1	82,3	82,3	82,3	82,3	82,3	82,4	82,2	82,4	82,4	82,5	82,3	82,1
Ratio de temporalidad (b)	34,0	31,7	29,2	34,6	33,8	32,0	31,8	31,9	30,9	30,1	29,4	29,5	27,9
Ratio de parcialidad (c)	12,0	11,8	12,0	11,3	11,9	12,4	12,0	11,1	11,6	12,0	12,0	11,4	12,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Servicios de mercado comprende las actividades de Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado. Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

b. En porcentaje de asalariados.

c. En porcentaje de ocupados.

El empleo

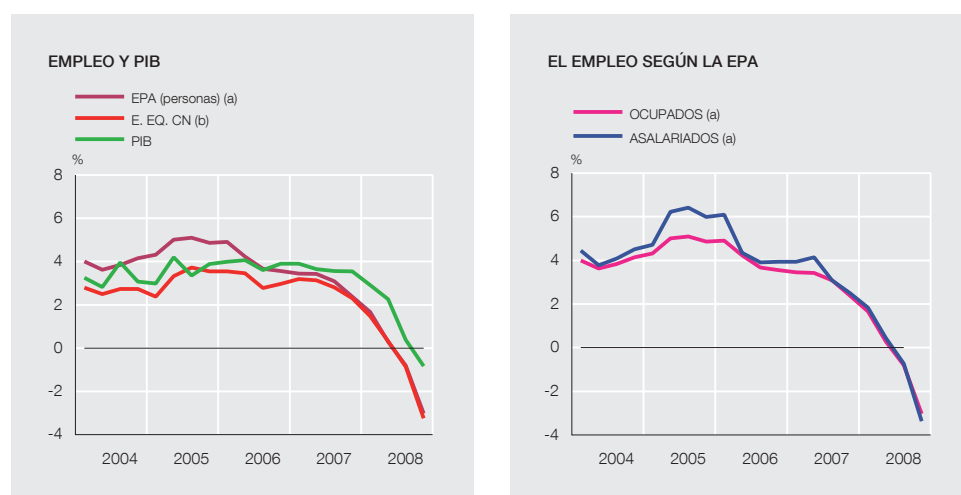
En el cuarto trimestre de 2008 el empleo se redujo en 620.000 personas respecto a la cifra del último trimestre de 2007 (-3%), intensificando el perfil de desaceleración observado durante el ejercicio (véase gráfico 1), de manera que, en el promedio de 2008, el empleo descendió un 0,5%. Como resultado de ello, la tasa de ocupación se situó en el 65,3%, en términos de la población de entre 16 y 64 años, tras haberse acercado en 2007 al objetivo del 66% fijado en el Plan Nacional de Reformas (PNR) para 2010. La evolución del empleo asalariado fue similar, si bien a finales de año el descenso de la tasa interanual fue algo superior (-3,4%). Por su parte, el empleo por cuenta propia mostró un perfil trimestral más suave, con un retroceso del 1,4% en los tres últimos meses del año. En conjunto, durante 2008 la tasa de asalarización de la economía se mantuvo estabilizada en el 82,3%.

Según el tipo de contrato, el ajuste del empleo en 2008 recayó, principalmente, sobre los asalariados con contrato temporal, mientras que la ocupación entre los trabajadores con contrato indefinido mantuvo tasas de crecimiento positivas (del 3% en el promedio del ejercicio), si bien con un perfil trimestral de progresiva desaceleración a lo largo del año, hasta

EMPLEO Y PIB

Tasas interanuales de series originales

GRÁFICO 1



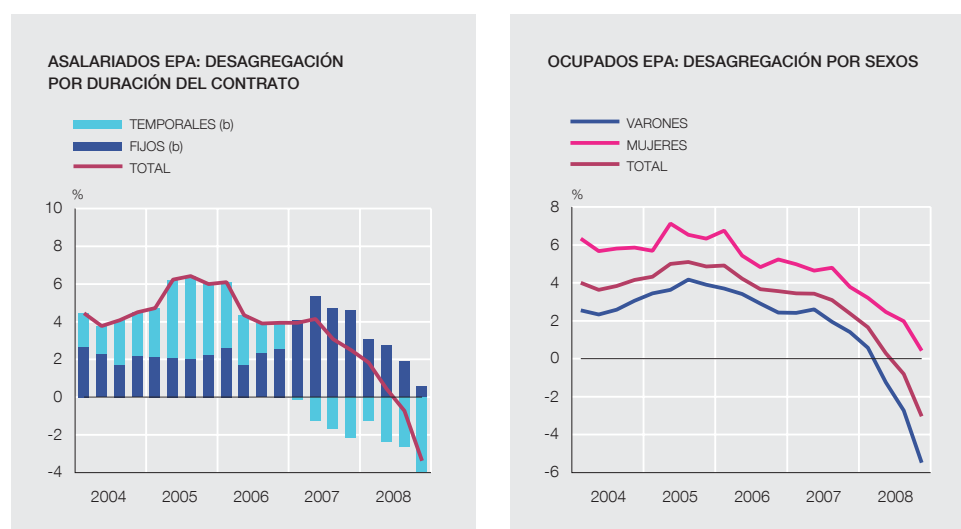
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.
b. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

EMPLEO (a)

Tasas interanuales de series originales

GRÁFICO 2



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.
b. Contribuciones a la tasa de variación interanual.

alcanzar un crecimiento solo ligeramente positivo en el último trimestre (del 0,8%). Por su parte, los asalariados temporales intensificaron en 2008 las caídas ya registradas el año precedente, observándose una tasa de descenso superior al 12% en el último trimestre. Esta evolución aumentó la contribución relativa de los asalariados indefinidos al crecimiento total de los asalariados (véase gráfico 2) y provocó una reducción de la ratio de temporalidad de más de dos puntos en el promedio de 2008, hasta el 29,2%. Cabe atribuir este descenso fundamentalmente al deterioro del mercado laboral, que está afectando de manera desproporcionada a este colectivo. El hecho de que la caída del empleo se está mani-

festando con mayor intensidad en el sector de la construcción contribuye también a este desarrollo.

Por lo que respecta a la duración de la jornada laboral, el ajuste se concentró en los asalariados a tiempo completo, que disminuyeron un 4,4% en el último trimestre y un 0,8% en el promedio del año. El número de trabajadores a tiempo parcial aumentó, en cambio, un 1,6%, mostrando un notable dinamismo en el segundo semestre del año. Esta evolución elevó la ratio de parcialidad hasta el 12,5% al finalizar 2008, casi 1 pp por encima de su nivel de un año antes, y estaría indicando un recorte adicional en el número total de horas trabajadas en la economía.

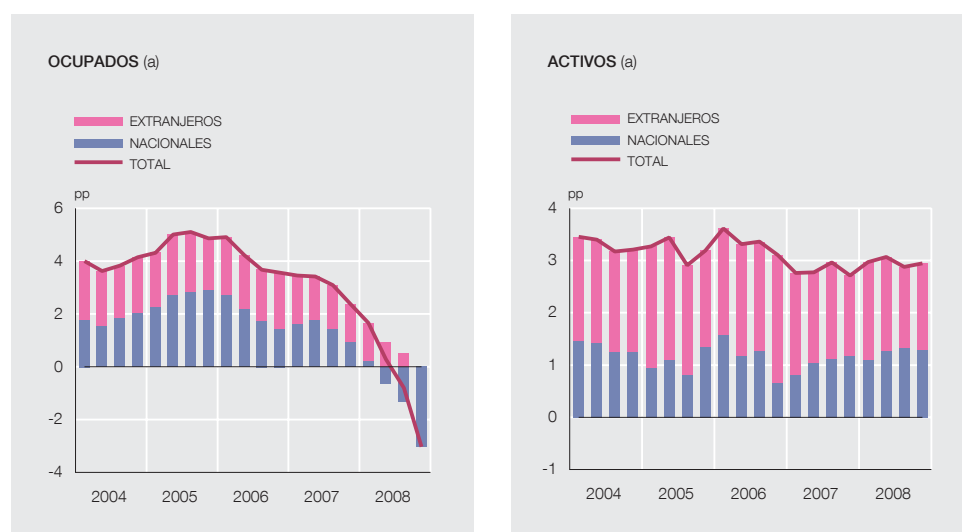
El deterioro del empleo fue generalizado en todas las ramas de actividad durante 2008 (véase cuadro 1), salvo en las actividades de servicios no destinadas al mercado, y especialmente intenso en la construcción, como se acaba de señalar. Así, en la agricultura el empleo se redujo un 5%, por encima del retroceso registrado en 2007, manteniendo la pauta de descensos de los últimos años. En la industria, por su parte, tras haber registrado una recuperación transitoria en el primer semestre, el empleo cayó de forma significativa en la última parte del año (-6,7% en el último trimestre). En la construcción, la destrucción de puestos de trabajo alcanzó el 20,7% en los últimos meses del ejercicio, tras un perfil de acusado deterioro a lo largo del año. Por último, la ocupación en los servicios creció un 2,1%, prácticamente la mitad de la tasa de 2007, como consecuencia de la desaceleración observada en los servicios de mercado, que llegaron a registrar una ligera caída en el último trimestre del año (-0,3%). Finalmente, los servicios de no mercado mostraron un crecimiento similar en el promedio del año (1,9%), pero con un perfil trimestral contrapuesto que situó el ritmo de avance del empleo en el 4,4% al concluir el mismo. En conjunto, en la economía de mercado la ocupación disminuyó un 5,5% en el cuarto trimestre del año (-1,3% en el promedio de 2008), una reducción más intensa que la registrada en el total de la economía.

Por sexos, el colectivo femenino afrontó mejor el deterioro del mercado laboral. Así, el número de mujeres ocupadas se incrementó un 2%, tasa muy inferior a la de 2007 (4,5%), pero muy por encima de la tasa de variación del empleo masculino, que se redujo un 2,2% en el conjunto del año. Pese a ello, se produjo una ralentización en el ritmo de aumento de la tasa de ocupación femenina, que se situó en el 55,7%, solo 0,2 pp superior a la registrada en 2007 y aún por debajo del objetivo del 57% establecido en el PNR para 2010. Según la nacionalidad, los ocupados extranjeros mantuvieron tasas de crecimiento más elevadas a lo largo del año (5,2% en promedio), si bien inferiores a las que se observaron durante 2007 (13,2%), y concluyeron el año registrando una tasa de variación prácticamente nula. El número de trabajadores de nacionalidad española, por su parte, se redujo en un 1,4%.

Por lo que respecta a los grupos de edad, los más jóvenes sufrieron en mayor medida el ajuste del mercado de trabajo en 2008, con descensos de la ocupación del 8,9%. Por niveles de estudios, se intensificó la pérdida de empleo en el grupo de trabajadores con estudios bajos (-4,1%), aunque el ritmo de crecimiento entre los trabajadores con estudios medios y altos también se desaceleró.

La población activa

Como se ha comentado anteriormente, el menor empuje de la actividad económica no ha afectado, hasta el momento, a la participación en el mercado laboral. La población activa mantuvo en 2008 un dinamismo similar al de años más recientes, registrando incluso un cierto repunte en relación con 2007 —de dos décimas en términos de la tasa de crecimiento medio anual, hasta el 3%— (véase gráfico 3), con un perfil trimestral de relativa estabilidad a



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

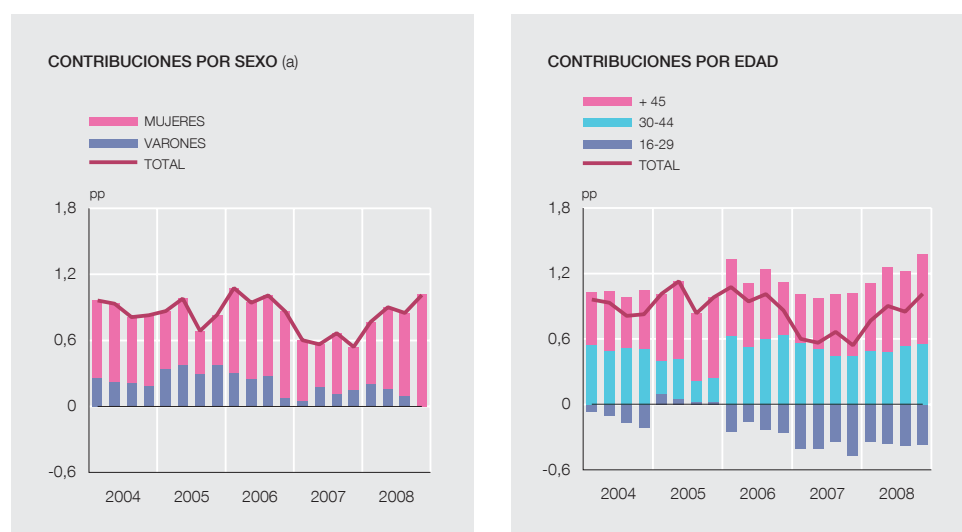
lo largo del año. Este repunte tuvo lugar a pesar de la ralentización observada en el crecimiento de la población en edad de trabajar (1,4%) —cuatro décimas menor que en el año anterior—. La tasa de actividad aumentó casi 1 pp, hasta el 59,8%, un incremento que resulta superior al de 2007 y está en línea con lo observado en años previos. En términos de la población de entre 16 y 64 años, la tasa de participación ascendió hasta el 73,7%, más de un punto por encima de la registrada en 2007.

Un análisis desagregado por sexo y nacionalidad indica que detrás del dinamismo de la población activa se encuentra la mayor participación laboral del colectivo extranjero —algo que viene siendo habitual en los últimos años—, así como el comportamiento de las mujeres de nacionalidad española, que aceleraron su ritmo de entrada en el mercado laboral, posiblemente en respuesta a la rápida extensión del desempleo entre otros colectivos. De este modo, el aumento de la tasa de actividad de las mujeres fue de 1,4 pp en 2008, hasta el 48,1%, en línea con el observado en los años de mayor creación de empleo. Por su parte, la tasa de actividad de los varones de nacionalidad española permaneció estabilizada en el 67,3%. En conjunto, los activos de nacionalidad española crecieron un 1,5%, tres décimas más que en 2007, lo que favoreció el aumento de siete décimas en su tasa de participación (57,5%). Por su parte, la tasa de actividad entre los extranjeros recuperó el dinamismo de años anteriores, tras el recorte observado en 2007, con un incremento de casi un punto porcentual —hasta el 76,7%—, motivado, también en este caso, por el mayor dinamismo de la oferta laboral de las mujeres.

Según la edad, el avance de la tasa de participación fue más intenso entre los trabajadores de más edad, mientras que el grupo de menores de 30 años mantuvo una contribución negativa al incremento de la tasa de participación global (véase gráfico 4). Por último, atendiendo al nivel de estudios, la tasa de actividad se elevó con mayor intensidad entre los individuos con estudios medios y bajos —0,8 pp, hasta el 71,7% y el 29,4%, respectivamente—, y en menor medida entre aquellos con estudios superiores, que mantienen, en todo caso, las tasas de participación más elevadas (véase cuadro 2).

TASA DE ACTIVIDAD
Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN SEGÚN LA EPA

CUADRO 2

%	2006	2007	2008	2006		2007				2008			
				III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR	IVTR
Población activa. Tasas interanuales	3,3	2,8	3,0	3,4	3,1	2,8	2,8	3,0	2,7	3,0	3,1	2,9	2,9
Nacionales	1,3	1,2	1,5	1,4	0,8	0,9	1,2	1,3	1,3	1,3	1,5	1,6	1,5
Extranjeros	19,4	13,7	12,0	18,3	21,1	15,8	13,6	14,2	11,4	13,5	12,6	10,7	11,3
Población mayor de 16 años	1,6	1,8	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2
Nacionales	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Extranjeros	16,8	15,5	10,8	16,0	15,2	15,7	15,9	15,6	14,8	13,0	11,5	10,4	8,4
Tasa de actividad	58,3	58,9	59,8	58,4	58,6	58,6	58,9	59,1	59,1	59,3	59,8	60,0	60,1
Entre 16 y 64 años	71,9	72,6	73,7	72,0	72,2	72,2	72,6	72,8	72,8	73,1	73,6	73,9	74,1
<i>Por sexos:</i>													
Hombres	69,1	69,3	69,5	69,5	69,0	68,9	69,3	69,6	69,2	69,3	69,6	69,8	69,2
Mujeres	48,0	48,9	50,5	47,8	48,6	48,6	48,8	49,0	49,4	49,7	50,2	50,5	51,4
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	67,2	67,2	67,4	68,5	67,1	66,2	67,1	68,7	66,7	66,4	67,3	68,9	67,0
Entre 30 y 44 años	84,2	85,0	86,1	83,8	84,7	85,0	85,0	84,5	85,4	85,9	85,9	85,7	86,7
De 45 años en adelante	38,0	38,8	40,0	37,9	38,3	38,5	38,7	38,8	39,2	39,5	40,0	39,9	40,5
<i>Por formación (a):</i>													
Estudios bajos	28,6	28,6	29,4	28,2	28,6	28,5	28,3	28,7	29,0	29,5	29,3	29,3	29,6
Estudios medios	70,2	70,9	71,7	70,7	70,4	70,4	71,0	71,3	71,0	71,2	71,9	72,0	71,8
Estudios altos	81,6	81,7	81,9	81,2	82,0	81,7	81,8	81,5	81,7	81,7	81,8	82,0	81,9
<i>Por nacionalidad:</i>													
Nacionales	56,3	56,8	57,5	56,4	56,4	56,5	56,8	56,9	57,0	57,0	57,4	57,7	57,7
Extranjeros	77,1	75,9	76,7	77,1	77,6	76,3	76,0	76,2	75,3	76,6	76,7	76,4	77,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Bajos: sin estudios o primarios; altos: universitarios y otros.

%	2006	2007	2008	2006		2007				2008			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Desempleados (a). Tasas interanuales	-3,9	-0,2	41,3	0,0	-1,7	-4,1	-4,2	1,5	6,5	17,1	35,3	45,0	66,4
TASA DE PARO	8,5	8,3	11,3	8,1	8,3	8,5	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	11,3	13,9
<i>Por sexos:</i>													
Hombres	6,3	6,4	10,1	6,0	6,1	6,3	6,1	6,2	6,8	7,9	9,1	10,3	13,0
Mujeres	11,6	10,9	13,0	11,1	11,4	11,4	10,5	10,5	11,0	12,0	12,3	12,7	15,1
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	13,6	13,1	18,4	12,8	13,3	13,0	12,6	13,0	13,8	15,6	17,2	18,7	22,2
Entre 30 y 44 años	7,4	7,1	10,0	7,1	7,2	7,6	6,8	6,7	7,2	8,3	9,0	9,9	12,7
De 45 años en adelante	5,8	6,0	7,9	5,5	5,7	6,0	5,8	5,9	6,4	7,0	7,3	7,7	9,6
<i>Por formación (a):</i>													
Estudios bajos	10,3	11,0	17,1	9,5	10,3	10,6	10,7	10,6	11,9	14,3	15,9	17,3	20,9
Estudios medios	9,0	8,7	11,9	8,7	8,8	9,1	8,4	8,5	9,0	9,9	10,9	11,7	14,8
Estudios altos	5,8	5,0	5,8	5,6	5,6	5,2	4,8	5,0	5,2	5,4	5,2	6,0	6,5
<i>Por nacionalidad:</i>													
Nacionales	8,0	7,6	10,2	7,7	7,7	7,8	7,3	7,4	8,0	8,7	9,3	10,2	12,5
Extranjeros	11,8	12,2	17,5	10,8	12,0	12,6	12,0	11,8	12,4	14,6	16,5	17,4	21,3
PARO DE LARGA DURACIÓN:													
Incidencia (b)	25,6	23,7	21,3	25,5	25,0	25,6	24,6	21,9	22,7	22,3	21,1	20,6	21,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Bajos: sin estudios o primarios; altos: universitarios y otros.

b. Peso sobre el total de los parados de aquellos que llevan más de un año en esa situación.

El desempleo

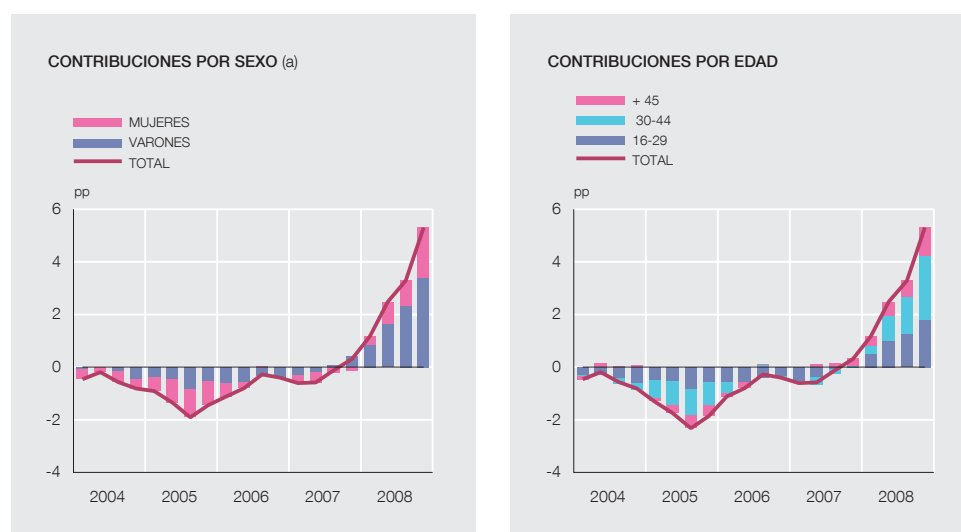
El número de desempleados se incrementó un 66,4% en el último trimestre de 2008 respecto al mismo trimestre de 2007, hasta superar los 3,2 millones de parados, y la tasa de paro se elevó en 5,3 pp, hasta el 13,9 (véase cuadro 3). En el conjunto de 2008, la tasa de paro aumentó 3,1 pp, hasta el 11,3%, después del mínimo histórico alcanzado a mediados de 2007. La evolución del paro registrado en las oficinas del INEM fue, a grandes rasgos, coherente con esta evolución.

Por sexos, la evolución del desempleo fue algo menos desfavorable en el colectivo femenino, donde la tasa de desempleo se elevó 4,1 pp, hasta el 15,1% al finalizar el año, mientras que entre los hombres el aumento fue de casi 7 pp, hasta el 13%, reduciéndose así el diferencial que todavía existe entre ambos colectivos (véase gráfico 5). Por edades y niveles de estudios, el incremento del desempleo fue más intenso entre los trabajadores más jóvenes, con un aumento de la tasa de paro de más de 8 pp en el último trimestre del año, y entre los trabajadores con estudios bajos, cuya tasa de paro se elevó en 9 pp, hasta superar el 20% en ambos casos.

Finalmente, por lo que respecta al desempleo de larga duración, su incidencia en el total de parados repuntó ligeramente a finales de año, hasta el 21,4%, casi 1 pp superior a la del tercer trimestre, aunque en el conjunto de 2008 volvió a descender, hasta situarse en el 21,3% (23,7% en 2007). Esta reducción se explica, fundamentalmente, por el notable incremento en el número de nuevos entrantes a la situación de desempleo, puesto que, en términos absolutos, el número de desempleados de larga duración aumentó un 27% en el promedio del año y un 56,9% en el último trimestre. Por sexos, la caída de esta variable fue algo más intensa entre los hombres que entre las mujeres; y, por edades, la reducción tuvo lugar entre los co-

TASA DE PARO
Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 5



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.

lectivos de más edad, especialmente entre los mayores de 55 años. De cara al futuro, existe, en todo caso, el riesgo de que la aceleración del desempleo observada en los últimos trimestres se acabe traduciendo en un aumento significativo del paro de larga duración que eleve el componente estructural del desempleo.

18.2.2009.

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

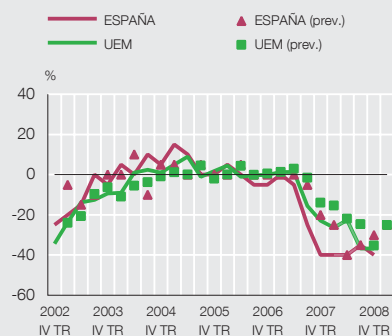
En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero de 2009, correspondientes a las diez entidades españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en el cuarto trimestre de 2008 y sobre las perspectivas para los tres primeros meses del año en curso. Además, se incluyó nuevamente un conjunto de preguntas específicas sobre la situación en los mercados financieros mayoristas y su impacto sobre la política crediticia de las entidades. No obstante, se suprimieron algunas de las cuestiones añadidas en ediciones anteriores (debido a su pérdida progresiva de contenido informativo adicional al del cuestionario regular) y se incorporó una nueva pregunta sobre el efecto de las distintas medidas de apoyo a las entidades de crédito, aprobadas recientemente por los gobiernos de la UEM. En el caso español, las disposiciones adoptadas² comprenden la creación de un fondo para la adquisición de activos de elevada calidad crediticia, el otorgamiento de avales públicos para la realización de nuevas emisiones y la autorización al Gobierno para una posible participación estatal en el capital de las entidades de crédito que, eventualmente, pudieran necesitarlo.

De acuerdo con las contestaciones a la Encuesta, en los tres últimos meses de 2008 se produjo un nuevo endurecimiento generalizado de la oferta de crédito a hogares y sociedades, tanto en España como en el conjunto de la UEM (véanse gráficos 1 y 2), que fue más intenso que el registrado en el trimestre anterior —con la única excepción del segmento del crédito a empresas en el área del euro, en donde fue similar—. En nuestro país, además, este tensionamiento fue, en todos los segmentos, de mayor magnitud que el anticipado por las entidades en octubre, momento en que ya se había producido la quiebra de Lehman Brothers. Simultáneamente, se registró un comportamiento contractivo de la demanda, también generalizado y de una intensidad igual a la de la Encuesta precedente en nuestro país, pero más acusado en el conjunto del área. El descenso de la oferta y de la demanda volvió a ser más marcado en España que en la UEM, aunque en el primer caso las diferencias en el crédito a sociedades fueron pequeñas. Esta evolución tan negativa estuvo sin duda influida por las tensiones registradas en los mercados financieros durante dicho período, así como por el notable deterioro de las expectativas económicas. De cara a los tres primeros meses de 2009, las previsiones de las entidades continúan reflejando nuevos descensos tanto de la oferta como de las peticiones de fondos en los tres tipos de préstamos analizados, aunque el ritmo de retroceso de ambas variables se reduciría notablemente.

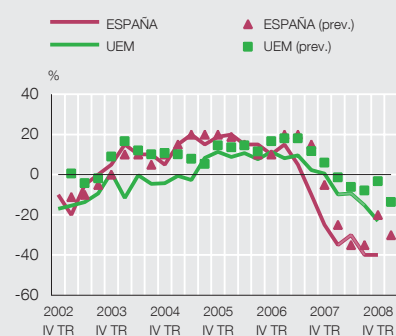
Los resultados del cuestionario ad hoc muestran también un empeoramiento de la situación en los mercados de financiación mayoristas en la última parte de 2008, en línea con las turbulencias desatadas tras la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico 3), que habría continua-

1. Para un mayor detalle sobre estos, véase la nota del BCE al respecto, contenida en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Téngase en cuenta, no obstante, que los indicadores presentados aquí difieren de los utilizados por el BCE en sus análisis de las contestaciones a la Encuesta, por lo que los valores correspondientes a la UEM no coinciden en una y otra fuente. Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB y sobre los indicadores aquí utilizados, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España. 2. Recogidas en el RDL 6/2008, de 10 de octubre, y en el RDL 7/2008, de 13 de octubre, publicados ambos en el BOE del 14 del mismo mes. Una breve descripción de estas normas puede consultarse en J. C. Casado (2009), «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

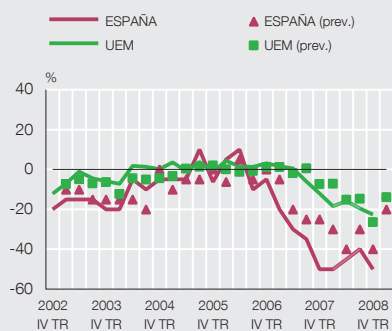
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.
VARIACIÓN DE LA OFERTA



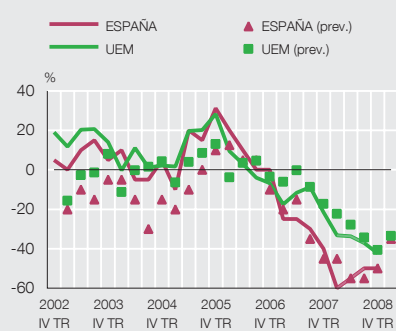
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.
VARIACIÓN DE LA DEMANDA



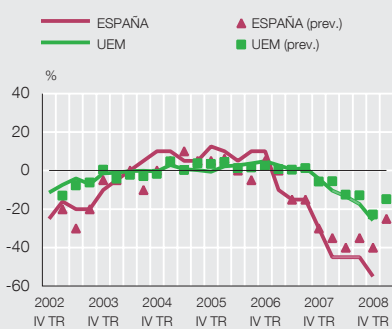
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN
DE VIVIENDA. VARIACIÓN DE LA OFERTA



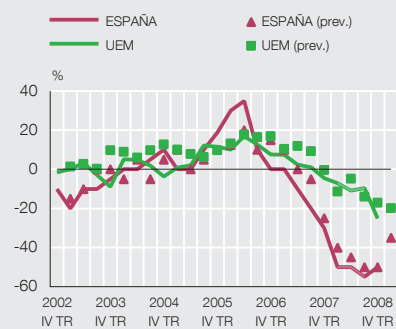
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN
DE VIVIENDA. VARIACIÓN DE LA DEMANDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO
Y OTROS FINES. VARIACIÓN DE LA OFERTA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO
Y OTROS FINES. VARIACIÓN DE LA DEMANDA



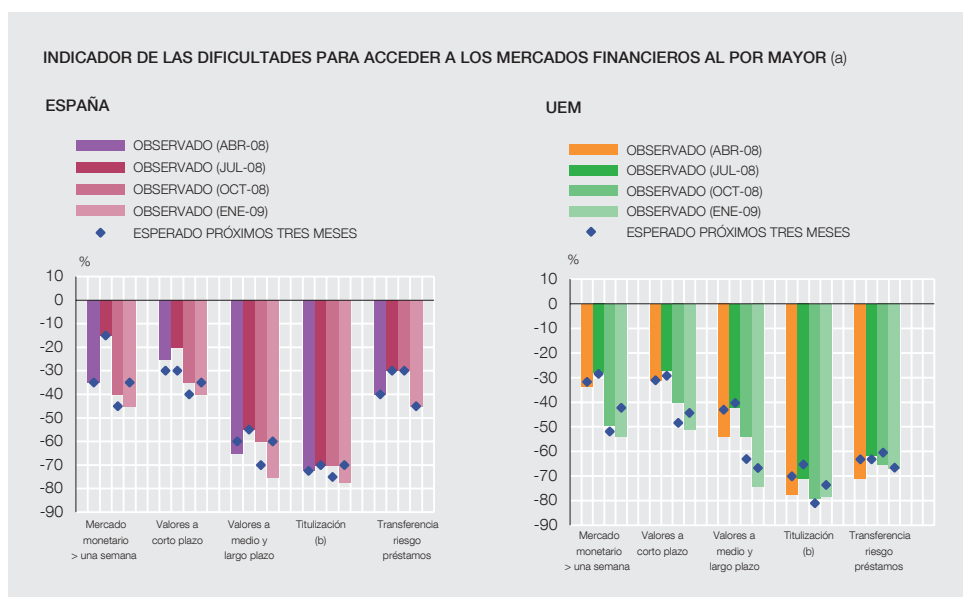
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas por las entidades encuestadas para el trimestre correspondiente, el trimestre anterior.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = $-(\% \text{ de entidades que señalan ciertas dificultades} \times 1/2 + \% \text{ de entidades que señalan dificultades considerables} \times 1)$.
 b. Media de titulización empresas y adquisición de vivienda.

do afectando negativamente a las condiciones de oferta de nuevos créditos. Según las entidades encuestadas, las medidas recientemente aprobadas por los gobiernos tuvieron un impacto todavía limitado sobre el acceso a los mercados financieros en esos tres meses, tanto en España como en el conjunto de la UEM. Sin embargo, esperaban que las mismas influyeran de forma más significativa en el primer trimestre de 2009. En consonancia con estas expectativas, las entidades anticipaban unas menores dificultades de financiación en dicho trimestre, lo que contrasta con las perspectivas más negativas de la Encuesta anterior.

Analizando los resultados con mayor detalle (véase cuadro 1), se observa que el renovado endurecimiento de los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a las sociedades no financieras en España siguió estando inducido, principalmente, por el empeoramiento de las expectativas de las entidades respecto al escenario macroeconómico y a las circunstancias particulares de los distintos sectores y empresas, así como por los riesgos asociados a las garantías requeridas. Los costes relacionados con el nivel de capital de la entidad y su situación de liquidez tuvieron un impacto menor que tres meses atrás, mientras que aumentó el efecto negativo derivado de la mayor dificultad para acceder a la financiación en los mercados. En este contexto, las condiciones de los préstamos tendieron de nuevo a hacerse menos favorables para los tomadores de fondos, si bien el incremento en el grado de exigencia fue de menor magnitud que el registrado en la encuesta previa. Las mayores variaciones se produjeron en los márgenes y las garantías requeridas, seguidas del plazo, cuantía y compromisos asociados a los contratos de préstamo. La contracción de la oferta fue especialmente notable, una vez más, en el caso de las operaciones a más largo plazo. En lo que se refiere a la distinción por tamaño de los prestatarios, en esta ocasión, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre anterior, se endurecieron en mayor medida los criterios de aprobación de los créditos a PYME. También en estas operaciones se apreció un mayor incremento de las garantías requeridas y de los otros gastos excluidos intereses, en comparación con los de las grandes compañías.

Resultados detallados de las entidades españolas. Enero de 2009

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso conside- rable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento conside- rable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.										
RESULTADOS GENERALES:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
En general	1	6	3	0	0	10	-40	32	-35	-37
Préstamos a corto plazo	1	4	5	0	0	10	-30	35	-25	-30
Préstamos a largo plazo	1	7	1	0	0	9	-50	25	-50	-40
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	-10	-19
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-24
Situación de liquidez de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	-10	-14
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	0	0	-2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	10	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	2	8	0	0	0	10	-60	21	-60	-48
Perspectivas del sector o sociedades concretas	2	8	0	0	0	10	-60	21	-60	-47
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	1	7	2	0	0	10	-45	28	-45	-25
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	1	7	2	0	0	10	-45	28	-45	-37
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	3	7	0	0	0	10	-65	24	-70	-55
Gastos, excluidos intereses	1	1	8	0	0	10	-15	34	-17	-14
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	1	3	6	0	0	10	-25	35	-30	-28
Garantías requeridas	1	8	1	0	0	10	-50	24	-55	-26
Compromisos asociados al préstamo	0	5	5	0	0	10	-25	26	-30	-23
Plazo de vencimiento	0	5	5	0	0	10	-25	26	-30	-19
PREVISIONES DE OFERTA										
En general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-30	-25
Préstamos a corto plazo	0	4	6	0	0	10	-20	26	-25	-22
Préstamos a largo plazo	1	6	2	0	0	9	-44	30	-50	-34
DEMANDA										
En general	0	9	0	1	0	10	-40	32	-40	-23
Préstamos a corto plazo	0	7	2	1	0	10	-30	35	-25	-14
Préstamos a largo plazo	0	8	0	1	0	9	-39	33	-33	-24
FACTORES DE DEMANDA										
Inversiones en capital fijo	1	8	1	0	0	10	-50	24	-45	-38
Existencias y capital circulante	0	4	5	1	0	10	-15	34	-15	-4
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	2	5	3	0	0	10	-45	37	-45	-35
Reestructuración de la deuda	0	0	3	5	2	10	45	37	30	14
Financiación interna	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-5
Préstamos de otras entidades	0	0	9	1	0	10	5	16	0	11
Préstamos de instituciones no bancarias	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-0
Emisión de valores de renta fija	0	1	8	0	0	9	-6	17	0	7
Emisión de acciones	0	1	8	0	0	9	-6	17	0	-2
PREVISIONES DE DEMANDA										
En general	0	6	4	0	0	10	-30	26	-20	-14
Préstamos a corto plazo	0	5	5	0	0	10	-25	26	-15	-4
Préstamos a largo plazo	1	6	2	0	0	9	-44	30	-39	-25

Resultados detallados de las entidades españolas. Enero de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso conside- rable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento conside- rable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	1	6	3	0	0	10	-40	32	-30	-35
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-17
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-19
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	10	0	0	-5	-13
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	0	-5	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	0	-5	-2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	10	0	0	-5	-2
Expectativas de la actividad económica en general	2	8	0	0	0	10	-60	21	-55	-47
Perspectivas del sector o sociedades concretas	2	8	0	0	0	10	-60	21	-55	-45
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	1	7	2	0	0	10	-45	28	-40	-26
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	1	7	2	0	0	10	-45	28	-45	-36
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	3	6	1	0	0	10	-60	32	-65	-50
Gastos, excluidos intereses	1	1	8	0	0	10	-15	34	-20	-12
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	1	3	6	0	0	10	-25	35	-30	-25
Garantías requeridas	1	8	1	0	0	10	-50	24	-55	-24
Compromisos asociados al préstamo	0	5	5	0	0	10	-25	26	-35	-19
Plazo de vencimiento	0	5	5	0	0	10	-25	26	-35	-16
PREVISIONES DE OFERTA										
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-35	-22
DEMANDA										
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	8	1	1	0	10	-35	34	-35	-23
PREVISIONES DE DEMANDA										
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-14
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
Préstamos a grandes empresas	0	6	3	0	0	9	-33	25	-39	-36
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	9	0	0	9	0	0	-11	-20
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	3	6	0	0	9	-17	25	-17	-27
Situación de liquidez de la entidad	0	1	8	0	0	9	-6	17	-17	-20
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	9	0	0	0	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	9	0	0	0	-3
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	9	0	0	0	-4
Expectativas de la actividad económica en general	1	7	1	0	0	9	-50	25	-56	-47
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	7	1	0	0	9	-50	25	-56	-47
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	7	2	0	0	9	-39	22	-39	-23
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	9	0	0	0	9	-50	0	-50	-42
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	2	7	0	0	0	9	-61	22	-63	-54
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	9	-6	17	-11	-16
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	4	5	0	0	9	-22	26	-28	-27
Garantías requeridas	0	7	2	0	0	9	-39	22	-50	-23
Compromisos asociados al préstamo	0	5	4	0	0	9	-28	26	-33	-26
Plazo de vencimiento	0	5	4	0	0	9	-28	26	-28	-24
PREVISIONES DE OFERTA										
Préstamos a grandes empresas	0	5	4	0	0	9	-28	26	-33	-26
DEMANDA										
Préstamos a grandes empresas	0	8	1	0	0	9	-44	17	-44	-22
PREVISIONES DE DEMANDA										
Préstamos a grandes empresas	0	6	3	0	0	9	-33	25	-28	-16

Resultados detallados de las entidades españolas. Enero de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso conside- rable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento conside- rable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A HOGARES ADQ. VIVIENDA:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	1	8	1	0	0	10	-50	24	-40	-23
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	8	0	0	10	-10	21	-15	-14
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	3	6	1	0	0	10	-60	32	-50	-30
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	2	7	1	0	0	10	-55	28	-55	-30
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	7	3	0	0	10	-35	24	-40	-26
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	2	6	2	0	0	10	-50	33	-60	-34
Garantías requeridas	1	8	1	0	0	10	-50	24	-40	-16
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	9	1	0	0	10	-45	16	-45	-22
Plazo de vencimiento	0	6	4	0	0	10	-30	26	-20	-9
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	10	-5	16	-10	-3
PREVISIONES DE OFERTA	0	4	6	0	0	10	-20	26	-40	-14
DEMANDA	1	8	1	0	0	10	-50	24	-50	-42
FACTORES DE DEMANDA										
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	2	8	0	0	0	10	-60	21	-55	-44
Confianza de los consumidores	3	7	0	0	0	10	-65	24	-60	-49
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	1	6	3	0	0	10	-40	32	-40	-23
Ahorro de las familias	0	3	7	0	0	10	-15	24	-5	-7
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	0	0	2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	0	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	1	5	4	0	0	10	-35	34	-50	-33
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	3	5	2	0	0	10	-55	37	-45	-26
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	10	-5	16	-15	-8
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	0	0	0
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	3	5	2	0	0	10	-55	37	-55	-27
Solvencia de los consumidores	2	6	2	0	0	10	-50	33	-60	-27
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	2	6	2	0	0	10	-50	33	-45	-17
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	7	3	0	0	10	-35	24	-45	-20
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	3	5	2	0	0	10	-55	37	-55	-23
Garantías requeridas	1	6	3	0	0	10	-40	32	-30	-12
Plazo de vencimiento	0	6	4	0	0	10	-30	26	-20	-9
Gastos, excluidos intereses	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-4
PREVISIONES DE OFERTA	0	5	5	0	0	10	-25	26	-40	-15
DEMANDA	1	8	1	0	0	10	-50	24	-55	-25
FACTORES DE DEMANDA										
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	2	7	1	0	0	10	-55	28	-60	-34
Confianza de los consumidores	2	7	1	0	0	10	-55	28	-60	-39
Adquisición de valores	2	5	3	0	0	10	-45	37	-45	-20
Ahorro de las familias	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-8
Préstamos de otras entidades	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	1
Otras fuentes de financiación	1	0	9	0	0	10	-10	32	-5	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	7	3	0	0	10	-35	24	-50	-20

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. En el caso de los factores y condiciones, un descenso (aumento) indica una contribución del correspondiente factor o condición al descenso (aumento) en la oferta o demanda, según el caso. Por tanto, no significa necesariamente un descenso (aumento) del factor o condición en sí mismo.

b. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 – % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 – % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1.

En la UEM en su conjunto, los factores ligados a las expectativas de las entidades sobre los riesgos futuros fueron también los más relevantes para explicar la contracción de la oferta de fondos a las empresas del área, aunque en este caso los relacionados con la situación financiera de los bancos y con las dificultades para acceder a los mercados de valores tuvieron un mayor peso relativo que en España. Cabe destacar, en particular, los costes relacionados con el nivel de capital, cuya influencia se incrementó en relación con el trimestre precedente, probablemente como resultado de los problemas de capitalización que están teniendo algunas entidades del área del euro. Las condiciones de los préstamos se endurecieron en todos los casos, más o menos en línea con lo sucedido en los tres meses anteriores, y no se observaron diferencias importantes por tamaño del prestatario.

La demanda de crédito de las sociedades a los bancos españoles se redujo fuertemente en los últimos meses de 2008, en línea con el trimestre anterior, siendo el descenso algo menos marcado en el caso de los préstamos a corto plazo. En la UEM, sin embargo, el ritmo de caída se acentuó significativamente en relación con el trimestre precedente, lo que se explica fundamentalmente por la más rápida contracción en las necesidades de financiación asociadas a inversiones en capital fijo y a operaciones societarias (fusiones, adquisiciones y reestructuración de empresas) en relación con la encuesta previa. A pesar de ello, la evolución siguió siendo más negativa en España que en la UEM. Los dos factores mencionados fueron también los que mayor peso tuvieron en la tendencia a la baja de las solicitudes de préstamos de las empresas en nuestro país, lo que, unido a un mayor recurso a fondos internos por parte de estas, más que compensó las crecientes peticiones de fondos asociadas a procesos de reestructuración de la deuda, que fueron particularmente elevadas en España.

En el caso de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, aumentó el ritmo de descenso de la oferta de nuevos créditos en el último trimestre. En nuestro país, se virrió así la tendencia observada en las dos encuestas anteriores, volviéndose de este modo a los mínimos registrados a finales de 2007 y principios de 2008. Los principales factores explicativos fueron nuevamente las expectativas relativas a la actividad económica en general y las perspectivas relativas al mercado de la vivienda. En cuanto a las condiciones de las nuevas operaciones, estas se hicieron más onerosas en general, si bien, en relación con las respuestas de la Encuesta previa, destacan la ampliación de las garantías requeridas y el acortamiento de los plazos máximos de concesión. En el conjunto del área del euro las tendencias fueron similares, apreciándose igualmente un mayor endurecimiento de los criterios, al tiempo que todas las condiciones se volvieron más exigentes que en el trimestre anterior, aunque siempre a un menor ritmo que en España. La demanda disminuyó, en las entidades españolas, en igual medida que en los tres meses precedentes, mientras que en la UEM lo hizo a mayor velocidad, de modo que la diferencia entre los niveles de los indicadores en una y otra área se estrechó. Esta caída de las peticiones de fondos se explica, en ambos casos, principalmente por el deterioro de las perspectivas relativas al mercado de la vivienda y por la caída en la confianza de los consumidores, y, en menor medida, por la evolución del gasto en consumo distinto de vivienda y el mayor ahorro de las familias.

En el segmento de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines continuó aumentando el ritmo de caída de la oferta, sobre todo en España, pero también en la UEM, donde, aunque el retroceso fue mucho menor, la tendencia es igualmente hacia un comportamiento cada vez más contractivo. Además, en nuestro país este fue el tipo de crédito en el que se produjo un mayor endurecimiento de los criterios en el último trimestre de 2008. En ambas áreas geográficas, fueron nuevamente los riesgos relacionados con la situación económica en general, la solvencia de los consumidores y las garantías solicitadas los que explicaron fundamentalmente dicha evolución. Asimismo, las condiciones de los préstamos se hicieron más estrictas, destacando de nuevo la ampliación de los márgenes aplicados a las operaciones de

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Número de respuestas	Indicador (a)		
	Efecto conside- rable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (b)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA RECAPITALIZACIÓN Y AVALES PÚBLICOS ANUNCIADAS POR EL GOBIERNO								
Últimos tres meses	0	4	6	0	10	20		18
Próximos tres meses	1	8	1	0	10	50		31
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	3	5	2	10	-15	-25	-24
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	3	3	2	2	10	-45	-40	-54
Valores distintos de acciones a corto plazo	2	4	3	1	10	-40	-35	-51
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	7	1	1	1	10	-75	-60	-74
Titulización de préstamos a empresas (c)	7	1	0	2	10	-75	-65	-75
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	7	2	0	1	10	-80	-75	-81
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	4	1	0	5	10	-45	-30	-67
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10	-10	
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	3	5	2	10	-15	-30	-21
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	5	2	2	10	-35	-45	-42
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	5	3	1	10	-35	-40	-44
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	4	4	1	1	10	-60	-70	-67
Titulización de préstamos a empresas (c)	5	3	0	2	10	-65	-70	-70
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	6	3	0	1	10	-75	-80	-77
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	4	1	0	5	10	-45	-30	-67
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10	-10	

mayor riesgo. También cabe mencionar que, en relación con los tres meses precedentes, aumentaron las garantías requeridas y se redujo el plazo máximo ofrecido. Por el contrario, los márgenes aplicados por las entidades españolas a los préstamos ordinarios crecieron algo menos que entonces. La demanda se desaceleró fuertemente en España, y con menor intensidad en el conjunto del área del euro, lo que supuso un mantenimiento de los resultados de la Encuesta previa en el primer caso, y una evolución más contractiva en el segundo. Prácticamente todos los factores influyeron en sentido negativo, especialmente los relacionados con el menor gasto en consumo duradero y en adquisición de valores, y con la caída en la confianza de los consumidores y, en menor medida, el aumento del ahorro de las familias.

Los resultados del cuestionario ad hoc relativo a las turbulencias en los mercados financieros y al impacto de las medidas anunciadas y puestas en marcha por los gobiernos de la UEM se detallan en el cuadro 2. De acuerdo con las entidades encuestadas, dichas medidas ejercieron ya en la parte final de 2008 en ambas áreas geográficas una cierta influencia favorable sobre las posibilidades de acceso a los mercados, que se esperaba fuera más significativa en los tres primeros meses de 2009. En consonancia con estas expectativas, las entidades anticipaban, para ese horizonte, una mayor facilidad para financiarse en los mismos, después de un trimestre marcado por un incremento prácticamente generalizado de las dificultades para acceder a estos (véase gráfico 3). Esta evolución incidió de nuevo desfavorablemente sobre el importe y el margen de las nuevas operaciones de crédito, al tiempo que aumentaron los

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Número de respuestas	Indicador (a)		
	Efecto conside- rable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (b)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
1. Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	6	4	0	0	10	-80	-75	-62
Efecto sobre el margen	5	5	0	0	10	-75	-70	-60
2. Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	4	4	1	1	10	-60	-65	-50
Efecto sobre el margen	3	6	0	1	10	-60	-70	-57
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS QUE SE HAN DE CONCEDER. PRÓXIMOS TRES MESES								
1. Mercados de titulización y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	6	4	0	0	10	-80	-75	-61
Efecto sobre el margen	5	5	0	0	10	-75	-75	-58
2. Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	4	4	1	1	10	-60	-70	-55
Efecto sobre el margen	3	6	0	1	10	-60	-70	-62
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	4	2	4	0	10	-50	-45	-51
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	3	2	5	0	10	-40	-35	-35
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	4	3	3	0	10	-55	-45	-51
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	3	2	5	0	10	-40	-40	-37

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

b. La entidad no realiza operaciones en dicha categoría de préstamos o no utiliza dicha fuente de financiación (según la pregunta).

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

efectos negativos sobre los fondos propios y sobre la disposición de las entidades a prestar en relación con lo declarado en octubre de 2008.

De cara al primer trimestre del año en curso, como ya se ha señalado, las entidades esperaban un escenario todavía dominado por una evolución contractiva de las condiciones de demanda y oferta, pero en el que el ritmo de descenso se moderaría, particularmente en el caso de España (véase gráfico 1). No obstante, esto ha de interpretarse teniendo en cuenta la fuerte caída acumulada desde el inicio de la corrección en los mercados de crédito y el contexto excepcional de fuertes tensiones y elevada incertidumbre del final de 2008.

10.2.2009.

UN ANÁLISIS DE LOS DETERMINANTES DEL GASTO EN TURISMO DE LOS ESPAÑOLES
EN EL EXTERIOR

Este artículo ha sido elaborado por Javier Álvarez, Coral García y Patry Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

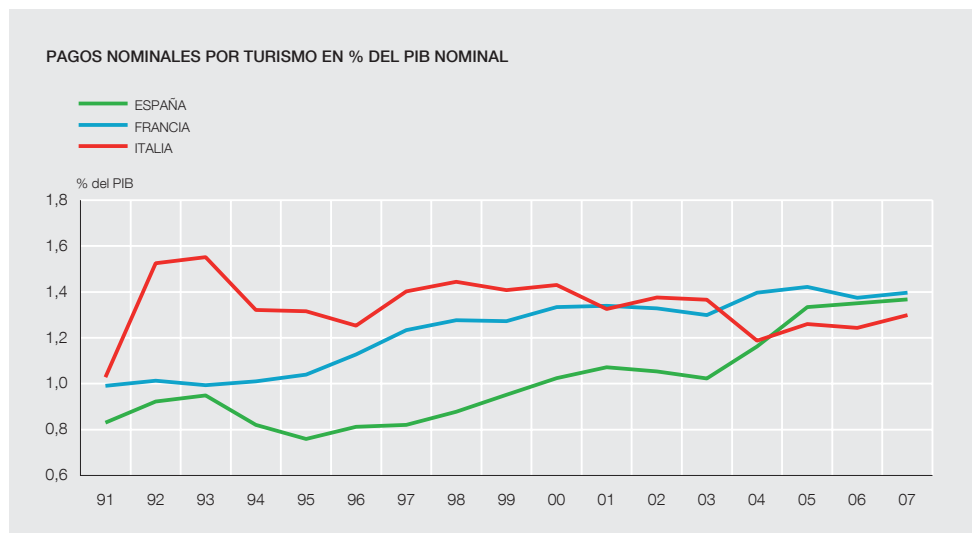
Son numerosos los trabajos y las instituciones que han centrado su atención en el análisis de los ingresos por turismo procedentes del exterior, dada su importancia para la economía española. Según las estimaciones de la Cuenta Satélite del Turismo (CST), esos ingresos representaron el 4,7% del PIB en 2007, cifra algo inferior a la que supuso a principios de esta década. Junto con esta reducción de los ingresos, ha tenido lugar un aumento del gasto que los españoles realizan en sus viajes al extranjero (hasta un 1,9% del PIB en 2007, según la CST), lo que ha acentuado la trayectoria de disminución del superávit turístico español¹. Como se observa en el gráfico 1, la importancia de los pagos por turismo en términos del PIB ha aumentado en el período 1995-2007, representando en la actualidad un porcentaje similar al de otros países con características parecidas en términos de oferta turística y renta, como Francia e Italia. Sin embargo, son pocos los trabajos que han abordado el estudio de los factores que influyen en los pagos por turismo y analizado, por tanto, su evolución futura. Aunque el Banco de España dispone de un modelo macroeconómico global, el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en él se modelizan las importaciones totales de servicios, de modo que no se tienen en cuenta las características específicas del gasto en turismo frente al realizado en otros servicios. Por eso, con la estimación de una ecuación de pagos por turismo se trata de mejorar las herramientas disponibles para el análisis de esa variable en los ejercicios regulares de previsión macroeconómica.

En los últimos años se han producido algunos cambios en el panorama internacional que dificultan explicar la evolución de los pagos por turismo a partir de sus determinantes tradicionales, como la renta y los precios relativos. Entre ellos cabe mencionar el aumento de la competencia en el sector del transporte, la generalización del uso de Internet en la contratación de los viajes y el incremento de la oferta turística a nivel mundial. Este artículo trata de analizar cuáles son los factores fundamentales en la evolución de esta variable, modelizando los pagos de la rúbrica *Turismo y viajes* de la Balanza de Pagos. En la segunda sección se describen los determinantes teóricos de los pagos por turismo y las diferentes aproximaciones que se han considerado en la práctica para recoger las particularidades del caso español. En la tercera se presentan los resultados del modelo estimado y se analiza la contribución de los distintos factores a la evolución reciente de los pagos por turismo, para terminar con unas conclusiones.

Determinantes de los pagos por turismo en el exterior

Los pagos por turismo de la Balanza de Pagos recogen el valor de los bienes y servicios, en términos nominales, adquiridos por los residentes en España durante las visitas hechas a otros países por menos de un año, excluyendo del mismo el gasto asociado al transporte internacional². Esta medida engloba el gasto relacionado con los viajes vinculados tanto a motivos de negocios como a motivos personales³.

1. Las otras dos estadísticas macroeconómicas que contabilizan los pagos por turismo y viajes al exterior son la Balanza de Pagos y la Contabilidad Nacional. Existen algunas diferencias metodológicas entre estas estadísticas y la CST: la más importante radica en que, mientras que esta última recoge el gasto en el transporte internacional, las primeras no lo hacen. No obstante, tanto los pagos como los ingresos asociados al turismo presentan una tendencia similar en todas ellas. 2. El procedimiento de cálculo de esta variable ha sufrido modificaciones importantes a lo largo de los últimos años motivado, principalmente por la puesta en circulación del euro (2002) y por las modificaciones en el umbral mínimo que permite la simplificación de declaración de las operaciones individualizadas (2001 y 2008). Por otra parte, los residentes que visitan otros países se pueden clasificar en *turistas* y *excursionistas*, según pernocten o no en el país de destino. En este trabajo se usará el término *turista* indistintamente para referirse a ambos tipos de visitantes. 3. Los viajes por motivos personales incluyen todos aquellos viajes que se realizan por motivos distintos de los viajes de negocios, tales como ocio y motivos culturales, visitas a familiares y amigos, salud y educación.



FUENTES: Eurostat, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

En el gráfico 2 se representa la evolución de los pagos reales de turismo en el período 1991-2007⁴. Como se puede observar, se distinguen tres etapas en dicha evolución. Una primera etapa, que abarca los años 1991-1997, se caracteriza por un crecimiento muy bajo del gasto turístico (un 0,4% de media), pues las devaluaciones de la peseta y la intensidad de la crisis económica de comienzos de la década desincentivaron la realización de viajes al exterior. La larga fase de expansión de la economía española que tuvo lugar a continuación se caracterizó, en general, por un gran dinamismo del gasto turístico en el exterior, con un crecimiento medio del 12,2% entre 1998 y 2005. El bienio 2002-2003 supuso una excepción, en línea con la atonía que presentaron los flujos internacionales de turistas en dicho período, condicionados por los efectos de los atentados terroristas del 11-S y por la guerra de Irak. Por el contrario, en 2004 y 2005 se produjo un fuerte incremento de los pagos de turismo (un 19% de media), favorecidos por el aumento de la competencia en el transporte internacional, por la expansión de las líneas aéreas de bajo coste, que limitó el impacto sobre los costes del transporte de la subida del precio del petróleo, y por la apreciación del tipo de cambio del euro. Finalmente, el período 2006-2007 presenta un crecimiento de los pagos reales más moderado, aunque todavía elevado (un 6,8% de media anual), en un contexto de apreciación significativa del euro frente al dólar.

Al igual que el consumo de otro tipo de bienes, la demanda turística viene determinada en buena medida por la evolución de la renta y de los precios relativos, es decir, de la competitividad-precio. En este sentido, no es de extrañar que el gasto en turismo realizado por los españoles en el exterior haya crecido a medida que lo ha hecho su renta. El gráfico 2 confirma que la fase de mayor expansión de los pagos reales de turismo (período 1998-2005) se corresponde con un período de elevado crecimiento del PIB real. La teoría económica considera que el gasto turístico constituye un bien superior o de lujo y, por lo tanto, cabe esperar que su elasticidad respecto a la renta sea superior a la unidad. No obstante, la caída de los costes de transporte y el aumento de la competencia en el sector turístico podrían haber reducido esa

4. La serie de pagos por turismo de la Balanza de Pagos se ha deflactado con un índice de precios representativo del consumo de los turistas españoles en sus viajes a otros países.



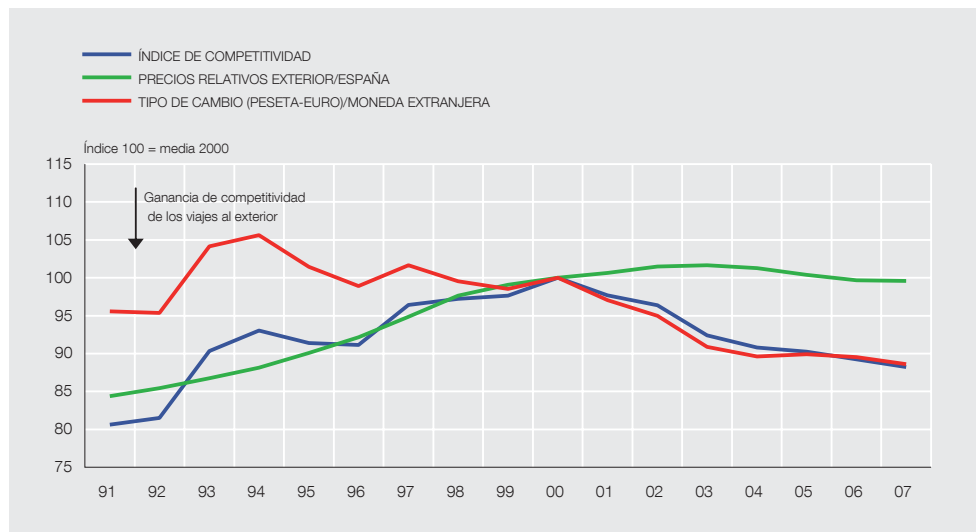
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

elasticidad, al recortar el umbral de renta a partir del cual los hogares pueden plantearse viajar al exterior.

Los precios relativos en los países de destino respecto de los precios en España (en moneda común) también influyen en los pagos por turismo (véase gráfico 3). En dicho gráfico se representa un índice de competitividad que tiene en cuenta tanto la evolución del tipo de cambio como los precios relativos en moneda nacional⁵. Dada la relativa estabilidad de estos precios relativos en la presente década, el tipo de cambio ha sido el determinante fundamental de este índice de competitividad. En particular, el período de máxima expansión de los pagos coincide con el de la notable apreciación del euro frente al dólar. Si bien la teoría es concluyente respecto al signo de la relación entre la evolución de la competitividad-precio y el gasto en turismo exterior, no lo es respecto a su magnitud. Según la evidencia empírica disponible a nivel internacional, la elasticidad-precio disminuye con el grado de fidelidad de los destinos turísticos de los viajeros y aumenta con el grado de sustitución de turismo emisor por turismo interno. En el caso español, dada la amplia oferta turística nacional, cabría esperar una elasticidad-precio más alta que en otros países.

Además de la renta y de los precios relativos, algunos trabajos consideran la existencia de otros determinantes de los pagos por turismo. Este es el caso, por ejemplo, del coste del transporte, que se aproxima por el precio del petróleo o de los carburantes⁶, que es crucial en los viajes de larga distancia, o del tipo de cambio, que puede afectar en el corto plazo a la decisión de emprender un viaje. También en los últimos años parecen estar adquiriendo importancia factores de oferta, como la liberalización del transporte, que ha aumentado las interconexiones entre destinos, en especial tras la proliferación de compañías aéreas de bajo coste⁷, el desarrollo de Internet, que ha facilitado el denominado *turismo de masas*, y la incorporación de nuevos destinos turísticos al mercado mundial como consecuencia del proceso generalizado de globalización, que en el caso de España se ha visto favorecido por la expansión de las grandes cadenas hoteleras en Latinoamérica. Junto con estos factores de oferta, cabe mencionar algunos de demanda, relacionados con la internacionalización de las empre-

5. Para aproximar el coste de los viajes de los españoles al exterior se ha considerado el IPC general de los principales países de destino ponderado por el porcentaje que representan las pernoctaciones realizadas en cada uno de ellos sobre el total de pernoctaciones en el exterior. En el anejo 1 se describe con un mayor nivel de detalle cómo se ha construido esta variable. 6. Véase Sastre (2004). 7. Véase Tsounta (2008).



FUENTE: Banco de España.

sas españolas y con el aumento de la población inmigrante observado en la última década en España.

**Especificación
de una ecuación de pagos
por turismo y principales
resultados
de la estimación**

La mayor parte de los trabajos que tratan de modelizar los pagos por turismo que los residentes en un país realizan en el resto del mundo se basan en la teoría clásica de la demanda, en la que el consumidor maximiza su función de utilidad sujeto a una restricción presupuestaria⁸. Esta aproximación a la estimación de una función para los pagos por turismo al exterior adopta el supuesto de que la elasticidad de la oferta de los servicios turísticos es infinita, lo que permite estimar por separado una función de demanda sin introducir sesgos en los coeficientes, al considerar que los precios de los servicios turísticos son exógenos. Este supuesto no resulta demasiado restrictivo si se tiene en cuenta que los turistas españoles representan una proporción muy pequeña del total de los turistas internacionales, tanto en términos de viajes como en volumen de gasto, y, por tanto, la presión que sus decisiones ejercen sobre la oferta mundial de servicios turísticos es moderada.

Bajo este marco analítico, el gasto que realizan en viajes al exterior los residentes en España (PTUR) va a depender principalmente de su renta (Y) y de los precios relativos de los viajes fuera de España en relación con los realizados en el interior, expresados en moneda común (P^*/P):

$$PTUR = (Y, P^*/P) \quad [1]$$

Junto a estas variables de renta y precios relativos, que componen la relación de largo plazo con los pagos por turismo, se examinaron otros determinantes que pudieran explicar la evolución de estos en el corto plazo. En línea con la especificación de funciones de demanda

8. La determinación del gasto turístico constituye una decisión más dentro del proceso de asignación de recursos entre los distintos componentes del gasto. El enfoque seguido en este artículo no permite analizar la decisión de elegir un destino en el exterior frente a otro, una vez que se ha decidido realizar un viaje al extranjero, sino, simplemente, la elección entre realizar el gasto en turismo en el interior de España frente a realizarlo en el exterior, una vez que se ha decidido que se va a asignar una parte de los recursos a gastos turísticos.

estimadas para los bienes de consumo duradero⁹, se analizó el posible impacto de la riqueza de los hogares, tanto financiera¹⁰ como no financiera, y del tipo de interés real sobre los pagos de turismo¹¹. Con el objeto de recoger la posible incidencia de la situación cíclica de la economía sobre la confianza de los consumidores y, por tanto, sobre la proporción de su gasto destinado al turismo exterior, se evaluó, además, la inclusión en la ecuación tanto de la tasa de paro como del indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea. Aunque ambas variables resultaron significativas, se eligió la especificación que incluía la tasa de paro porque ofrecía un mejor ajuste. El efecto negativo de un incremento en esta variable sobre los pagos de turismo puede estar recogiendo tanto su impacto sobre la demanda total de viajes (externos e internos) como el efecto sustitución de turismo emisor por turismo interno en momentos de incertidumbre y deterioro de la confianza de los consumidores. También se observa que el tipo de cambio, además de afectar a los precios relativos, que se incorporan en el largo plazo de la ecuación, influye de modo contemporáneo en los pagos por turismo. Este hecho podría recoger su impacto sobre decisiones de última hora, más fáciles de implementar ante la generalización del uso de Internet, lo que resulta coherente con la reducción del plazo en la contratación de un viaje que ha tenido lugar en los últimos años.

Asimismo, se intentó incluir variables adicionales en la ecuación. Con el objetivo de reflejar el aumento de la competencia en el transporte, se consideró la utilización de la variable número de compañías de bajo coste, así como del número de destinos en los que prestan servicio, pues estos son factores que podrían haber impulsado los pagos por turismo en los últimos años. Sin embargo, la no disponibilidad de series suficientemente extensas imposibilitó su inclusión en la ecuación. Por otra parte, este aumento de la competencia en el sector del transporte podría explicar por qué el coste del transporte aproximado por el precio del petróleo o por el componente correspondiente del IPC no ha resultado significativo. También se trató de capturar el posible impacto positivo de la inmigración sobre la demanda turística en el exterior, pues este puede ser un factor que incentive el gasto turístico por motivo de visitas a familiares y amigos, para lo que se incorporaron en la ecuación tanto el nivel de la población inmigrante como el porcentaje que representa sobre la población española, sin que en ningún caso resultaran significativas. El grado de internacionalización de la economía española, que sería un factor que podría impulsar tanto los viajes de negocios como los de ocio, por la mencionada expansión de las cadenas hoteleras españolas en Latinoamérica, se aproximó a través del *stock* de inversión extranjera directa, tanto de España en el exterior como del exterior en España, en niveles y en porcentaje del PIB. Si bien estas variables presentaban el signo esperado y resultaban significativas en algunas de las especificaciones consideradas, el ajuste de los pagos por turismo observado empeoraba respecto al que proporcionaban especificaciones alternativas que no incluían estas variables.

Una vez definidas las principales variables que se consideran determinantes de los pagos de turismo, se estima un modelo uniecuacional de mecanismo de corrección de error para los pagos reales de turismo con datos trimestrales del período 1993-2007. Aunque, como se ha comentado, en el trabajo empírico se plantearon diferentes alternativas, en este epígrafe solo se presenta la ecuación que ofrece los resultados más satisfactorios en términos de ajuste residual y en la que los determinantes muestran los signos apuntados por la literatura. Para la formulación de este modelo se parte de las especificaciones estándar que asumen la existencia de una relación de largo plazo entre la variable de pagos reales de turismo

9. Véase Sastre y Fernández-Sánchez (2005). 10. La riqueza financiera se define como los activos financieros netos de los hogares e ISFLSH de las cuentas financieras trimestrales. 11. Dado que en los últimos años ha aumentado el colectivo de hogares que financian sus vacaciones con recurso a un préstamo, la variable tipo de interés real trata de recoger la sensibilidad de este grupo al encarecimiento de la financiación.

(*ptur*), la renta real de España (*pib*) y el indicador de competitividad frente a países de destino (*PREL*)¹². Todas las variables se expresan en logaritmos. Por las razones expuestas anteriormente, la especificación que ofrece el mejor ajuste es la que considera en el corto plazo las variaciones del PIB real de España, del tipo de cambio (*tc*), de la riqueza financiera (*fwr*) y de la tasa de paro (*tparo*). Por otro lado, se incluyen variables estacionales trimestrales para capturar la fuerte estacionalidad de los pagos por turismo¹³ y otras variables determinísticas.

A continuación, se presentan los resultados de la estimación para la ecuación finalmente considerada y que supone la estimación conjunta de los coeficientes de corto y largo plazo, junto con algunos estadísticos y contrastes para los residuos del modelo:

$$\begin{aligned} \Delta ptur = & -14,83 + 6,51 \Delta pib_{-4} + 0,35 \Delta fwr_{-1} - 0,79 \Delta tc - 0,18 \Delta tpar_{-1} \\ & (-4,89) \quad (4,21) \quad (2,99) \quad (-1,77) \quad (-1,56) \\ & -0,43 \left(ptur_{-1} - 2,46 pib_{-1} + 1,72 PREL_{-1} \right) \\ & (-5) \quad (-21,63) \quad (5,69) \\ & -0,07 D03 + 0,09 D05 - 0,04 S1 \\ & (-2,06) \quad (2,73) \quad (-1,29) \\ & + 0,16 S2 + 0,37 S3 + 0,05 S11 - 0,09 S21 + 0,03 S41 \\ & (4,68) \quad (13,15) \quad (2,39) \quad (-4,13) \quad (1,57) \end{aligned} \quad [2]$$

$R^2 = 0,98, SCR = 0,034, DW = 2,17 \quad \text{Jarque - Bera}(p - \text{valor}) = 1,39(0,5)$

$Q(12)(p - \text{valor}) = 9,21(0,69)$

Los estadísticos del contraste para los residuos (autocorrelación y normalidad) muestran, en general, un buen ajuste del modelo. El coeficiente de ajuste encontrado para el mecanismo de corrección del error (0,43) es significativo teniendo en cuenta los valores críticos de Banerjee, Dolado y Mestre (1993), y algo superior al encontrado por Izquierdo y Pereira (2006).

En cuanto a los coeficientes estimados para las variables explicativas en la ecuación de largo plazo, la elasticidad con respecto a la variable de renta¹⁴ es elevada (un 2,5) y algo superior al valor encontrado por Izquierdo y Pereira (2006) y por Sastre (2004), aunque en ambos estudios se consideraban períodos muestrales diferentes (véase cuadro 1). Este resultado sustentaría la hipótesis de que el turismo es un bien superior y está en línea con lo encontrado en diferentes estudios en la literatura [véase Li, Song y Witt (2005)]¹⁵. En el corto plazo, la variable de renta aparece retrasada cuatro trimestres, con un coeficiente significativo y superior al de la elasticidad de largo plazo. El resultado está en línea con el encontrado por Izquierdo y Pereira (2006) con respecto a la variable PIB real per cápita, aunque con un valor superior al encontrado en dicho trabajo.

12. En el anejo 2 se presentan los resultados del análisis de la relación de cointegración entre las variables usando la metodología VAR con mecanismo de corrección del error de *Johansen*. **13.** Adicionalmente, para capturar un cambio observado en los efectos estacionales a partir del año 2001, se incluyeron variables $S_{jt}(j=1,...,4)$ en la ecuación que denotan interacciones de las variables artificiales estacionales y una variable que toma el valor 1 desde el primer trimestre de 2001 en adelante y cero con anterioridad. Los efectos estimados parecen apuntar en la dirección de un descenso a partir de dicho momento del efecto estimado del segundo trimestre y un incremento de los efectos estimados para los primeros y cuartos trimestres. **14.** También se consideraron como *proxy* de la renta el PIB per cápita real y la renta disponible real de los hogares. En el primer caso, las elasticidades de largo plazo con respecto a la renta y a los precios relativos son más altas que las obtenidas cuando se considera el PIB real, obteniéndose resultados similares de significatividad del resto de variables. Por otra parte, al considerar la variable de renta disponible se obtiene una elasticidad a la renta en el largo plazo ligeramente superior a la elasticidad con respecto al PIB real, pero tanto la elasticidad-precio de largo plazo como otras variables de la ecuación pierden significatividad. **15.** La elasticidad-renta de largo plazo para los pagos por turismo en España es similar a la obtenida para las importaciones de bienes (un 2,2), lo que subraya la elevada dependencia de la economía española de productos importados [véase Gordo et ál. (2008)].

Estudio	País	Período	Frecuencia	Modelo	Variable	Elasticidades-precio/renta			
						Renta LP	Renta CP	Precio LP	Precio CP
Song, Romilly y Liu (2000) (a)	RU	1965-1994	Anual	SD /MCE (b)	Visitas	2,4	2,3	-0,5	-0,4
Izquierdo y Pereira (2006)	ES	1990-2005	Trimestral	MCE	Pagos	1,4	4,3	-2,0	n.s. (c)
Sastre (2004)	ES	1978-2002	Anual	MCE	Pagos	0,9	n.s.	-1,3	n.s.
Especificación actual (2009)	ES	1994-2007	Trimestral	MCE	Pagos	2,5	6,5	-1,7	-0,8

FUENTE: Banco de España.

a. En el trabajo de Song, Romilly y Liu se estiman las elasticidades-precio de corto y largo plazo de la demanda turística británica con respecto a un conjunto de 12 países. Los valores mostrados en el cuadro se refieren a la media de dichas elasticidades para los países.

b. SD denota sistema de demanda (*Almost Ideal Demand System*), y MCE, estimación con mecanismo de corrección del error.

c. n.s. denota que la variable no es significativa en la ecuación estimada.

Por lo que se refiere a la variable precios relativos, la elasticidad estimada a largo plazo es de $-1,72^{16}$, algo inferior a la obtenida en el trabajo de Izquierdo y Pereira (2006) y superior a la obtenida por Sastre (2004) con datos anuales. Song, Romilly y Liu (2000) encuentran elasticidades inferiores en la demanda británica, lo cual podría estar reflejando la mayor sustituibilidad de turismo emisor por turismo interno en el caso español. En la misma línea apuntaría el hecho de que esta elasticidad es muy superior a la encontrada para las importaciones de bienes de España.

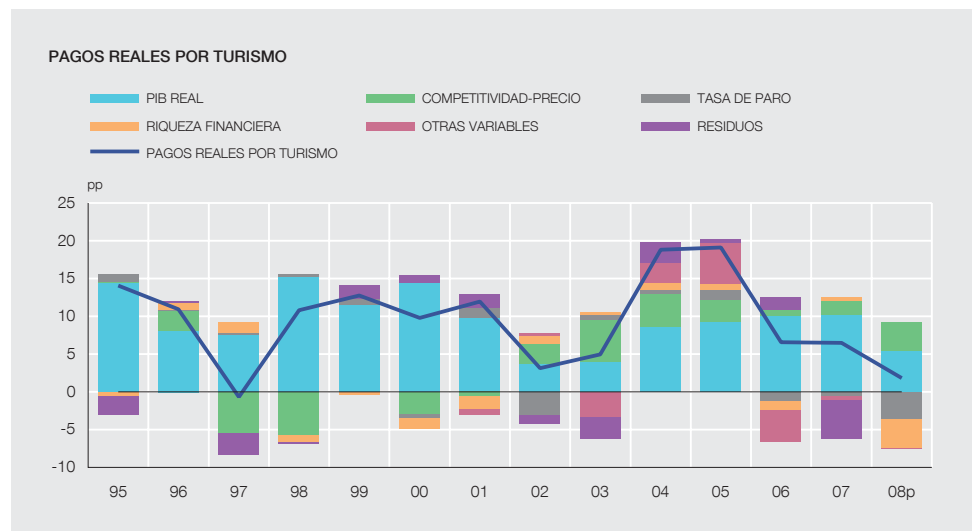
A partir de esta ecuación puede calcularse la contribución de cada uno de sus factores determinantes a la evolución de los pagos por turismo en los últimos años. Como puede apreciarse en el gráfico 4, la renta real y la competitividad han sido las principales variables que han determinado el comportamiento de la demanda turística exterior por parte de los residentes en España en casi todo el período¹⁷.

En 2008, los pagos reales por turismo exterior registraron una desaceleración intensa, llegando a mostrar tasas de variación interanuales negativas en la segunda mitad del año. Como cabría esperar, la significativa apreciación del euro frente al dólar ha continuado incentivando los viajes al exterior en 2008, a diferencia de lo que hizo el resto de sus determinantes. Cabe mencionar la menor contribución positiva de la renta y, sobre todo, el impacto negativo del aumento de la tasa de paro y del descenso de la riqueza financiera en los pagos por turismo al exterior en dicho año. En 2009, la incertidumbre sobre la intensidad y duración de la recesión, la inestabilidad financiera y la crisis de confianza de los consumidores apuntan a un descenso de los pagos por turismo y viajes al exterior en términos reales.

Conclusiones

La reducción que el superávit turístico español ha venido registrando en la última década refleja no solo los menores ingresos generados por el turismo exterior, sino también el aumento de los pagos que los residentes realizan al resto de mundo en sus visitas al extranjero. El incremento de la renta y la apreciación del euro, junto con el favorable clima de confianza respecto a la situación económica y la revalorización de la riqueza, fueron los principales factores que explicaron el dinamismo de los pagos por turismo en la última década. Tampoco pueden olvidarse los impactos positivos asociados a la internacionalización de las empresas españo-

16. Esta elasticidad resulta muy similar a la obtenida para los ingresos por turismo en España [véase Álvarez et ál. (2007)]. 17. Las denominadas «otras variables» en el gráfico reflejan el impacto de dos variables *dummies* introducidas para recoger la ralentización de los pagos ocurrida en 2003 y un valor anormalmente elevado en 2005.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación logarítmicas.

las, en especial de las cadenas hoteleras en Latinoamérica, a la inmigración y a la expansión de las compañías aéreas de bajo coste, aunque estos son más difíciles de capturar empíricamente.

En este artículo se estima un modelo uniecuacional para los pagos de la rúbrica *Turismo y viajes* de la Balanza de Pagos. Con ello se mejoran las herramientas analíticas utilizadas por el Banco de España para entender el comportamiento de los pagos por turismo y realizar previsiones sobre su evolución a corto y medio plazo. La función estimada confirma que la evolución de esta variable, a pesar de la volatilidad que presenta y de los cambios que ha registrado su procedimiento de estimación en el período considerado, puede explicarse razonablemente a través de los determinantes tradicionales de renta y competitividad-precio. Se han probado, además, diversas alternativas para incluir en el modelo variables que recogen los cambios recientes en la oferta y en la demanda turística de residentes, pero esto no ha mejorado los resultados en términos de ajuste, probablemente por las dificultades de medición de algunos de esos fenómenos que son de reciente aparición. En concreto, solo la riqueza financiera, la tasa de paro y el tipo de cambio ayudan a explicar, adicionalmente, la dinámica de corto plazo de los pagos por turismo al exterior.

La elasticidad estimada de largo plazo de los pagos por turismo respecto a la renta es positiva y superior a la unidad, lo que confirma su característica de bien superior. En el caso de España, la elevada elasticidad-renta podría estar reflejando que la propensión a realizar viajes al exterior es aún baja en el caso español, a pesar del efecto asociado a la internacionalización de las empresas españolas y a la inmigración. La elevada oferta turística interior y el reducido porcentaje de la población que realiza viajes al exterior podrían contribuir a explicar este resultado. En momentos de elevada incertidumbre, como el actual, esa elasticidad-renta implicaría una ralentización significativa de los viajes al exterior. La elasticidad-precio de largo plazo de los pagos por turismo reales es también superior a la unidad y mayor que la estimada para otros países, como el Reino Unido. Este hecho podría estar reflejando la elevada oferta turística existente en España y, por tanto, el efecto de redistribución de los flujos turísticos del exterior hacia destinos nacionales cuando los precios relativos se deterioran.

19.2.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, J., E. GORDO y C. GARCÍA (2007). «Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- BANERJEE, A., J. J. DOLADO y J. MESTRE (1993). *On Some Simple Tests for Cointegration: the Cost of Simplicity*, Documentos de Trabajo, n.º 9302, Banco de España.
- GORDO, E., C. GARCÍA y J. MARTÍNEZ (2008). «Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- IZQUIERDO, J. F., y E. PEREIRA (2006). «Determinantes de los ingresos y pagos por turismo», *Situación Económica de España*, BBVA.
- LI, G., H. SONG y S. WITT (2005). «Recent developments in Econometric Modelling and Forecasting», *Journal of Travel Research*, vol. 44, pp. 82-99.
- SASTRE, L. (2004). «Pagos por turismo en España: un acercamiento econométrico», *RESTMA*, n.º 1.
- SASTRE, T., y J. L. FERNÁNDEZ-SÁNCHEZ (2005). *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas*, Documentos de Trabajo, n.º 0529, Banco de España.
- SONG, H., P. ROMILLY y X. LIU (2000). «An Empirical study of outbound tourism demand in the UK», *Applied Economics*, 32, pp. 611-624.
- TSOUNTA, E. (2008). *What attracts Tourists to Paradise*, Working Paper 277, Banco Mundial.

ANEJO 1

El indicador de competitividad es un índice de tipo de cambio efectivo real construido usando el procedimiento habitual y definido en términos de los precios relativos en los países de destino de los residentes en España en sus viajes al exterior respecto de los precios en España, ajustados por el tipo de cambio de la moneda nacional (peseta o euro) y la moneda de cada país. En la práctica, resulta complicado obtener información homogénea sobre precios al nivel de detalle de dichos servicios y para el grupo de países que forman parte del indicador. Por esta razón, en este artículo, y en consonancia con lo que se realiza en otros trabajos que estiman una ecuación de pagos de turismo¹⁸, se usa el IPC general como indicador de precios tanto para España como para los países de destino del turista español¹⁹. El indicador se construye de forma que un aumento del mismo indica una ganancia de competitividad de los destinos españoles frente a los extranjeros, de ahí que el signo esperado de esta variable en la ecuación de pagos de turismo sea negativo. Las ponderaciones utilizadas para construir el índice se obtienen de la Encuesta de Movimientos Turísticos de los españoles (FAMILITUR). En este artículo, a diferencia de otros trabajos que utilizan la estructura del número de viajes por país de destino, las ponderaciones se obtienen a partir de la información de la estructura de las pernoctaciones en los viajes de residentes españoles al exterior, considerando la media del período 2005-2007²⁰. Debido a los cambios metodológicos de la encuesta de FAMILITUR en el año 2005, la estructura de pernoctaciones para períodos anteriores no se puede considerar homogénea y directamente comparable, por lo que se ha optado por considerar los datos 2005-2007 como referencia para calcular las ponderaciones de los países²¹. La estructura de pernoctaciones por país de destino está definida en el cuadro A1.1.

Los países de referencia en la construcción del índice de precios usado para deflactar la serie de pagos de turismo son los que aparecen en el citado cuadro, considerando además como representantes de los países nórdicos a Dinamarca, Suecia y Noruega, y como representante del resto de Europa, a Turquía.

18. En el caso de España, véanse los trabajos de Izquierdo y Pereira (2006) y Sastre (2004). **19.** Tanto los IPC homogéneos por países como los tipos de cambio de la peseta o euro frente a otras monedas se calculan a partir de la información de la base de datos International Financial Statistics. **20.** La variable de pernoctaciones es un indicador que refleja de forma más precisa el gasto que el número de viajes, al reflejar en mayor medida la duración de la estancia, **21.** La evolución de la estructura de pernoctaciones en el período 2005-2007 es relativamente estable para los países considerados. No obstante, se observa una pérdida de importancia relativa de las pernoctaciones con destinos Francia, Portugal y Reino Unido, y una ganancia de importancia relativa de las pernoctaciones en otros destinos, como Estados Unidos e Italia.

ÁREA/PAÍS	%	ÁREA/PAÍS	%
EUROPA	60,4	ÁFRICA	10,1
Alemania	4,9	Egipto	0,9
Austria	0,5	Marruecos	5,7
Bélgica	1,0	Túnez	0,9
Francia	14,2	Resto de África	2,6
Grecia	1,3		
Irlanda	1,5	AMÉRICA	23,1
Italia	7,4	Estados Unidos	3,0
Países Bajos	1,5	México	1,8
Portugal	8,1	Resto de América	18,3
Reino Unido	5,6		
Suiza	1,2	ASIA	5,4
Países nórdicos	2,7		
Resto de Europa	10,5	RESTO	1,0

FUENTES: FAMILITUR e Instituto de Estudios Turísticos.

Como se puede observar, el mayor porcentaje de pernoctaciones de viajeros españoles en destinos internacionales se refiere a los viajes con destino Europa (60,4%), destacando en este grupo las pernoctaciones de viajes con destino Francia (14,1% del total), Portugal (8,1% del total) e Italia (7,4% del total).

ANEJO 2

En este anejo se presentan los resultados de un contraste de existencia de relaciones de cointegración entre el logaritmo de los pagos reales de turismo, el logaritmo del PIB real de España y el logaritmo del índice de competitividad frente a países de destino de los visitantes españoles considerado en este trabajo. En primer lugar, los contrastes de raíces unitarias realizados para las tres variables (contrastos de *Dickey-Fuller* ampliado) llevan a no rechazar la hipótesis de una raíz unitaria en las variables.

En segundo lugar, se contrasta la existencia de relaciones de cointegración entre las variables en niveles mediante la metodología multivariante de Johansen. Para ello, se estima un modelo VAR con mecanismo de corrección del error²² y donde se incluyen variables artificiales estacionales como variables explicativas y una constante en el corto plazo²³. Los resultados del

22. De acuerdo con los criterios de *Schwartz* y *Akaike*, en la ecuación del contraste se incluyen dos retardos de las variables endógenas. 23. Se trata de un modelo que supone la existencia de tendencias lineales en algunas de las variables que entran en la relación. El análisis de los gráficos de las series parece apoyar dicha elección. Es un hecho conocido que la elección del modelo puede afectar a las propiedades del contraste de cointegración. Para tratar de confirmar los resultados también se realizó el contraste basándose en un modelo menos restrictivo que supone una tendencia lineal en el largo plazo y una constante en el corto plazo. En este caso, la hipótesis nula de que la variable de tendencia debe ser excluida del largo plazo no es rechazada. Por otra parte, se realizó el contraste de cointegración considerando otro modelo alternativo que incorpora una constante en el largo plazo, pero no en el corto plazo. Para dicho modelo se obtuvo un resultado similar al que se deriva del cuadro A2.1, es decir, no se rechazaba la hipótesis nula de una relación de cointegración y sí la hipótesis nula de dos relaciones de cointegración. Las elasticidades estimadas de largo plazo son también similares en magnitud y no se rechaza la exogenidad de las variables renta y competitividad.

	Valor contraste (p-valor)
Contraste de la traza hipótesis $H_0: r=0$ ($H_1: r>0$)	30,07 (0,01)
Contraste de la traza hipótesis $H_0: r=1$ ($H_1: r>1$)	10,27 (0,11)
Contraste del máximo valor propio: $r=0$ ($H_1: r>0$)	19,81 (0,03)
Contraste del máximo valor propio: $r=1$ ($H_1: r>1$)	9,35 (0,11)
Contraste de normalidad Jarque Bera	7,75 (0,26)
Contraste de correlación residual ecuación de pagos Q(12)	14,47 (0,27)
Contraste de exogenidad variables PIB real y competitividad (p-valor)	1,34 (0,51)

FUENTE: Banco de España.

VECTOR DE COINTEGRACIÓN, METODOLOGÍA JOHANSEN

CUADRO A2.2

VARIABLE	COEFICIENTE	T-RATIO
PTUR	1	–
PREL	-1,47	-3,70
PIB	2,47	23,37

FUENTE: Banco de España.

contraste apuntan a la existencia de un vector de cointegración entre las variables consideradas. Los contrastes de la traza y del máximo valor propio no rechazan la hipótesis de que existe una relación de cointegración, pero sí que rechazan la hipótesis de dos relaciones de cointegración (véase cuadro A2.1). La elasticidad estimada de largo plazo para la variable de renta (véase cuadro A2.2) está en torno a 2,5, y la elasticidad con respecto a la variable de competitividad, en torno a -1,5. El contraste de exogenidad débil de las variables de renta y de competitividad en la relación estimada no rechaza dicha hipótesis²⁴, lo cual constituye también un argumento a favor del análisis uniecuacional.

24. Se trata de un contraste del multiplicador de *Lagrange* de la significatividad del término de mecanismo de corrección del error en las ecuaciones correspondientes al PIB real de España y el indicador de competitividad frente a países de destino de visitantes españoles.

LA RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE ALEMANIA Y EL DEL RESTO DE LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Burriel y Daniel Garrote, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Este artículo estudia la relación que durante las últimas cuatro décadas han mostrado el crecimiento del mayor país del área —Alemania— y el del resto de la UEM, definida como la agregación de los restantes 14 miembros de la UEM 15. La singularización de Alemania viene justificada por su peso relativo dentro del área (en torno a un tercio) y su posible relevancia como impulsor del crecimiento del resto de países.

Esta evidencia se utiliza después para construir varios modelos econométricos sencillos (tipo VAR) que expliquen el crecimiento del PIB de cada uno de los dos bloques mencionados, teniendo en cuenta además el crecimiento de Estados Unidos, así como otras variables exógenas. El modelo estimado se emplea para evaluar si las previsiones actuales de crecimiento son coherentes con las correlaciones identificadas. Asimismo, se comprueba si eventos históricos relevantes han supuesto una ruptura de la relación entre el crecimiento de los países que forman la UEM. Finalmente, se usan las estimaciones para cuantificar el impacto que determinados cambios en los datos, tanto de las variables exógenas como de las endógenas, o en las previsiones, podrían tener sobre el crecimiento de la UEM.

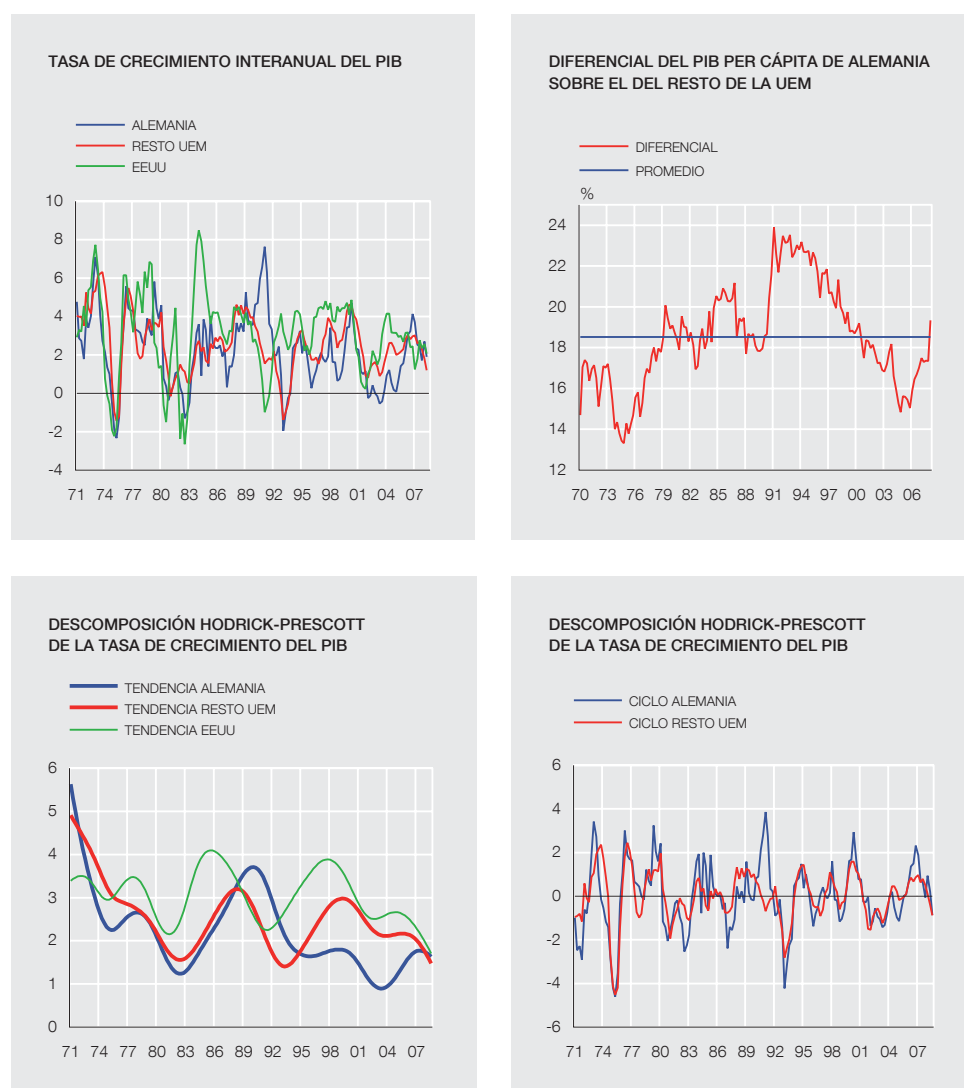
El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo apartado se estudian las características y la evolución del ciclo económico en Alemania y en el resto de la UEM. En el apartado tercero se muestra el resultado de la estimación de los modelos y se evalúa su capacidad de predicción frente a especificaciones alternativas. En el cuarto se muestran diversos ejercicios realizados con los modelos estimados y se analizan escenarios alternativos para las variables exógenas. El último apartado recoge las conclusiones.

Comparación de los ciclos económicos en Alemania y en el resto de la UEM

Desde principios de los años setenta hasta la actualidad existe una marcada correlación positiva entre las tasas de crecimiento del PIB de Alemania y las del resto de la UEM¹ (véase gráfico 1). Esta evolución similar se interrumpe únicamente durante el período 1990-1991, cuando, como consecuencia del proceso de unificación, la economía alemana se dinamiza, mientras que el PIB del resto de la UEM se desacelera. Dicho proceso supuso un fuerte repunte de la demanda interna, por el aumento del gasto público, y de la oferta de trabajo, derivada de la migración de trabajadores de Alemania del Este. Desde mediados de 1991, el agotamiento de ese impulso expansivo y el efecto de las medidas fiscales y monetarias de carácter antiinflacionista frenaron su crecimiento y generaron una convergencia con el resto de la UEM. Tras el mencionado episodio, la correlación volvió a ser positiva y elevada, por encima de 0,7 (véase cuadro 1). La entrada en vigor de la Unión Monetaria, en 1999, no parece haber supuesto un aumento de la correlación entre el crecimiento de ambas economías. A continuación se comparan con mayor detalle los ciclos económicos de Alemania y del resto de la UEM por medio de diversos instrumentos analíticos.

En primer lugar, la volatilidad de la tasa de crecimiento del PIB es mayor en Alemania, mientras que su persistencia² es similar a la del resto de la UEM (véase cuadro 1), lo que implica que

1. En este trabajo, el resto de la UEM se define como la diferencia entre la UEM 15 y Alemania. Desde 1995 se usan datos oficiales de Eurostat del PIB real (índices encadenados con año base 2000) tanto para la UEM 15 como para Alemania. Para el período I TR 1970-IV TR 1994, las dos series se extrapolan utilizando datos del *OECD Economic Outlook*, de la UEM 12 y de Alemania. En este último caso, los datos con anterioridad a 1991 se refieren a Alemania Occidental. Para Estados Unidos se utilizan datos trimestrales de la Reserva Federal. 2. Medida como la ratio entre la volatilidad a largo plazo y la volatilidad total. A su vez, la volatilidad a largo plazo está medida como la varianza de la tasa de crecimiento interanual del PIB acumulada durante cinco años, mientras que la volatilidad total se refiere a la varianza de la tasa de crecimiento interanual.



FUENTES: Banco Central Europeo, OCDE y Banco de España

sus recesiones y expansiones han sido más pronunciadas. Sin embargo, este patrón no ha sido igual para todo el período muestral. Así, hasta 1990, pese a que la volatilidad del *output* alemán era superior a la del resto de los países de la UEM, su persistencia era menor, por lo que el diferencial entre ambos tenía una tendencia a disminuir en períodos de recesión. Sin embargo, la unificación alemana parece haber roto con esa regularidad empírica, ya que desde entonces no solo la volatilidad ha sido mayor en Alemania, sino también su persistencia.

En segundo lugar, una descomposición del crecimiento de las dos áreas entre la tendencia y el ciclo económico por medio de un filtro de Hodrick-Prescott revela, por un lado, que las dos economías analizadas tienen una tendencia similar hasta principios de los años noventa, mientras que en el período posterior existe una mayor divergencia (véase gráfico 1). En concreto, la tendencia de Alemania siguió creciendo hasta 1992, por el efecto de la unificación, para después desacelerarse hasta 2004, mientras que la del resto de la UEM empezó a ralentizarse un par de años antes, pero volvió a recuperarse en el período 1994-2000. Estas diferencias son consecuencia del impacto negativo que tuvo la unificación sobre el crecimiento de largo plazo de la economía alemana, el cual no consiguió superarse completamente hasta más de una década después.

	1970-2008		1970-1989		1990-1991		1992-2008	
	Alemania	Resto UEM	Alemania	Resto UEM	Alemania	Resto UEM	Alemania	Resto UEM
1 Volatilidad	3,54	2,33	3,82	3,02	2,27	0,55	1,72	1,48
2 Volatilidad a l/p	0,70	0,43	0,39	0,46	0,18	0,01	0,75	0,33
3 Persistencia (2) / (1)	20%	18%	10%	15%	8%	2%	44%	22%
Correlación entre el PIB de Alemania y el del resto de la UEM								
T-1	0,60		0,63		-0,01		0,69	
T	0,70		0,81		-0,23		0,75	
T+1	0,66		0,80		-0,42		0,66	

	1970-2008		1970-1989		1990-1991		1992-2008	
	EEUU	UEM	EEUU	UEM	EEUU	UEM	EEUU	UEM
1 Volatilidad	4,53	2,22	7,04	2,87	1,92	0,34	1,40	1,33
2 Volatilidad a l/p	0,50	0,40	0,66	0,42	0,21	0,00	0,37	0,27
3 Persistencia (2) / (1)	11%	18%	9%	14%	11%	1%	26%	20%
Correlación entre el PIB de la UEM y el de Estados Unidos								
T	0,46		0,57		0,44		0,33	
T+1	0,58		0,69		0,60		0,43	
T+2	0,60		0,69		0,65		0,48	

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

En cuanto a la parte cíclica, salvo el inusual crecimiento en 1990 de Alemania, ambas economías han mantenido un comportamiento parejo en las últimas cuatro décadas, si bien con una menor volatilidad en el resto de la UEM (véase gráfico 1). Esto puede deberse a que, al englobar varias economías, el dato atípico de una de ellas puede ser contrarrestado por el comportamiento del resto. Igualmente, se puede observar cómo los ciclos se han suavizado ligeramente desde mediados de los noventa. La mayor correlación entre ambos ciclos es la contemporánea (véase cuadro 1), no habiendo ninguna economía que se adelante a la otra.

Si se comparan los períodos de recesión y expansión³ experimentados por cada área, se observa que en ambas economías las contracciones tienen una menor duración que los períodos expansivos. Sin embargo, en los últimos 40 años Alemania ha sufrido siete recesiones, casi el doble que el resto de la UEM. Desde la unificación de Alemania, estas divergencias parecen haberse acentuado, ya que ha habido 19 trimestres de contracción económica en Alemania, por tan solo seis en el resto de la UEM (II TR 1992-I TR 1993 y II TR 2008-III TR 2008).

En términos per cápita, el PIB de ambas zonas también ha mantenido una evolución similar durante el período analizado. Así, el PIB per cápita de Alemania ha sido en promedio un 18% más elevado que el del resto de la UEM, fluctuando el diferencial en torno a ese valor. Se pueden distinguir dos etapas: una primera hasta 1990, donde el diferencial entre ambos permaneció estable, mientras que desde entonces ha tenido un comportamiento más irregular (véase el segundo panel del gráfico 1). Este gráfico muestra además el coste que ha supuesto para Alemania la unificación, ya que, pese a que inicialmente supuso un fuerte aumento del PIB per cápita, durante los 15 años siguientes (1992 a 2005) creció de forma sistemática por

3. En este trabajo se considera «recesión» la caída del PIB durante dos trimestres consecutivos, mientras que se define «contracción» como una caída del PIB durante un trimestre.

debajo del resto de la UEM. No ha sido hasta 2005 cuando la economía alemana ha vuelto a crecer por encima de la UEM.

El cuadro 1 y el gráfico 1 permiten también comparar el ciclo del área del euro con el de Estados Unidos. Nuevamente se constata una fuerte correlación positiva, aunque inferior a la obtenida entre Alemania y el resto de la UEM, ya que estas están más integradas entre sí. En este caso, el PIB de Estados Unidos se adelanta dos trimestres respecto al conjunto de la UEM. En cuanto a las características del ciclo económico, durante todo el período analizado la volatilidad del PIB de Estados Unidos es más elevada que la de la UEM, aunque en ambos casos se ha reducido desde los noventa. Por el contrario, su persistencia es menor, lo cual indica que las recesiones son más suaves pero de mayor duración en la UEM que en Estados Unidos. Ese adelanto del comportamiento del PIB americano, unido a las características comparativas descritas anteriormente, puede ayudar a predecir el crecimiento de las otras dos economías.

Modelos econométricos sencillos para estudiar los efectos del PIB de Alemania sobre el resto de la UEM

MODELO BASE (BI-VEC)

Dada la fuerte relación existente entre el crecimiento del producto en Alemania y el del resto de la UEM, en esta sección se estima un modelo econométrico sencillo que explica el crecimiento del PIB del área del euro a partir del de los dos bloques que la forman. En concreto, se construye un modelo VAR con un mecanismo de corrección del error (bi-VEC), que tiene en cuenta tanto la relación de largo plazo (o de cointegración) entre el nivel de las variables como la relación de corto plazo entre sus tasas de crecimiento. El período muestral comprende desde el primer trimestre de 1970 hasta el tercer trimestre de 2008. Los principales resultados se resumen en el cuadro 2.

En primer lugar, se constata la existencia de una relación de causalidad entre las dos áreas: el crecimiento de Alemania causa (en el sentido de Granger) al crecimiento del resto de la UEM, y viceversa, si bien hay mayor evidencia en el segundo caso, lo que podría explicarse por la mayor dependencia del comercio exterior de la economía alemana.

Cuando se incluye una variable ficticia para captar el cambio estructural que se produjo tras la reunificación alemana⁴, el modelo estimado cumple los contrastes habituales de cointegración, no autocorrelación y normalidad de los residuos. Según el parámetro de la relación de largo plazo, Alemania tarda en promedio tres años en volver al equilibrio tras una perturbación, mientras que el resto de la UEM emplea más de doce años.

En conjunto, tanto la estimación del modelo como la causalidad de Granger parecen indicar una mayor dependencia económica de Alemania con respecto al resto del área, que en sentido contrario.

MODELO AMPLIADO (BI-FVEC)

Una limitación del modelo anterior es que únicamente tiene en cuenta la relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM, ignorando otras variables explicativas relevantes que puedan recoger el impacto de perturbaciones comunes a ambas. Por ello, en esta sección se amplía el modelo básico añadiendo dos variables exógenas: una de carácter financiero, la evolución del mercado de valores europeo⁵, medida por el índice EUROSTOXX 50, y otra que capta la evolución del precio de las materias primas, a través del precio del barril Brent en euros.

4. La ecuación de largo plazo incluye una variable ficticia con valor 1 desde 1990 hasta la actualidad, que tiene en cuenta el cambio en el nivel del PIB alemán que se produjo tras la unificación, mientras que la ecuación de corto plazo incluye una variable ficticia con valor 1 para el año 1990, para controlar por las tasas de crecimiento atípicas observadas en ese año. 5. Los mercados bursátiles, pese a que pueden tener un cierto comportamiento endógeno a la evolución del PIB, también reflejan la transmisión de perturbaciones internacionales en la economía europea.

BI-VEC	
RELACIÓN DE LARGO PLAZO	
$Y_{ruem} = -2,12 + 1,23 Y_{ale} - 0,08 VF_{90-08}$ <p>(-9,51) (69,87) (-9,21)</p>	Test de cointegración (b): 0,04
ESPECIFICACIÓN DINÁMICA	
$\Delta Y_{ruem} = 0,43 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,25 \Delta Y_{ruem (t-2)} + 0,08 \Delta Y_{ale (t-1)} - 0,02 ECM_{(t-1)}$ <p>(5,42) (2,96) (2,07) (1,81)</p>	
$\Delta Y_{ale} = 0,21 \Delta Y_{ale (t-1)} + 0,54 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,01 VF_{90-91} - 0,08 ECM_{(t-1)}$ <p>(2,92) (5,54) (1,99) (-2,27)</p>	
BI-FVEC	
RELACIÓN DE LARGO PLAZO	
$Y_{ruem} = -2,12 + 1,23 Y_{ale} - 0,08 VF_{90-08}$ <p>(-9,51) (69,87) (-9,21)</p>	Test de cointegración (b): 0,04
ESPECIFICACIÓN DINÁMICA	
$\Delta Y_{ruem} = 0,38 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,21 \Delta Y_{ruem (t-2)} + 0,08 \Delta Y_{ale (t-1)} - 0,03 ECM_{(t-1)} - 0,01 \Delta P_o (t-4) + 0,01 \Delta B_e (t-1)$ <p>(4,88) (2,73) (2,24) (1,82) (-2,63) (3,42)</p>	
$\Delta Y_{ale} = 0,24 \Delta Y_{ale (t-1)} + 0,49 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,01 VF_{90-91} - 0,10 ECM_{(t-1)} - 0,01 \Delta P_o (t-3) + 0,02 \Delta B_e (t-2)$ <p>(3,34) (4,68) (2,04) (2,69) (-1,94) (2,39)</p>	
TRI-FVEC	
RELACIÓN DE LARGO PLAZO	
$Y_{ruem} = 0,39 + 0,55 Y_{ale} + 0,44 Y_{usa} - 0,04 VF_{90-08}$ <p>(1,92) (9,73) (12,45) (-6,25)</p>	Test de cointegración (b): 0,05
ESPECIFICACIÓN DINÁMICA	
$\Delta Y_{ruem} = 0,27 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,21 \Delta Y_{ruem (t-2)} + 0,08 \Delta Y_{usa (t-1)} + 0,07 \Delta Y_{ale (t-1)} - 0,04 ECM_{(t-1)} - 0,00 \Delta P_o (t-4) + 0,01 \Delta B_e (t-1)$ <p>(3,40) (2,60) (1,89) (2,24) (-1,93) (-2,05) (2,19)</p>	
$\Delta Y_{ale} = 0,21 \Delta Y_{ale (t-1)} + 0,20 \Delta Y_{ruem (t-1)} + 0,25 \Delta Y_{usa (t-1)} + 0,01 VF_{90-91} - 0,08 ECM_{(t-1)} - 0,01 \Delta P_o (t-3) + 0,01 \Delta B_e (t-2)$ <p>(3,01) (1,58) (2,93) (2,41) (1,73) (-1,86) (1,75)</p>	
$\Delta Y_{usa} = 0,21 + 0,18 \Delta Y_{usa (t-1)} + 0,25 \Delta Y_{ruem (t-1)} - 0,18 \Delta Y_{ale (t-1)} - 0,01 \Delta P_o (t-4) + 0,03 \Delta B_e (t-1)$ <p>(4,95) (2,16) (1,90) (-2,71) (-2,39) (3,60)</p>	

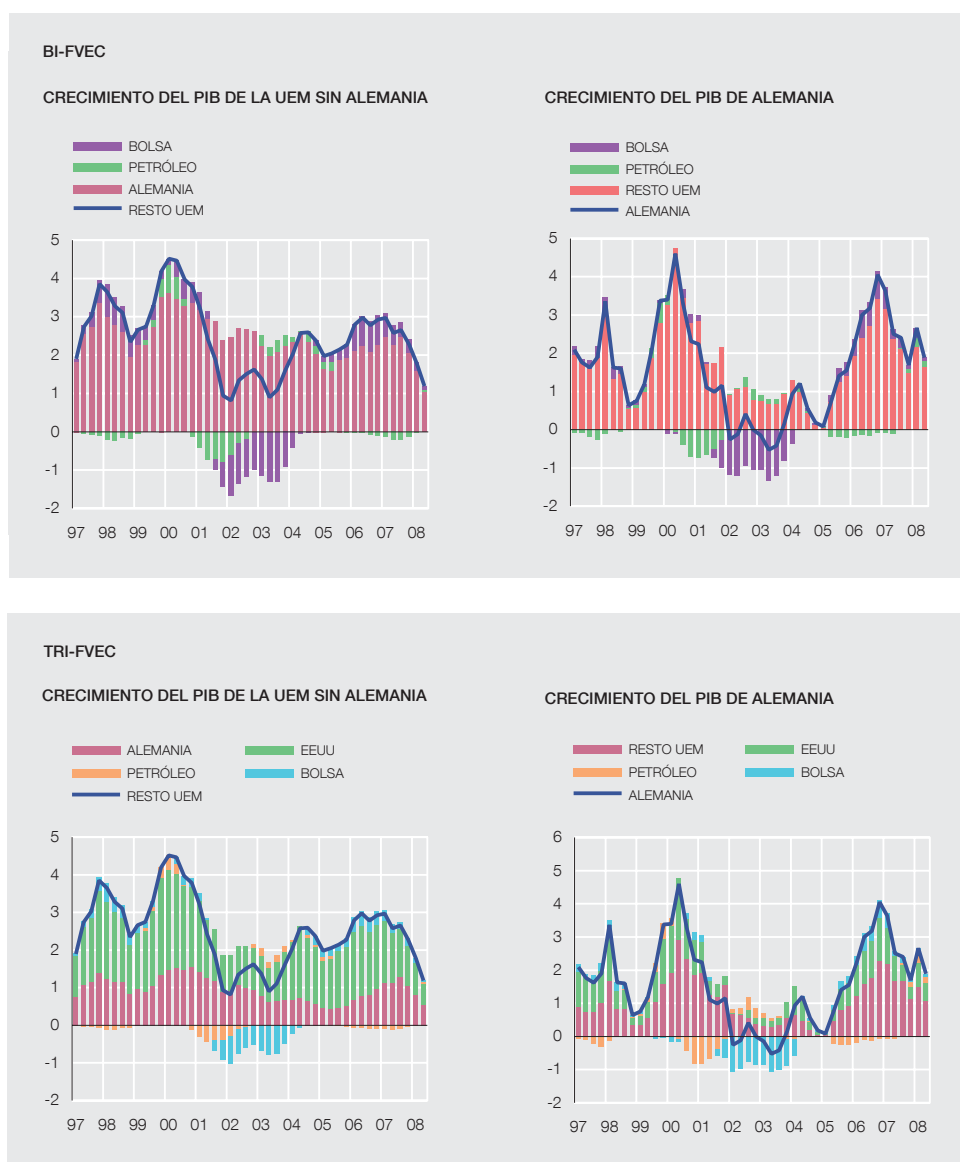
FUENTE: Banco de España.

a. Y_{ruem} es el PIB del resto de la UEM, Y_{ale} es el PIB de Alemania, Y_{usa} es el PIB de Estados Unidos, P_o es el precio del petróleo (brent), B_e es el índice bursátil EUROSTOXX, ECM es el mecanismo de corrección del error de la relación de largo plazo. Todas las variables están expresadas en logaritmos. Δ indica que la variable está expresada en tasas de crecimiento. Entre paréntesis se recoge el error estándar estimado de los coeficientes.

b. Test de Cointegración de Philip-Perron (P-valor).

La estimación de este modelo ampliado (bi-FVEC) está recogida en el cuadro 2. Tal y como se podría esperar, las variaciones del precio del petróleo tienen un impacto significativo con un cierto retraso (el tercer retardo para Alemania y el cuarto para el resto de la UEM), que refleja el tiempo que tarda en trasladarse a los costes de las empresas la subida en el precio de esta materia prima, mientras que la bolsa tiene un impacto más inmediato (el primer retardo en el caso del resto de la UEM y el segundo para Alemania). En este modelo, la velocidad de ajuste es ligeramente mayor, tardando en llegar al equilibrio algo menos de tres años en Alemania y ocho años en el resto de la UEM.

Para evaluar este modelo frente a la especificación anterior, se calcula el error cuadrático medio (ECM) de las previsiones dentro y fuera de la muestra de cada modelo para un horizonte



FUENTE: Banco de España.

temporal de uno a ocho trimestres. El modelo bi-FVEC es superior al bi-VEC en las previsiones dentro y fuera de la muestra, tanto para el conjunto de la UEM como para Alemania y el resto de la UEM por separado para todos los horizontes considerados.

Finalmente, el gráfico 2 muestra las contribuciones dinámicas de las tres variables explicativas del modelo bi-FVEC al crecimiento de Alemania y del resto de la UEM durante el período 1997-2008. Tal y como cabría esperar, en ambos casos el crecimiento del otro bloque del área constituye la contribución más relevante durante todo el período analizado. Por su parte, aunque las contribuciones del precio del petróleo y de la bolsa europea son de mucha menor magnitud, han tenido bastante relevancia en determinados momentos. Así, durante la crisis de las empresas tecnológicas la caída en la bolsa limitó el crecimiento en la UEM en 1 punto porcentual (pp) en promedio, mientras que durante el período reciente de auge bursátil (2005-2007) la bolsa impulsó el crecimiento en 0,3 pp. En cuanto al precio del petróleo, las fuertes subidas del mismo en 1999-2000 y 2003-2005 redujeron el crecimiento, con un retraso de tres-cuatro trimestres, en seis y una décima en promedio, respectivamente.

Por último, en esta sección se estima el modelo tri-FVEC, que incluye como variable endógena adicional el PIB de Estados Unidos. Este regresor es relevante para explicar el crecimiento del área del euro, dada la fuerte relación económico-financiera que este país mantiene con la UEM. Además, al mostrar una correlación adelantada con la UEM, el PIB de Estados Unidos puede servir como un buen instrumento de previsión de la evolución de la economía europea.

El análisis de causalidad muestra que Estados Unidos causa (en el sentido de Granger) a la UEM, pero no al revés. Por su parte, como se desprende del test de cointegración de Johansen, solo existe una relación de cointegración significativa entre las tres variables (véase cuadro 2). Es decir, existe una única relación de equilibrio en el largo plazo al que convergen las tres economías tras una perturbación. La estimación de dicha relación muestra que el PIB de Alemania tiene mayor importancia que el de Estados Unidos a la hora de explicar el crecimiento del resto de la UEM.

En este modelo se reducen de forma notable los errores cuadráticos medios tanto dentro como fuera de la muestra respecto a los anteriores para todos los horizontes evaluados. Estos resultados corroboran que el PIB de Estados Unidos es un buen predictor de la actividad económica tanto de la UEM en su conjunto como de sus distintos componentes.

El gráfico 2 muestra las contribuciones dinámicas de las variables al crecimiento de las dos economías durante el período 1997-2008. El principal contribuyente al crecimiento del *output* de Alemania, como cabría esperar, ha sido el crecimiento del resto de la zona del euro. En el caso del *output* del resto de la UEM, el principal impulsor ha sido Estados Unidos, pese a que tiene un peso menor que el de Alemania, por el débil crecimiento que ha tenido la economía alemana durante la década estudiada, 1 pp menor que el de Estados Unidos. La inclusión en el modelo de Estados Unidos hace que el peso y contribuciones de las demás variables hayan disminuido respecto al modelo FVEC. Pese a ello, tanto la bolsa como el petróleo mantienen una contribución relevante en los períodos indicados en el apartado anterior.

Ejercicio de previsión y análisis de escenarios alternativos

Estos modelos permiten realizar ejercicios de interés para el estudio de la evolución económica de la UEM. En primer lugar, son útiles para evaluar la coherencia de las previsiones de organismos internacionales con las correlaciones históricas estimadas por el modelo. El cuadro 3 recoge el crecimiento anual previsto para el período 2009-2010 por la OCDE, el FMI, la CE, el BCE y *Consensus*, mientras que el gráfico 3 representa la estimación trimestral de la OCDE para ese período. Se puede concluir que todas estas predicciones son coherentes con la relación histórica existente entre las áreas que componen la UEM, recogida por el modelo Tri-FVEC, al tiempo que los modelos más sencillos (Bi-FVEC y Bi-VEC) ofrecen una visión más optimista. Esto refleja que en la coyuntura actual es indispensable tener en cuenta variables como el crecimiento del precio del petróleo, de la bolsa o del PIB de Estados Unidos, que reflejan el impacto o el mecanismo de transmisión de perturbaciones de carácter internacional y financiero. Por otro lado, cabe destacar que aquellos organismos que han publicado sus estimaciones más recientemente son más pesimistas sobre las perspectivas para todo el horizonte de previsión, posiblemente como consecuencia del fuerte deterioro de la actividad económica observado en los últimos meses de 2008. Finalmente, la OCDE coincide con el modelo en que es probable que la UEM vuelva a experimentar crecimientos positivos entre finales de 2009 y principios de 2010.

En segundo lugar, el tri-FVEC se puede utilizar para comprobar si la unificación alemana y la creación del área del euro han modificado las relaciones históricas entre el crecimiento de los bloques que forman la UEM. Para ello, se reestima el modelo hasta el trimestre anterior a di-

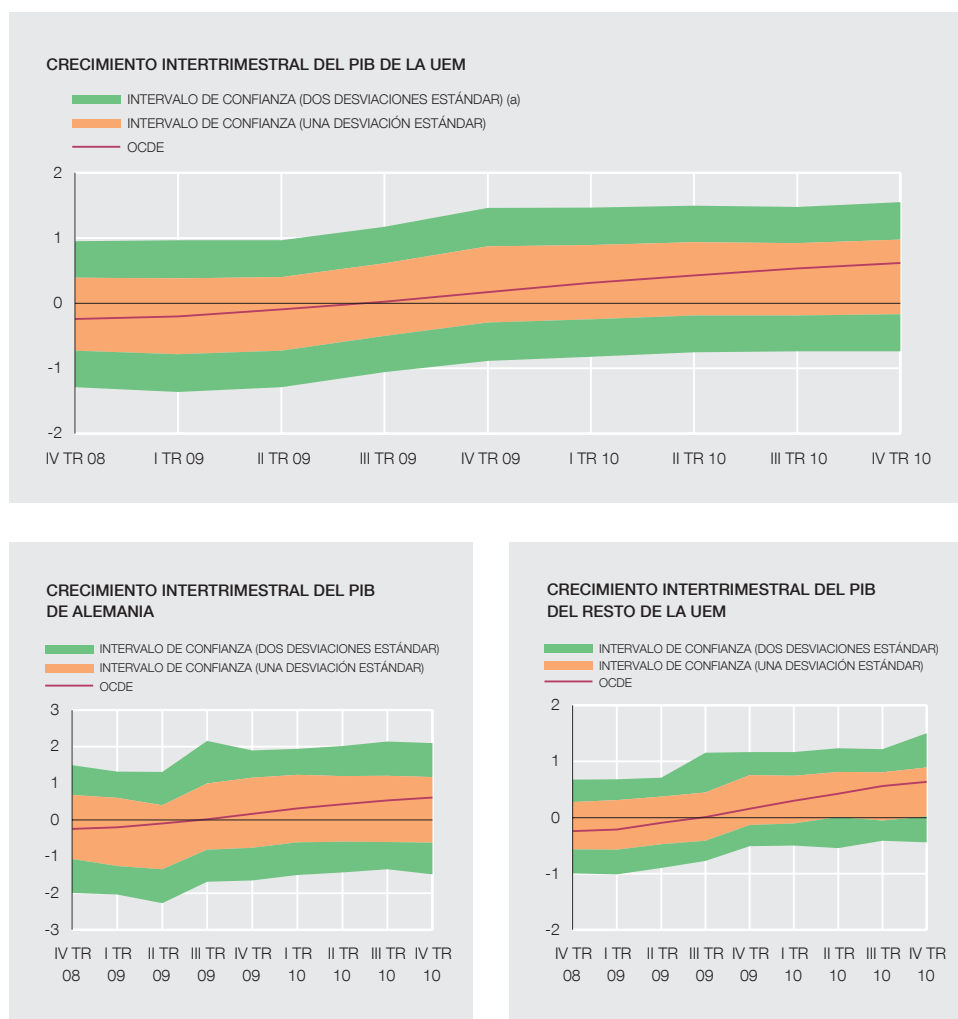
	2008	2009	2010
Comisión (a)	0,9	-1,9	0,4
FMI (a)	1,0	-2,0	0,2
OCDE (b)	1,1	-0,6	1,2
BCE (c)	(0,8 -1,2)	(-1,0)	(0,5 -1,5)
Consensus (a)	1,0	-1,4	0,8
Intervalo de confianza (una desviación estándar)			
Tri-FVEC	(0,9 -1,2)	(-2,7 -1,7)	(-1,2 -3,4)
Bi-FVEC	(1 -1,2)	(-1,8 -1,5)	(-0,5 -3,6)
Bi-VEC	(1 -1,3)	(-0,7 -2,9)	(0 -4,3)

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus*, Fondo Monetario Internacional (WEO), OCDE (*Economic Outlook*) y Banco de España.

- a. Previsiones de enero de 2009.
b. Previsiones de noviembre de 2008.
c. Previsiones de diciembre de 2008.

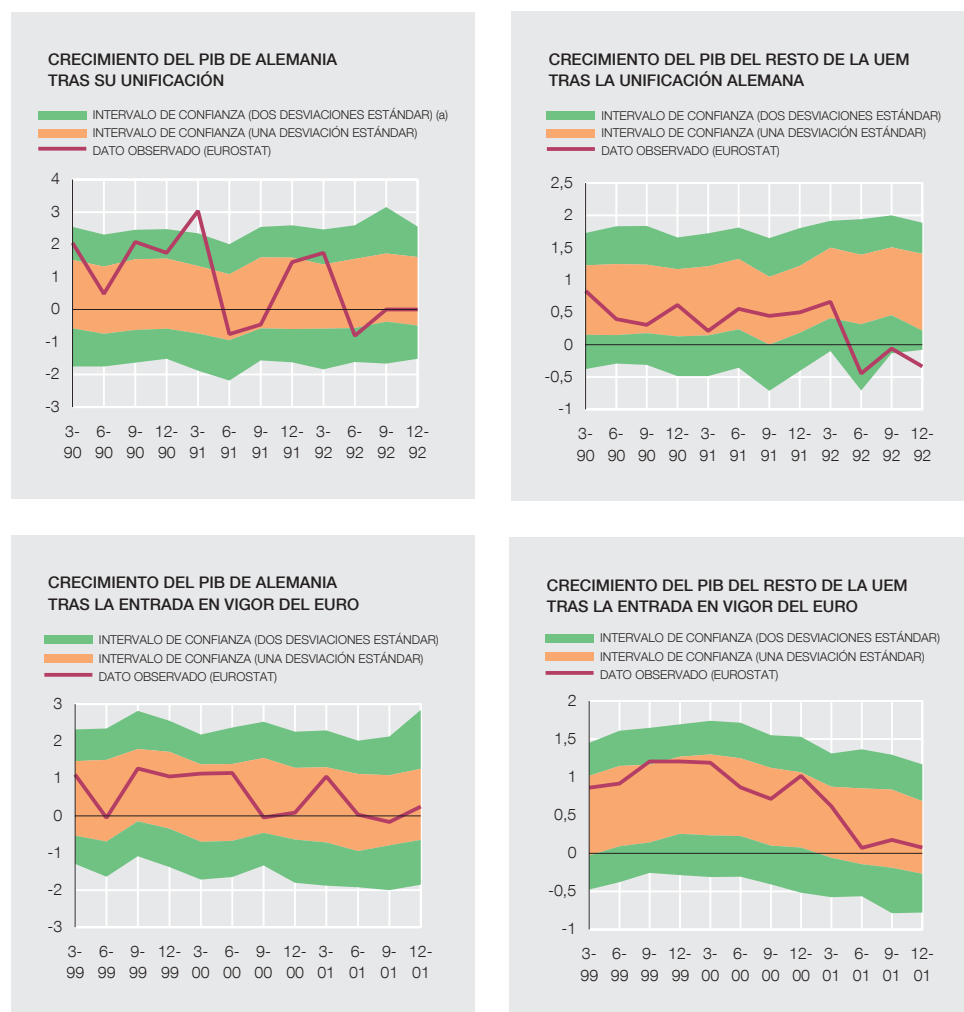
CRECIMIENTO EN EL PERÍODO 2009-2010

GRÁFICO 3



FUENTES: Banco de España y OCDE.

- a. Todos los intervalos de confianza están calculados a partir del modelo tri-FVEC.



FUENTES: Banco Central Europeo, OCDE y Banco de España

chos eventos, con el que se realiza una previsión para el período de interés. La parte superior izquierda del gráfico 4 confirma que el crecimiento de Alemania en los años posteriores a su unificación fue distinto a lo que podría esperarse de acuerdo con el patrón histórico, puesto que el dato observado excede las bandas de confianza estimadas en torno a las previsiones del modelo (para un nivel de significatividad tanto del 95% como del 68%⁶). Esto sugiere la existencia de un cambio estructural en la relación de las dos economías a partir de ese período, y corrobora que es necesario incluir en los modelos referidos a todo el período muestral una variable ficticia, tanto en la relación de largo plazo como en la dinámica. Sin embargo, los paneles inferiores del gráfico 3 muestran que la entrada en vigor de la UEM no parece haber supuesto un cambio tan significativo en la relación entre estas economías del área, si bien en el caso del resto de la UEM el crecimiento se acerca casi de forma constante al extremo superior de la banda confianza (al 68%).

Los modelos son útiles también para estudiar el impacto de diferentes escenarios de crecimiento de las variables exógenas (véase cuadro 4). En particular, un aumento transitorio del precio del petróleo del 10% por encima de un escenario base teórico reduciría el crecimiento del PIB del área del euro en 0,05 pp para cada uno de los dos años posteriores. Esta pertur-

6. El nivel de significatividad del 95% se obtiene multiplicando el error estándar de la previsión por dos, mientras que el del 68% es igual al error estándar.

		Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 4	Escenario 5
		Perturbación transitoria en T		Escenarios de crecimiento alternativo en T		
		10% petróleo	-10% bolsa	-1% Alemania	-1% resto de la UEM	-1% EEUU
UEM	T	0,00	0,00	-0,29	-0,71	0,00
	Año 1	-0,05	-0,24	-0,28	-0,80	-0,36
	Año 2	-0,05	-0,05	-0,07	-0,09	-0,13
Alemania	T	0,00	0,00	-1,00	0,00	0,00
	Año 1	-0,10	-0,28	-0,34	-0,57	-0,47
	Año 2	-0,04	-0,03	0,00	-0,09	-0,05
Resto de la UEM	T	0,00	0,00	0,00	-1,00	0,00
	Año 1	-0,04	-0,22	-0,26	-0,89	-0,31
	Año 2	-0,06	-0,06	-0,10	-0,09	-0,17

FUENTE: Banco de España.

bación no tendría efectos hasta el período T+3 en el caso de Alemania y hasta el período T+4 en el del resto de la UEM, siendo ligeramente más importante para el primero.

El segundo escenario considerado es una desaceleración del crecimiento del mercado de valores europeo de 10 pp por debajo del escenario base durante un trimestre. La magnitud del impacto en este caso es algo mayor que en el del petróleo, aunque más rápida y homogénea en el tiempo. Así, la mayoría del efecto del deterioro de los mercados bursátiles se concentraría durante el año siguiente a la perturbación, con una reducción de 0,28 pp en Alemania y de 0,22 pp en el resto de la UEM. Por el contrario, en el segundo año el impacto se reduciría considerablemente.

El modelo también permite evaluar las consecuencias de una reducción (exógena) transitoria del PIB alemán⁷ de un 1%, que contraería el PIB de la UEM en impacto y en el primer año 0,3 pp. A este resultado contribuye el deterioro tanto del PIB alemán (0,34 pp) como el del resto de la UEM (0,26 pp). En el segundo año el efecto sería mucho menor (0,07 pp), principalmente vía resto del área. Por su parte, un crecimiento un 1% menor en el PIB del resto de la UEM durante un trimestre generaría un impacto contemporáneo sobre el conjunto del área cercano a 0,7 pp, y para el conjunto del primer año, de 0,6 pp. Esta perturbación tiene una mayor repercusión que la anterior no solo por el mayor peso que tiene el resto de la UEM sobre el conjunto (aproximadamente dos tercios), sino también por su mayor incidencia sobre la economía alemana.

En esta misma línea, un menor crecimiento del *output* de Estados Unidos durante un período (un 1% inferior), por causas exógenas, supondría que la economía de la eurozona reduciría su crecimiento en 0,35 pp durante el primer año y en 0,15 pp en el segundo. A nivel desagregado, Alemania se vería más afectada en el año 1 (-0,5 pp, frente a -0,3 pp del resto de la UEM), mientras que en el siguiente año el impacto sería inferior y similar para ambas áreas. Es de señalar que el efecto de un cambio en el crecimiento de Estados Unidos es más pronunciado en Alemania, aunque tiene una mayor persistencia para el resto de la UEM.

7. Dado que el modelo es lineal, el impacto de una subida y de una bajada es simétrico, por lo que únicamente vamos a considerar uno de ellos, aunque los gráficos incorporan ambos.

Conclusiones

Este artículo compara, en primer lugar, las características básicas del crecimiento de Alemania y del agregado «resto de la UEM» durante las últimas cuatro décadas. El análisis muestra que existe una fuerte correlación contemporánea entre el crecimiento de ambos bloques de la economía europea, interrumpida solo temporalmente por el proceso de unificación alemana. En este mismo sentido, la descomposición de la actividad entre ciclo y tendencia sugiere que ambas economías comparten una senda de largo plazo, sobre todo hasta el año 1992, mientras que sus fluctuaciones cíclicas en torno a esta son relativamente similares. Asimismo, se contrasta una marcada correlación de estas economías con Estados Unidos, aunque con un retardo de dos trimestres.

A pesar de este comportamiento común, también existen divergencias. En particular, la actividad en Alemania ha mostrado una evolución algo más volátil durante todo el período y ha registrado un mayor número de recesiones. Por otro lado, en términos per cápita, el PIB alemán se ha mantenido sistemáticamente en torno a un 20% por encima del resto de la UEM. Finalmente, los datos indican que la actividad en el resto de la UEM causa (en el sentido de Granger) a la de Alemania, es decir, que este país se ve afectado por las perturbaciones originadas en el resto del área.

De acuerdo con esas características descritas, se han desarrollado tres modelos econométricos sencillos que interrelacionan el crecimiento de las dos economías en que se ha dividido la UEM, el precio del petróleo, la bolsa europea y el crecimiento de Estados Unidos.

Estos modelos permiten, en primer lugar, comprobar si las predicciones de organismos internacionales para el período 2009-2010 son coherentes con los patrones históricos recogidos por los modelos. En segundo lugar, se constata que el proceso de unificación alemana ha sido un hecho excepcional, en cuanto a que en ese período la relación entre su crecimiento y el del resto de la UEM no se comporta según su relación histórica. A diferencia del ejercicio anterior, la creación del área del euro en 1999 no ha supuesto un cambio similar en la relación entre ambas economías, ni con respecto a Estados Unidos.

Por último, los modelos posibilitan también el análisis de la repercusión que tendrían escenarios alternativos sobre el crecimiento del área del euro. En particular, cabe destacar que el impacto tanto de cambios en la bolsa o el petróleo como en el crecimiento de Estados Unidos es más acusado sobre el crecimiento de Alemania que sobre el del resto de la UEM. Por otra parte, un mayor crecimiento (exógeno al modelo) del resto de la UEM incide más sobre Alemania que a la inversa. En conjunto, estos resultados sugieren que las perturbaciones exógenas afectan más a Alemania y que esta economía tiene una mayor dependencia del resto de la UEM que a la inversa.

11.2.2009.

LA POLÍTICA DE «PRÉSTAMOS A PAÍSES EN MORA» DEL FMI: LECCIONES
DE EPISODIOS RECIENTES DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA SOBERANA

La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Erce Domínguez, Laura Fernández Vilaseca y Juan Vázquez Zamora, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Las reestructuraciones de deuda soberana han estado presentes de forma recurrente en las discusiones de política internacional. Al comienzo de la presente década se abrió un debate en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en torno a la posibilidad de establecer un mecanismo de reestructuración de deuda soberana para resolver estas situaciones¹. Sin embargo, dicha propuesta no prosperó y dio paso a una alternativa menos ambiciosa, consistente en la inclusión de cláusulas de acción colectiva y otras innovaciones en las emisiones internacionales de bonos soberanos. El Fondo carece de un instrumento específicamente diseñado para combatir escenarios de reestructuración de deuda soberana y ha ido adaptando sus actuaciones a las circunstancias de cada caso.

En general, el FMI ha intervenido en estos procesos con un programa financiero aprobado antes del plan de reestructuración o como resultado del mismo. Si el país entra en mora con sus acreedores privados externos, se pone en funcionamiento además la política de préstamos a países en mora (o *Lending into arrears*, LIA, según sus siglas en inglés). El objetivo de esta política es salvaguardar los recursos de la institución, al tiempo que incentivar un comportamiento cooperativo por parte de las autoridades. Aunque existen casos de reestructuraciones con programas tradicionales, en los que no hay impagos a acreedores privados externos, los episodios de reestructuración de deuda suelen venir asociados a la política de LIA.

La actuación del Fondo en la última crisis argentina puso de manifiesto las contradicciones de la política de LIA y abrió el debate sobre su posible reforma. Este artículo está basado en un trabajo² que tiene por objetivo contribuir a ese debate, a partir del análisis de ocho procesos recientes de reestructuración de deuda: Argentina, República Dominicana, Ecuador, Pakistán, Rusia, Serbia, Ucrania y Uruguay³. En él se argumenta que la reformulación de la política de LIA debe orientarse a dar mayor transparencia a este instrumento, dotándolo de directrices más claras sobre el papel que el FMI ha de desempeñar en las reestructuraciones.

En la siguiente sección se describen las principales características de la política de préstamos a países en mora. A continuación se presenta el análisis de los casos de estudio y se identifican las limitaciones de la política de LIA. La siguiente sección describe el papel desempeñado por el FMI en los procesos de reestructuración. A modo de conclusión, se presenta una serie de propuestas para la posible reformulación de la política de préstamos del FMI.

La política de préstamos a países en mora (LIA)

La postura del FMI frente a la existencia de impagos ha ido evolucionando hasta derivar en la actual configuración de la política de LIA. Hasta el año 1989, el FMI mantuvo una postura de no tolerancia de moras con acreedores privados, para incentivar que estos y sus deudores alcanzaran acuerdos de reestructuración. La institución solo financiaba programas en países que no presentasen impagos y que no acumulasen nuevas moras durante

1. El FMI presentó una propuesta para la creación de un *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* que planteaba la creación de un marco estatutario para la resolución de crisis de deuda soberana. 2. Este artículo está basado en el Documento Ocasional del Banco de España n.º 0805, *The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending Into Arrears*. 3. Díaz-Cassou et ál. (2008a) contiene un análisis pormenorizado de estos ocho episodios.

el período de duración del mismo. Sin embargo, la crisis de deuda de la década de los ochenta modificó la lógica que sustentaba la tolerancia cero de los impagos. El fortalecimiento de los balances de los bancos comerciales y el desarrollo de los mercados secundarios de deuda hizo que los acreedores se mostraran cada vez más reacios a llegar a acuerdos con las autoridades.

En ese contexto, la no tolerancia de moras otorgaba de facto un derecho de veto a los bancos comerciales sobre los programas del FMI. Así, en 1989 se introdujo la política de LIA para reducir esta capacidad de bloqueo de los acreedores. Nació uno de los pilares de actuación de la institución en episodios de reestructuración de deuda soberana, que permitió al FMI conceder préstamos a países en mora con bancos comerciales, bajo la condición de que estuviese en marcha una negociación entre autoridades y acreedores privados, aun cuando se acumulasen nuevas moras durante el programa.

Desde entonces, la política de LIA ha experimentado diversas modificaciones. En 1998 fue ampliada para incluir deuda bonificada, respondiendo a la transformación de los flujos internacionales de capital y a la creciente titulización de la deuda soberana. Un año después, los requisitos para su aplicación fueron suavizados ante la complejidad de las negociaciones derivada de la creciente diversificación de los acreedores. A partir de entonces, la existencia de buena fe en las negociaciones por parte de las autoridades pasó a ser la única condición necesaria para la aprobación del programa. Más tarde, en 2002, se introdujo una serie de principios para facilitar la evaluación del criterio de la buena fe.

Como resultado de esta evolución, en la actualidad la política de LIA permite al FMI conceder préstamos a países en mora bajo dos requisitos procedimentales:

- 1 Cumplimiento del *criterio de buena fe*: el soberano ha de esforzarse en alcanzar un acuerdo con sus acreedores privados, permitiéndoles participar de forma temprana y activa en el diseño de las estrategias de reestructuración y compartiendo con ellos toda la información relevante.
- 2 Deben realizarse *Financing Assurances Reviews* mientras sigan existiendo impagos. Estas revisiones determinan si existen garantías de buen uso de los recursos del Fondo y si las negociaciones deudor-acreedores perjudican el proceso de ajuste.

Más allá de estos dos requisitos, la política de LIA no especifica qué papel debería desempeñar el FMI en procesos de reestructuración con impagos a acreedores privados externos.

Casos de estudio

En todos los casos de reestructuración de deuda soberana cubiertos en el análisis realizado, el FMI aprobó un programa antes, durante o después de ese proceso. Sin embargo, no en todos la política de LIA entró en funcionamiento. Estos casos son también de utilidad, ya que la no activación de esta política ilustra aspectos adicionales que deberían tenerse en cuenta al reformar el marco de actuación del Fondo.

En este trabajo se presentan cuatro dimensiones de las reestructuraciones que son relevantes para entender qué aspectos de la actual política deberían modificarse: (i) el momento de la reestructuración: si es preventiva o *post-default*; (ii) el carácter global o selectivo del proceso; (iii) la existencia o no de un trato diferencial a diferentes grupos de acreedores, y (iv) el papel desempeñado por el FMI. La cuarta sección del artículo se dedica al análisis de esta última dimensión; las tres primeras se abordan a continuación.

País	Naturaleza del problema				Deuda reestructurada		Intercambio de deuda			Acceso al mercado internacional de capitales	
	Deuda (% del PIB) (a)	Liquidez		Liquidez frente a solvencia	% del PIB	% de la deuda total	Duración (trim.) (c)	Pérdidas (VPN)	Participación (%)	1.ª emisión int. de bonos (trim.)	EMBI inferior a 1.000 pb (trim.)
		SD (b)/ export.	SD (b)/ reservas								
Pre-default											
Rep. Dominicana	56	0,08	3,53	Liquidez	10	17,5	5	1	97	8	2,5
Pakistán	84	0,22	1,41	Liquidez	31	61 (d)	12	30	99	21	12,0
Ucrania	42	0,07	0,57	Liquidez	9	53 (d)	7	32	99	17	13,0
Uruguay	103	0,40	4,20	Ambiguo	43	42	1	14	93	3	1,0
MEDIA	71	0,19	2,42		23	43	4	19	97	12	7,1
Post-default											
Argentina	130	0,30	0,65	Solvencia	30	56,0	13	73	76	20	14,0
Ecuador	101	0,35	1,19	Solvencia	45	44,5	4	26	97	24	16,5
Rusia	52	0,07	0,37	Ambiguo	24	39 (d)	4	48	92	13	11,0
Serbia	64	—	—	Solvencia	—	—	—	62	—	Pendiente	—
MEDIA	86,7	0,24	0,74		33	47,0	7	42	88	19	10,3

FUENTE: Banco de España, con datos del GDF, WDI, IADB y FMI.

a. En el momento del lanzamiento del intercambio de la deuda o datos disponibles más cercanos.

b. SD: Servicio de la deuda.

c. Desde el anuncio del plan de reestructuración/impago por parte de las autoridades hasta el cierre oficial del intercambio de deuda.

d. Deuda reestructurada sobre deuda total exterior.

TIMING DE LA REESTRUCTURACIÓN

En principio, cabría esperar que las reestructuraciones preventivas —realizadas para evitar un deterioro financiero mayor— estuvieran asociadas con problemas de liquidez, y las *post-default* —realizadas tras el impago—, con problemas de solvencia. En ese caso, la política de LIA se activaría en esta segunda opción, coincidiendo con unos indicadores de deuda sobre PIB más elevados que en el caso preventivo.

Sin embargo, los datos muestran que esta asociación no siempre se cumple. Como se recoge en el cuadro 1, en las reestructuraciones preventivas de Pakistán y Uruguay los niveles de deuda pública ascendían al 84% y al 103% del PIB, respectivamente, propios de una situación de insostenibilidad de la deuda. Por su parte, en las reestructuraciones de Rusia y Serbia los niveles de deuda sobre PIB se mantuvieron en cotas más bajas, en torno al 52% y 64%, respectivamente, a pesar de que el proceso se iniciase tras el impago. Esta ambigüedad también se refleja en los indicadores de liquidez: Uruguay y Pakistán tenían ratios de deuda sobre exportaciones mayores que los de Rusia, mientras que el indicador de deuda sobre reservas era mayor en la República Dominicana, Pakistán y Uruguay que en los casos *post-default*.

En conclusión, la sostenibilidad de la deuda y/o los problemas de liquidez no parecen explicar, por sí solos, la decisión de las autoridades de mantenerse al corriente en los pagos externos durante las reestructuraciones. Los factores políticos y sociales del país sí son clave en la declaración de un *default*. En Serbia, por ejemplo, la mayoría de los impagos se acumuló durante el conflicto armado y en Argentina el impago se anunció tras la caída del gobierno electo, señalando un cambio de orientación de las políticas económicas.

Desde el punto de vista de la racionalidad económica, las reestructuraciones tienden a ser más fáciles si no se han suspendido pagos. El cuadro 1 confirma que las reestructuraciones *pre-default* se completaron más rápidamente y con una mayor participación de acreedores en el intercambio (si bien hay que tener en cuenta que los datos están sesgados por la especial duración del caso de Argentina). Los países que se mantuvieron al corriente en sus pagos



FUENTE: H. Enderlein, L. Muller y C. Trebesh (2007).

externos también recuperaron antes el acceso a los mercados financieros internacionales —como la República Dominicana y Uruguay—.

En el evento de impago, los gobiernos parecen ganar poder de negociación. Esto explicaría por qué el alivio de deuda y la proporción de deuda reestructurada son mayores en los episodios *post-default*. El esquema 1 ilustra este punto; siguiendo a Enderlein et ál. (2007), se ordenan las crisis analizadas en función del nivel de coerción de las autoridades y se confirma que este fue superior en situaciones *post-default*. En los episodios preventivos, las autoridades tienen incentivos para llegar a un acuerdo lo antes posible, ya que la condonación tiene lugar una vez completado el intercambio de la deuda. En cambio, en casos de impago los soberanos pierden el interés en acelerar el acuerdo, puesto que ya se ha incurrido en el coste asociado con el impago, lo que les permite negociar con más dureza, buscando mayores niveles de condonación de deuda. Esto apunta a la existencia de un *trade-off* entre mantenerse al corriente en los pagos y recuperar rápidamente el acceso a los mercados internacionales, o declarar el impago y conseguir un mayor alivio de la deuda.

ÁMBITO DE LA REESTRUCTURACIÓN

El enfoque parcial o global del proceso es otra dimensión importante con vistas a entender la dinámica de las reestructuraciones y el papel desempeñado por el FMI. Las reestructuraciones parciales se concentran en instrumentos de deuda específicos y generalmente se producen cuando las presiones de liquidez se originan en categorías concretas de deuda o cuando el soberano prefiere excluir parte de los acreedores del proceso. Por otro lado, las reestructuraciones globales abarcan las principales modalidades de deuda —generalmente, excluyendo la deuda multilateral, dado el carácter de acreedor preferencial del FMI y de otras instituciones financieras internacionales—. Más allá de la participación o no de la deuda oficial, el carácter global de una reestructuración puede estar señalando, como en el caso uruguayo, el deseo de llevar a cabo una reestructuración lo más cooperativa posible, descartando el trato discriminatorio entre instrumentos. El gráfico 1 compara la estructura de deuda ex-ante con la estructura de la deuda renegociada. Cuanto más similares son ambas, más equitativo y global es el proceso de reestructuración. El análisis muestra que Uruguay y Serbia siguieron una estrategia más global. En el otro extremo, en los casos de Rusia, Ecuador y Pakistán las autoridades optaron por una estrategia más selectiva.

El análisis dinámico de las reestructuraciones muestra que los gobiernos tienden a preservar cierto grado de selectividad. En Argentina intentaron aliviar las presiones de liquidez de más corto plazo a través de intercambios voluntarios de deuda (*mega-swap*, junio de 2001) y en Rusia intercambiaron deuda en dólares por eurobonos (julio de 1998). También en Ecuador y en Ucrania la estrategia inicialmente adoptada fue de naturaleza selectiva. Sin embargo, en ninguno de estos cuatro casos el resultado fue satisfactorio y todos necesitaron un proceso de reestructuración global.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

Por otro lado, cuando las autoridades han de reestructurar su deuda oficial suelen acudir en primera instancia al Club de París (CP). Este tipo de acuerdos incorpora la «cláusula de comparabilidad de trato», que establece que los soberanos habrán de acordar la misma reducción de deuda con otros agentes (privados y oficiales), lo que condiciona fuertemente la estrategia de reestructuración. La República Dominicana, Pakistán y Serbia firmaron acuerdos tempranos con el CP. Uruguay, sin embargo —posiblemente, por la baja cuantía de su deuda—, decidió no renegociarla. En el caso argentino tampoco se pudo firmar un acuerdo con el CP, porque no se cumplía el prerrequisito de tener un programa vigente con el FMI.

Dado que la cláusula de comparabilidad de trato solo se aplica si el CP inicia la reestructuración, cabe la posibilidad de que los países prefieran posponer estos acuerdos y así retener la opción de discriminar entre acreedores y tipos de deuda. Este fue el caso de Ecuador y de Ucrania, que firmaron el acuerdo con el Club una vez completada la reestructuración privada.

INVERSORES INVOLUCRADOS

La proporción de deuda soberana en manos de residentes ha aumentado en los últimos años. Como resultado, y tal y como sucedió en Argentina, Rusia, Uruguay y, en menor medida, en



FUENTE: Estadísticas nacionales.

Ecuador y Ucrania, los acreedores domésticos se han visto cada vez más implicados en los procesos de reestructuración de deuda.

La situación económica y financiera de la economía, combinada con una serie de características diferenciales de la deuda doméstica, puede generar incentivos a tratarla de forma diferente a la deuda externa. Por un lado, los acreedores residentes están sujetos al marco legal doméstico, por lo que el soberano tiene más margen para diseñar la reestructuración. También es cierto, sin embargo, que los acreedores domésticos tienen más capacidad para influir en las decisiones del soberano. Por otro lado, la reestructuración puede afectar a la solvencia del sistema financiero nacional, ya que gran parte de la deuda está en manos de bancos e inversores institucionales.

Estas características pueden generar comportamientos discriminatorios que, en algunos casos, han llevado a posponer el ajuste global de la deuda incrementando el coste de la crisis. Así, por ejemplo, las autoridades pueden intentar agotar las fuentes de financiación doméstica para mantenerse al corriente con sus acreedores externos y no perder acceso a los mercados financieros internacionales. Alternativamente, el soberano puede optar por mantener a salvo

su sistema financiero, discriminando en contra de los acreedores externos o excluyendo algunas categorías de deuda doméstica del proceso de reestructuración. La primera opción se preferirá si implica menos costes para la economía doméstica que la pérdida de acceso a la financiación internacional y el inicio de una fase de litigios potencialmente perjudiciales. La segunda será elegida cuando la salud del sistema financiero doméstico esté en riesgo o cuando este no sea capaz de proveer la liquidez necesaria.

Los casos analizados ejemplifican ambas estrategias. Ecuador y Ucrania ofrecieron peores condiciones a los acreedores extranjeros para mitigar el impacto de la reestructuración sobre la economía. En Argentina, las autoridades llevaron a cabo una reestructuración de la deuda doméstica para evitar un impago externo. Cuando esta estrategia resultó insuficiente, las autoridades tuvieron que reestructurar la deuda externa. En Rusia, el impago se produjo sobre la deuda doméstica, que era la principal fuente de presiones de liquidez, para conservar el acceso a los mercados financieros internacionales. Los casos de Argentina y Rusia muestran que en la fase preimpago el soberano prefiere mantenerse al corriente en los pagos externos, forzando reestructuraciones de deuda internas. Una vez que se declara el impago sobre la deuda externa —como ocurrió en Ecuador y Argentina—, las autoridades intentarán limitar el impacto de la crisis en la economía doméstica y los acreedores extranjeros cargarán con el peso de la reestructuración.

El papel del FMI

En todos los países estudiados el FMI participó en la reestructuración, con programas de dimensiones, condiciones y plazos de implementación variables⁴. Una primera distinción relevante entre casos es la activación de la política de LIA, aunque los documentos de los programas no especifican con claridad cuándo entró en funcionamiento dicha política y, con frecuencia, tampoco informan del cumplimiento de sus dos condiciones procedimentales (buena fe y *financing assurance reviews*). En algunos países, los impagos a acreedores privados externos coexistieron con programas del FMI: Argentina, República Dominicana, Ecuador, Rusia, Serbia y Ucrania. Más allá de la provisión de asistencia financiera, la intervención del Fondo en las reestructuraciones de deuda soberana tiene otras dimensiones relevantes.

Un primer factor que se ha de tener en cuenta es la existencia o no de programas ya vigentes antes de la aparición de la crisis, lo que puede condicionar la dinámica de la reestructuración⁵. Si la renovación de los programas no aporta recursos adicionales y simplemente conlleva un *roll-over* de las obligaciones del deudor al Fondo, se plantea un riesgo de conflicto de interés que podría afectar a la legitimidad del FMI como actor independiente, en la medida en que la opinión pública crea que la actuación de la institución tiene por objetivo mantener su status de acreedor preferencial. Este conflicto se acentuaría en presencia de programas heredados de gran volumen.

Por otro lado, el FMI puede influir en las decisiones soberanas. Los analistas coinciden en señalar que el Fondo desempeñó un papel importante en la decisión de reestructurar la deuda en Ecuador, Ucrania y Uruguay, en la suspensión de pagos en Argentina y Rusia —al interrumpirse la asistencia financiera del Fondo, los países no tuvieron alternativa al impago—, y en las negociaciones de Pakistán y Serbia con el CP. En este último caso, la influencia fue indirecta,

4. El cuadro A.1 del anejo contiene una descripción detallada de los diversos programas aprobados antes y durante cada episodio de reestructuración. 5. En función de la vinculación del país con el FMI en el momento de la reestructuración, se distinguen dos grupos de países: (i) países con programas heredados (Argentina, Pakistán, Rusia y Ucrania), en los que el Fondo tenía programas vigentes ya desde varios años antes de la crisis, y (ii) países con programas nuevos, que no contaron con la intervención del Fondo hasta la aparición de la crisis. En este último grupo, los programas se aprobaron después del *default* en Ecuador y en Serbia, y el FMI intervino para atajar la crisis financiera antes del anuncio de la reestructuración de la deuda en la República Dominicana y en Uruguay.

ya que la existencia de un programa del Fondo es una de las condiciones para iniciar las negociaciones con el CP.

El papel del FMI como agente de ajuste también es importante. La determinación del ajuste doméstico y del tamaño de condonación de deuda se ven influidos tanto por el volumen de recursos asociados a los programas aprobados como por la condicionalidad y el programa de ajuste macroeconómico contenido en los mismos. Esto determina, en gran medida, la dinámica de la reestructuración y condiciona las negociaciones acreedores-deudor.

Íntimamente relacionado con lo anterior está el papel del FMI como proveedor de información. Este papel es especialmente relevante durante episodios de reestructuración de deuda, cuando la incertidumbre y las asimetrías informativas pueden ser más perjudiciales. Como los Estados miembros pueden evitar la publicación de informaciones «sensibles», la provisión de información por parte del Fondo ha sido desigual y más intensa en los episodios de reestructuración más cooperativos (por ejemplo, Uruguay y la República Dominicana).

La provisión de incentivos constituye otra dimensión relevante de intervención por parte del Fondo. El criterio de buena fe condiciona la asistencia financiera del Fondo al comportamiento cooperativo de las autoridades, pero la evaluación del cumplimiento de este criterio resulta complicada y no sigue normas claras. En este sentido, en el caso argentino se planteó un debate en torno a la interpretación a partir de la valoración más o menos favorable sobre la rigidez de la oferta de reestructuración de las autoridades.

Adicionalmente, el Fondo ha intentado coordinar con frecuencia a los acreedores fomentando la participación en el intercambio de deuda mediante la emisión de comunicados de apoyo al proceso de reestructuración.

Algunas ideas para reformar la política de préstamos del FMI

El tipo de intervención del FMI en los diferentes procesos de reestructuración analizados ha dependido de las características específicas de cada caso. Esta flexibilidad le ha dotado de una mayor capacidad de adaptación, pero aumenta la incertidumbre sobre la actuación del Fondo, que en algunos casos ha coexistido con actuaciones controvertidas —como reestructuraciones parciales, *gambling for resurrection strategies*⁶ o conductas discriminatorias—. Cabe preguntarse si el FMI debería continuar con esta estrategia ad hoc o si sería más recomendable establecer unas pautas de acción claras en las reestructuraciones de deuda.

La ausencia de un instrumento destinado a las situaciones de reestructuración de deuda complica la interpretación de la actuación del Fondo, que se beneficiaría de tener un patrón más claro de actuación y canales bien definidos a través de los cuales intervenir en estos episodios. Así, el FMI debería mantener su papel de agente de ajuste, a través de la provisión de asistencia financiera, de un marco macroeconómico y de una condicionalidad, que ancle las expectativas y favorezca el diálogo entre acreedor y deudores.

La información provista por el FMI ha variado considerablemente entre países y los análisis de sostenibilidad de deuda (DSA) han diferido enormemente en formato y alcance. Una mayor sistematización del papel del Fondo como proveedor de información favorecería la resolución satisfactoria de las reestructuraciones. En este contexto, cabe destacar que el FMI tendría una ventaja comparativa significativa frente a un agente privado, al tener mejor acceso a información confidencial, dada su estrecha relación con el país miembro, el *know-how* necesario para

6. Es decir, estrategias de corto plazo (reestructuraciones parciales, etc.) que posponen la resolución de la crisis, aumentan la deuda a largo plazo y son negativas para la evolución de la economía.

producir un DSA y, en ausencia de programas heredados, la independencia propia de un organismo internacional.

En relación con la política de LIA, destacan varios aspectos. En primer lugar, el criterio de buena fe ha mostrado sus deficiencias en numerosas ocasiones como elemento generador de incentivos. Algunos analistas consideran que la buena fe debería eliminarse del marco de la política de LIA. El Banco de Inglaterra ha propuesto recientemente sustituir este criterio por penalizaciones monetarias, imponiendo un sobrecoste al programa LIA. Pero esta propuesta presenta dos limitaciones importantes: (i) legitimar un sobrecoste cuando los acreedores privados deben aceptar pérdidas parece difícil, y (ii) el riesgo de impago puede crecer y poner en peligro el status de acreedor preferente del Fondo. Alternativamente, podrían usarse parámetros objetivos para evaluar el cumplimiento de este criterio, como los *Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructurings*, aunque el Fondo se ha mostrado reticente a ejecutar estos principios. Por último, el FMI podría exigir la publicación de los DSA como muestra de la buena fe de las autoridades —aunque esto no sería posible bajo el actual marco legal, según el cual la publicación de análisis de deuda es voluntaria—.

En segundo lugar, la presencia de programas heredados (exposición financiera previa del Fondo) plantea un riesgo de conflicto de interés, que puede reducir la capacidad del FMI para desempeñar un papel relevante en los procesos de reestructuración. Este fenómeno cobraría especial trascendencia en situaciones de gran exposición financiera, pudiendo invalidar el argumento de *debtor in possession*⁷ como justificación de la financiación oficial del Fondo, y poniendo en peligro la legitimidad de la institución frente a los acreedores privados como agente de ajuste o proveedor de incentivos y de información. Para mitigar este posible conflicto, los programas heredados se podrían suspender automáticamente en el momento del impago. El país perdería acceso a los recursos aún no desembolsados y no estaría obligado a cumplir con los repagos hasta haber resuelto el servicio de su deuda privada.

Podría estudiarse, en línea con la propuesta inglesa, la introducción de una penalización proporcional a los fondos suspendidos y a la duración de la suspensión, a pagar una vez saldadas las deudas con los acreedores privados. Una vez suspendido el programa, el Fondo podría aprobar un programa «puente», a través del cual concedería nueva financiación bajo el amparo de la política de LIA. Así, en lugar de hacer un *roll-over* de las obligaciones heredadas, los programas aprobados bajo la política de LIA estarían aportando nuevos fondos destinados específicamente a combatir la crisis, reforzando el argumento del *debtor in possession*.

Las autoridades estarían incentivadas a cumplir con los dos requisitos de la política LIA para obtener esta financiación adicional. Además, se reduciría la capacidad de los Estados de amenazar con un *default* de la deuda multilateral y lograr así la aprobación de revisiones de los programas existentes. Esta propuesta podría reducir los incentivos del FMI a prestar antes de la aparición de los episodios de crisis. Sin embargo, esto no sería necesariamente negativo, ya que muchos opinan que el Fondo tiende a prestar demasiado antes de que las dificultades financieras surjan, y poco cuando ya hay problemas de deuda.

En tercer lugar, otro de los problemas asociados con la actual definición de la política de LIA es que no contempla las situaciones de impagos a acreedores domésticos. Una focalización

7. Término procedente del derecho mercantil anglosajón sobre bancarrota. Describe situaciones en que los nuevos acreedores que aportan fondos frescos tienen prioridad frente al deudor. El carácter preferencial se justifica porque los nuevos fondos aportados permiten sostener la actividad de la compañía en dificultades mientras reorganiza sus finanzas y renegocia con los acreedores históricos.

excesiva en la deuda doméstica, para evitar la pérdida del acceso a los mercados financieros internacionales, puede poner en peligro la solvencia futura del propio sistema financiero, sin garantizar la sostenibilidad en el medio plazo de la deuda con los acreedores externos. Ignorar las situaciones de impago con acreedores domésticos podría incentivar este tipo de estrategias que posponen la intervención del Fondo y dificultan la resolución satisfactoria del proceso de reestructuración.

Asimismo, el Fondo debería fomentar la adopción de estrategias de reestructuración globales en las fases iniciales de la crisis. Esto evitaría situaciones en las que intentos de limitar el impacto del problema a unas pocas categorías de deuda acaba generando problemas aún mayores en el medio plazo. Una forma en la que el FMI podría evitar tanto la discriminación entre acreedores como la adopción de estrategias selectivas es la imposición de una cláusula en línea con la cláusula de comparabilidad de trato del CP, que garantiza la igualdad de trato entre inversores.

Por último, si bien muchos de los programas de reestructuración de deuda se han implementado en el marco de la política de LIA, dicha política simplemente legaliza la concesión de préstamos en un escenario concreto de impago y no especifica el papel que debería llevar a cabo el FMI en los episodios de reestructuración. Sin embargo, gran parte de las reestructuraciones preventivas analizadas tuvo lugar bajo la amenaza de impago y, dado que las dimensiones identificadas como ámbitos potenciales de intervención del Fondo son igualmente válidas para escenarios preventivos y *post-default*, sería conveniente ampliar el ámbito de acción de la política de LIA a todo tipo de reestructuraciones, más allá de la esfera actual de situaciones de impago a acreedores privados.

23.2.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- DÍAZ-CASSOU, J., A. ERCE-DOMÍNGUEZ y J. J. VÁZQUEZ-ZAMORA (2008a). *Recent Episodes of Sovereign Debt Restructurings: A Case-Study Approach*, Documentos Ocasionales, n.º 0804, Banco de España.
- (2008b). *The Role of the IMF in Recent Sovereign Debt Restructurings: Implications for the Policy of Lending Into Arrears*, Documentos Ocasionales, n.º 0805, Banco de España.
- ENDERLEIN, H., L. MÜLLER y C. TREBESCH (2007). *Measuring Government Coerciveness in Sovereign Debt Crises*, mimeo.

CARACTERÍSTICAS CLAVE DE LOS PROGRAMAS DEL FMI

CUADRO A.1

		Programa	Aprobación	Duración	Cuantía (% de la cuota)
Argentina	Programas heredados	DEG	Mar-00	3 años	5,4 bill. SDR (255)
		1.ª ampliación	Ene-01	—	5,2 bill. SDR (246)
		2.ª ampliación	Sep-01	—	6,3 bill. SDR (300)
	Intervenciones ex-post	Transitorio	Ene-03	8 meses	2,17 bill. SDR (103)
		DEG	Sep-03	3 años	8,98 bill. SDR (424)
República Dominicana	Intervenciones ex-post	DEG	Ago-03	2 años	437,8 mill. SDR (200)
		DEG	Feb-05	28 meses	437,8 mill. SDR (200)
Ecuador	Intervención ex-post	DEG	Abr-00	1 año	226,7 mill. SDR (75)
Pakistán	Programas heredados	SAF-SRAE	Oct-97	3 años	1,14 bill. SDR (150)
	Intervenciones ex-post	DEG	Nov-00	10 meses	465 mill. SDR (45)
		SCLP	Dic-01	3 años	1,03 bill. SDR (100)
Rusia	Programas heredados	SAF	Mar-96	3 años	6,9 bill. SDR (160)
		Ampliación	Jul-98	—	8,5 bill. SDR (197)
	Intervenciones ex-post	DEG	Jul-99	17 meses	3,3 bill. SDR (56)
Serbia	Intervenciones ex-post	DEG	Jun-01	10 meses	200 mill. SDR (43)
		SAF	May-02	3 años	650 mill. SDR (139)
Ucrania	Programas heredados	DEG	Abr-96	9 meses	598,2 mill. SDR (44)
		DEG	Ago-97	1 año	398,9 mill. SDR (29)
	Intervenciones ex-post	SAF	Sep-98	3 años	1,65 bill. SDR (119)
		Ampliación	May-99	—	274,4 mill. SDR (20)
Uruguay	Programas heredados	DEG	May-00	22 meses	150 mill. SDR (49)
		DEG	Abr-02	2 años	594 mill. SDR (194)
	Intervenciones ex-post	1.ª ampliación	Jun-02	—	1,16 bill. SDR (378)
		2.ª ampliación	Ago-02	—	376 mill. SDR (123)
		DEG	Jun-05	3 años	766,3 mill. SDR (250)

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional

Intervención del Director General del Servicio de Estudios, José Luis Malo de Molina, en el ciclo de conferencias *Los retos económicos para el futuro*, organizado por la Fundación Ramón Areces (Madrid).

Agradezco a la Fundación Ramón Areces la invitación para participar en este ciclo de conferencias dedicado a los retos de la economía española. Y a hacerlo con un tema de singular trascendencia, como es el del comportamiento de la economía en medio de la grave crisis financiera mundial que estamos viviendo. En la conferencia inaugural de este ciclo, impartida por el propio profesor Rojo, tuvimos ocasión de constatar la magnitud y la profundidad de la crisis, así como la complejidad y la envergadura de los desafíos que plantea a la economía mundial, y a todas sus áreas. Estamos ante una espiral contractiva sin precedentes que afecta a todos de manera simultánea. Una perturbación de tal calibre ha de suponer un reto de primera magnitud para el futuro de la economía española. Y ese es el tema de la conferencia de hoy: los retos de la economía española en la crisis financiera internacional.

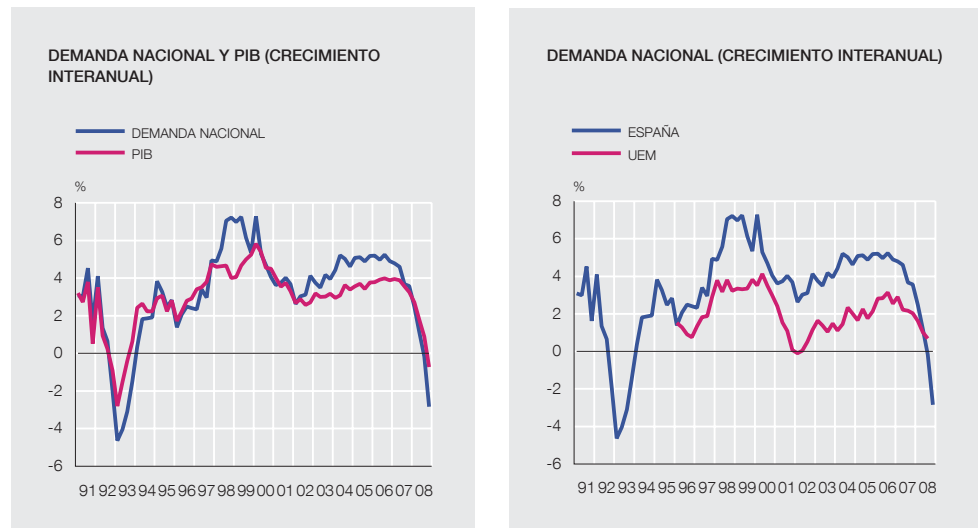
Todos los datos económicos disponibles confirman que la economía española se está adentrando, en el contexto recesivo mundial, en una recesión pronunciada. Hoy mismo, el INE ha publicado el avance del PIB del cuarto trimestre, que implica una tasa de crecimiento intertrimestral del -1% en el cuarto trimestre de 2008. Con ello se cumple el requisito técnico que establece la definición de recesión como aquella en la que se registran dos trimestres consecutivos con tasa de variación negativa, y, además, se pone de manifiesto la intensificación de la fase contractiva iniciada en el verano del año pasado.

Los escasos datos disponibles sobre el funcionamiento de la economía en el presente ejercicio indican una continuidad de las mismas tendencias. El paro registrado y las afiliaciones a la Seguridad Social muestran que el deterioro del mercado de trabajo se sigue acentuando.

La primera idea que quería transmitirles, punto de arranque de esta conferencia y sobre la que articular el contenido de la misma, es que la actual recesión española es el resultado de dos procesos que desafortunadamente han coincidido en el tiempo. La crisis tiene un origen dual. Por un lado, tiene un origen interno, que se deriva de la inevitable corrección de los desequilibrios que se habían acumulado durante la larga fase expansiva que ha vivido la economía española desde mediados de la década de los noventa como consecuencia de los enormes beneficios que han reportado el esfuerzo de convergencia y la entrada en el euro, de la que se han cumplido 10 años.

La corrección de los desequilibrios se había venido demorando debido al clima expansivo financiero mundial de los últimos años, pero finalmente se había iniciado en 2006 y en la primera mitad de 2007, antes del inicio de la actual crisis financiera. Y el ajuste había empezado siguiendo un patrón inicialmente gradual, que podía haber sido en principio compatible con un aterrizaje suave y una corrección moderada si hubiese contado con el apoyo de un marco de estabilidad financiera internacional y de un dinamismo externo suficiente. En ese marco, la economía española podría haber contado con una demanda externa neta robusta, que sirviese para compensar la inevitable contención de la demanda interna, y con la continuidad de los cuantiosos flujos de financiación externa que se necesitaban, incluso en un escenario de ajuste.

Dichas hipótesis, sin embargo, se evaporaron repentinamente con el surgimiento y posterior agravamiento de la crisis financiera internacional, que se ha convertido en un segundo factor



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

originador o causal de la actual fase recesiva. La crisis financiera internacional añade elementos contractivos globales poderosos que se superponen a los del propio ajuste interno y que obligan a la economía española a enfrentarse al mismo en condiciones extraordinariamente adversas. Desde entonces, los procesos originados por el ajuste interno y la crisis internacional se realimentan entre sí, añadiendo severidad y complejidad a la situación. La crisis internacional tiene un efecto dominante muy contundente que ha arrastrado a todas las economías avanzadas, independientemente de sus propios condicionantes internos, como prueba el caso de Alemania, un país al que la crisis golpea en plena expansión tras haber corregido algunos de sus principales desequilibrios internos y que, como el resto, ha entrado igualmente en recesión. En nuestro caso, el carácter dominante de la crisis internacional no debe ocultar que los efectos de la misma se superponen a un ajuste, ya de por sí complicado y costoso.

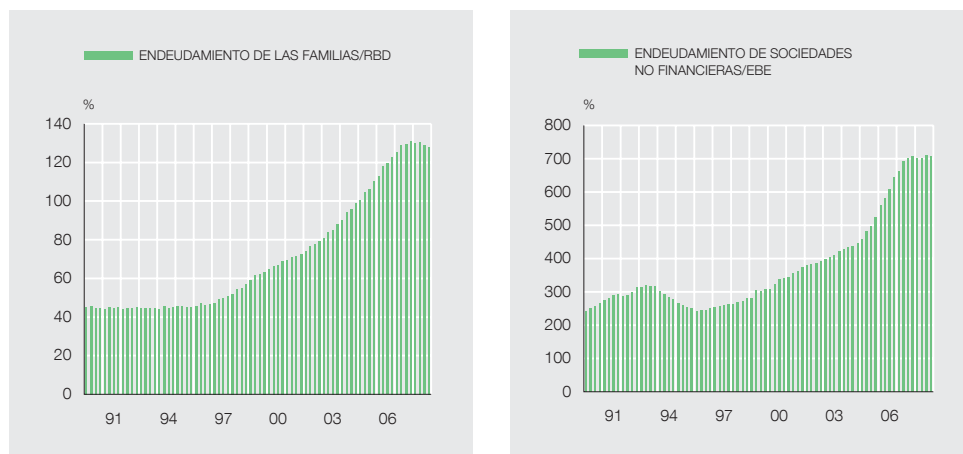
Es imprescindible tener en cuenta la presencia de ambos factores para alcanzar un diagnóstico acertado e identificar adecuadamente los retos. Desde este punto de partida, no voy a centrar la conferencia en una descripción habitual de la coyuntura, de la que los interesados pueden consultar el último informe trimestral de coyuntura del Banco, sino en la profundización en algunos de los rasgos más sobresalientes del diagnóstico y en algunos de los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía española en esta difícil situación.

Rasgos más sobresalientes de la situación de la economía española en la actual crisis financiera internacional

EL COMPONENTE INTERNO DE LA CRISIS PROVIENE DE UN PROLONGADO PERÍODO DE PRESIÓN EXCESIVA DE LA DEMANDA, QUE ABOCABA HACIA UN AJUSTE INEVITABLE

Como puede apreciarse en el gráfico 1, durante 14 años la demanda interna ha mantenido un dinamismo considerablemente superior al crecimiento del producto y a la generación de rentas. También puede verse que la expansión del gasto en España ha superado ampliamente al crecimiento del mismo en el conjunto de la zona del euro. En España se ha gastado sistemáticamente por encima de lo que se podía financiar con los recursos propios. Y esa es una situación que en economía no se puede mantener indefinidamente. O bien la generación de rentas futuras responde a las expectativas en las que se han basado las decisiones de gasto, cerrándose la brecha con más crecimiento, o bien el gasto no es sostenible, más pronto o más tarde, se hace inevitable un ajuste del mismo a la baja.

Me interesa destacar que algunos de los factores que han estado detrás del posterior estallido de la crisis financiera internacional han contribuido al prolongado exceso de gasto en España. En concreto, la crisis está relacionada con el mantenimiento de un clima internacional de ex-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

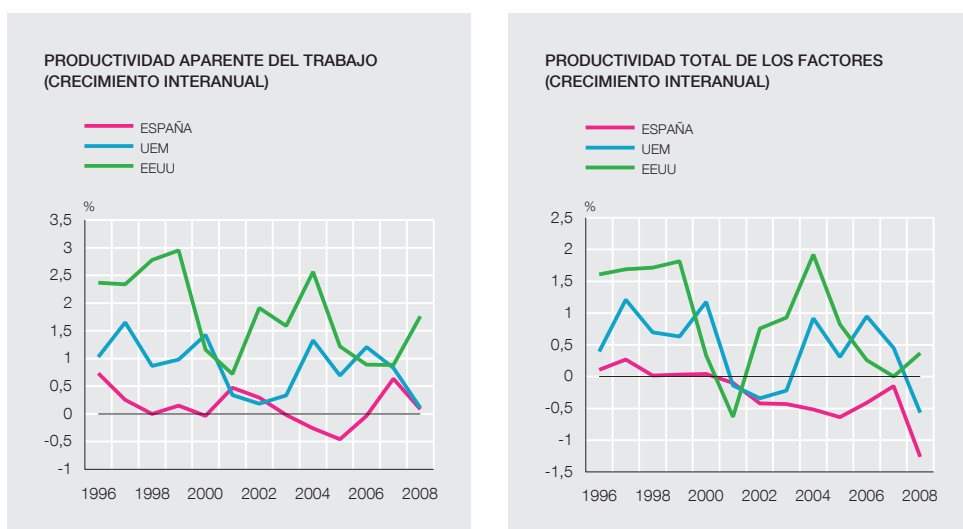
traordinaria expansión financiera, asentado en el espejismo de lo que se dio en llamar «la gran moderación» y que suponía la existencia de unas condiciones que permitían crecer rápido sin inflación, como si los ciclos hubieran desaparecido, lo que aparentemente justificaba el seguimiento de políticas macroeconómicas marcadamente expansivas. Y ello a la vez que una actitud de relajada tolerancia, basada en una ingenua confianza en la capacidad autorregulatoria de los mercados, frente a una acelerada innovación financiera, propagaba una enorme laxitud en la evaluación de los riesgos. Dichas condiciones internacionales contribuyeron al sostenimiento de un patrón de gasto excesivo en España.

Algo parecido cabe decir del efecto sobre la economía española de la política monetaria común del área del euro. Esta política ha estado condicionada por las dificultades estructurales para crecer a ritmos elevados en la mayoría de los países centrales de la zona, por lo que ha tenido un carácter predominantemente expansivo, que en el caso español se ha traducido en una holgura manifiesta de las condiciones monetarias y financieras que ha favorecido el ímpetu del gasto.

Ahora bien, cuando existe exceso de gasto es porque la oferta no ha sido capaz de responder con la suficiente flexibilidad al tirón de la demanda, a pesar de los resortes que suministraban el crecimiento de la población y el aumento de la proporción de la población dispuesta a trabajar como consecuencia de la intensa inmigración y la acelerada participación de la mujer en el mercado de trabajo. La insuficiente capacidad de respuesta de la oferta está relacionada con elementos de ineficiencia que persisten en la economía a pesar de las transformaciones realizadas y con la baja productividad de la misma. Un tema complejo sobre el que volveré más adelante.

LA EXCESIVA EXPANSIÓN
DE LA DEMANDA SE HA
ASENTADO EN UNA ACENTUADA
TENDENCIA AL ENDEUDAMIENTO
DE EMPRESAS Y FAMILIAS

Los bajos tipos de interés prevalecientes y su rápida transmisión a los costes financieros como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable y de la abundante disponibilidad de crédito, en un clima global de expansión financiera, permitieron a las empresas y familias recurrir masivamente al endeudamiento para financiar unas decisiones de gasto alentadas por las condiciones de estabilidad macroeconómica y por el aumento de las expectativas de crecimiento dentro de la zona del euro, así como por el menor drenaje de recursos que supuso la reducción del déficit público. Como puede apreciarse en el gráfico 2, el nivel de endeudamiento de las familias en proporción de su renta disponible y el de las empresas en proporción a su excedente bruto de explotación prácticamente se han triplicado en menos de diez años, colocándose España entre los países con mayores niveles de endeudamiento de su sector privado. Aunque más importantes que el nivel, siempre difícil de evaluar, son la rapidez y la intensidad del proceso.



FUENTES: AMECO y Banco de España.

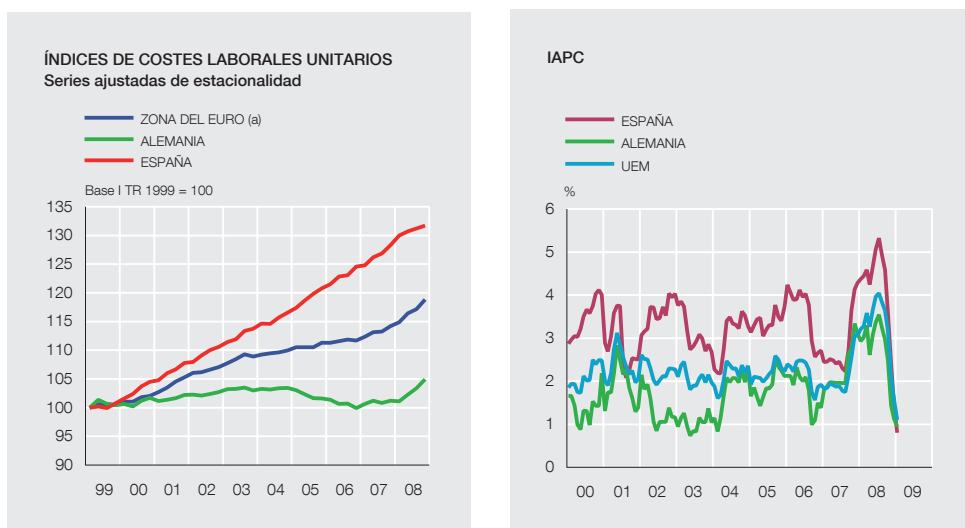
Una parte muy importante del aumento del endeudamiento se encontraba justificado por la mayor solidez de los fundamentos de la economía española y por las nuevas oportunidades que de ello se derivaban. Sin embargo, como suele ocurrir en economía, el movimiento se aceleró demasiado y fue más allá de lo que las variables fundamentales pueden explicar. Diversas estimaciones realizadas en el Banco de España muestran que, solo en caso de que se produjera una rápida convergencia con los países más avanzados del área del euro, se podría encontrar justificación a las decisiones de endeudamiento adoptadas. Y las expectativas de alcanzar en pocos años los niveles de renta per cápita de los países europeos más avanzados carecían del apoyo necesario en el grado de eficiencia y productividad de la economía.

UN RASGO DETERMINANTE DE LA ESCASA CAPACIDAD DE REACCIÓN DE LA OFERTA HA SIDO EL BAJO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

El gráfico 3 muestra el pobre comportamiento tanto de la productividad observada como de la productividad total de los factores en comparación con el área del euro y con Estados Unidos. El tratamiento de este tema en profundidad requeriría una conferencia específica dedicada al mismo. Son muchos los factores y diversas las explicaciones. En todo caso, este pobre comportamiento refleja que el crecimiento de la economía española se ha basado más en la expansión del volumen de la actividad económica y de las cantidades producidas, a partir de la abundancia de mano de obra poco cualificada y en un marco de bajos costes financieros, que en los avances en la calidad y en la eficiencia: un rasgo que ha agudizado las implicaciones del exceso de demanda y de endeudamiento, y que comporta un factor de fragilidad frente a episodios de tensión y dificultad y constituye un gran reto para mantener el dinamismo en el futuro.

EL BAJO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD HA COEXISTIDO CON UNAS PAUTAS DE FORMACIÓN DE SALARIOS Y DE FIJACIÓN DE MÁRGENES MÁS ALCISTAS QUE LOS PREVALECIENTES EN EL ÁREA DEL EURO

Como puede observarse en el gráfico 4, los costes laborales unitarios, que resultan de dividir los salarios por la productividad, han crecido sistemáticamente por encima de la media del área del euro y, en mayor medida, por encima de los países más competitivos, como Alemania. Además, el incremento de márgenes empresariales se ha visto impulsado por el fuerte dinamismo de la demanda y por la insuficiente flexibilidad de algunos mercados de bienes y, sobre todo, de servicios. Ambos factores, los costes laborales unitarios y el aumento de márgenes, sostuvieron diferenciales de inflación persistentes con el área del euro que han ido incubando problemas de competitividad y acentuando la creciente filtración del gasto interno hacia el exterior, incrementando el déficit de la cuenta corriente.



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

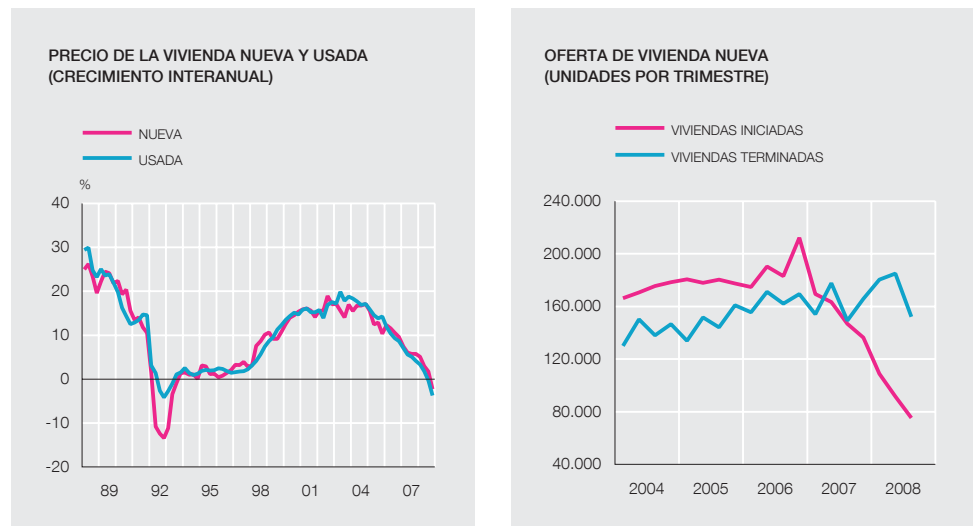
a. Utilizando las ponderaciones del comercio exterior de España.

Esta pauta de comportamiento en la formación de salarios y en la fijación de márgenes revela una insuficiente adaptación de los agentes a los requerimientos de la participación en la UEM, en la que, al compartir la nueva moneda y no poder devaluar, los ajustes de precios relativos solo son posibles mediante la contención directa de costes y márgenes. Un caso particularmente manifiesto ha sido la activación de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación, que ha provocado subidas salariales en 2008 del 5% de media, cuando la inflación ha terminado en el 1,4% y el empleo está cayendo con fuerza (un 3% en el cuarto trimestre). España, Bélgica y Chipre son los únicos países del área que mantienen estas cláusulas, cuya existencia revela una cierta desconfianza respecto a la capacidad del país para vivir con las tasas de inflación que se consideran compatibles con la estabilidad de precios del área.

LOS EXCESOS DE GASTO
Y ENDEUDAMIENTO FUERON
ESPECIALMENTE MARCADOS
EN EL SECTOR INMOBILIARIO

En España se daban condiciones adecuadas para una intensa expansión de la demanda de viviendas en una cuádruple vertiente: dinamismo poblacional, condiciones financieras, expectativas de renta y ventajas de localización para la demanda de no residentes. Sin embargo, las tendencias a la sobrereacción son particularmente fuertes en este tipo de inversión, como consecuencia del largo período de maduración de la producción de viviendas, por lo que se generaron fuertes desajustes en términos de sobrevaloración de la vivienda y sobreproducción de las mismas. El gráfico 5 es suficientemente ilustrativo de las fuertes subidas de precios experimentadas durante el *boom* reciente y de la relativa suavidad y resistencia con que se ha venido produciendo la corrección, al menos hasta ahora. Los datos son también muy contundentes en cuanto a la importancia del exceso de producción de viviendas durante este ciclo.

El sector inmobiliario es el mayor exponente de los desequilibrios acumulados durante la prolongada expansión. No hay que perder de vista que todos los desequilibrios estaban estrechamente relacionados entre sí y que fueron socavando poco a poco las bases de la expansión y creando las condiciones para un proceso de ajuste que era no solo inevitable, sino necesario, y que de hecho ya había empezado antes de que en el verano de 2007 se desataran las turbulencias que habían de desembocar en la grave crisis económica y financiera internacional en la que estamos inmersos.



FUENTE: Ministerio de Vivienda.

LA EXCEPCIONAL GRAVEDAD
DE LA CRISIS FINANCIERA
INTERNACIONAL HABÍA
DE AFECTAR CON GRAN
INTENSIDAD A UNA ECONOMÍA
QUE HABÍA EMPEZADO
A CORREGIR UNA SITUACIÓN
DE EXCESO DE GASTO Y DE
ENDEUDAMIENTO

La magnitud de la perturbación global vino a sobreponerse a la dinámica del ajuste interno y, a la vez, a magnificar el alcance del mismo. Como es bien conocido, el sistema financiero español se encontraba suficientemente protegido frente a las malas prácticas que habían incubado y desencadenado la crisis financiera, como se ha puesto de manifiesto en la inexistencia de productos tóxicos y en la capacidad de resistencia que han mostrado las entidades españolas, lo que ha marcado una notable diferencia con lo ocurrido en la mayor parte de los países industrializados, en los que se han registrado numerosas quiebras bancarias y voluminosas operaciones de rescate. La situación del sistema financiero español marca una diferencia y suministra un factor de resistencia.

Sin embargo, los efectos de la crisis financiera no se limitan al grado de exposición directa a productos o prácticas contaminadas, sino que han alcanzado un carácter global y sistémico en una doble dimensión que está afectando profundamente a la crisis española.

Por un lado, en el terreno financiero el mundo ha pasado de una situación de expansión audaz —y en algunos casos imprudente— de los balances de las instituciones financieras y de multiplicación de los flujos de financiación, a una paralización prácticamente total de los mercados de financiación mayoristas y a un proceso generalizado de reducción de la ratio de apalancamiento de las entidades, mediante la contención o contracción de sus balances, hasta el punto de que parece que se ha invertido la pauta de la competencia. De competir para alcanzar el liderazgo en el aumento de tamaño, se ha pasado a competir por alcanzar lo antes posible los menores niveles de apalancamiento.

Este drástico cambio de escenario ha multiplicado las pérdidas de las instituciones que más habían arriesgado y ha amplificado los efectos generalizados de desvalorización de activos financieros, aumentando los riesgos de solvencia de numerosas instituciones. La crisis de los mercados financieros internacionales se ha convertido en una crisis crediticia global, que se está trasladando a la disponibilidad de financiación para las empresas y las familias.

Las actuaciones enérgicas y excepcionales de las autoridades mundiales han logrado soslayar el peligro de colapso generalizado por pérdida de confianza de los depositantes en el sistema financiero en su conjunto, particularmente gracias a la extensión de las garantías de

los depósitos y al anuncio de su predisposición de rescatar a las instituciones en dificultades. Sin embargo, las masivas inyecciones de liquidez, las garantías públicas a las emisiones de deuda, las aportaciones de capital público o las adquisiciones de activos dañados de los bancos no han sido suficientes todavía para detener la tendencia al ajuste de los balances y restaurar la normalidad en los flujos de financiación, que sigue siendo escasa y onerosa, y en algunos países constituye un factor de contracción adicional de la economía. Las tensiones contractivas del crédito se mantienen e incluso siguen aumentando en casi todos los países.

Por otra parte, en el terreno real la magnitud de la crisis está teniendo un impacto profundo y generalizado, que se ha traducido en el desencadenamiento de una recesión global de proporciones desconocidas que habría arrastrado a la economía española en cualquier circunstancia. Según las últimas previsiones del FMI, todas las economías avanzadas se encuentran o se encaminan hacia una recesión de gran dimensión. En la mayoría de los casos, la mayor recesión después de la Segunda Guerra Mundial. La Comisión Europea espera para el área del euro una contracción del orden de dos puntos porcentuales del PIB, que afectaría de forma similar a todas las grandes economías de la zona.

Ambas dimensiones tienen importantes repercusiones sobre una economía que se encontraba en proceso de ajuste. En primer lugar, le priva del soporte externo con el que en circunstancias normales podría haber contado para compensar parcialmente el necesario recorte del gasto interno. En segundo lugar, agrava el impacto sobre la confianza de los agentes (véase gráfico 6) y precipita la contracción del gasto más allá de lo requerido por el ajuste interno. En tercer lugar, acentúa la urgencia de los agentes por reducir su nivel de endeudamiento ante el cambio drástico de expectativas, el aumento de la percepción del riesgo y las adversas condiciones financieras existentes. Y en cuarto lugar, sin ánimo de exhaustividad, el acceso a la financiación externa de la que dependen la disponibilidad interna de crédito y el ritmo de crecimiento, incluso en un período de ajuste, se ve severamente limitado y encarecido.

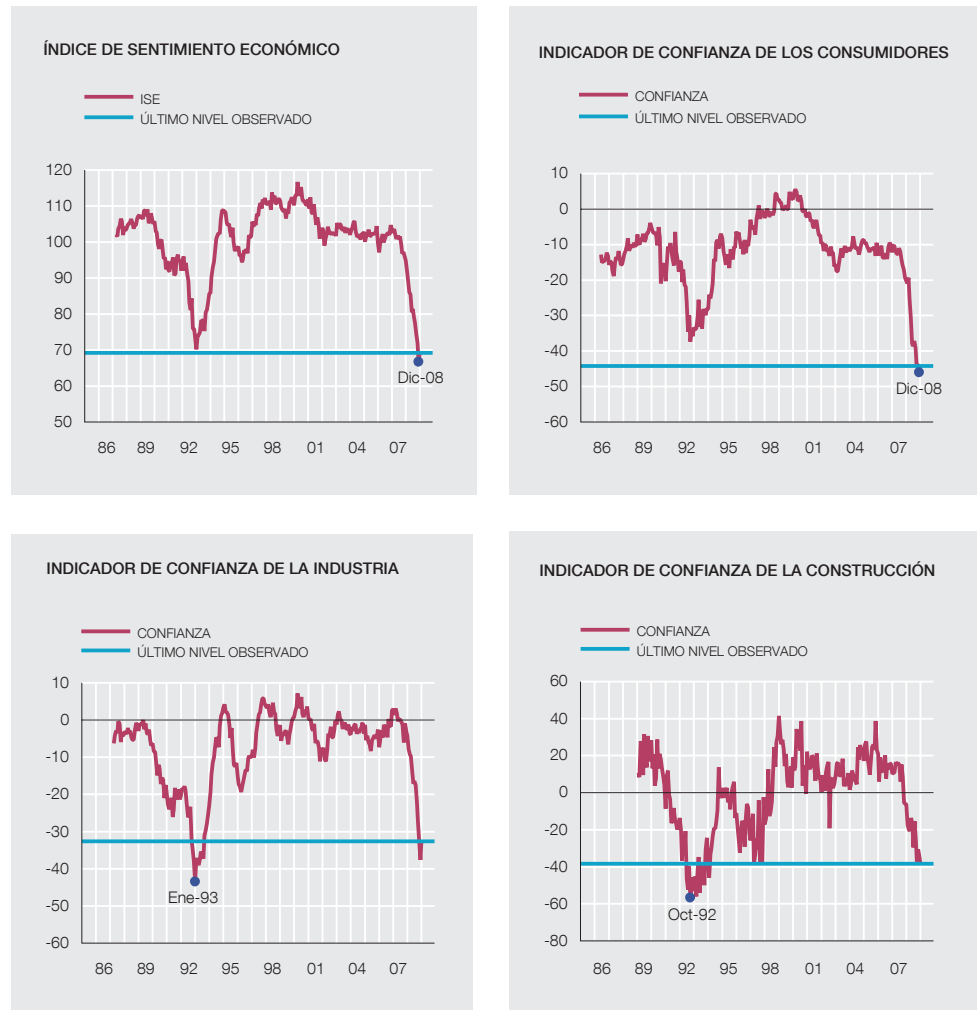
EL DRÁSTICO ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES CREDITICIAS Y LA SEQUÍA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HAN ALTERADO RADICALMENTE LAS CONDICIONES FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y HAN AGUDIZADO LA REVERSIÓN DEL CICLO CREDITICIO

Como puede apreciarse en el gráfico 7, el crédito es una variable fuertemente procíclica. Durante las expansiones crece por encima del producto nominal y en las recesiones lo hace por debajo. Después de crecer muy rápidamente durante mucho tiempo, en 2006 inició una clara fase de desaceleración, en consonancia con el cambio de fase cíclica. En las fases bajistas del ciclo el crédito tiende a crecer por debajo del producto nominal. Eso es lo que pasó en las recesiones de principios de los ochenta y de principios de los noventa.

En esta ocasión ese cambio está teniendo lugar en el marco de una crisis crediticia global sin precedentes, por lo que se está viendo acentuada por el fuerte encarecimiento de la financiación, por la drástica inhibición de la demanda de financiación generada por el deterioro de la confianza y de las expectativas, y por una actitud más restrictiva de las entidades financieras en consonancia con la mayor aversión al riesgo, el deterioro de la solvencia percibida de los prestatarios, por la escasez de recursos agravada por la elevada independencia de los mercados mayoristas y por la necesidad de fortalecer su posición financiera reduciendo el grado de apalancamiento.

El ajuste del crédito se está viendo agravado por las condiciones excepcionales generadas por la crisis y puede estar convirtiéndose en un factor contractivo adicional.

Las medidas que se han tomado para paliar los efectos de la crisis financiera internacional han logrado, al igual que en otros países, soslayar los riesgos evidentes de colapso del sistema que aparecieron al principio del otoño de 2008. La creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) y la concesión de garantías a las emisiones están ayudando a paliar los efectos res-

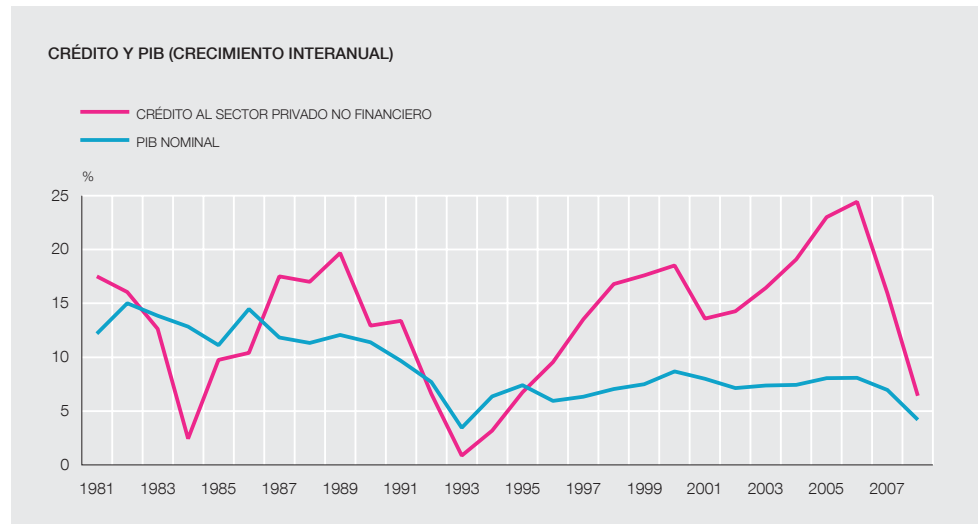


FUENTE: Comisión Europea.

trictivos de la crisis sobre la financiación de las entidades. Los niveles de capitalización siguen suministrando un margen propio de resistencia. Sin embargo, resulta muy difícil evitar que las tensiones financieras extremas que se viven a nivel internacional, en forma de tendencia generalizada a la reducción de los riesgos, añadan elementos de restricción en la disponibilidad de crédito para las empresas y las familias, lo que puede obstaculizar adicionalmente su disposición al gasto.

LAS CONDICIONES CREADAS POR LA CRISIS INTERNACIONAL Y SUS CONSECUENCIAS SOBRE LA CONFIANZA Y EL CRÉDITO HAN AGUDIZADO LA SEVERIDAD DEL AJUSTE INTERNO

El efecto más inmediato de la crisis internacional ha sido la intensificación de la corrección del sector inmobiliario al producirse una drástica inhibición de la demanda de viviendas. Un fenómeno que, debido al retraso en el ciclo de la producción de las mismas, ha coincidido con el momento en el que se había alcanzado el máximo histórico en el número de viviendas finalizadas. En 2008, el número de viviendas finalizadas volvía a batir records históricos, con un aumento del 3% sobre el año anterior, a la vez que la iniciación de viviendas caía más de un 60%. El exceso de oferta acumulado cortó la escalada de los precios de la vivienda, de manera que estos empezaron a descender tras haberse incrementado fuertemente en los años anteriores. Pero, sobre todo, se produjo una rápida reducción de la ejecución de obras, que dio lugar a un recorte muy intenso del empleo. El empleo en el sector de la construcción se redujo en un 20% en el cuarto trimestre de 2008 y el número de parados procedentes del mismo aumentó en más del 150%. En conjunto, el ajuste del empleo está siendo más intenso que en otras economías y que en fases recesivas anteriores (véase gráfico 8). Este comportamiento dife-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

rencial revela la persistencia de rigideces en el mercado de trabajo que están actuando como un factor de propagación de las tendencias contractivas, cuyo impacto sobre el consumo se está viendo amplificado por el alto nivel de endeudamiento de las familias. Todos los componentes de la demanda nacional se ven afectados por el impacto de la recesión global y por la realización del ajuste interno en condiciones particularmente adversas.

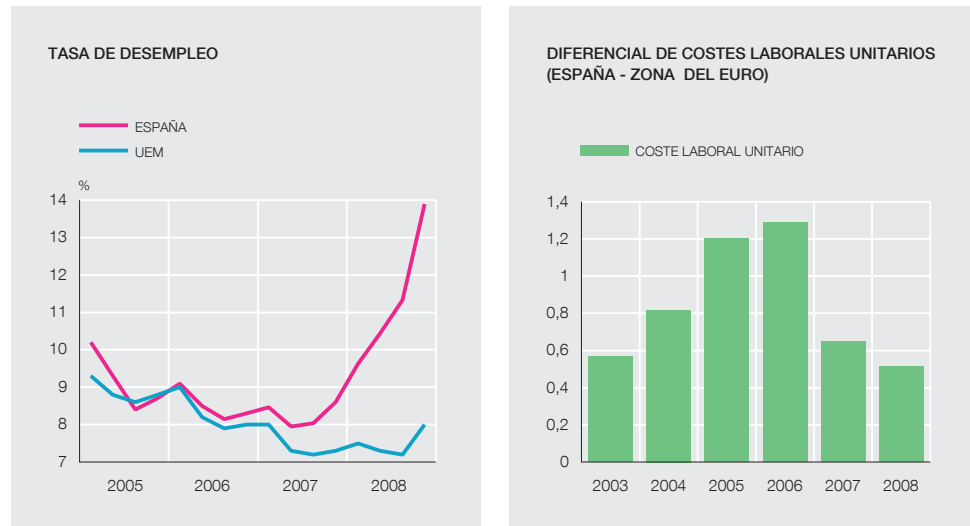
Los retos más importantes a los que se enfrenta la economía

Los principales determinantes de la coyuntura descrita apuntan hacia una prolongación de las tendencias contractivas, en un marco en el que resulta muy difícil pronosticar la intensidad y la duración de la fase recesiva en la que ha entrado la economía. Cabe esperar que el descenso de los tipos de interés y su rápida transmisión a todos los agentes, dado el predominio de las deudas a tipo de interés variable, y el descenso del precio del petróleo y de la tasa de inflación, que por primera vez se ha puesto por debajo de la media de la zona del euro, actúen como factor de alivio y faciliten los resortes de salida. En todo caso, a los efectos del contenido de esta conferencia, más que adentrarse en un ejercicio de previsión a corto plazo, resulta más fructífero esbozar los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía para salir cuanto antes, y en las mejores condiciones posibles, de la recesión.

EL DESAFÍO PROPIO MÁS IMPORTANTE ES PRESERVAR LA SOLIDEZ DEL SISTEMA FINANCIERO PARA FACILITAR LOS FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y ASEGURAR UNA BUENA POSICIÓN PARA CUANDO SE PRODUZCA LA SALIDA DE LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA INTERNACIONAL

La crisis financiera internacional es un importante determinante externo sobre el que no tenemos margen de influencia significativo. La situación mundial es muy compleja por la realimentación entre la crisis financiera y la recesión global, y la digestión de un episodio de estas características, como recordó el profesor Rojo en la conferencia inaugural de este ciclo, es prolongada en el tiempo, según las experiencias que se han vivido. No sabemos su duración ni el alcance de sus efectos sobre la economía española. Pero, dentro de esta incertidumbre, existe un desafío propio, que consiste en preservar la solidez de su sistema financiero. A este le alcanzó la crisis financiera en una posición relativa ventajosa, que ha suministrado importantes elementos de resistencia. Sin embargo, ello no debe llevar a perder de vista que las condiciones financieras adversas y el deterioro macroeconómico global tienden a ir erosionando las bases de solidez y estabilidad. A pesar de la buena situación de partida, el sistema financiero no es inmune a desarrollos tan peligrosos como los que están teniendo lugar.

El arsenal de medidas que se ha activado en nuestro país es similar al de todos los países avanzados y se está utilizando de acuerdo con las características específicas de la situación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

de nuestro sistema financiero. Son acciones excepcionales, en consonancia con la gravedad de la situación, que tienden a aliviar la tensión de las entidades financieras y a crear condiciones más propicias para los flujos de crédito.

Resulta fundamental que la estabilidad del sistema financiero no se convierta en una rémora cuando empiece a despejarse la crisis internacional y se den las bases para el inicio de la recuperación de la economía. La preservación de la fortaleza del sistema financiero es una prioridad no solo desde el punto de vista de la estabilidad financiera, sino también desde el punto de vista de la salida de la recesión y de la creación de las bases adecuadas para la recuperación. La forma en que se resuelva este desafío resultará determinante para que la economía pueda contar con la financiación adecuada. La solidez patrimonial de las entidades financieras y la prudencia en la evaluación y asunción de riesgos son condiciones indispensables para el adecuado restablecimiento de los flujos de crédito. Si el sistema financiero se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.

EL SEGUNDO DESAFÍO CONSISTE EN EL USO DE LAS POLÍTICAS DE DEMANDA DENTRO DE LOS MÁRGENES DISPONIBLES

La grave situación de deterioro de la confianza y la realimentación de las tendencias contractivas del gasto justifican la adopción de políticas expansivas de demanda, en la línea adoptada por la cumbre del G 20 de Washington y del Eurogrupo de París. Esa es la orientación adoptada por la política monetaria en la zona del euro, que, de acuerdo con la disminución de los riesgos de inflación, ha recortado sus tipos de interés en 225 puntos básicos (pb) desde el pasado otoño y ha adoptado los procedimientos operativos para suministrar toda la liquidez demandada. Cabe esperar que esta política actúe de manera estimulante sobre la economía, sobre todo conforme se vayan normalizando las funciones intermediadoras del sistema crediticio y se vaya restaurando el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El EURIBOR a un año ya ha descendido más de 300 pb, y ello se irá transmitiendo no solo al coste financiero de las nuevas operaciones de préstamo que se puedan realizar, sino también a la mayor parte de la carga financiera que soportan las empresas y las familias debido al predominio de los préstamos y las hipotecas a tipos de interés variable. Aunque no será posible retornar a las condiciones de holgura en la financiación que habían prevalecido con anterioridad a la crisis, el descenso de los tipos de interés efectivamente pagados por empresas y familias suministrará un importante factor de alivio.

La política fiscal tiene también un papel importante que desempeñar para compensar la debilidad del gasto privado, mediante medidas expansivas bien seleccionadas para frenar los canales de propagación de la recesión y proteger a los sectores más afectados. También deben ser diseñadas como impulsos transitorios, de manera que sean compatibles con el mantenimiento de una perspectiva de estabilidad presupuestaria a medio plazo, pues, si no es así, se corre el peligro de que los efectos negativos sobre los tipos de interés a largo plazo, la confianza de los agentes o las expectativas de subidas futuras de impuestos esterilicen sus impulsos expansivos. El margen de maniobra de cada país es muy diferente como consecuencia de su punto de partida y de las características de sus ingresos y gastos públicos. España partía de una situación de superávit en 2007, pero el cambio de la coyuntura y las medidas adoptadas para combatir la recesión han dado lugar a un déficit superior al 3% en 2008. Un cambio muy rápido, que puede llevar a doblar esa cifra en 2009 y que refleja, entre otras cosas, la alta sensibilidad de los ingresos públicos a la evolución del sector inmobiliario y al ciclo económico y la importancia que el aumento del desempleo y las prestaciones asociadas al mismo están teniendo en el comportamiento de la economía española. El margen de actuación es, por lo tanto, muy limitado y cualquier medida que se pueda adoptar debe tener presente el peligro que representaría llegar a una situación en la que, por el rápido deterioro de las finanzas públicas, se tuviesen que adoptar medidas de consolidación presupuestaria con efectos contractivos cuando la economía todavía se encuentre en situación de debilidad.

EL TERCER DESAFÍO ESTÁ
RELACIONADO
CON LA NECESIDAD
DE SOSLAYAR EL PELIGRO DE
QUE LOS DESAJUSTES
DE COMPETITIVIDAD DESPLACEN
EL AJUSTE DE LA ECONOMÍA
HACIA UNA MAYOR SEVERIDAD
EN LA CONTRACCIÓN DE LA
ACTIVIDAD Y DEL EMPLEO

Cuando no existe la posibilidad de recurrir a la modificación del tipo de cambio, la absorción del deterioro de la competitividad debe hacerse, bien mediante ganancias de productividad genuinas basadas en la mejora de la eficiencia, bien mediante mejora en los costes relativos.

La mejora en los precios relativos requiere que los agentes adapten sus hábitos y pautas de comportamiento a las pautas requeridas para una participación exitosa en la UEM. Algo que no ha ocurrido plenamente. El descenso reciente de la inflación, que por primera vez está por debajo del área del euro, brinda una oportunidad para enderezar la trayectoria. Mantener el crecimiento de los costes por debajo del de nuestros competidores del área del euro forma parte del ajuste necesario y permitirá generar ganancias de competitividad en las que asentar la recuperación.

EN CUARTO LUGAR,
ESTRECHAMENTE RELACIONADO
CON LO ANTERIOR, RESULTA
URGENTE ACTUAR PARA
CONTENER LA INTENSIDAD
DEL AJUSTE DEL EMPLEO

Este es uno de los rasgos diferenciales negativos de lo que está ocurriendo en la economía española y que puede llevar la tasa de paro a niveles muy elevados, que complicarían la salida de la crisis. Existen algunas características de nuestro mercado de trabajo que no generan problemas cuando la economía se desenvuelve en expansión, pero que intensifican la destrucción de empleo en las fases recesivas, actuando como factores poderosos de amplificación de las tendencias contractivas. Los sistemas vigentes de contratación y negociación colectiva todavía adolecen de rigideces que obstaculizan la adecuada respuesta en forma de flexibilidad salarial y que tienden a desplazar la mayor parte del ajuste a través del empleo. En este marco, siguen siendo necesarias reformas que mejoren la relación entre flexibilidad y seguridad, que en la actualidad es insatisfactoria, ya que los mecanismos de protección del empleo para algunos colectivos generan fuertes pérdidas de puestos de trabajo en el conjunto de la economía y reducen los incentivos a la contratación. La acción en este terreno es particularmente apremiante en situaciones como la actual, en la que la movilidad sectorial y la flexibilidad salarial pueden contribuir a aliviar la magnitud y la duración del episodio recesivo. Para parar la sangría del empleo y detener su efecto amplificador de la recesión, estaría incluso justificado recurrir a medidas excepcionales de carácter transitorio que maximicen los incentivos al mantenimiento de las plantillas y a la contratación de trabajadores.

EL QUINTO RETO CONSISTE
EN PROMOVER UN RELEVO EN
LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS
EN LAS QUE ASENTAR EL
DINAMISMO DE LA ECONOMÍA

Las medidas de tratamiento de la crisis han de ser consistentes con la reasignación de recursos entre sectores que el ajuste de la economía requiere. Otros sectores productivos han de tomar el relevo al papel desempeñado por el sector inmobiliario. Las condiciones de nuestra economía aseguran un papel importante del sector a medio y largo plazo, para lo que contará con el posible recurso de la mano de obra inmigrante, que podrá actuar como una reserva de crecimiento potencial. Pero, antes de poder pensar en la reactivación del sector inmobiliario, se requiere absorber el exceso de producción acumulado y aceptar la reestructuración de un sector sobredimensionado. En el futuro, además, habrá que evitar que los excesos puedan llegar a ser tan voluminosos.

La reactivación pasa, por tanto, por facilitar las condiciones de flexibilidad y de estímulo que permitan emerger aquellas actividades en las que la economía tenga ventajas comparativas por su dotación de factores y su mayor eficiencia relativa.

Desde este punto de vista, las reformas estructurales y las medidas de estímulo de la productividad son los principales instrumentos que tienen las autoridades a su alcance para influir de manera efectiva en el acortamiento de la fase recesiva y en el establecimiento de las condiciones para una recuperación en línea con el elevado potencial de la economía española a largo plazo, evitando el peligro que supondría quedar atrapados en una etapa prolongada de crecimiento débil y alto desempleo.

Y con esto concluyo. La grave crisis mundial ha afectado con fuerza a la economía española cuando esta se adentraba en un complejo proceso de ajuste, dando lugar a una severa recesión. La salida de la misma depende en gran medida de la evolución internacional, más allá de nuestra influencia, pero también depende, cuando la situación externa se normalice, de la capacidad que la economía española haya tenido para afrontar los grandes desafíos que se han planteado y que he tratado de exponer en esta conferencia.

12.2.2009.

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. Deflatores 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).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 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*
- 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 plazo¹ (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).

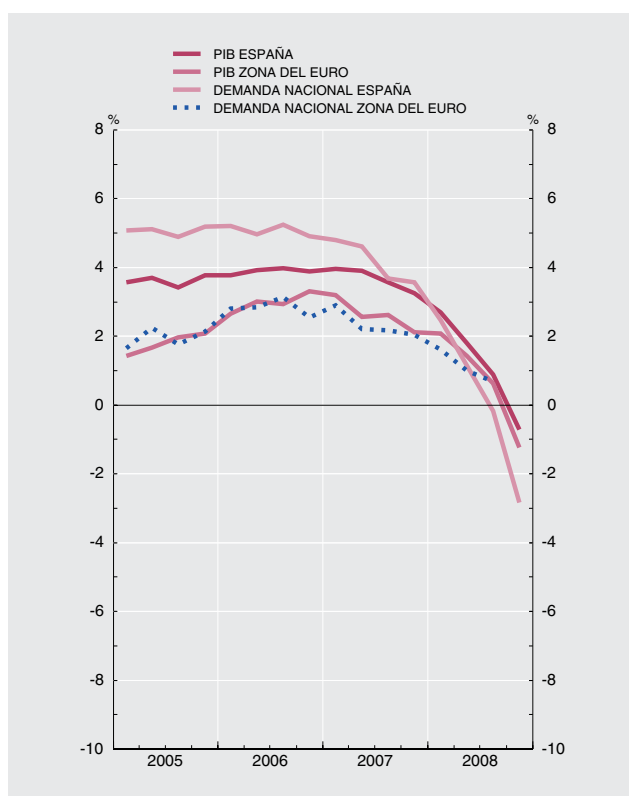
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

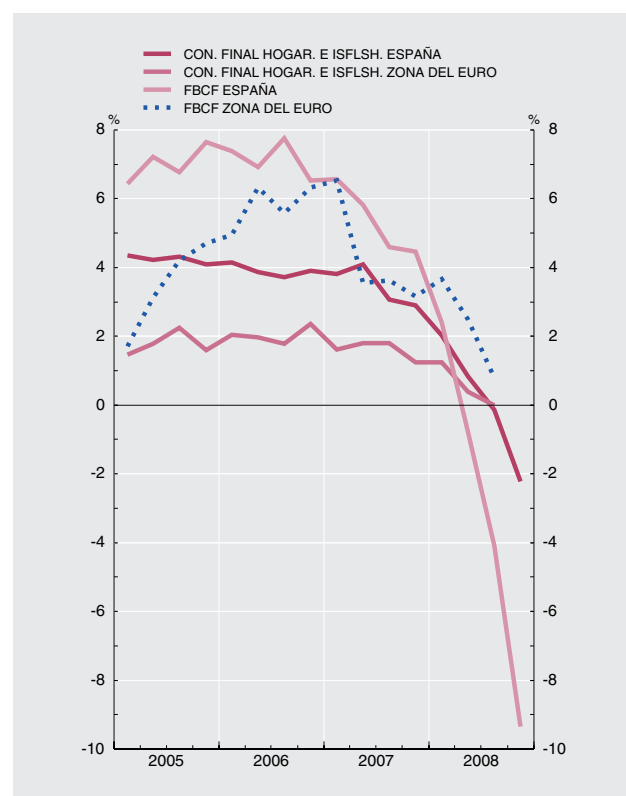
Tasas de variación interanual

		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 (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
06	P	3,9	3,0	3,9	2,0	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
08	P	1,2	0,7	0,1	...	5,3	...	-3,0	...	0,2	...	0,7	...	-2,5	...	1 095	...
06 /	P	3,8	2,7	4,1	2,0	4,9	2,2	7,4	5,0	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	3,6	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	2,7	2,1	2,0	1,2	3,7	1,4	2,4	3,7	2,5	2,1	4,8	5,2	3,6	4,2	272	2 292
II	P	1,8	1,4	0,8	0,4	5,0	2,0	-0,8	2,5	1,2	1,4	4,4	3,9	1,8	3,0	274	2 305
III	P	0,9	0,6	-0,1	-0,0	6,1	2,2	-4,1	0,8	-0,2	0,6	1,5	2,0	-2,0	2,2	276	2 312
IV	P	-0,7	-1,2	-2,2	...	6,3	...	-9,3	...	-2,8	-1,2	-7,9	...	-13,2	...	273	...

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



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



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

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

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

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

g. Miles de millones de euros.

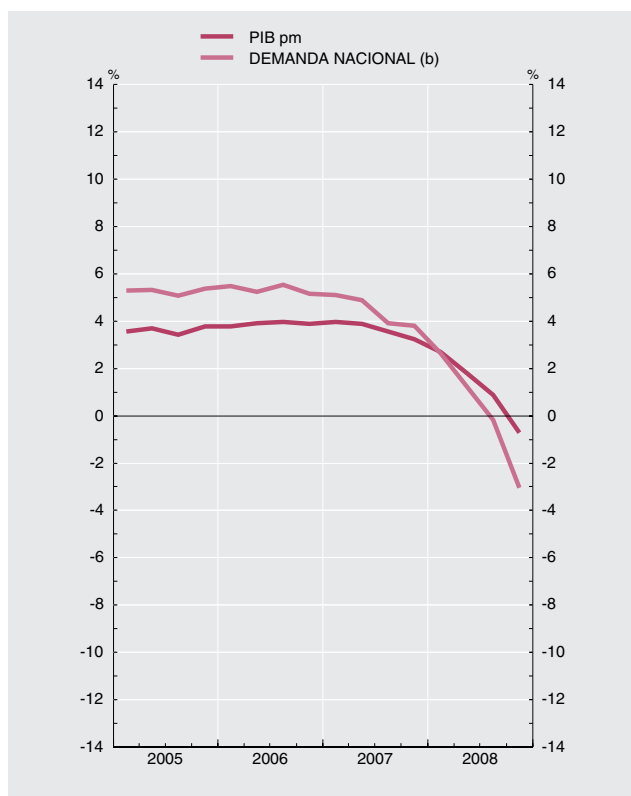
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

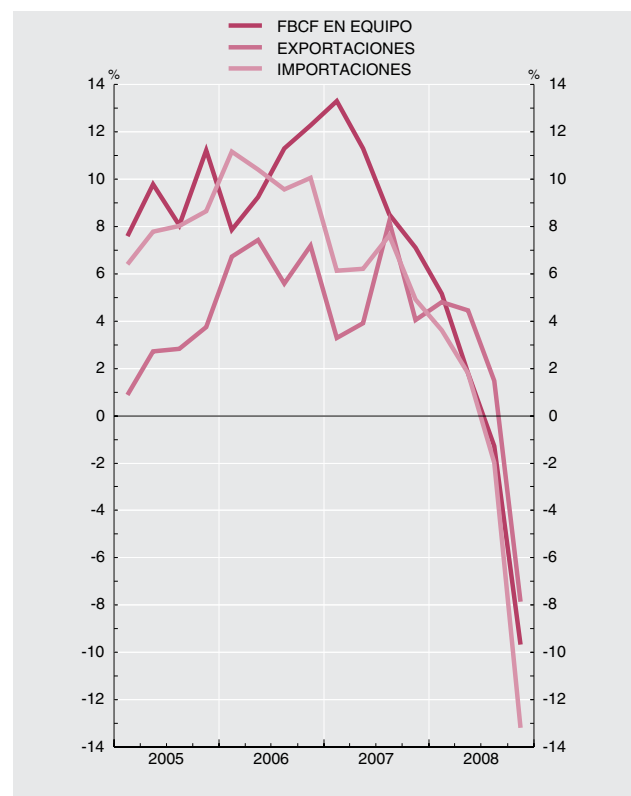
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

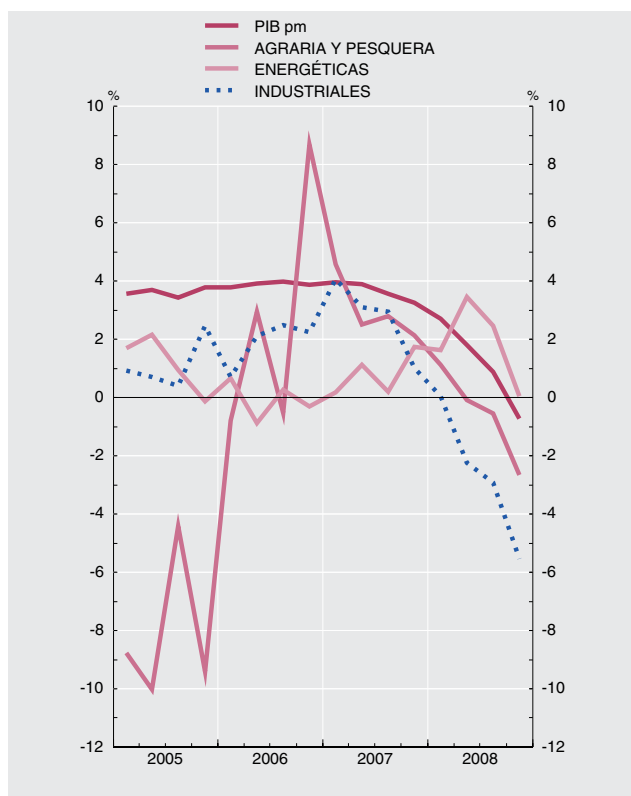
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

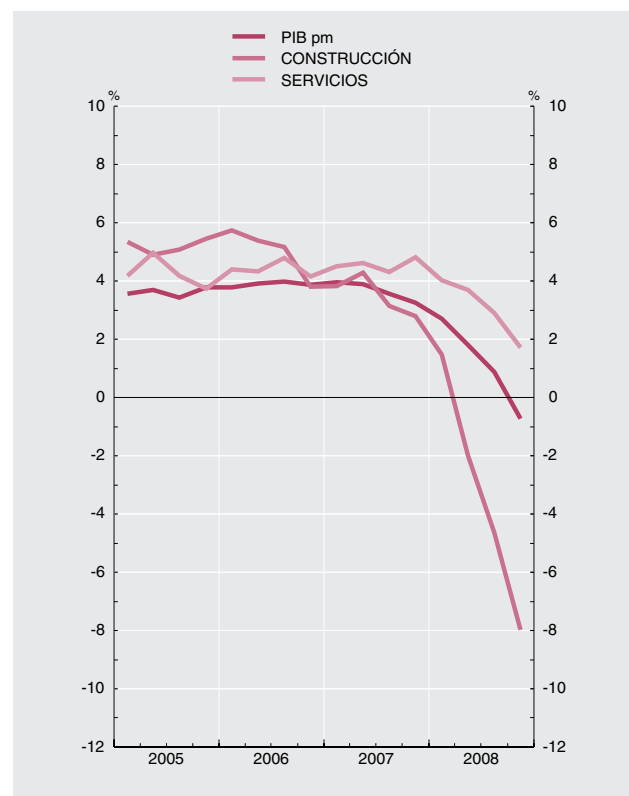
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
06	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8
07	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3
08	P	1,2	-0,6	1,9	-2,7	-3,3	3,1	2,6	4,8	0,6	-10,4	-0,5
06 /	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2
II	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
III	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
IV	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
07 /	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
II	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
III	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
IV	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
08 /	P	2,7	1,1	1,6	0,0	1,5	4,0	4,0	4,0	1,6	-1,3	-1,0
II	P	1,8	-0,1	3,5	-2,2	-2,0	3,7	3,4	4,7	1,2	-5,1	-0,9
III	P	0,9	-0,5	2,5	-2,9	-4,6	2,9	2,3	5,1	0,2	-14,3	0,2
IV	P	-0,7	-2,7	0,0	-5,5	-8,0	1,7	0,7	5,5	-0,8	-20,9	-0,3

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

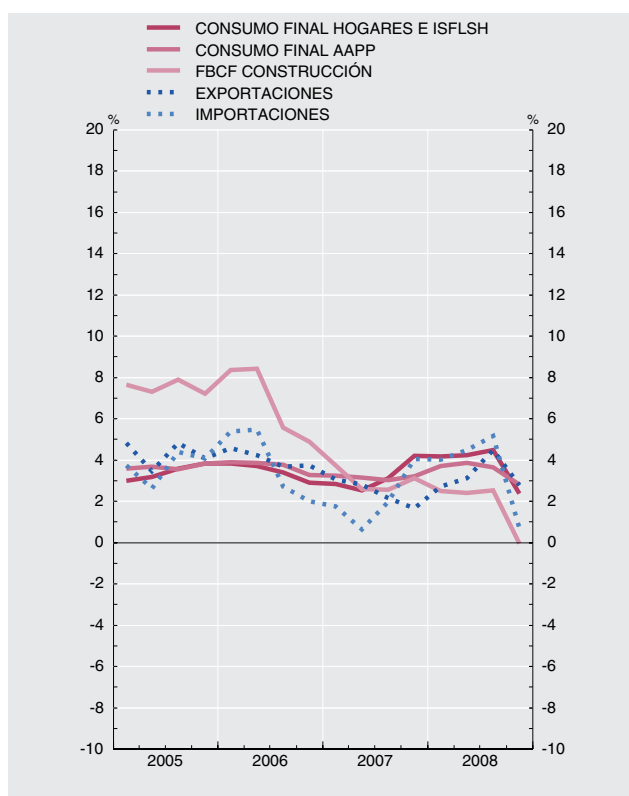
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

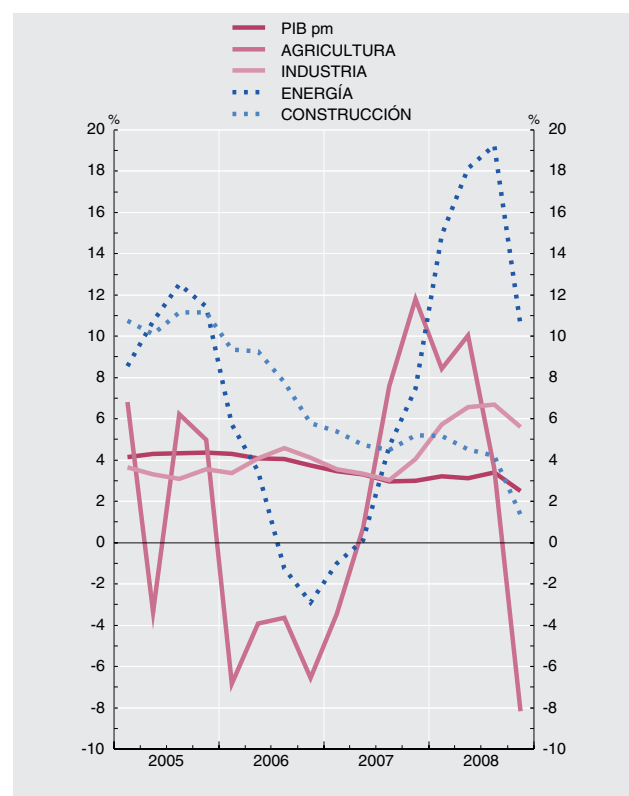
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES 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.

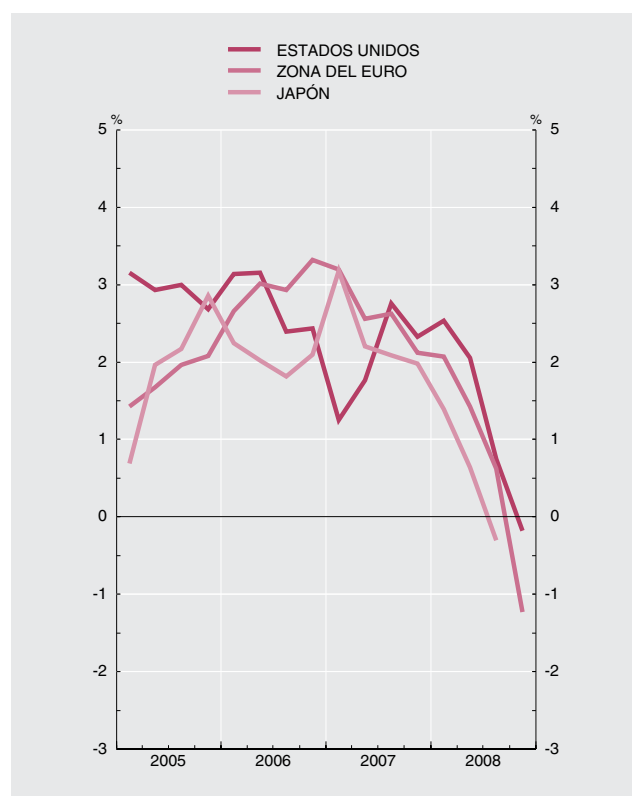
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

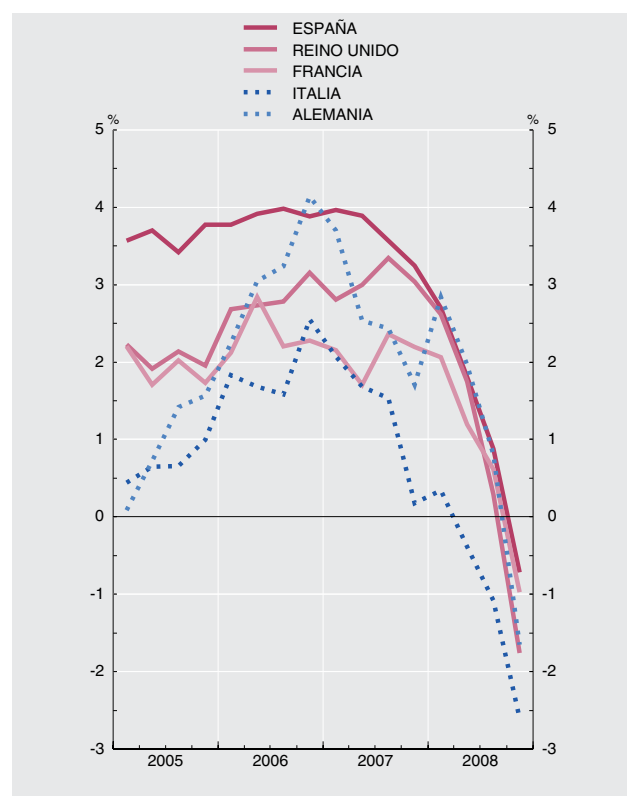
Tasas de variación interanual

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

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.

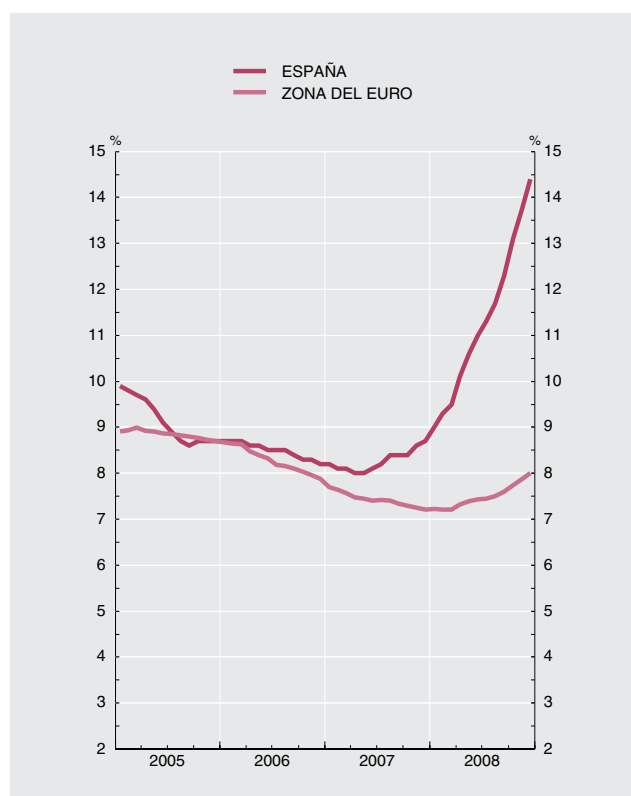
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

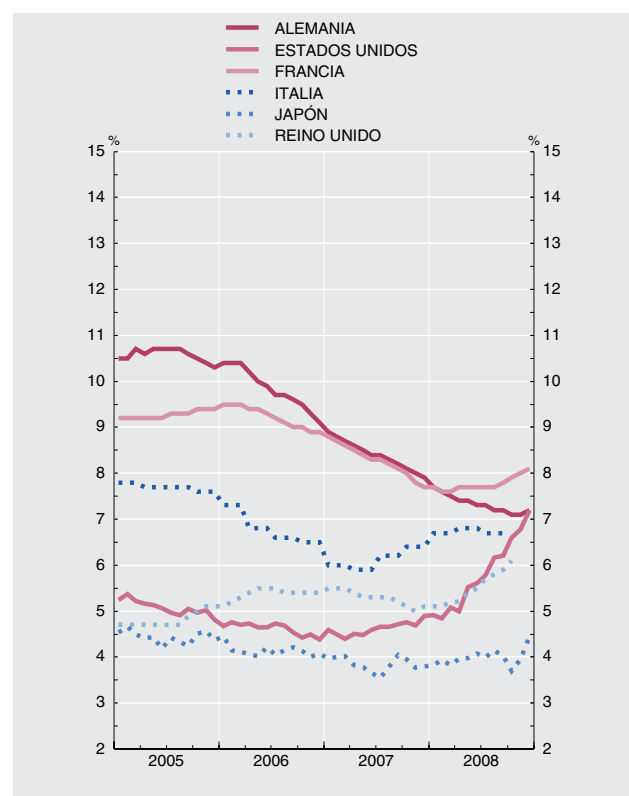
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	6,8	8,9	8,9	10,6	9,1	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 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	8,4	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	5,7	6,8	7,2	7,9	8,7	4,9	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	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,5
Jul	6,1	6,9	7,4	7,3	11,3	5,8	7,7	6,7	4,0	5,7
Ago	6,3	7,0	7,5	7,2	11,7	6,2	7,7	6,7	4,2	5,8
Sep	6,3	7,1	7,6	7,2	12,3	6,2	7,8	6,7	4,0	5,9
Oct	6,4	7,2	7,7	7,1	13,1	6,6	7,9	...	3,7	6,1
Nov	6,5	7,3	7,9	7,1	13,7	6,8	8,0	...	4,0	...
Dic	6,8	7,4	8,0	7,2	14,4	7,2	8,1	...	4,5	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

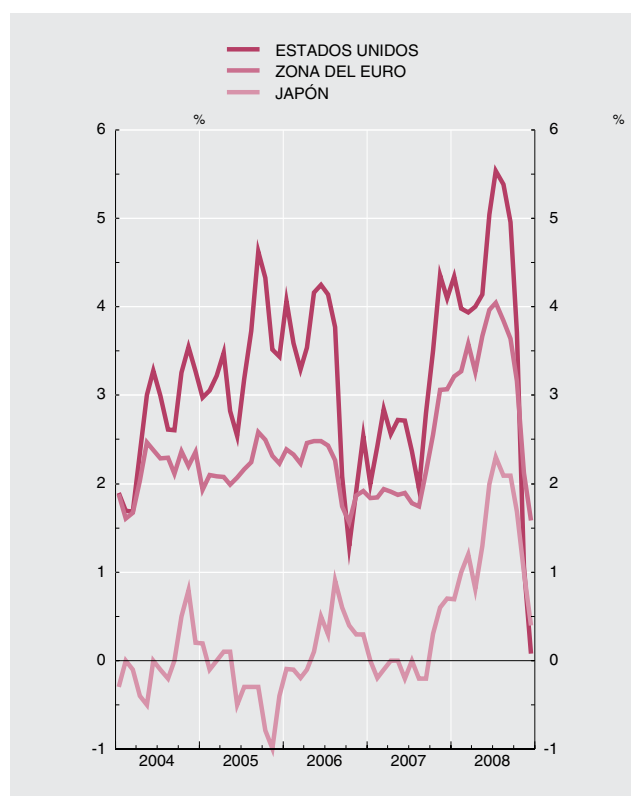
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

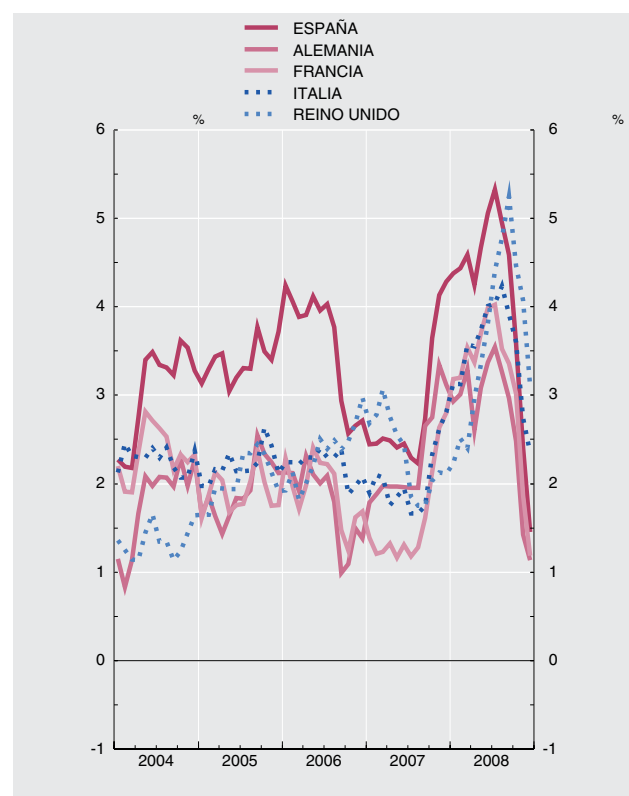
Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	2,6	2,3	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
06	2,7	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
08	3,6	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
07 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	3,4	3,9	2,1	5,2
Oct	3,7	3,7	3,2	2,5	3,6	3,7	3,0	3,6	1,7	4,5
Nov	2,2	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
Dic	1,5	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
09 Ene	...	...	...	0,9	0,8	...	0,8	1,4	...	3,0

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.

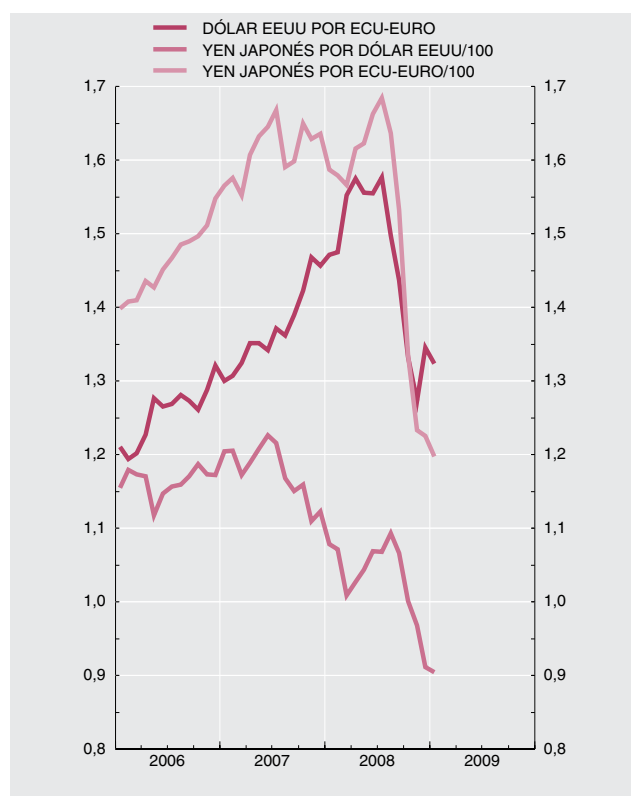
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ 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 ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,7	93,6	105,1	94,8	76,5	103,2	96,4	77,3
07	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,1	92,7	72,0
08	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,0	90,5	79,2
08 E-E	1,4718	158,68	107,81	112,2	77,0	94,0	113,1	86,2	74,2	110,6	88,3	75,3
09 E-E	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,4	...	...	107,0	...	...
07 Nov	1,4684	162,89	110,95	111,2	76,2	90,9	112,5	84,8	71,9	110,2	88,1	72,8
07 Dic	1,4570	163,55	112,26	111,5	77,8	90,5	112,5	86,3	71,6	110,2	88,9	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,2	77,0	94,0	113,1	86,2	74,2	110,6	88,3	75,3
08 Feb	1,4748	157,97	107,12	112,0	76,6	94,4	112,7	85,6	74,0	110,6	88,0	75,3
08 Mar	1,5527	156,59	100,88	114,8	74,0	98,1	115,8	82,9	76,7	113,0	85,9	77,5
08 Abr	1,5751	161,56	102,66	116,3	74,3	96,2	116,9	83,5	74,7	114,0	86,3	75,6
08 May	1,5557	162,31	104,34	115,8	74,6	94,9	116,3	83,9	73,8	113,0	87,6	74,2
08 Jun	1,5553	166,26	106,91	115,8	75,4	92,7	116,3	85,3	72,0	112,5	88,8	72,4
08 Jul	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,3	85,0	71,6	112,4	89,0	72,4
08 Ago	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,0	88,2	72,2	110,2	91,5	73,7
08 Sep	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,4	75,5	108,1	93,8	76,8
08 Oct	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,4	93,6	84,4	104,3	96,3	86,4
08 Nov	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,9	94,9	89,6	103,2	97,1	92,7
08 Dic	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	113,0	92,0	93,9	108,0	93,3	97,8
09 Ene	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,4	...	...	107,0	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

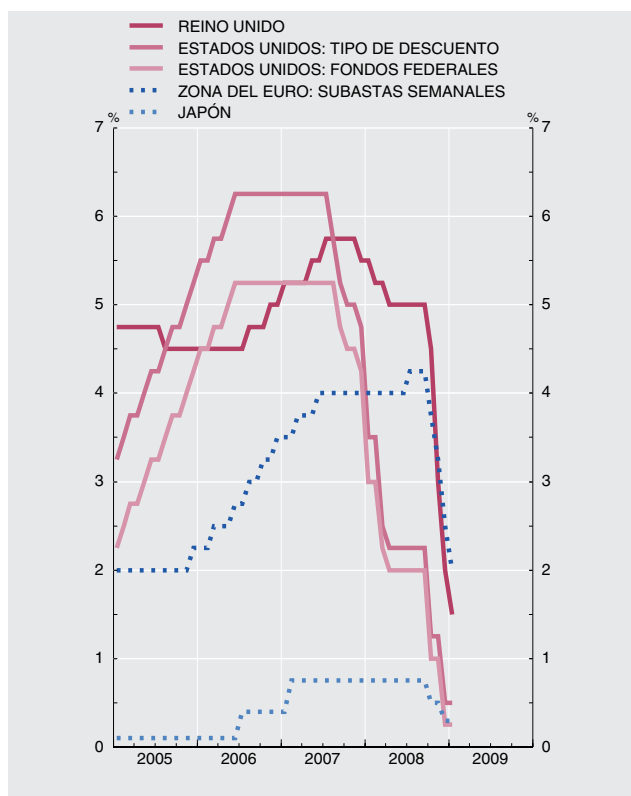
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

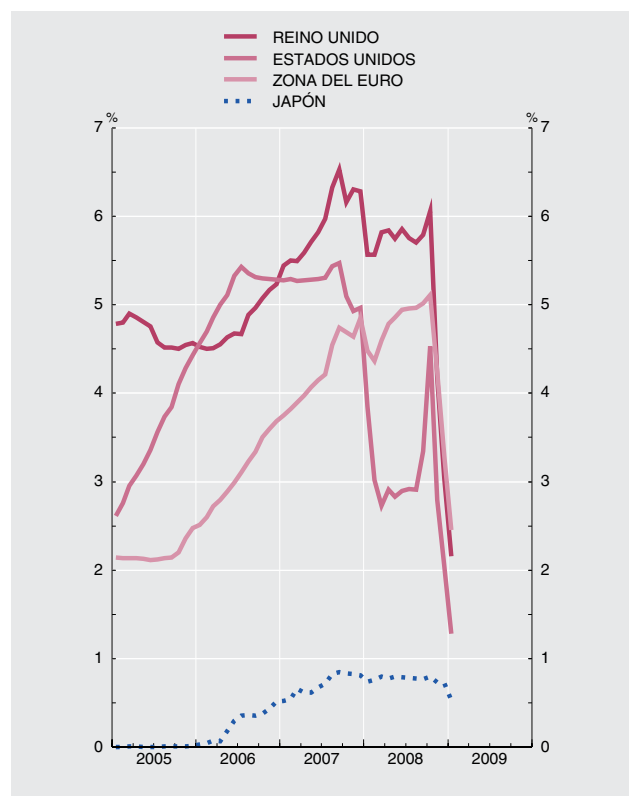
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)	(j)	(k)	(l)	(m)	(n)	(o)
06	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
07															
08															
07 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
09 Ene	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15

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).

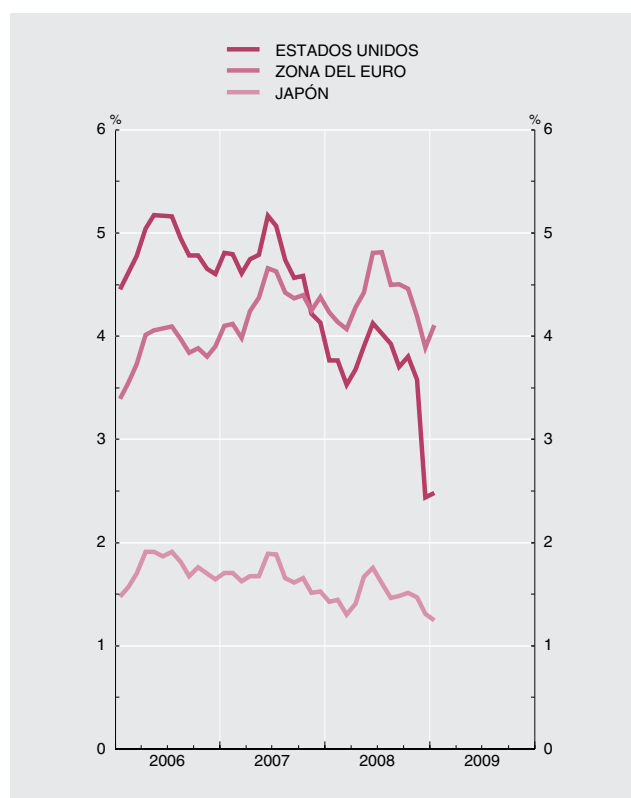
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

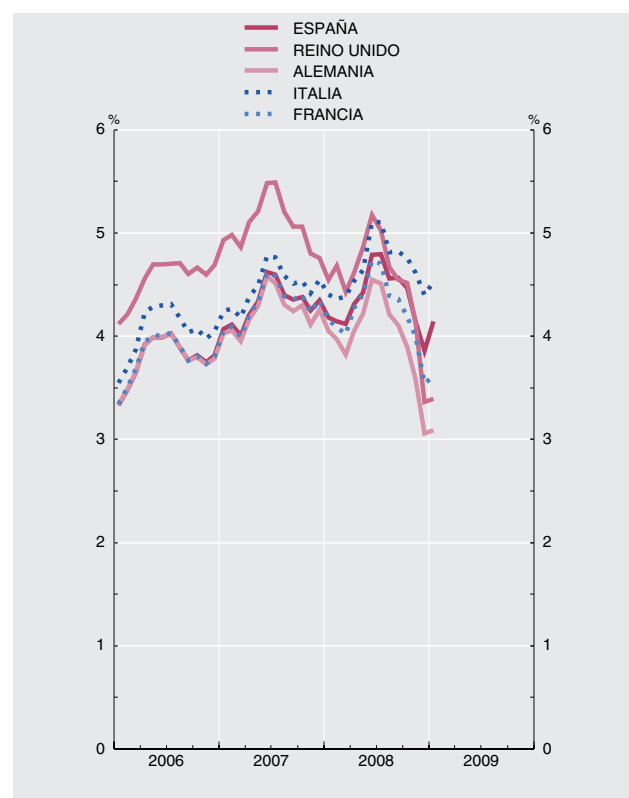
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
08	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
07 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
09 Ene	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

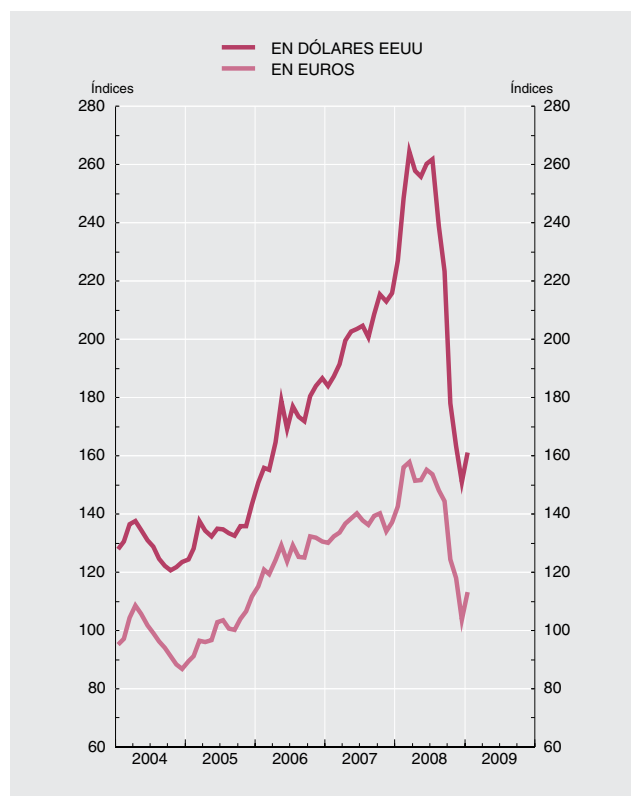
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	...	97,2	312,5	871,7	19,07
08 E-E	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
09 E-E	113,2	161,0	189,9	123,8	115,4	128,4	...	42,9	307,8	858,7	20,85
07 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	292,5	816,1	19,54
09 Ene	113,2	161,0	189,9	123,8	115,4	128,4	...	42,9	307,8	858,7	20,85

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.

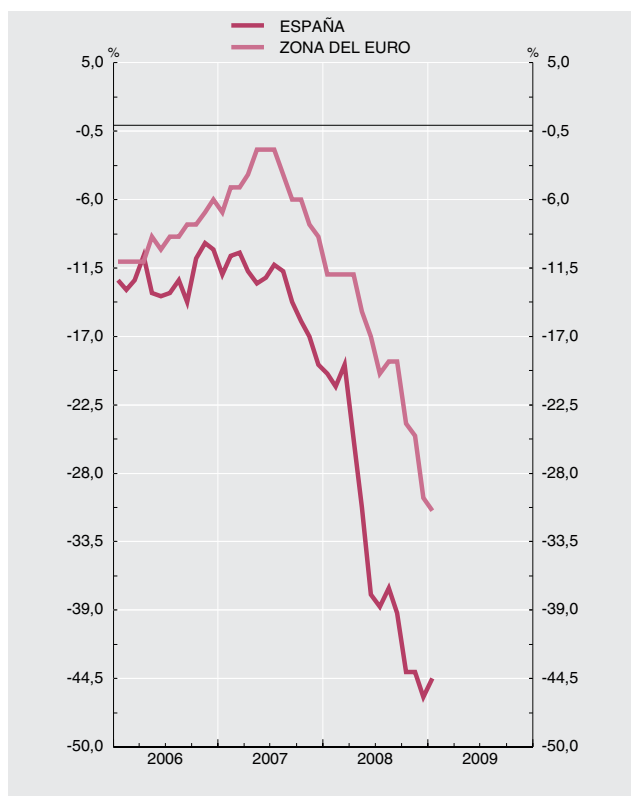
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

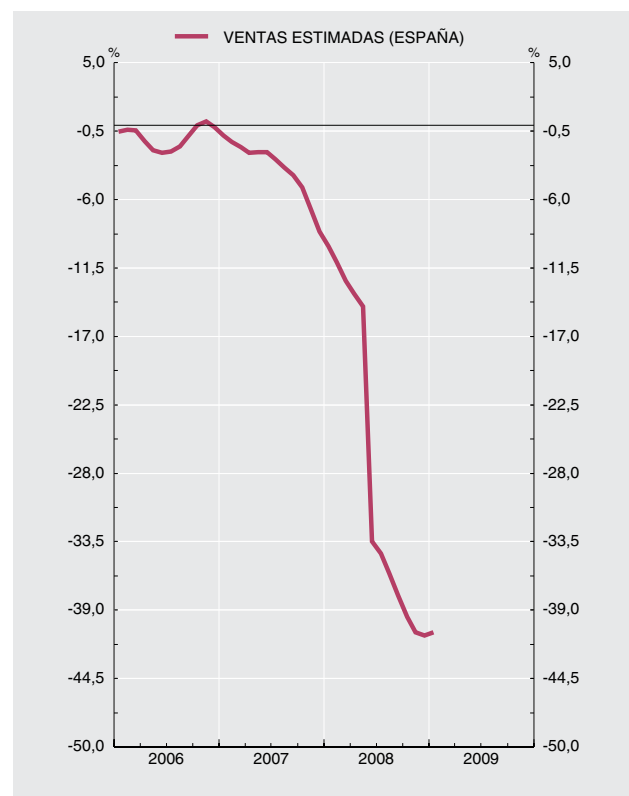
Tasas de variación interanual

		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	Matriculaciones	Uso privado			Matriculaciones	Nominal	Del cual		Alimentación (b)		Resto (c)
														Deflactado (a)	Grandes superficies (a)			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9	
08	A	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,5	-30,0	-28,1	-8,1	-1,8	-5,5	-5,6	-2,4	-7,6	-1,3	
08 E-E	P	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-16,7	-22,1	-12,7	-0,8	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,8	
09 E-E	A	-45	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,5	...	...	...	...	...	...
08 Feb	P	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	4,8	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	0,0	
Mar	P	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-6,3	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-2,0	
Abr	P	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	1,7	4,3	-0,3	-2,4	1,2	-1,2	-2,0	
May	P	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-6,6	-0,5	-5,3	-2,5	-	-8,6	-0,2	
Jun	P	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-8,8	-4,8	-9,9	-11,6	-6,7	-12,0	-2,0	
Jul	P	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,5	0,8	-4,9	-4,7	-1,2	-7,1	-1,8	
Ago	P	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-5,8	-2,8	-7,7	-7,5	-3,9	-10,7	-1,7	
Sep	P	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-11,4	-1,1	-5,5	-5,7	-3,1	-7,2	-1,4	
Oct	A	-44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,4	-3,9	-6,9	-6,9	-3,0	-9,4	-2,3	
Nov	A	-44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,2	-8,4	-9,7	-8,1	-5,7	-12,4	-1,9	
Dic	A	-46	-44	-26	-34	-30	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-23,2	-6,1	-6,1	-9,4	-3,7	-7,7	-1,7	
09 Ene	A	-45	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,5	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

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

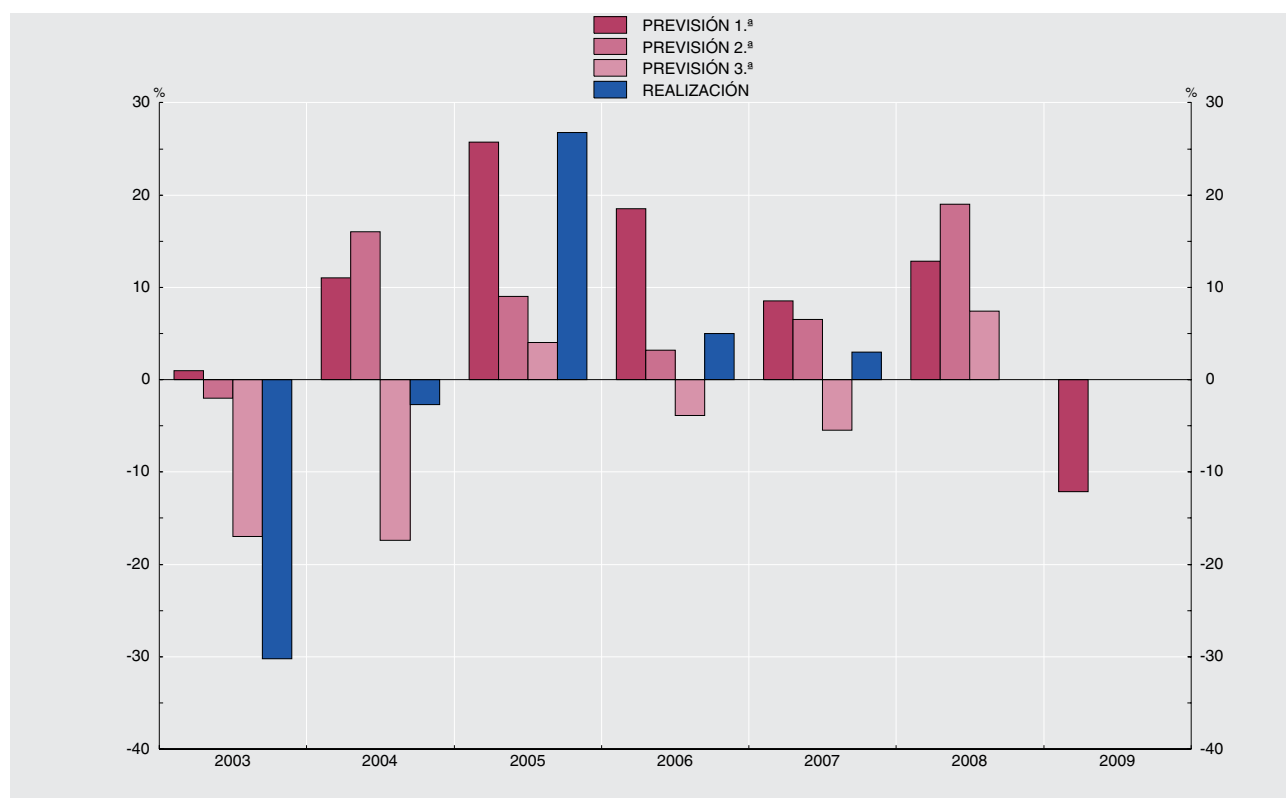
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
03	■		■	■
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		5	19	3
08		3	9	7
09		...	13	19
			-12	...
				-17
				-17
				4
				-4
				-6
				7
				...

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.

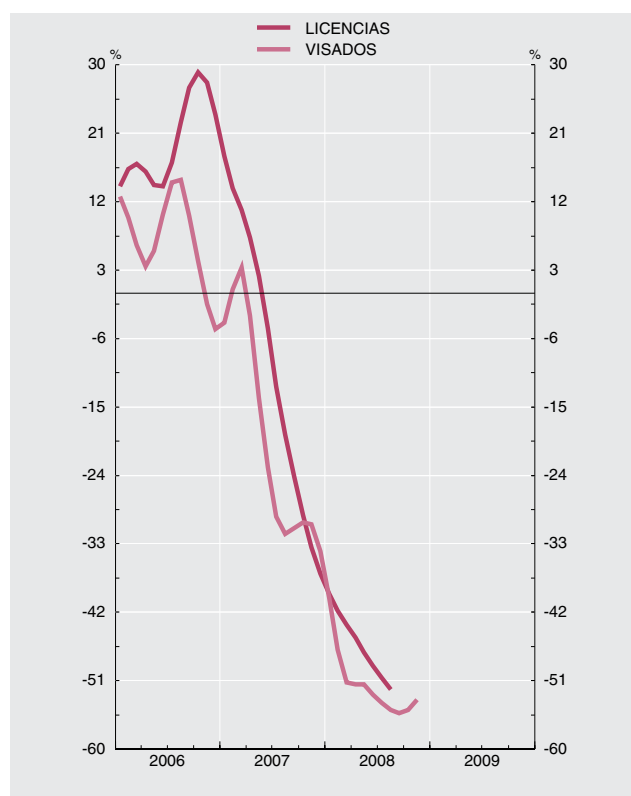
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

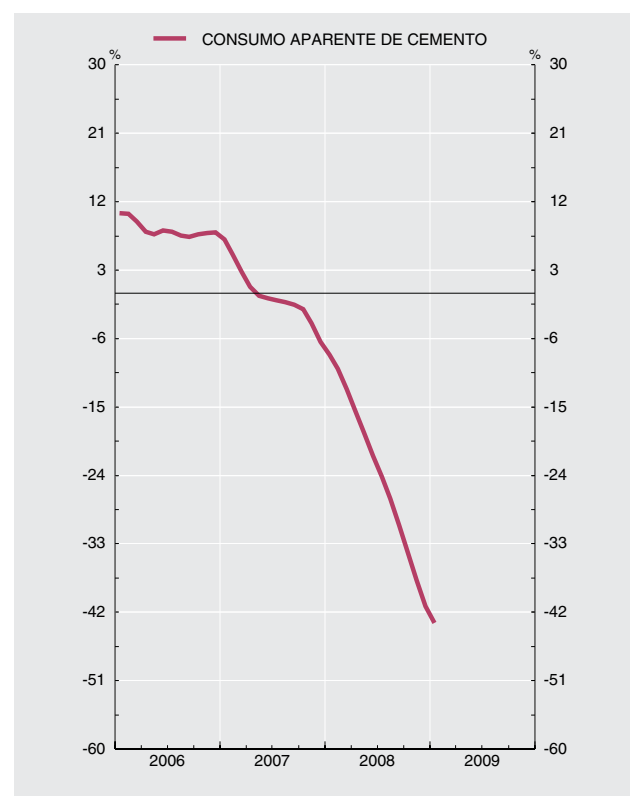
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual	Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
06		22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
08	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-23,6
08 E-E	P	-42,5	-48,8	-47,9	-5,4	-43,8	-47,4	-2,3	-2,3	46,9	35,4	71,2	49,6	-19,1	-7,8
09 E-E	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-51,9
07 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	-2,3	-2,3	46,9	35,4	71,2	49,6	-19,1	-7,8
Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,0	4,7	-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	70,5	27,7	-33,9	-52,0	-64,0	-27,2	135,8	-25,2
Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P	-54,8	-59,6	-60,2	-35,3	-55,5	-58,7	-66,8	12,3	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
Jun	P	-45,5	-51,8	-51,0	-12,5	-52,3	-59,2	-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	-10,4	-3,6	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
Ago	P	-57,1	-64,6	-64,6	-20,3	-60,3	-64,5	10,6	-2,4	67,7	253,4	484,0	33,7	-9,6	-30,2
Sep	P	...	...	...	...	-50,7	-57,5	42,0	0,0	18,8	30,7	230,2	15,6	51,3	-24,8
Oct	P	...	...	...	...	-56,8	-62,1	-12,3	-1,2	-35,1	-53,2	29,0	-29,5	-3,7	-34,9
Nov	P	...	...	...	...	-57,9	-63,6	30,1	1,0	46,7	236,4	394,7	4,1	23,3	-41,0
Dic	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-36,2
09 Ene	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-51,9

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.

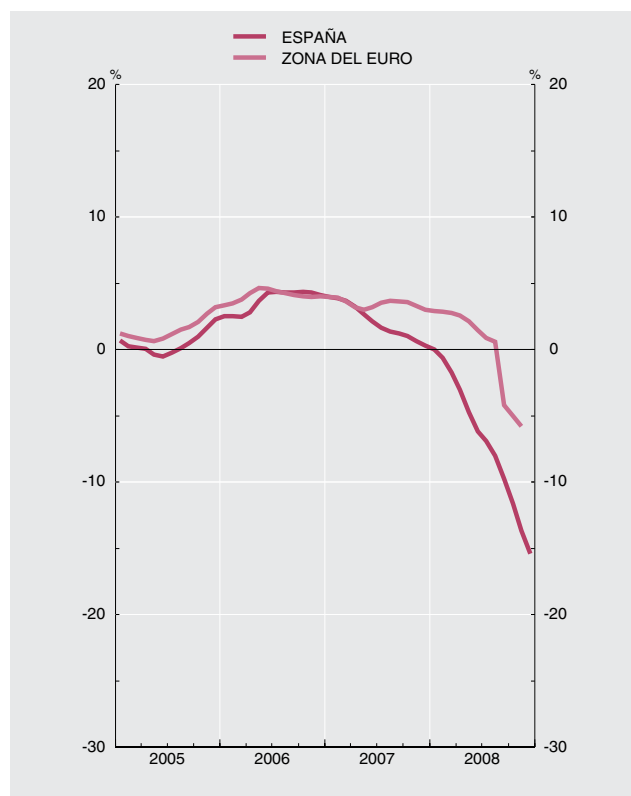
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

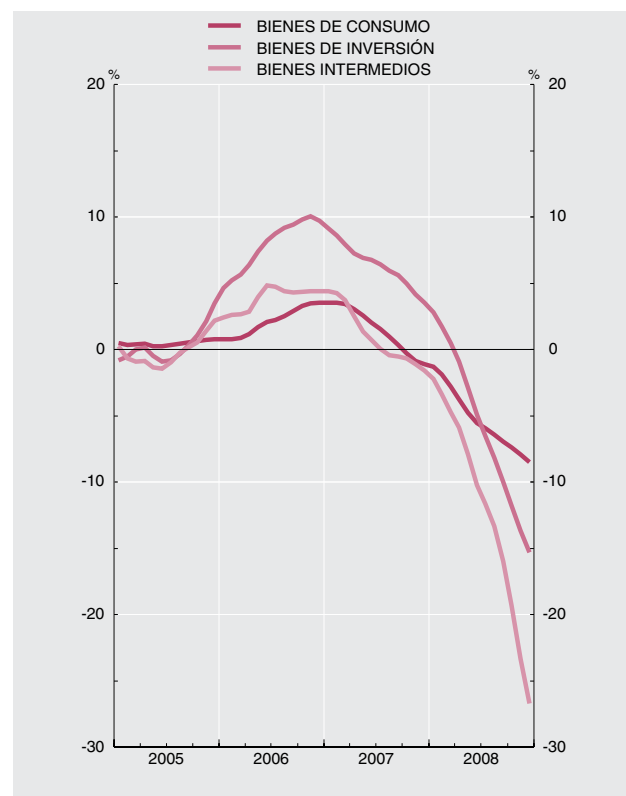
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	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	3,4	4,1	2,3	6,1	3,9
07 E-D	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	4,1	2,3	6,1	3,9
08 E-D	MP	101,6	-6,5	-4,9	-5,2	-11,4	1,4	-12,9	-7,4	1,3	-1,6	-1,9	-2,0	-0,1	-3,2
07 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	5,2	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	0,6
08 Ene	P	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,3	3,2	1,5	6,5	2,3
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,2	2,9	0,9	6,3	2,1
Mar	P	102,6	-13,8	-16,8	-14,4	-17,0	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,4	-0,2	-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	4,8	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	-0,0	-1,7
Ago	P	72,2	-11,0	-11,1	-15,0	-15,4	1,6	-26,3	-13,2	4,5	-0,5	-0,8	-4,1	0,8	0,1
Sep	P	102,6	-4,7	-3,2	-1,4	-9,4	-0,6	-16,2	-5,0	-1,2	-2,4	-2,5	-2,8	-0,7	-3,8
Oct	P	104,2	-11,4	-6,5	-12,6	-17,9	-1,1	-16,7	-12,2	-3,3	-5,5	-5,7	-3,6	-5,3	-7,8
Nov	P	94,1	-17,4	-12,0	-17,8	-26,5	-3,8	-25,5	-18,9	-4,8	-8,4	-8,7	-4,7	-8,7	-11,9
Dic	P	82,2	-15,4	-5,4	-17,4	-29,1	-2,0	-14,1	-17,5	-2,6	-12,0	-13,2	-4,6	-11,8	-20,4

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.

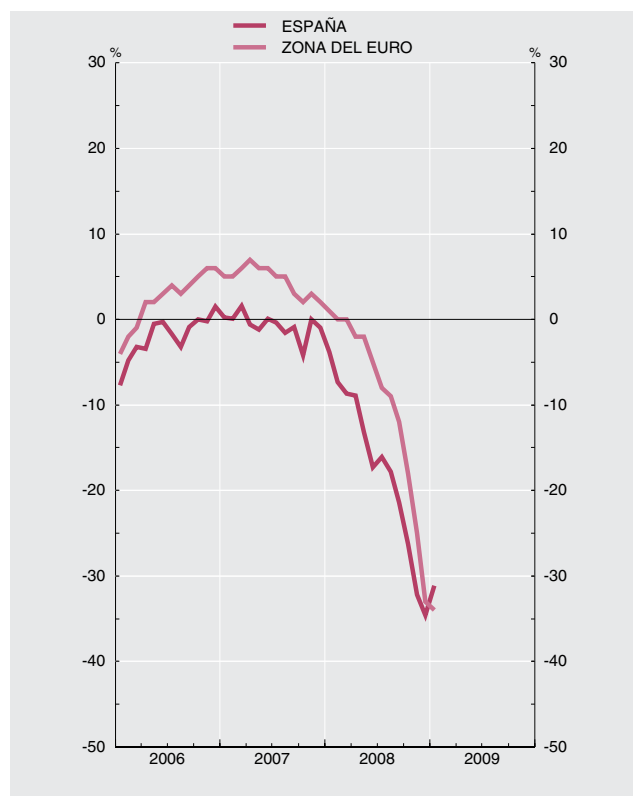
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

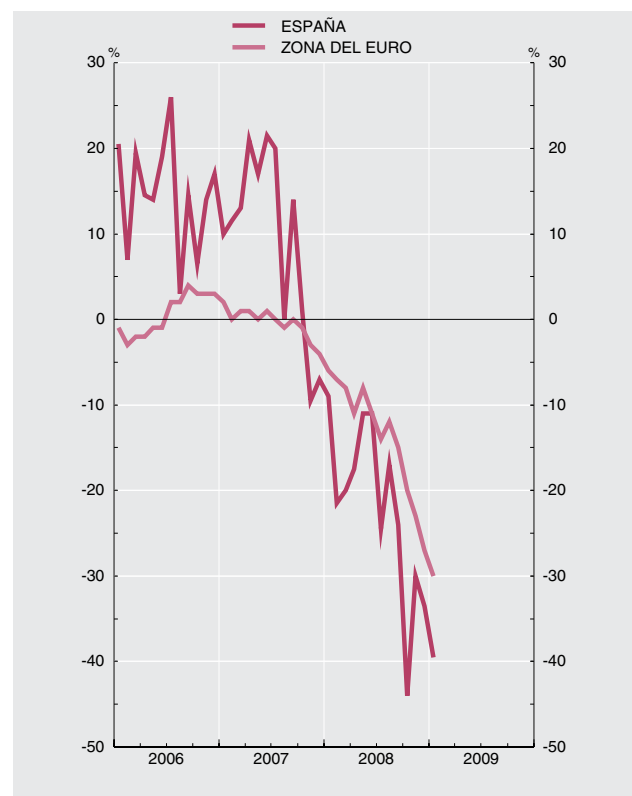
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	Con- su- mo	Equi- po	In- ter- me- dios (a)	Otros sec- tores (a)	(a)	(a)	(a)	Produc- ción	Contra- ción	Indicador del clima indus- trial	Cartera de pedidos	(a)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0
08	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
08 E-E	M	-4	-2	5	-3	-8	13	-3	7	-12	-4	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
09 E-E	M	-31	-41	-21	-46	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-34	-49	-30
07 Oct		-4	5	3	-4	-3	11	-6	7	-10	-6	1	-10	2	11	14	2	1	-1
Nov		-	4	8	3	-2	11	-2	9	-4	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-3
Dic		-1	-1	7	-1	-5	9	-3	11	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-4
08 Ene		-4	-2	5	-3	-8	13	-3	7	-12	-4	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
Feb		-7	-10	0	-7	-7	15	-6	3	-15	-6	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
Mar		-9	-6	-2	-8	-10	16	-6	4	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-8
Abr		-9	-4	-0	-11	-10	15	-6	2	-17	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-11
May		-13	-6	-7	-16	-13	17	-7	-3	-24	-6	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-8
Jun		-17	-10	-9	-20	-19	23	-12	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11
Jul		-16	-16	-5	-29	-19	14	-10	-7	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
Ago		-18	-10	-8	-25	-20	21	-13	-8	-25	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12
Sep		-21	-20	-11	-32	-27	21	-16	-7	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
Oct		-26	-20	-16	-37	-32	27	-16	-25	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
Nov		-32	-40	-20	-46	-38	31	-19	-23	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
Dic		-35	-47	-23	-52	-48	29	-21	-33	-50	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09 Ene		-31	-41	-21	-46	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-34	-49	-30

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.
a. Corregidos de variaciones estacionales.

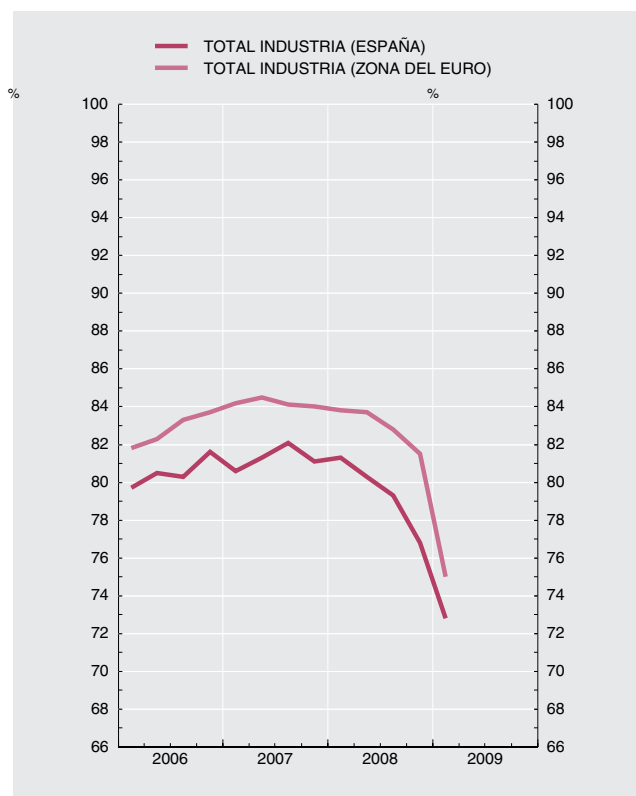
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

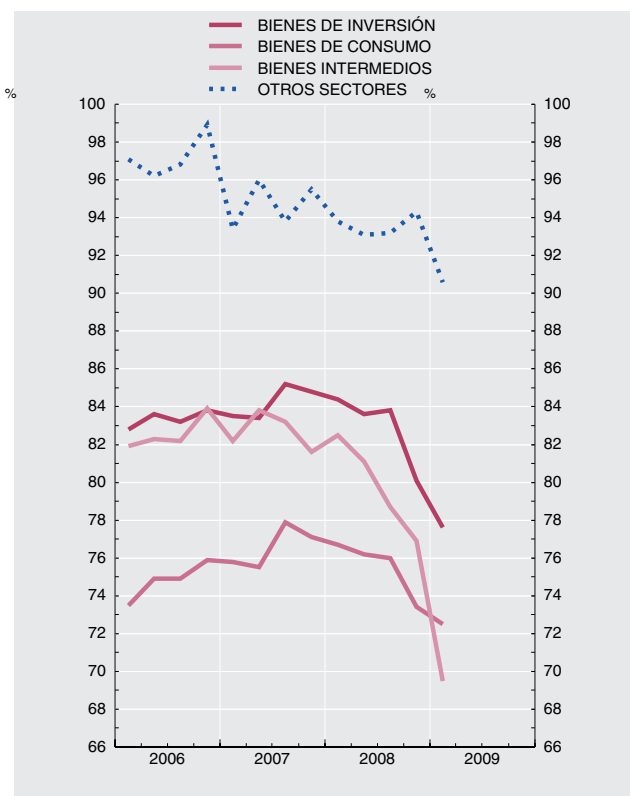
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	■			■			■			■			■			■
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	82,8
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
08	79,4	79,8	8	75,6	76,7	9	83,0	82,8	4	79,8	79,8	9	93,6	94,1	-0	83,0
08 I-I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
09 I-I	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	90,6	92,4	-	75,0
06 III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,3
07 IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,7
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
07 II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,5
07 III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
07 IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
08 II	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,7
08 III	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,8
08 IV	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,5
09 I	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	90,6	92,4	-	75,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

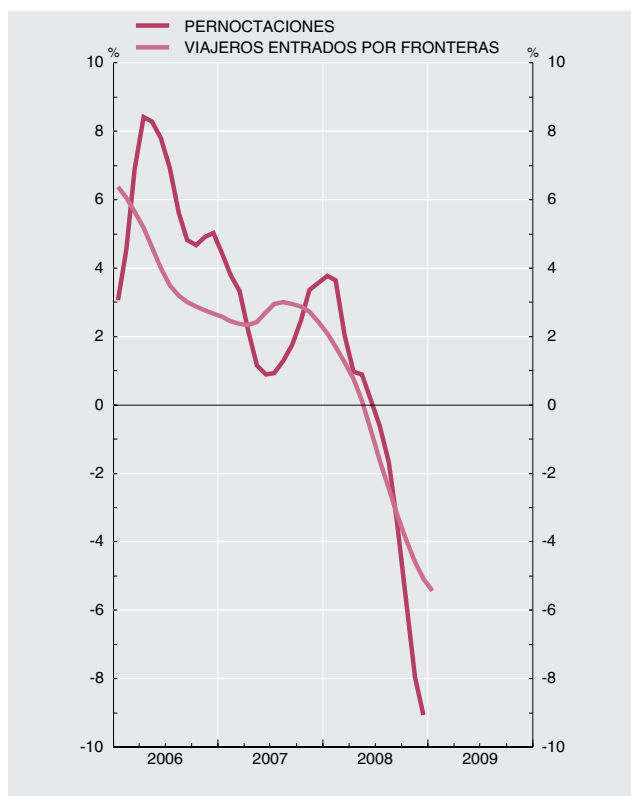
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

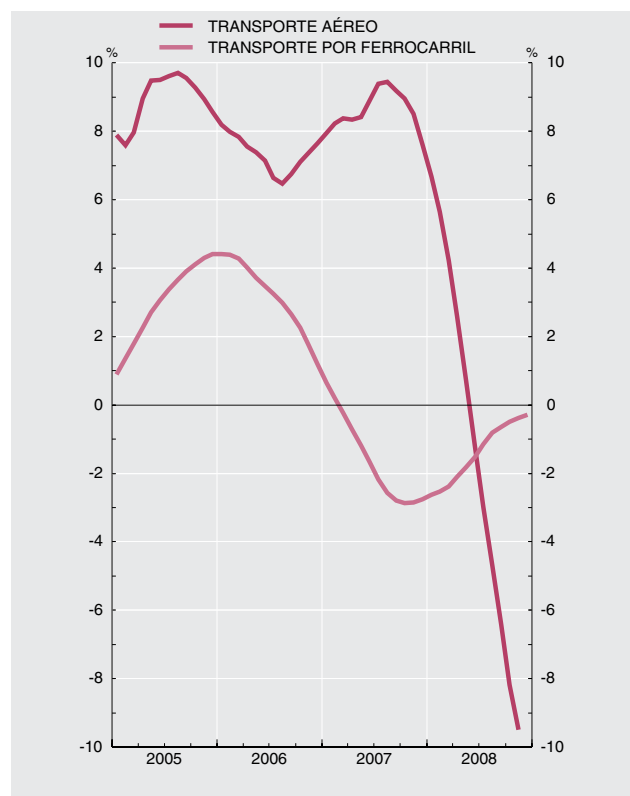
Tasas de variación interanual

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

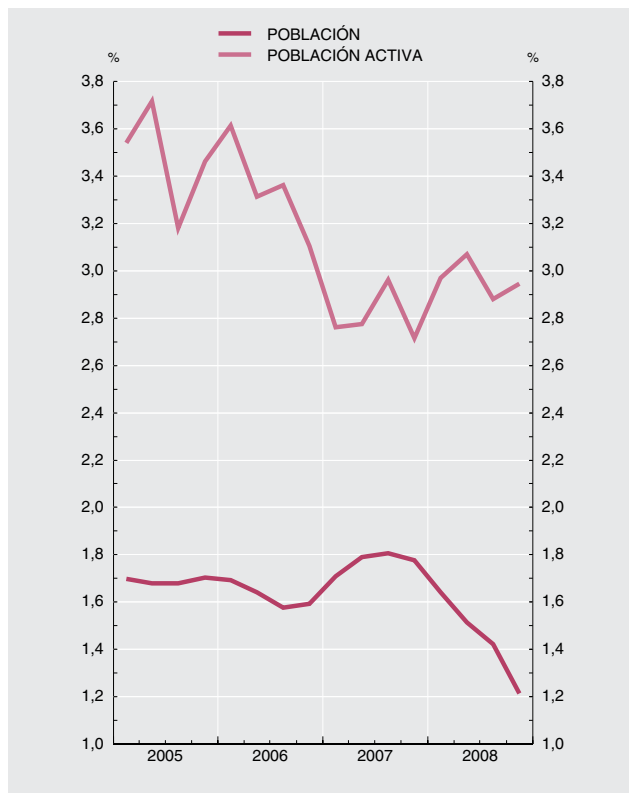
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
1		2	3	4		5	6	7	8	9
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
07 I-IV	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	2 421	1 544	877	2,8
08 I-IV	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	2 633	1 303	1 330	3,0
06 I		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
06 II		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
06 III		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
07 II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
07 III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
07 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
08 II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
08 III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
08 IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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.

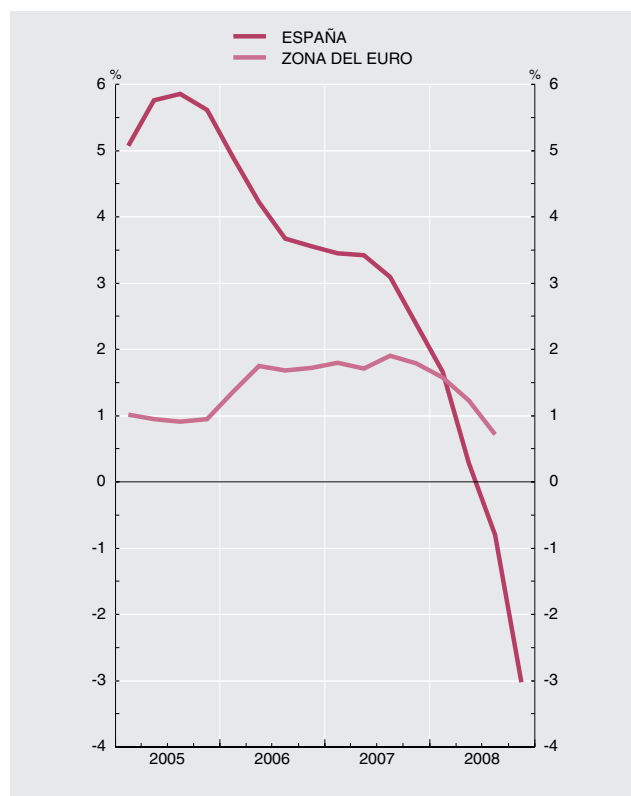
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

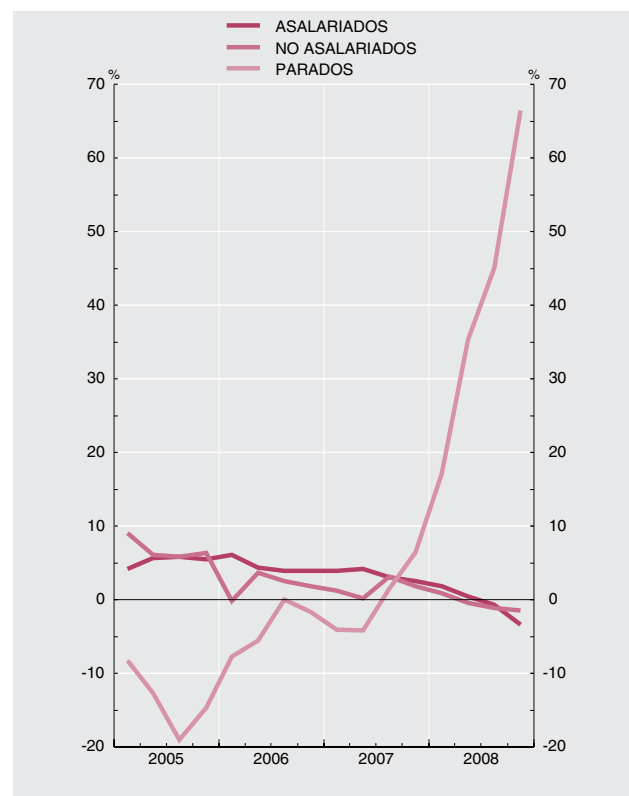
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			Tasa de paro (%) (a)
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 4 3	Miles de personas 4	Variación interanual (Miles de personas) 5	1 T 4 6	Miles de personas 7	Variación interanual (Miles de personas) 8	1 T 4 9						
		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	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,29
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43
07 I-IV	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43
08 I-IV	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	...	7,50
06 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	8,14
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	7,95
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,64
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	7,39
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	7,22
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	7,52
IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	...	7,87

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.

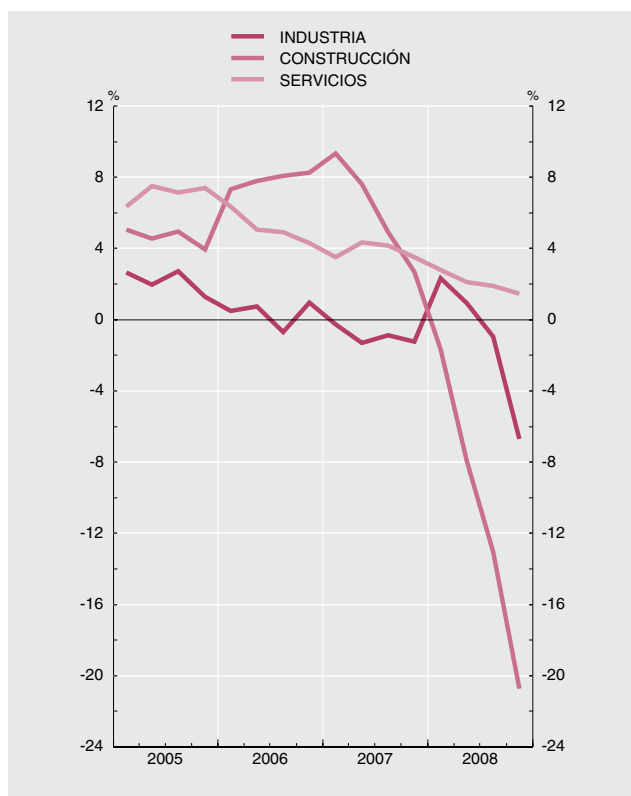
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ 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 (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3
07 I-IV	M	3,1	3,4	-7,0	-2,0	2,3	-0,8	-0,9	-0,7	-6,6	6,1	6,8	-3,4	3,9	3,9	-9,4	2,6
08 I-IV	M	-0,5	-0,5	-7,6	-5,0	-4,3	-5,3	-1,1	-1,2	-8,6	-10,9	-12,6	-9,6	2,1	2,2	-5,0	-3,0
06 II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
06 III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
07 III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
07 IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,7	2,3	3,1	22,0	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,7	27,0	2,1
08 II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-5,0	54,4	0,9	1,0	21,6	-7,9	-9,3	50,3	2,1	2,4	26,7	0,5
08 III		-0,8	-0,7	29,5	-4,1	-4,5	52,9	-1,0	-1,1	20,7	-13,0	-14,7	49,4	1,9	2,2	27,6	-0,7
08 IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,7	0,8	56,8	-6,7	-7,7	18,8	-20,7	-24,4	46,3	1,5	1,6	26,2	-3,0

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

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

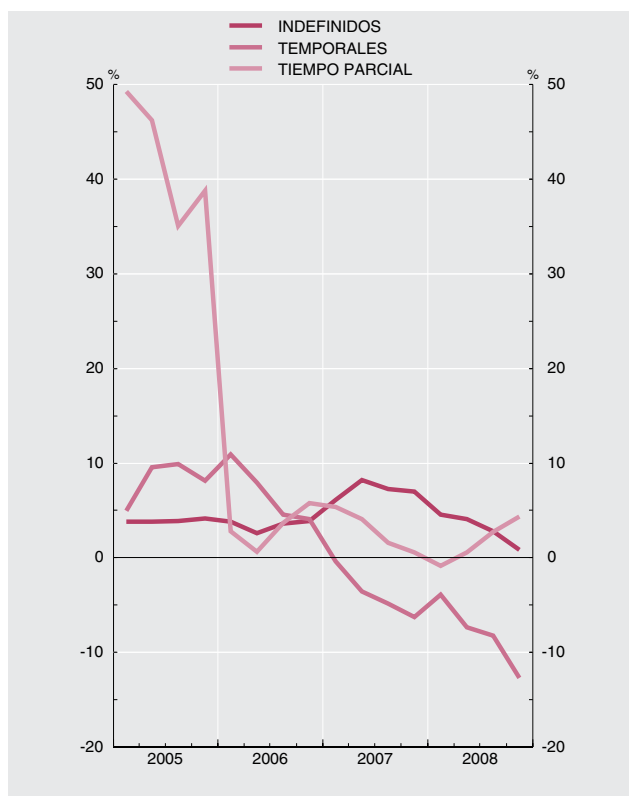
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

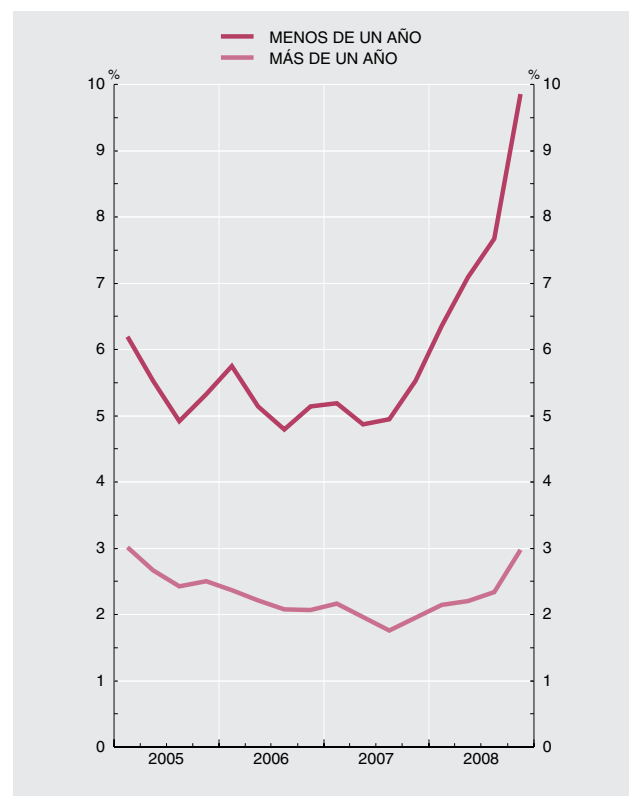
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
07	I-IV	762	7,1	-210	-3,8	31,67	399	2,8	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	I-IV	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-656	-4,4	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
06	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
	IV	96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8

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.

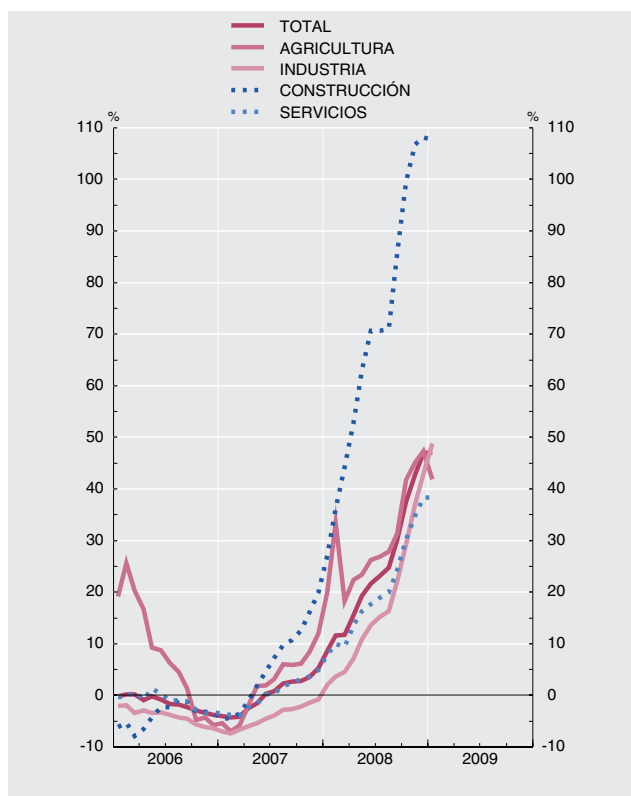
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

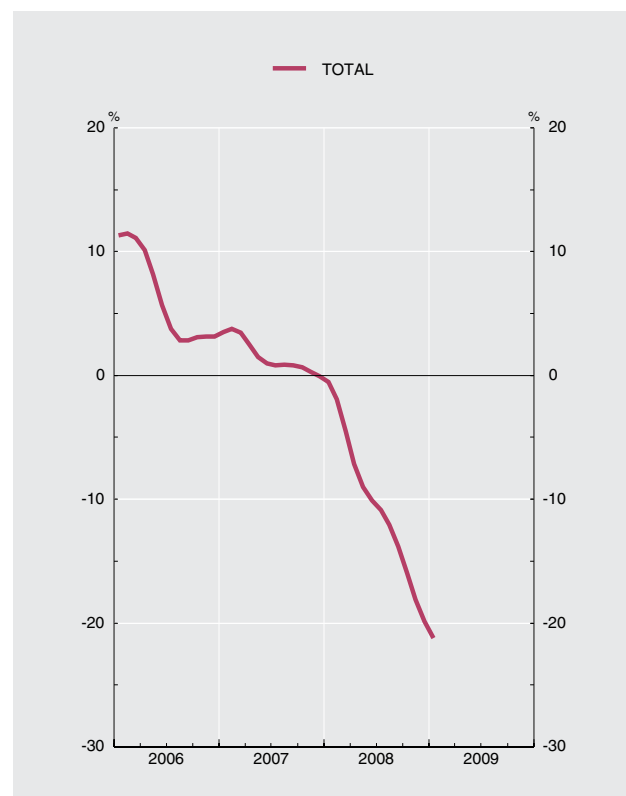
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual	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			Agricultura	No agrícola											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
08 E-E	M	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
09 E-E	M	3 328	1 066	47,1	21,4	49,9	41,8	50,2	48,8	107,6	38,4	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
07 Dic		2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08 Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,3	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
Dic		3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09 Ene		3 328	1 066	47,1	21,4	49,9	41,8	50,2	48,8	107,6	38,4	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6

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.

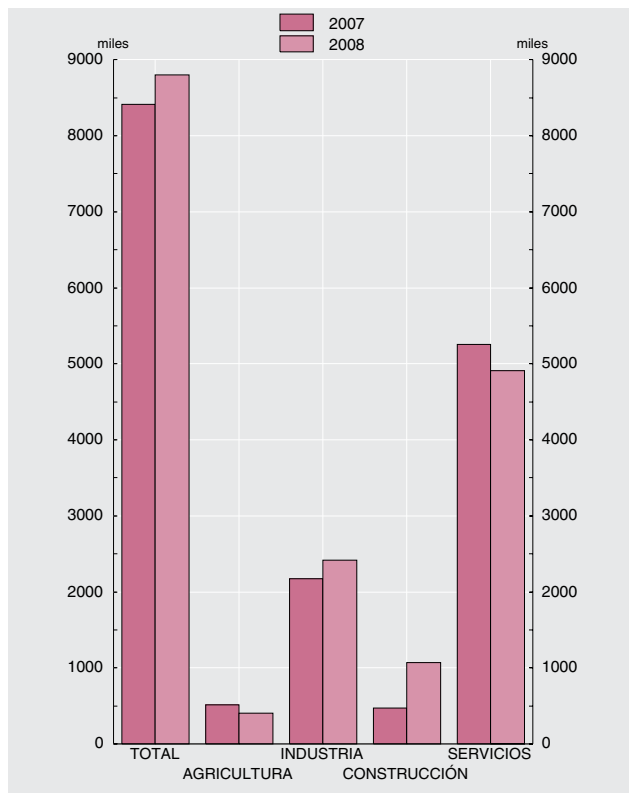
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

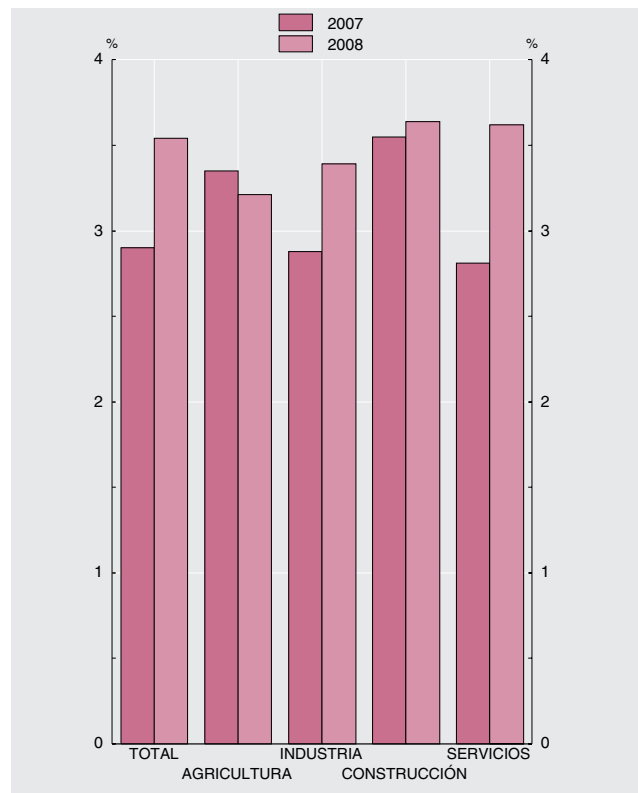
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
							(c)	(c)	(c)	(c)				(c)	(c)	(c)	(c)
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	11 325	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	9 144	3,57	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
07 Ago	11 071	4,20	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
Sep	11 194	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	11 307	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	11 323	4,22	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
Dic	11 325	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	8 699	3,50	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	8 708	3,50	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	8 748	3,50	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	9 028	3,55	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	9 033	3,55	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
Jun	9 077	3,55	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Jul	9 083	3,55	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Ago	9 083	3,55	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	9 143	3,56	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	9 143	3,56	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
Nov	9 143	3,56	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
Dic	9 144	3,57	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09 Ene	3 481	2,93	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,93	2,70	3,54	2,77

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.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

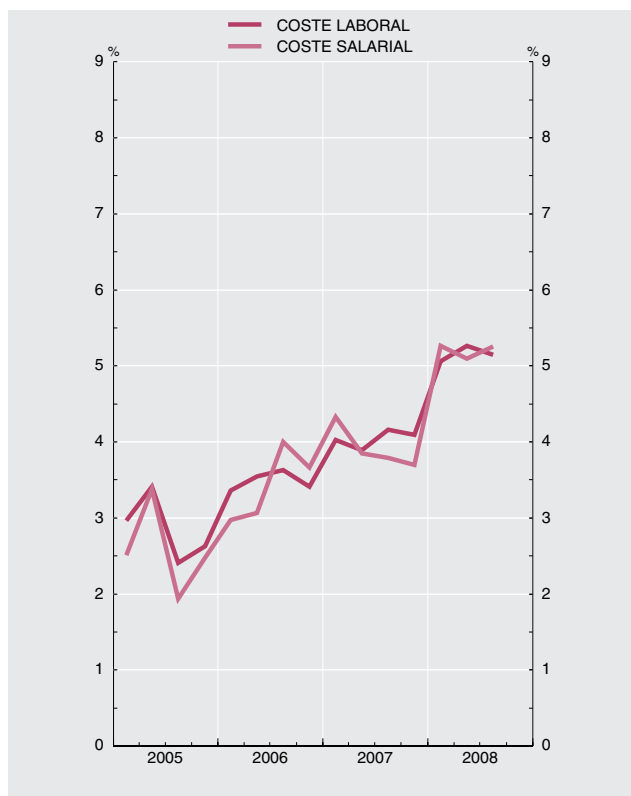
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

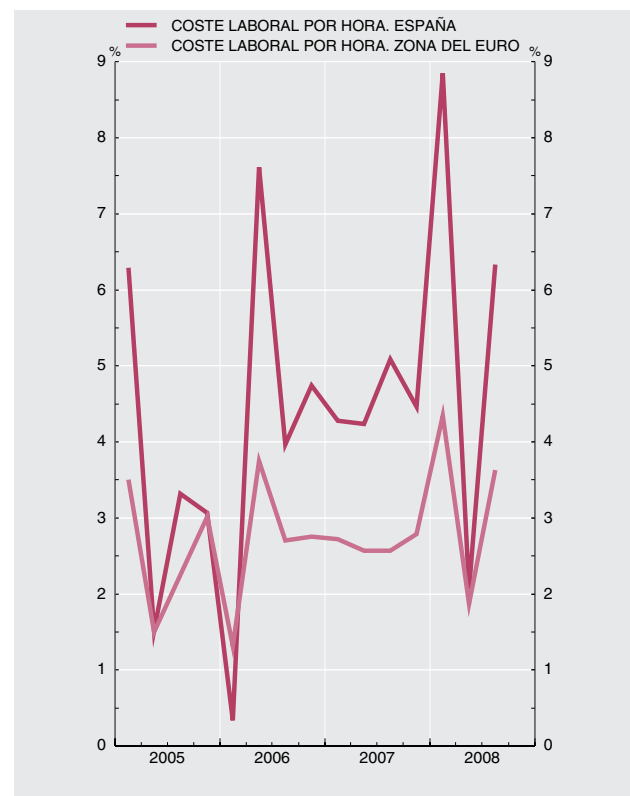
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	M	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	M	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.

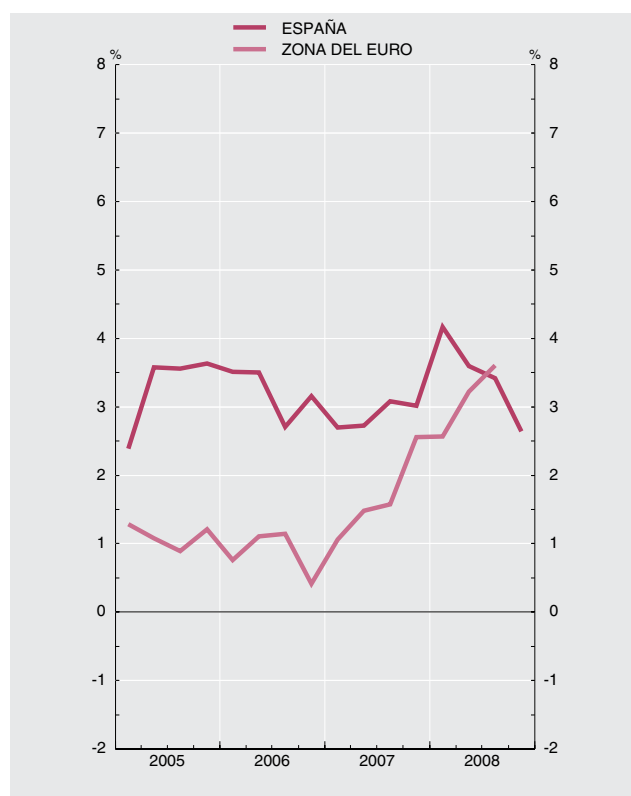
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

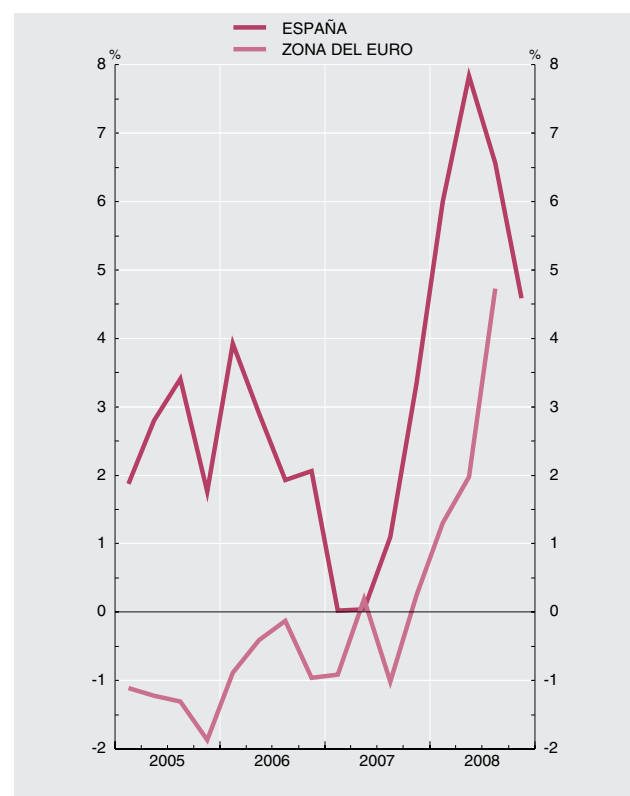
Tasas de variación interanual

		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)
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
06	P	3,2	0,9	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
08	P	3,4	...	5,2	...	1,8	...	1,2	0,7	-0,6	...	6,2	...
06 / II III IV	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
	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
	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
	P	3,2	0,4	4,1	2,0	0,9	1,6	3,9	3,3	2,9	1,7	2,1	-1,0
07 / II III 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
	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
	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
	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 / II III IV	P	4,2	2,6	5,2	3,0	1,0	0,5	2,7	2,1	1,7	1,6	6,0	1,3
	P	3,6	3,2	5,4	3,4	1,7	0,2	1,8	1,4	0,1	1,2	7,8	2,0
	P	3,4	3,6	5,3	3,5	1,8	-0,1	0,9	0,6	-0,9	0,7	6,6	4,7
	P	2,6	...	5,2	...	2,5	...	-0,7	-1,2	-3,1	...	4,6	...

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.

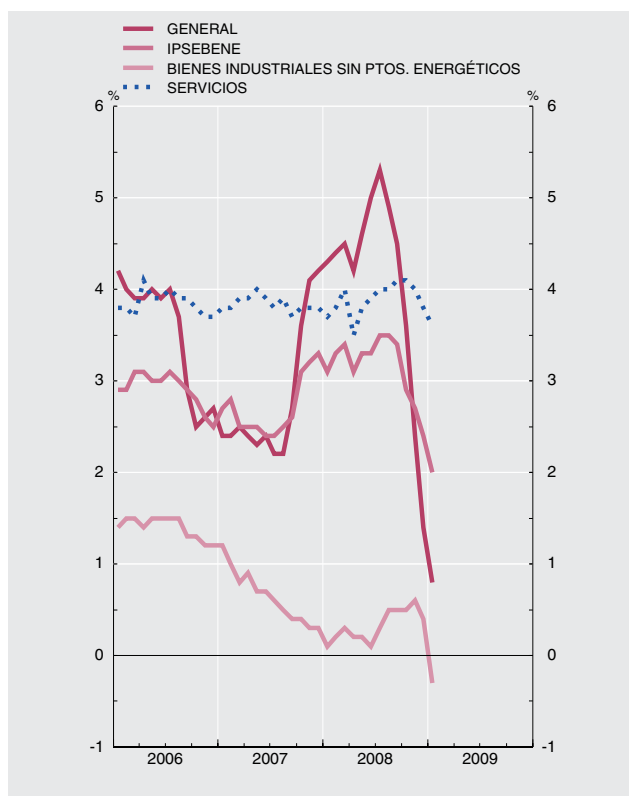
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

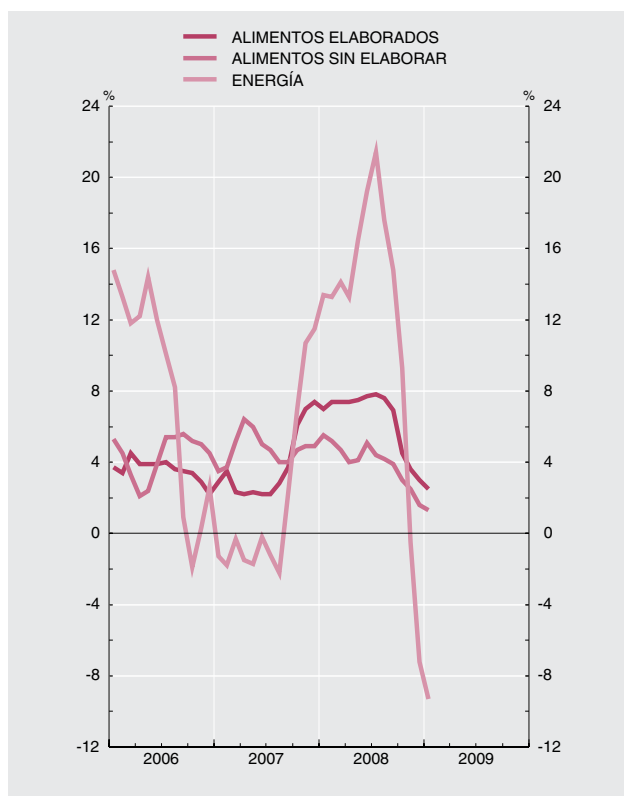
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m 1 (a)	T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06 M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07 M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
08 M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	118,8	2,9
08 E-E	M	104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	124,2	11,1
09 E-E	M	105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	...	...
07 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	110,4	-11,4
Dic	106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	113,7	-9,7
09 Ene	105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	...	...

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.

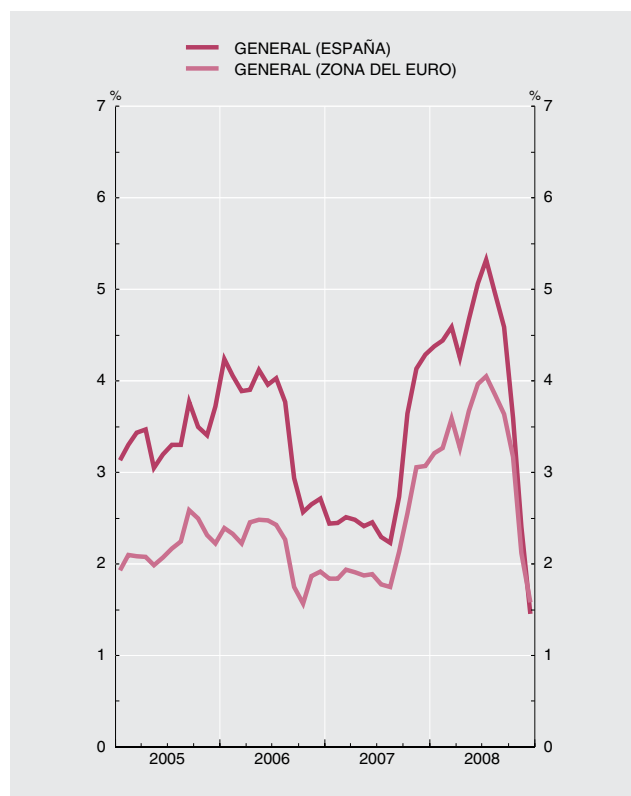
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

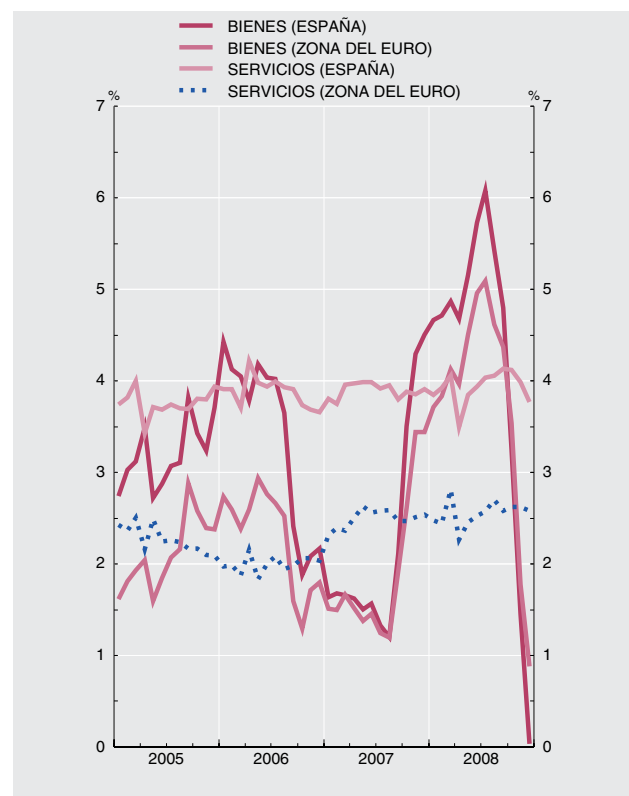
Tasas de variación interanual

		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	No energéticos		Energía			
						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.europa.eu.int)

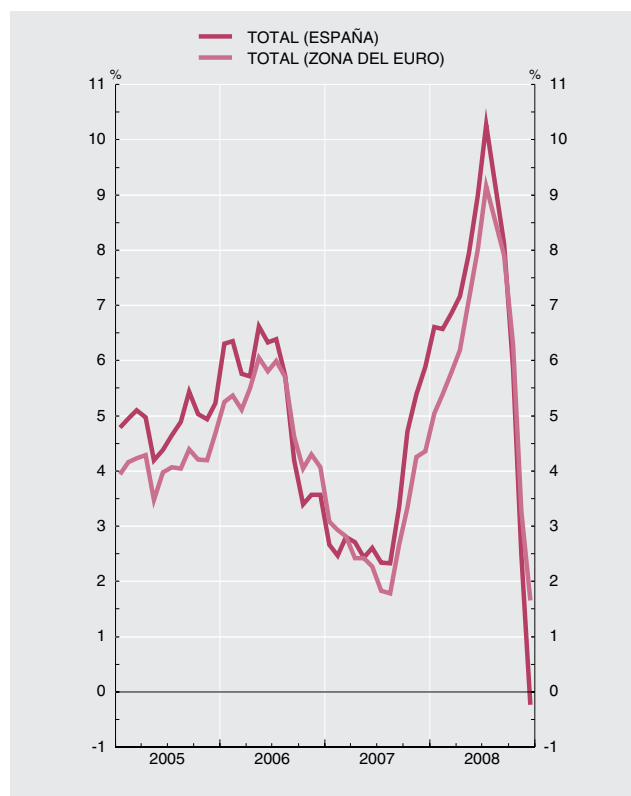
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

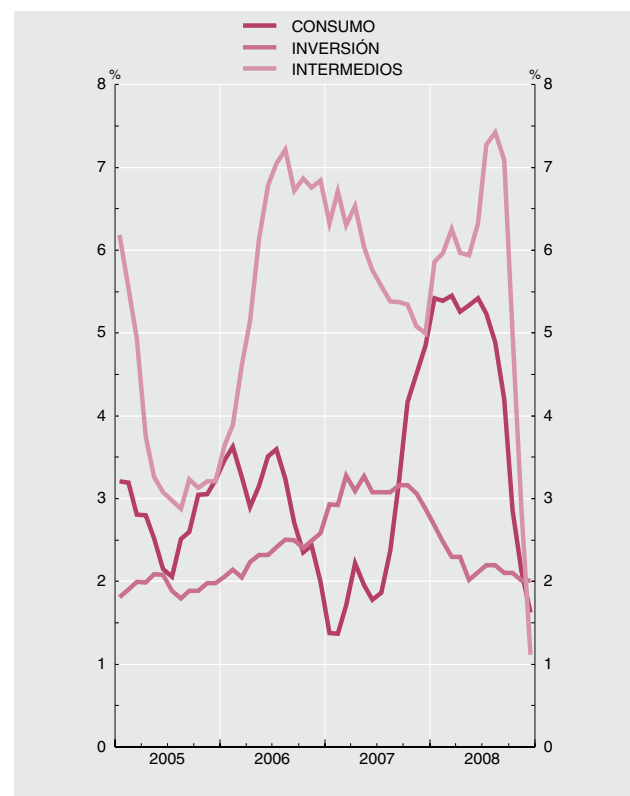
Tasas de variación interanual

		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	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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-D	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8
08 E-D	MP	130,7	—	6,6	—	4,4	—	2,2	—	5,6	—	15,9	6,2	3,7	1,9	4,3	15,1
07 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	4,3	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	3,9	2,2	6,0	22,7
Sep	P	133,3	-0,7	8,1	-0,2	4,2	0,1	2,1	-0,1	7,1	-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	-1,5	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	3,3	2,0	2,2	2,4	6,3
Dic	P	125,5	-2,2	-0,2	-0,2	1,6	—	2,0	-1,7	1,1	-8,1	-7,0	1,7	1,4	2,2	1,1	1,7

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.

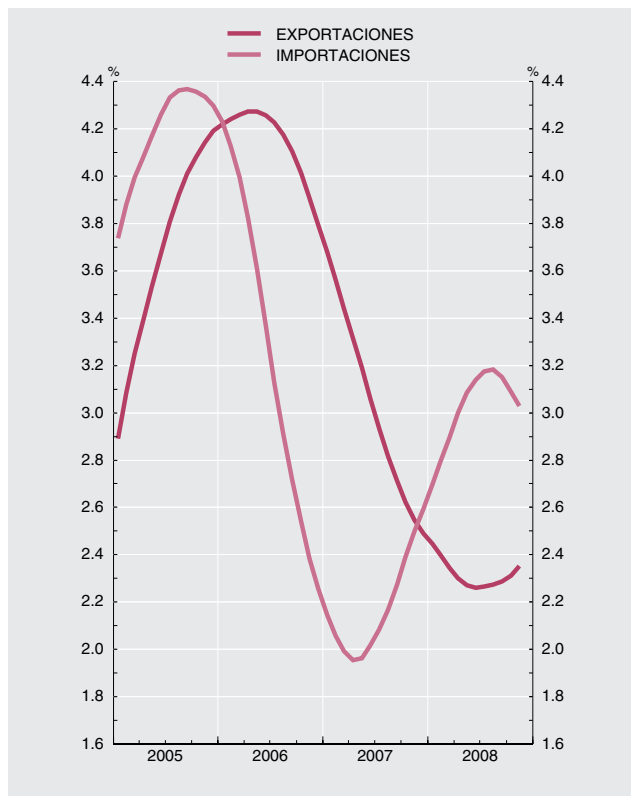
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

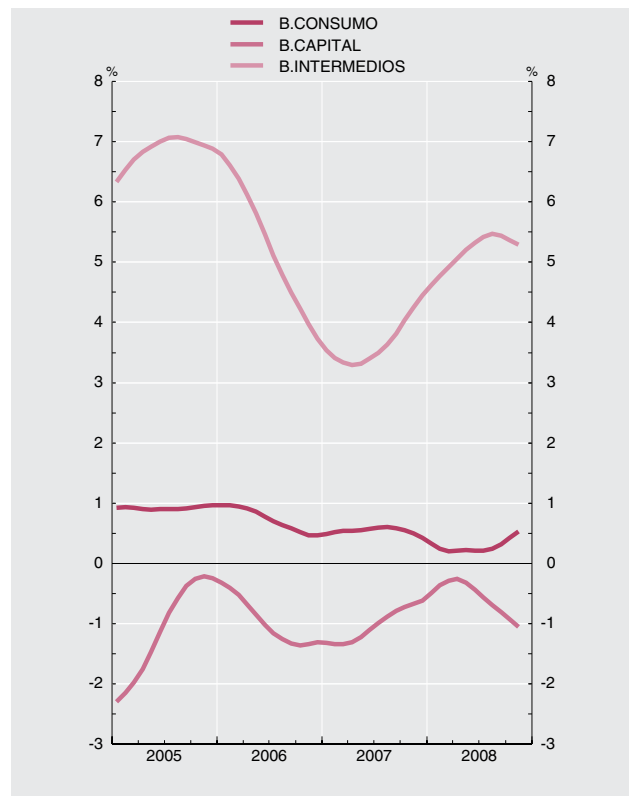
Tasas de variación interanual

	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-N	2,7	2,2	-0,3	3,7	-0,3	3,8	1,3	2,3	-1,2	1,4	-2,3	3,2
08 E-N	1,9	1,0	1,2	2,7	32,7	-0,1	4,0	-1,1	1,7	6,5	24,7	-0,8
07 Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
Feb	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
Mar	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
Abr	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
May	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
Jun	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
Jul	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
Ago	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
Sep	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
Oct	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
Nov	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

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

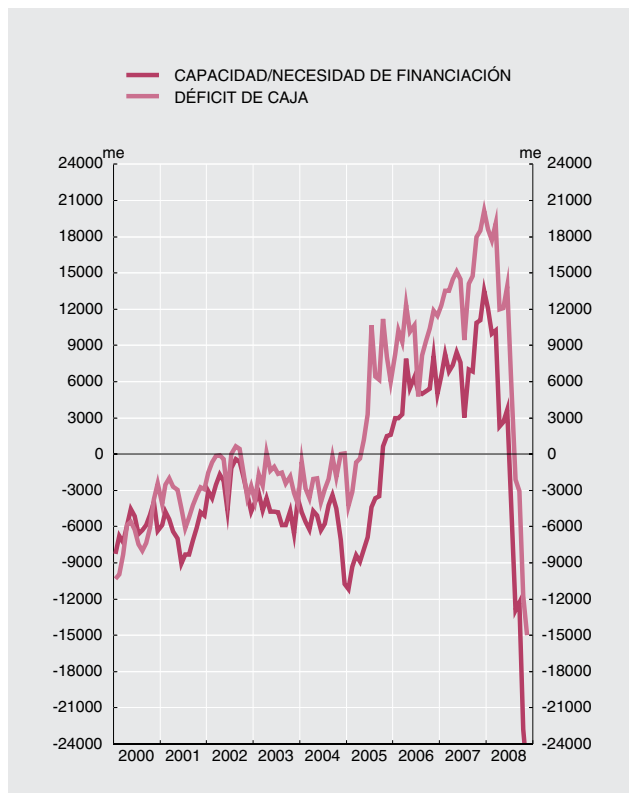
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

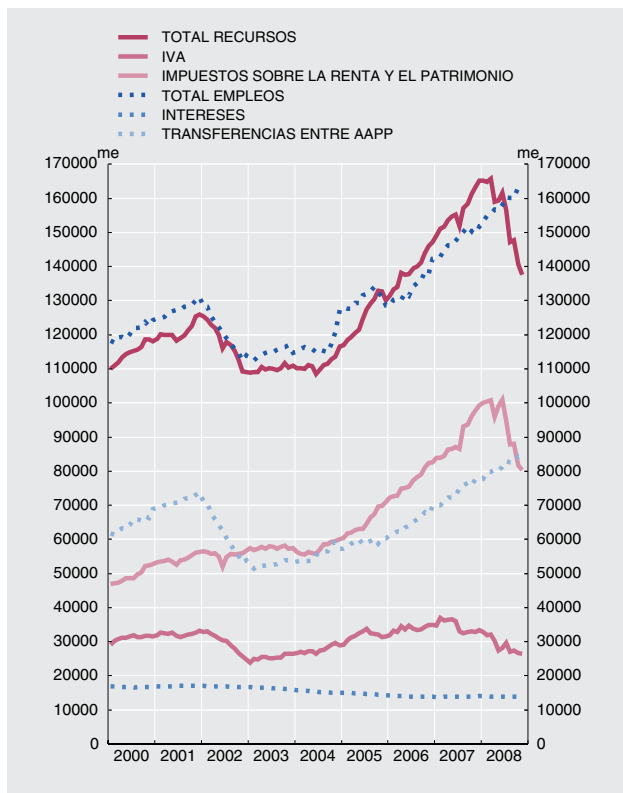
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Intere- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- to sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asala- riados	Intere- ses	Trans- fere- ncias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos
														15=	16	17
1 = 2-8	2 = 3+7	3	4	5	6	7	8 = 9+13	9	10	11	12	13	15-16	15	16	
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P 5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
07 E-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
08 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
08 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
08 Jun	A -7 316	6 606	816	990	297	2 832	1 671	13 922	2 495	1 134	6 926	54	3 313	-5 250	5 701	10 951
08 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
08 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
08 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
08 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
08 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).

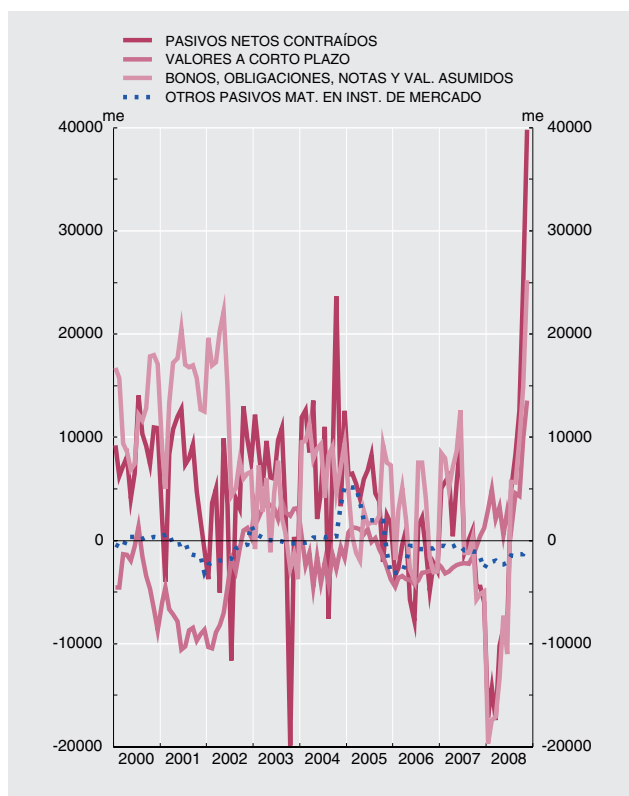
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

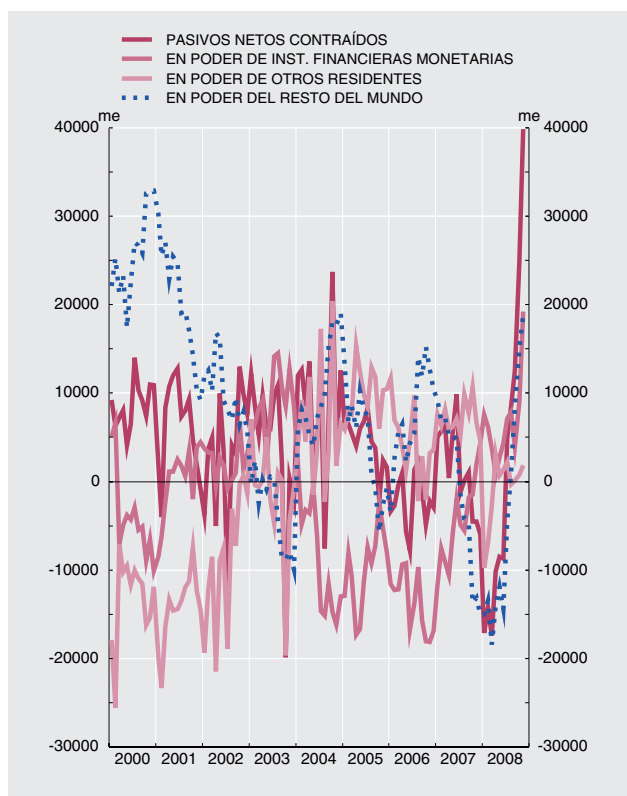
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Total	En monedas distin- tas de la peseta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
											Total	Institu- ciones financie- rias mo- netarias	Otros sectores residen- tes		
		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 5 525	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 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.

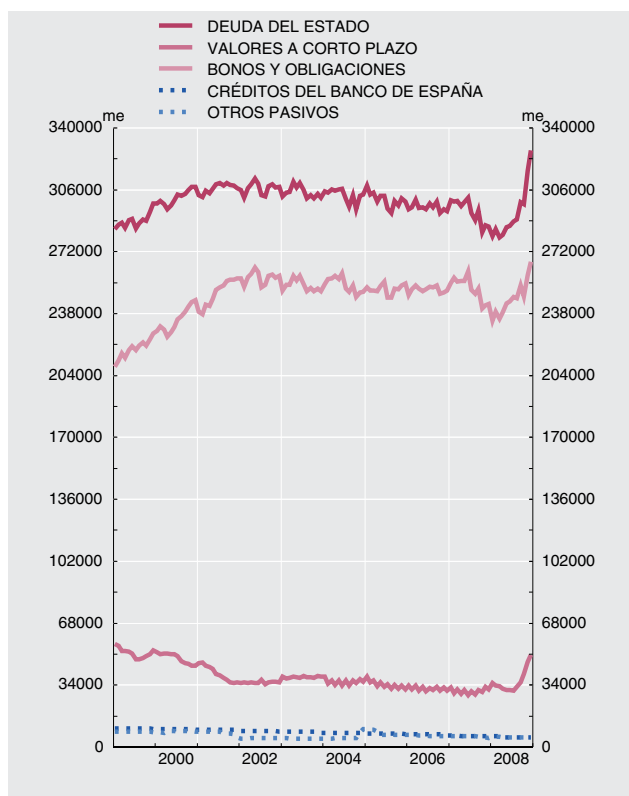
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

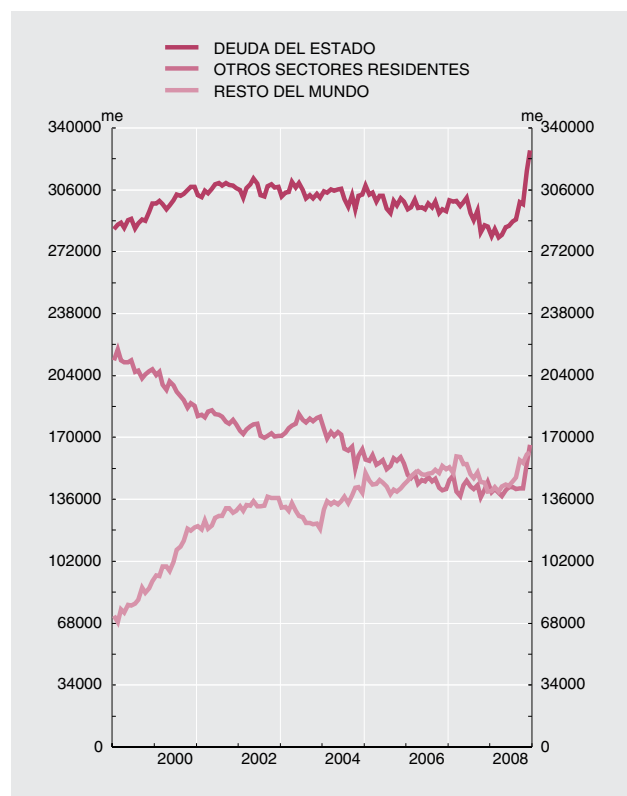
Millones de euros

		Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)									Pro memoria:			
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo		Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)			
			Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95		232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96		263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97		274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98		284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99		298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00		307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01		306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02		307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04		303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05		299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	P	294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794	
07	P	285 688	355	31 644	243 246	5 832	4 965	170 996	25 551	145 445	140 243	165	6 162	
08	Mar	A	279 860	327	33 275	235 278	5 832	5 475	167 944	28 298	139 646	140 214	199	6 072
	Abr	A	281 141	76	31 910	238 818	5 249	5 164	166 099	28 196	137 903	143 238	202	5 939
	May	A	285 410	76	31 391	243 610	5 249	5 160	169 508	28 389	141 119	144 291	102	5 940
	Jun	A	286 096	76	31 123	244 522	5 249	5 203	171 927	29 243	142 684	143 413	200	5 918
	Jul	A	288 617	76	30 928	247 215	5 249	5 225	175 272	32 395	142 878	145 739	200	6 332
	Ago	A	289 711	75	32 910	246 308	5 249	5 245	175 075	33 457	141 619	148 093	99	6 613
	Sep	A	299 319	76	35 516	253 327	5 249	5 228	175 206	33 342	141 864	157 455	182	7 614
	Oct	A	298 167	76	40 024	247 665	5 249	5 228	174 001	31 915	142 086	156 080	14 997	7 790
	Nov	A	316 344	72	46 663	259 204	5 249	5 228	187 597	31 971	155 626	160 718	17 005	8 416
	Dic	A	327 663	63	50 790	266 385	5 249	5 240	200 336	34 458	165 877	161 786	4 502	8 244

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.

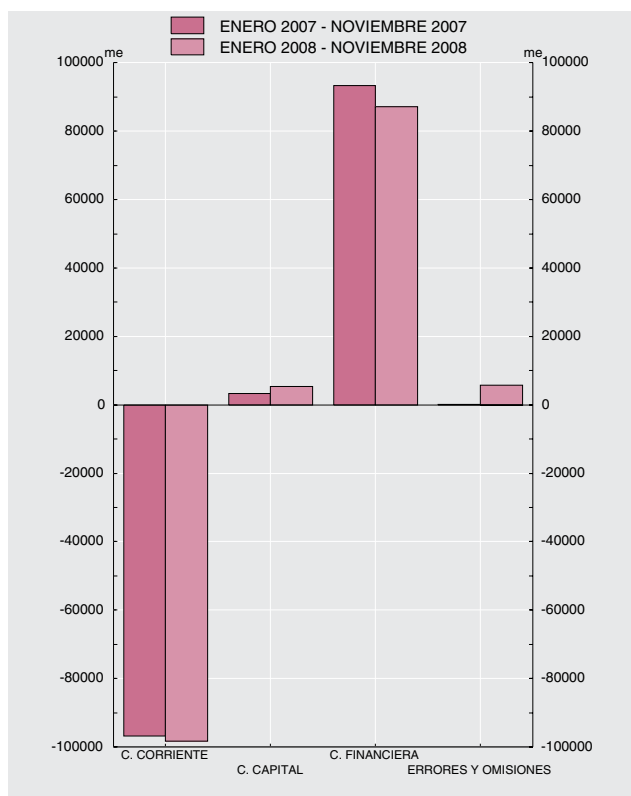
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

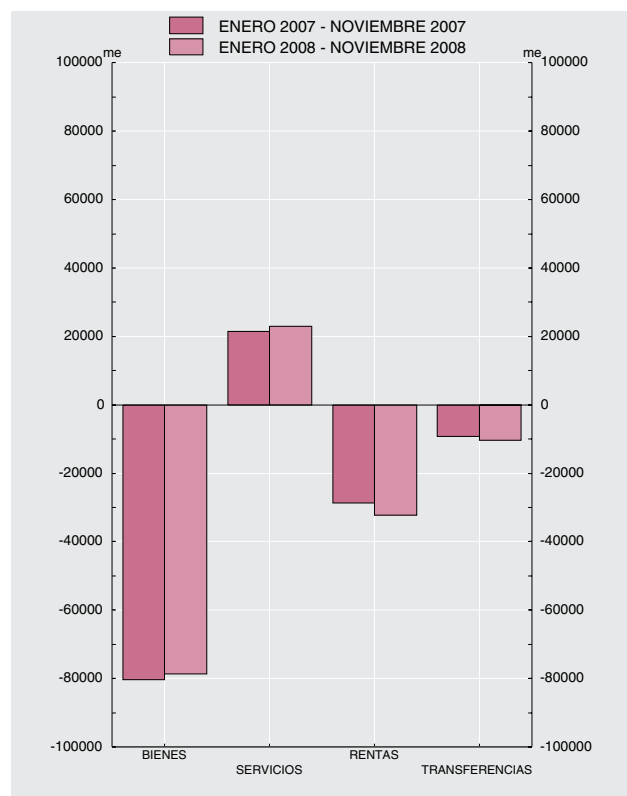
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	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				
					Del cual		Del cual													
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)				
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-N	P -96 836	-80 423	172 715	253 138	21 518	86 967	39 767	65 449	13 284	-28 697	46 745	75 442	-9 233	3 353	-93 483	93 338	144			
08 E-N	P -98 291	-78 587	180 896	259 484	22 923	90 063	39 777	67 139	13 173	-32 285	51 401	83 686	-10 342	5 298	-92 993	87 210	5 783			
07 Ago	P -7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363			
Sep	P -8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145			
Oct	P -9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097			
Nov	P -10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258			
Dic	P -9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600			
08 Ene	P -11 901	-8 379	15 428	23 808	1 255	7 393	2 771	6 138	1 140	-3 528	4 745	8 273	-1 249	1 234	-10 667	10 145	522			
Feb	P -8 799	-7 317	17 208	24 526	997	6 868	2 452	5 871	1 202	-837	5 144	5 981	-1 642	621	-8 178	9 687	-1 509			
Mar	P -11 415	-8 731	16 432	25 162	1 109	6 825	2 975	5 715	1 062	-2 432	4 651	7 083	-1 361	371	-11 043	10 603	440			
Abr	P -9 123	-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			
Nov	P -8 541	-5 326	14 778	20 104	1 400	6 745	2 514	5 345	1 041	-3 420	3 862	7 282	-1 195	262	-8 280	7 107	1 172			

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).

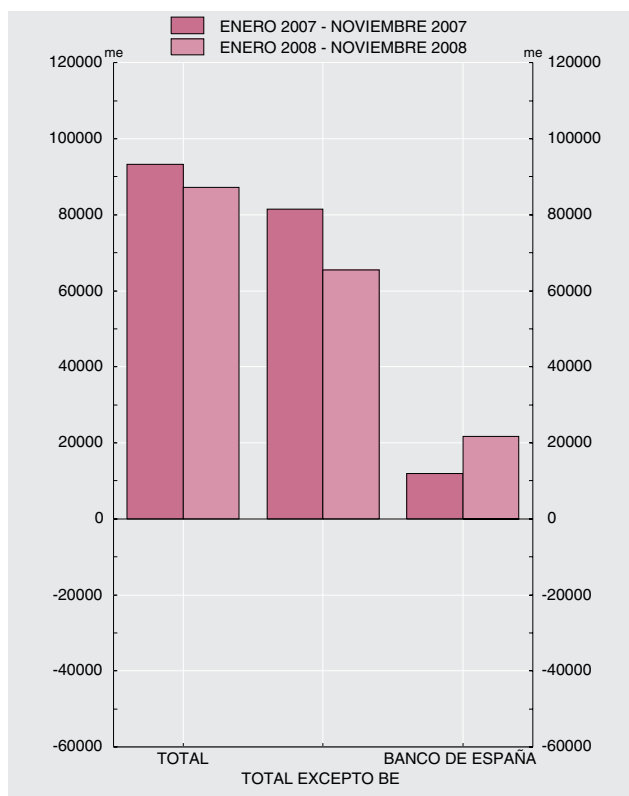
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

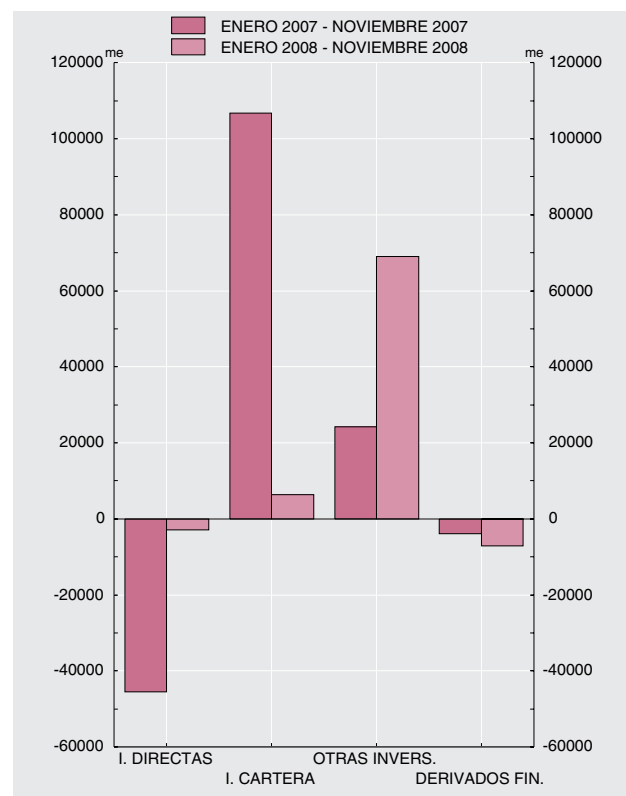
Millones de euros

	Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España											Banco de España			
		Total	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total	Reservas	Activos netos frente al Eurosistema	Otros activos 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)					
(VNP-VNA)	(VNP-VNA)	(VNP-VNA)	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	(VNP-VNA)	(e)	(e)		
1=2+13	2=3+6+9+12	3=5-4										13=14+15+16	14	15	16	
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	P 97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-N	P 93 338	81 480	-45 513	81 487	35 974	106 824	-6 581	100 244	24 159	82 509	106 668	-3 990	11 858	-93	26 061	-14 109
08 E-N	P 87 210	65 439	-2 848	44 982	42 134	6 296	-22 698	-16 402	69 042	36 733	105 775	-7 051	21 771	-1 318	23 185	-96
07 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
Abr	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
Nov	P 7 107	-536	-1 993	3 754	1 760	-2 899	-716	-3 616	644	-6 345	-5 701	3 713	7 643	-618	8 131	130

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 FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

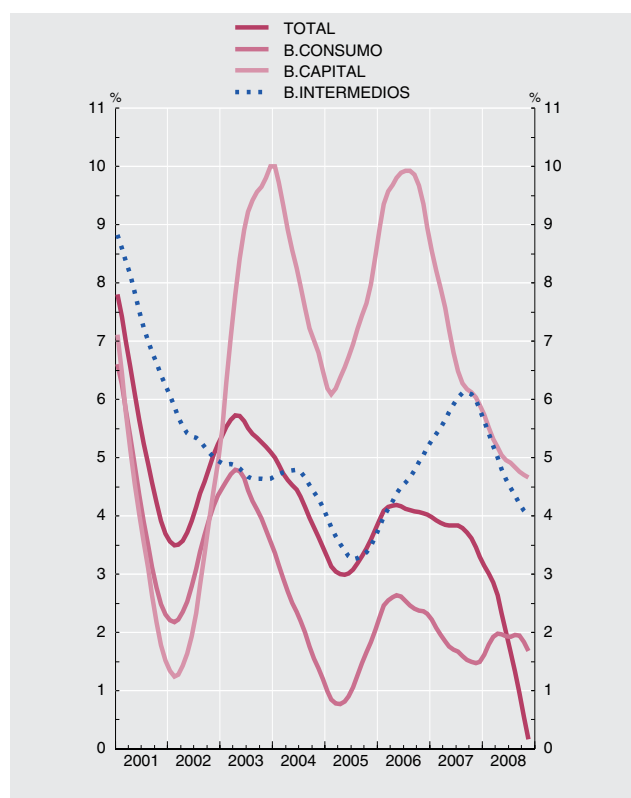
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total					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 Oct	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	
Nov	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	
Dic	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	
Feb	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6	
Mar	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5	
Abr	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8	
May	16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	1,8	1,0	12,0	51,2	-15,4	-1,5	4,2	
Jun	15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	10,7	-32,5	20,8	0,6	
Jul	17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,2	5,1	16,6	68,7	37,3	16,2	23,9	
Ago	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	
Sep	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	
Oct	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	
Nov	14 289	-13,8	-16,5	-5,3	-30,9	-21,1	-7,0	-21,8	-15,5	-14,2	-14,2	13,9	-20,7	-10,6	-28,5	-14,1	

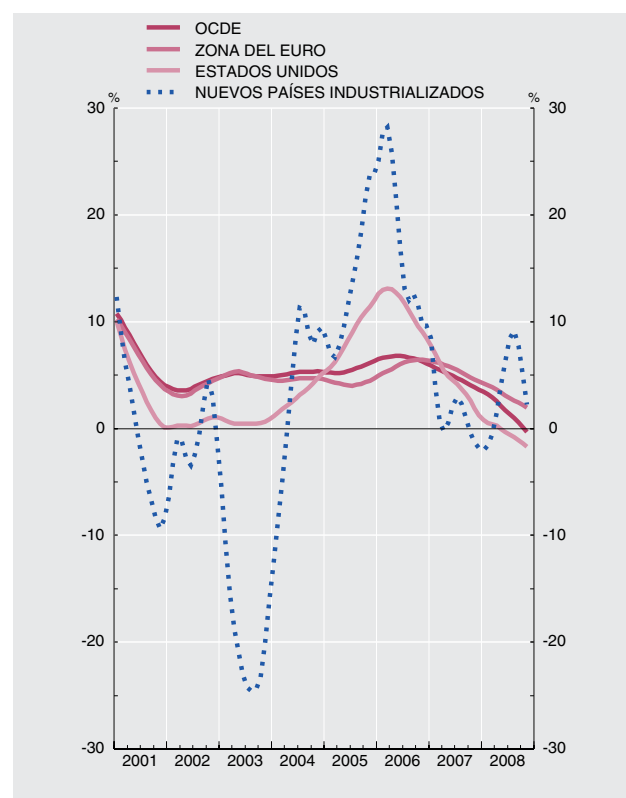
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

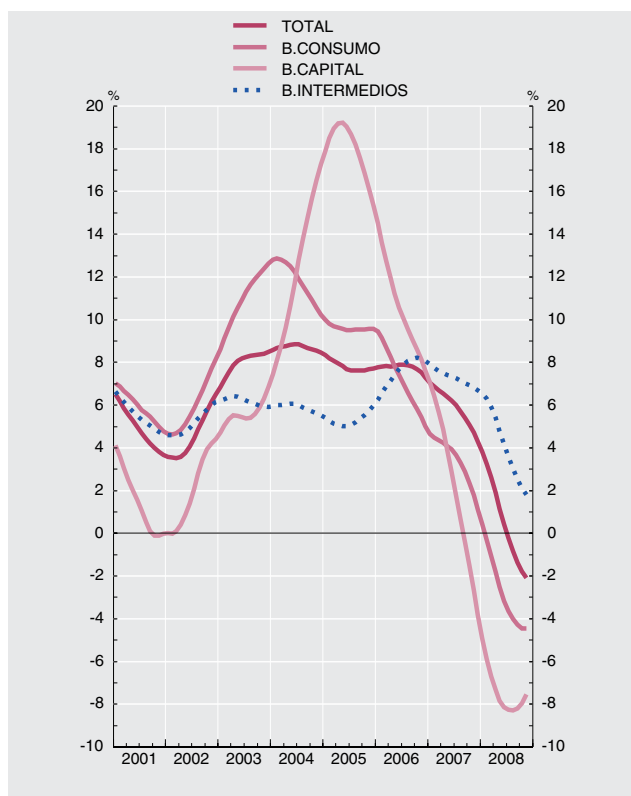
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin-al	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países indus-trial-izados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	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 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	
Abr	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	
Nov	20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,8	-22,3	-12,0	16,3	-9,4	-26,3	-21,3	

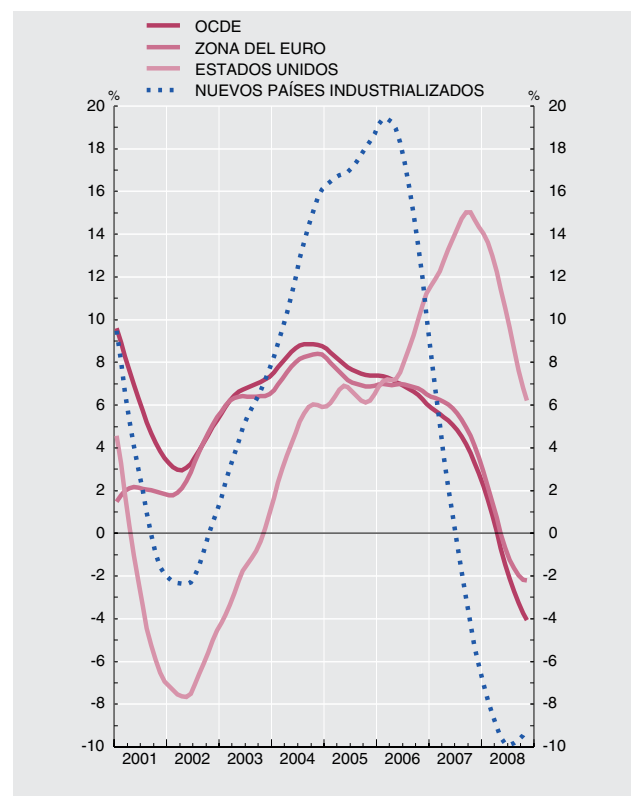
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR AREAS 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.

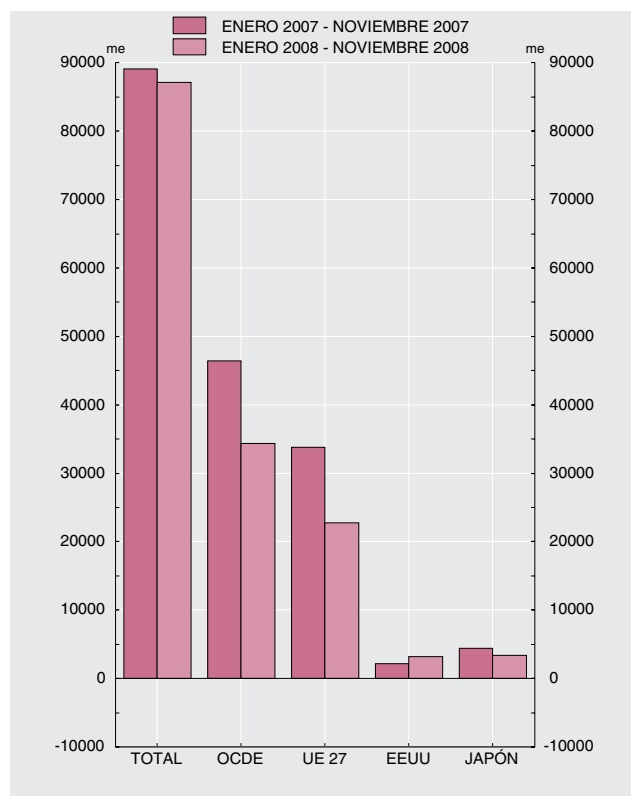
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

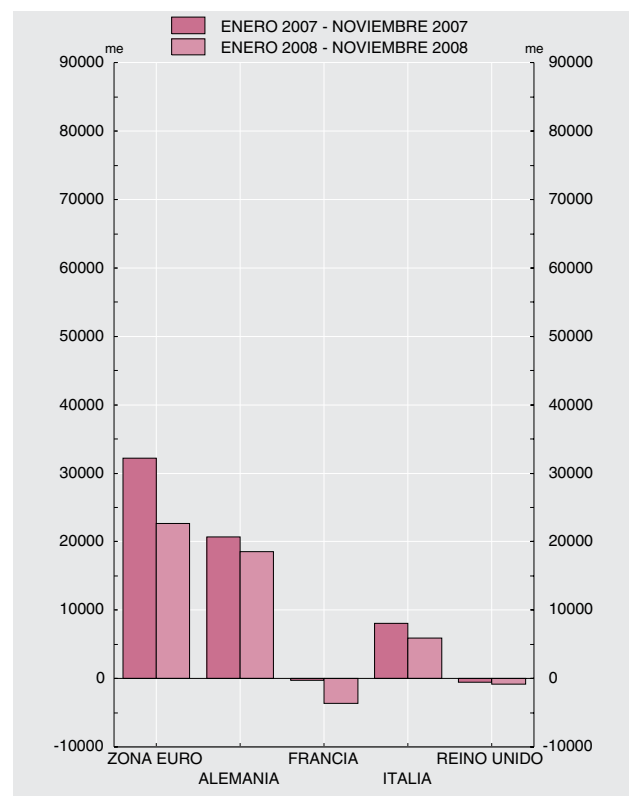
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
		Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27	Del cual:			OPEP					
			Del cual:			Del cual:		Total	EEUU	Japón						
			Total	Alemania	Francia	Italia						Total				Reino Unido
	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-N	-89 117	-33 783	-32 240	-20 737	279	-8 041	-1 543	522	-46 409	-2 168	-4 391	-14 147	-3 690	-15 420	-3 963	
08 E-N	-87 137	-22 755	-22 694	-18 547	3 655	-5 916	-60	823	-34 397	-3 211	-3 344	-20 145	-4 853	-16 614	-3 080	
07 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	
Abr	-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	
Nov	-5 948	-1 939	-1 741	-1 372	441	-541	-198	-145	-2 682	-126	-200	-1 350	-406	-1 291	-293	

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

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

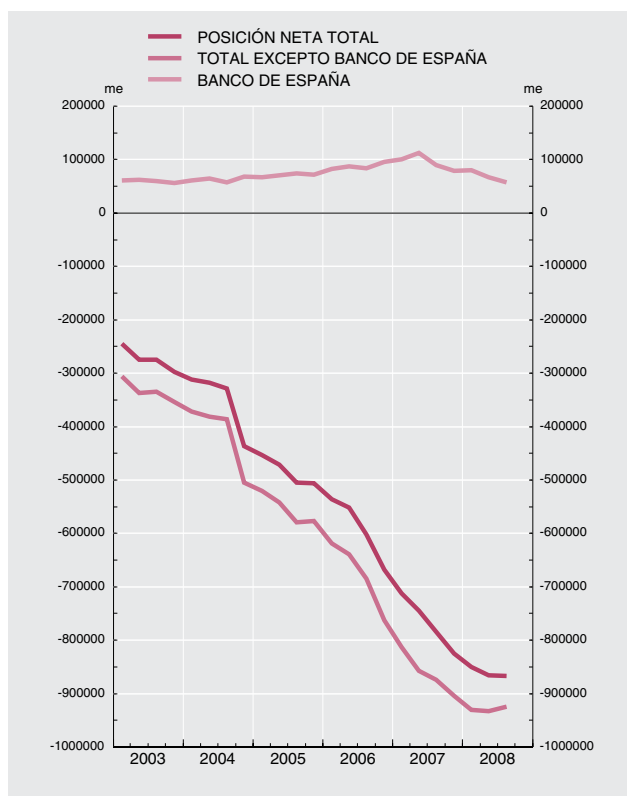
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

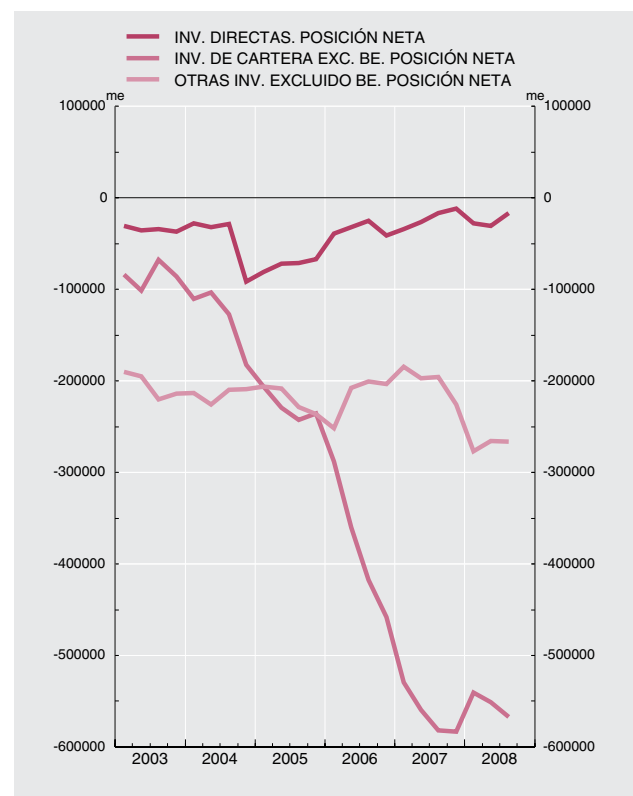
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
			Posición neta (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)	Posición neta (activos - pasivos)					
1=	2=	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14 a 16	14	15	16	
2+13	3+6+9+12	4=5											14 a 16				
00		-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01		-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03		-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04		-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05	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	62,2

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

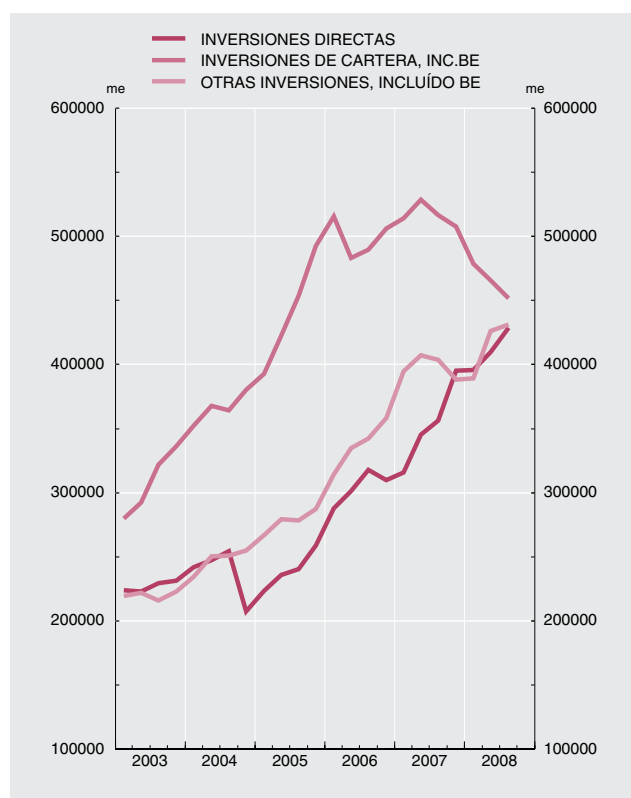
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

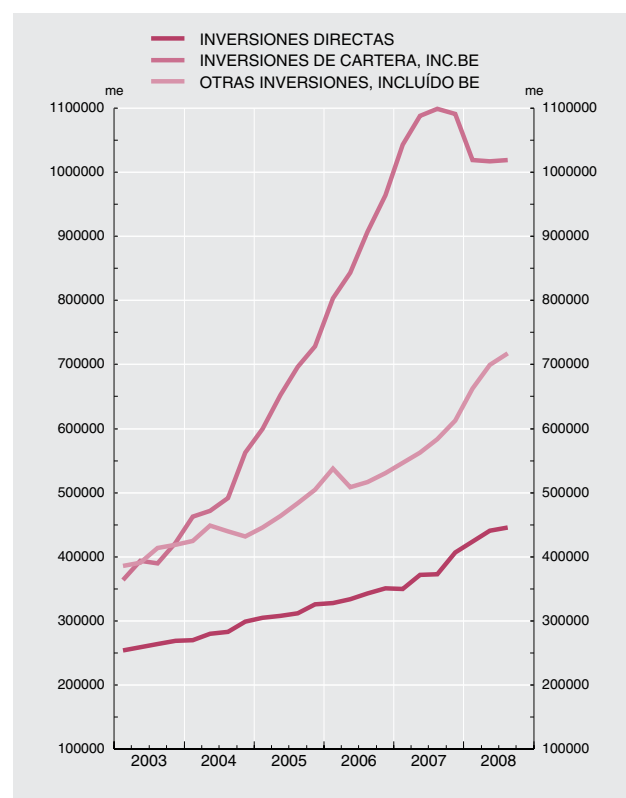
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	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	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 <i>///</i>	218 375	22 071	238 869	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
<i>IV</i>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 <i>I</i>	269 390	18 489	252 911	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 453	-	-
<i>II</i>	279 487	22 009	259 513	73 829	122 047	361 127	206 547	636 951	334 801	508 589	-	-
<i>III</i>	296 551	21 121	263 163	79 872	126 170	363 383	232 494	674 271	342 224	516 474	-	-
<i>IV</i>	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>I</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
<i>II</i>	329 686	15 561	286 530	84 940	153 730	374 852	269 506	818 657	407 160	562 909	39 921	55 856
<i>III</i>	334 932	21 389	290 725	82 058	142 095	374 617	273 560	825 065	403 531	583 854	44 181	62 069
<i>IV</i>	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>I</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
<i>II</i>	382 452	27 356	350 146	90 294	98 102	367 350	221 084	795 531	425 962	698 973	58 579	82 016
<i>III</i>	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 DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

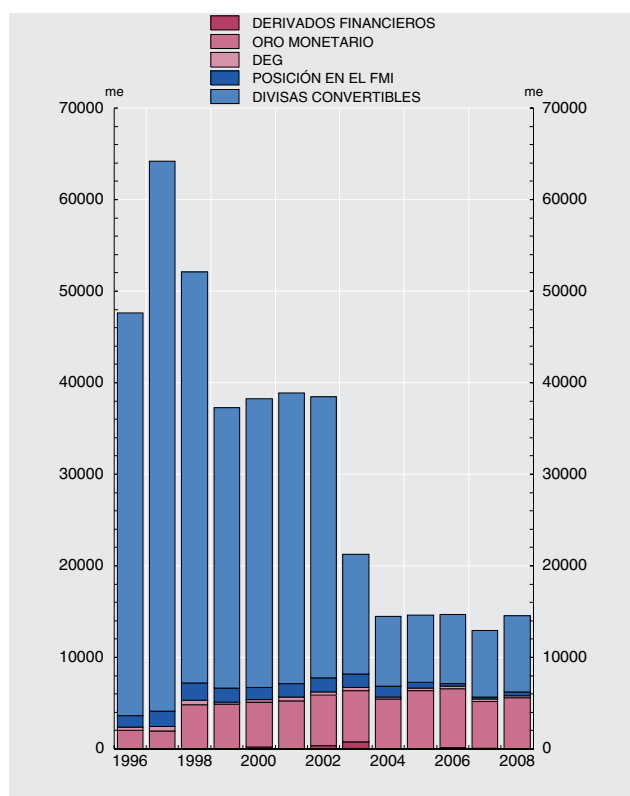
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

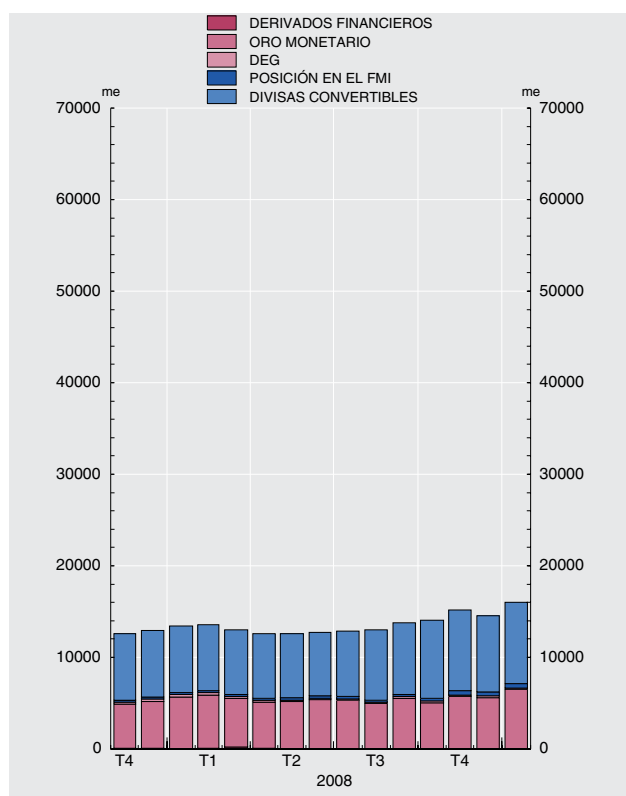
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
07 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
09 Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	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 FRENTE 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	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo		
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04 <i>III</i> <i>IV</i>	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974	
	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071	
05 <i>I</i> <i>II</i> <i>III</i> <i>IV</i>	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301	
	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810	
	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776	
	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887	
06 <i>I</i> <i>II</i> <i>III</i> <i>IV</i>	1 238 547	214 078	4 628	14	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115	
	1 258 074	213 343	3 620	348	191 381	17 995	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443	
	1 307 710	214 178	6 070	1 472	188 569	18 066	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224	
	1 369 928	215 583	4 836	665	191 871	18 211	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352	
07 <i>I</i> <i>II</i> <i>III</i> <i>IV</i>	1 461 148	219 412	4 901	40	195 781	18 690	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027	
	1 522 143	215 158	5 446	444	190 503	18 765	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341	
	1 541 579	207 165	4 820	1 326	182 455	18 564	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140	
	1 561 065	197 854	4 505	875	173 414	19 060	-	723 951	16 802	327 391	265 459	114 300	
08 <i>I</i> <i>II</i> <i>III</i>	1 586 780	194 438	6 451	553	167 692	19 742	-	767 440	19 368	380 522	256 256	111 294	
	1 643 666	197 289	5 709	156	170 922	20 503	-	794 992	23 181	399 932	258 814	113 065	
	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 FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes							Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
04 ///	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
05 /	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712
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 /	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 /	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 /	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

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajustes (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 Ago	452 514	282 934	160 437	9 185	-	238	280	253 724	640 337	47 773	317 108	117 278	198 790
<i>Sep</i>	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154
<i>Oct</i>	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703
<i>Nov</i>	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496
<i>Mar</i>	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695
<i>Abr</i>	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984
<i>May</i>	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
<i>Jun</i>	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099
<i>Jul</i>	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473
<i>Ago</i>	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420
<i>Sep</i>	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611
<i>Oct</i>	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
<i>Nov</i>	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
<i>Dic</i>	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
09 Ene	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402

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

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas								
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
	14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
07 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	
<i>Sep</i>	20 942	12 319	8 673	-49	-	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111	
<i>Oct</i>	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	
<i>Nov</i>	40 374	19 314	21 172	-90	-	-	21	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214	
<i>Dic</i>	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	
<i>Feb</i>	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	
<i>Mar</i>	44 173	21 534	22 480	161	-	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569	
<i>Abr</i>	47 940	18 749	29 240	-27	-	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121	
<i>May</i>	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	
<i>Jun</i>	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	
<i>Jul</i>	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	
<i>Ago</i>	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	
<i>Sep</i>	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	
<i>Oct</i>	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	
<i>Nov</i>	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	
<i>Dic</i>	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955	
09 Ene	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144	24 942	

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

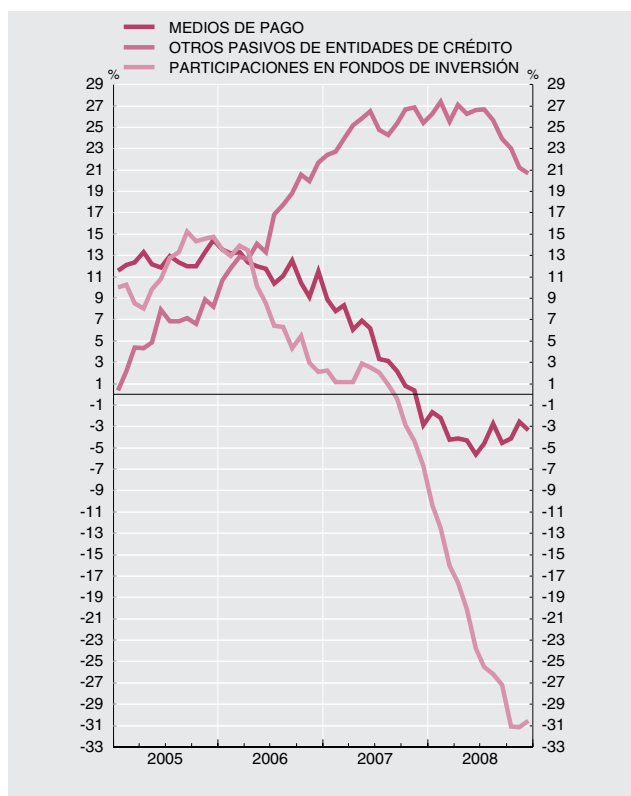
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

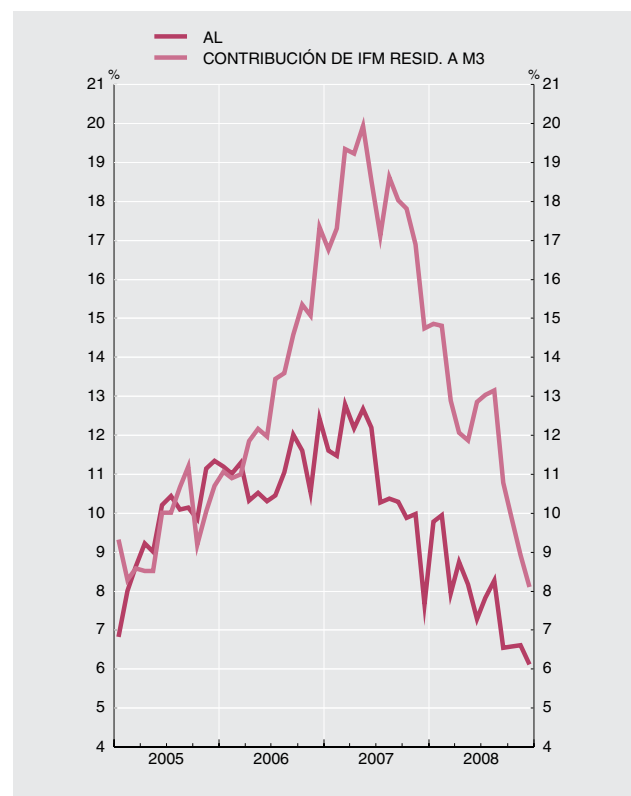
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			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 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
Abr	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	13,0
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	13,1
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 475 539	-2,6	0,6	-3,4	544 700	21,2	25,8	-1,6	-24,5	147 805	-31,1	-15,9	-42,7	6,6	8,9
Dic	P 481 344	-3,3	0,1	-4,2	553 955	20,7	24,6	-2,1	-8,9	145 733	-30,5	-15,5	-42,2	6,1	8,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

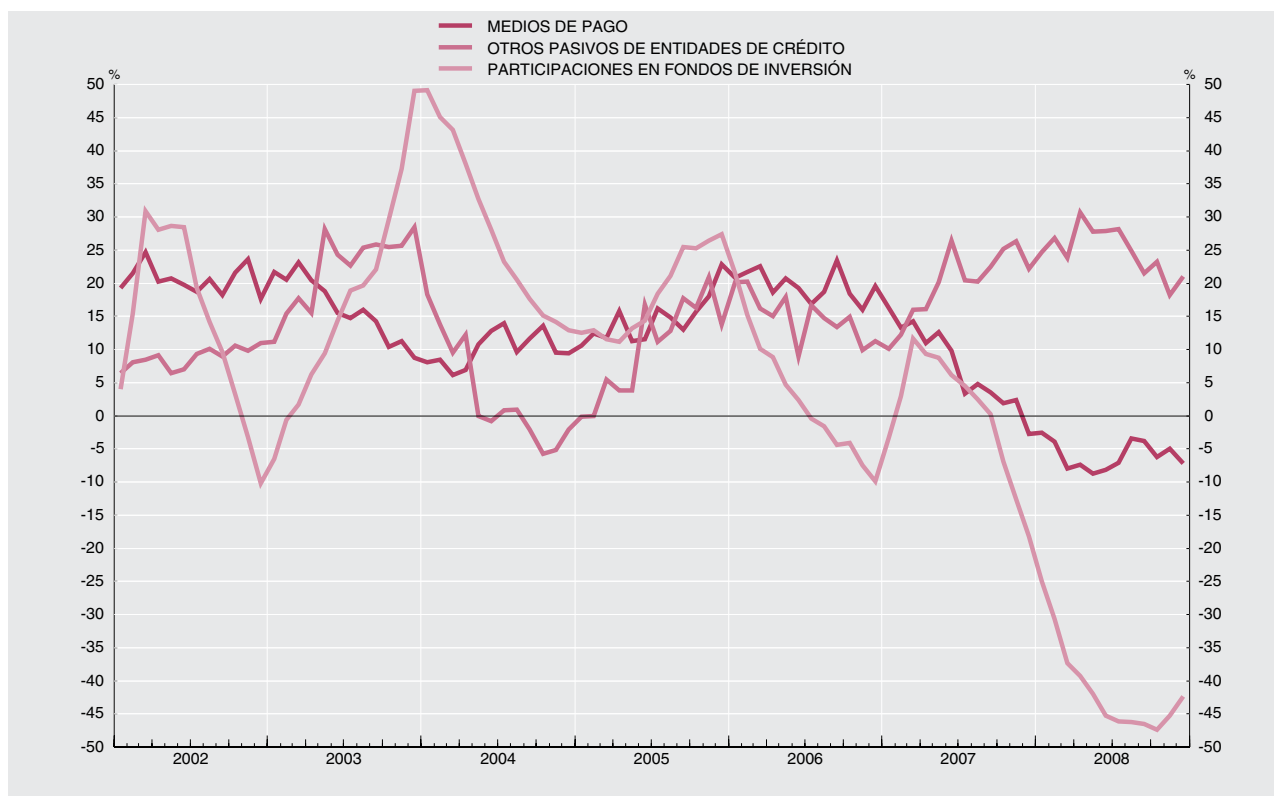
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	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 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	117 833	-6,2	114 830	23,3	28,9	11,4	13 022	-47,4	-32,3	-58,6
Nov	122 873	-4,9	112 372	18,2	23,1	7,2	12 676	-45,3	-30,1	-56,8
Dic	124 007	-7,2	116 739	21,0	26,4	9,0	12 503	-42,4	-26,7	-54,5

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

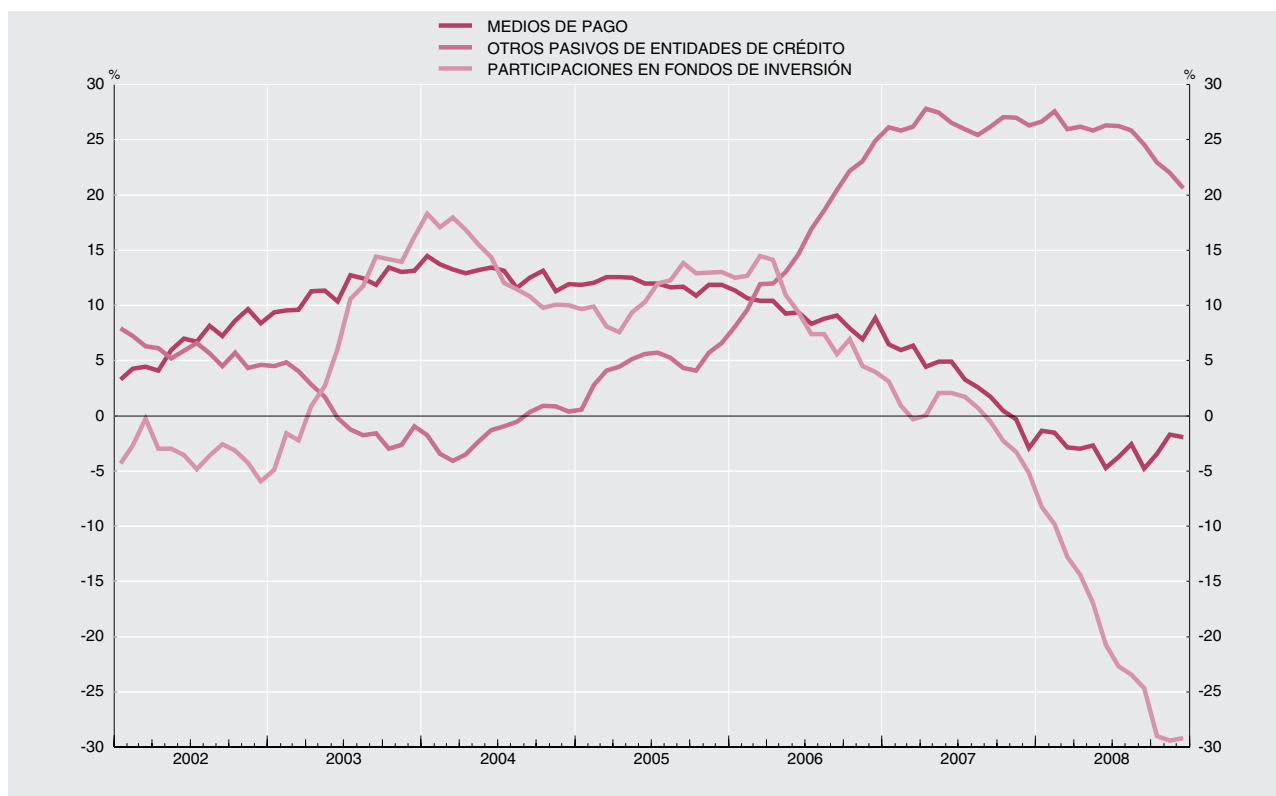
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de a.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 Sep	368 629	1,7	5,8	0,5	338 213	26,2	27,4	16,8	197 455	-0,5	-2,2	0,8
Oct	359 835	0,4	5,2	-1,0	347 007	27,1	28,7	14,3	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
Nov	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 285	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
Dic	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
Feb	355 661	-1,6	2,0	-2,6	384 960	27,6	29,8	9,3	177 690	-9,8	5,5	-20,6
Mar	356 815	-2,9	0,2	-3,8	390 105	26,0	28,5	5,9	172 932	-12,8	3,5	-24,6
Abr	351 704	-3,0	-0,1	-3,9	398 275	26,2	29,2	2,9	170 675	-14,4	2,2	-26,3
May	355 242	-2,7	-0,7	-3,3	402 516	25,8	29,3	-0,5	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
Jun	361 717	-4,7	-1,9	-5,6	409 054	26,3	29,6	0,9	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
Jul	360 538	-3,7	-2,2	-4,2	416 014	26,3	30,4	-6,1	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
Ago	356 149	-2,6	-2,6	-2,5	420 031	25,8	30,5	-11,5	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
Sep	351 061	-4,8	-3,2	-5,3	421 343	24,6	29,4	-15,8	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
Oct	347 522	-3,4	1,4	-5,0	426 693	23,0	27,2	-14,5	138 840	-29,0	-13,1	-40,8
Nov	352 666	-1,7	1,1	-2,6	432 328	22,0	26,3	-17,2	135 129	-29,4	-14,2	-41,0
Dic	357 337	-1,9	0,6	-2,7	437 216	20,6	24,3	-14,0	133 230	-29,2	-14,3	-40,7

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

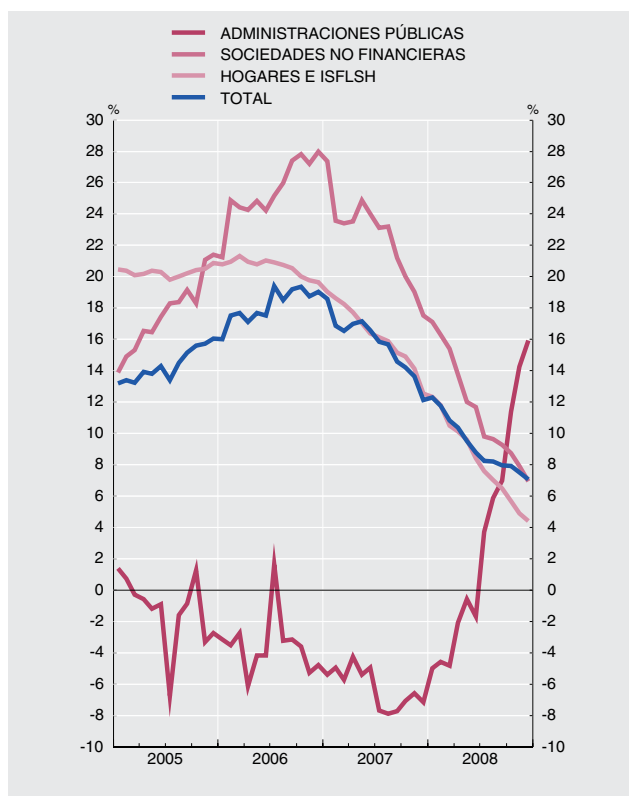
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

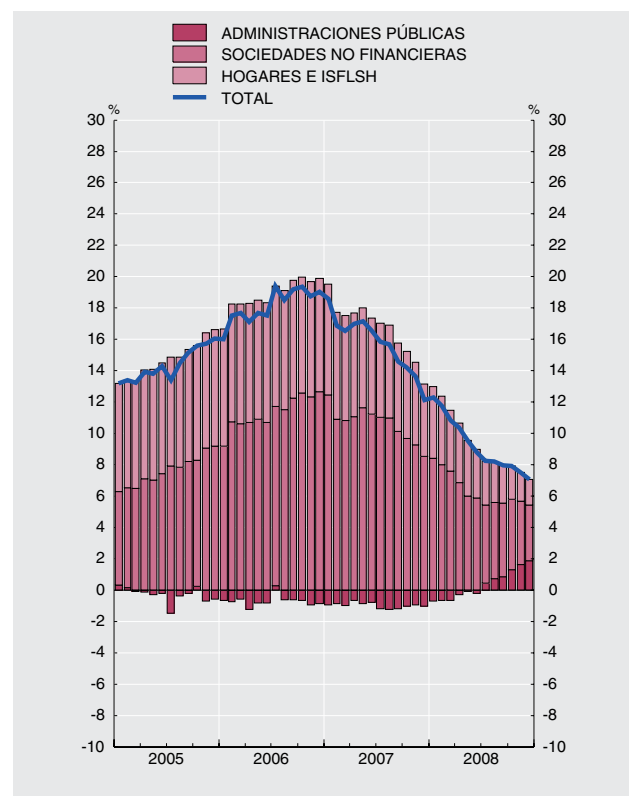
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	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	17,5	12,5	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,6	11,6	0,3	1,3
07 Sep	2 310 817	18 459	14,6	-7,7	18,6	21,2	15,2	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	20,0	14,9	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,5	13,6	0,4	1,3
Nov	2 339 859	23 516	13,6	-6,6	16,9	19,0	14,1	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,3	5,3	12,9	0,3	1,4
Dic	2 367 557	24 574	12,1	-7,1	15,4	17,5	12,5	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,6	11,6	0,3	1,3
08 Ene	2 375 545	9 542	12,3	-5,0	15,1	17,1	12,4	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	16,3	11,8	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	15,4	10,5	13,6	11,0	11,7	-0,7	11,5	7,6	3,9	9,9	0,2	1,4
Abr	2 408 006	3 380	10,4	-2,1	12,2	13,8	10,1	12,6	15,4	9,3	-0,3	10,7	6,9	3,8	9,3	0,2	1,1
May	2 432 050	22 719	9,5	-0,6	11,0	12,0	9,6	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	11,7	8,4	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,9	3,1	7,5	0,3	1,2
Jul	2 467 680	10 070	8,3	3,7	8,9	9,8	7,6	8,9	10,1	8,3	0,4	7,8	5,0	2,8	6,7	0,2	1,0
Ago	2 480 800	12 195	8,2	5,9	8,5	9,6	7,0	8,4	10,0	8,9	0,7	7,5	4,9	2,6	6,3	0,2	1,1
Sep	2 501 774	14 399	8,0	7,0	8,1	9,3	6,5	7,8	6,9	10,5	0,9	7,1	4,7	2,4	5,8	0,1	1,2
Oct	P 2 508 834	7 325	7,9	11,4	7,5	8,8	5,7	7,4	6,7	7,9	1,3	6,6	4,5	2,1	5,6	0,1	0,9
Nov	P 2 524 647	16 066	7,5	14,2	6,7	7,9	4,9	6,4	12,3	7,5	1,6	5,9	4,1	1,8	4,8	0,2	0,9
Dic	P 2 539 636	15 958	7,1	15,9	5,9	7,0	4,4	5,6	12,0	6,9	1,9	5,2	3,6	1,6	4,2	0,2	0,8

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.

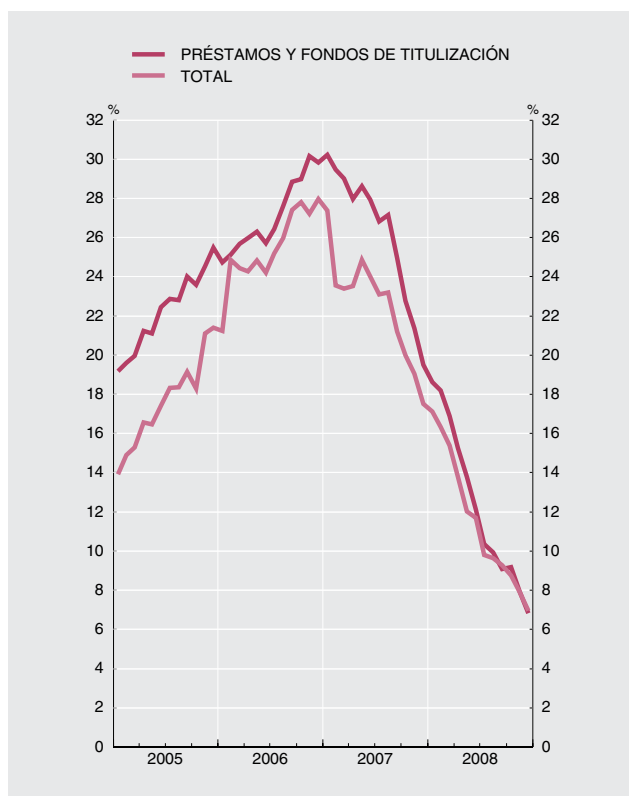
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

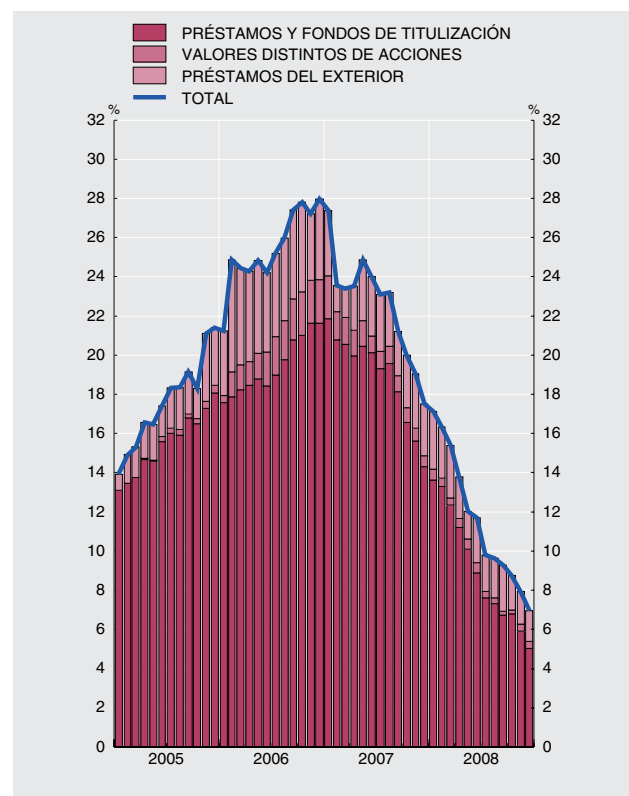
Millones de euros y porcentajes

	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 inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	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	1 214 317	179 302	17,5	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	2 678
07 Sep	1 175 510	13 494	21,2	869 853	25,0	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	269 228	9,2	2,3	2 969
Oct	1 184 718	12 424	20,0	874 857	22,8	16,6	36 804	23 338	24,0	0,7	273 058	11,1	2,7	2 935
Nov	1 196 691	11 263	19,0	884 462	21,4	15,6	36 654	23 234	21,7	0,7	275 574	11,6	2,8	2 816
Dic	1 214 317	13 964	17,5	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	2 678
08 Ene	1 221 117	8 384	17,1	902 146	18,6	13,6	36 709	22 872	18,6	0,6	282 262	12,3	2,9	2 632
Feb	1 225 711	3 761	16,3	906 447	18,2	13,3	36 632	22 667	14,2	0,4	282 632	10,8	2,6	2 552
Mar	1 233 693	7 366	15,4	914 494	16,9	12,4	35 920	22 587	11,0	0,3	283 280	11,4	2,7	2 489
Abr	1 242 246	8 056	13,8	919 170	15,3	11,2	36 787	22 573	15,4	0,5	286 289	9,0	2,1	2 461
May	1 251 308	7 573	12,0	924 039	13,8	10,1	38 228	24 195	17,4	0,5	289 040	5,9	1,4	2 500
Jun	1 256 500	15 669	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	285 107	9,6	2,3	2 422
Jul	1 275 827	10 954	9,8	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	295 196	8,0	1,9	2 351
Ago	1 275 870	-964	9,6	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	296 997	8,7	2,0	2 205
Sep	1 293 405	10 635	9,3	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	307 817	10,2	2,3	2 187
Oct	P 1 300 482	7 180	8,8	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	308 404	7,7	1,8	2 103
Nov	P 1 302 782	2 409	7,9	952 583	8,0	5,9	41 164	26 580	12,3	0,4	309 036	7,2	1,7	2 075
Dic	P 1 305 676	3 384	7,0	954 127	6,8	5,0	41 041	25 648	12,0	0,4	310 508	6,7	1,6	2 060

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.

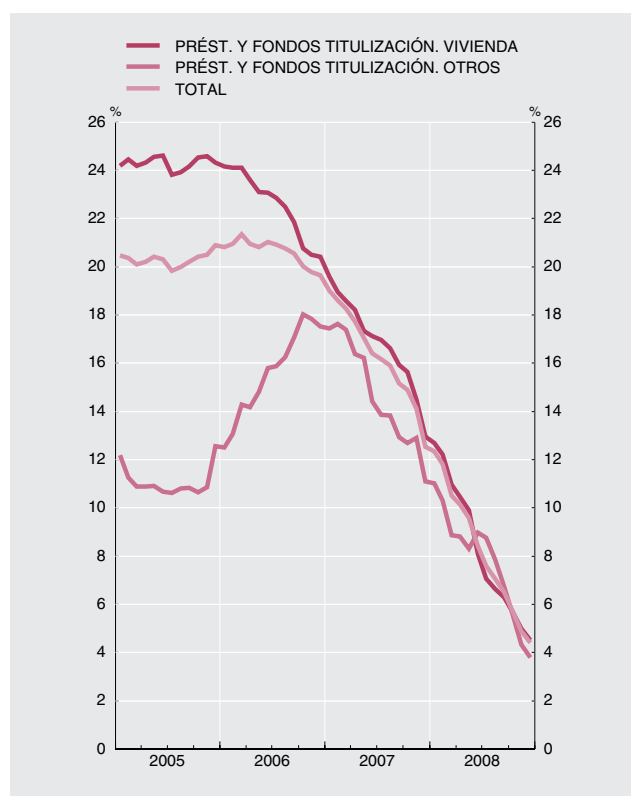
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

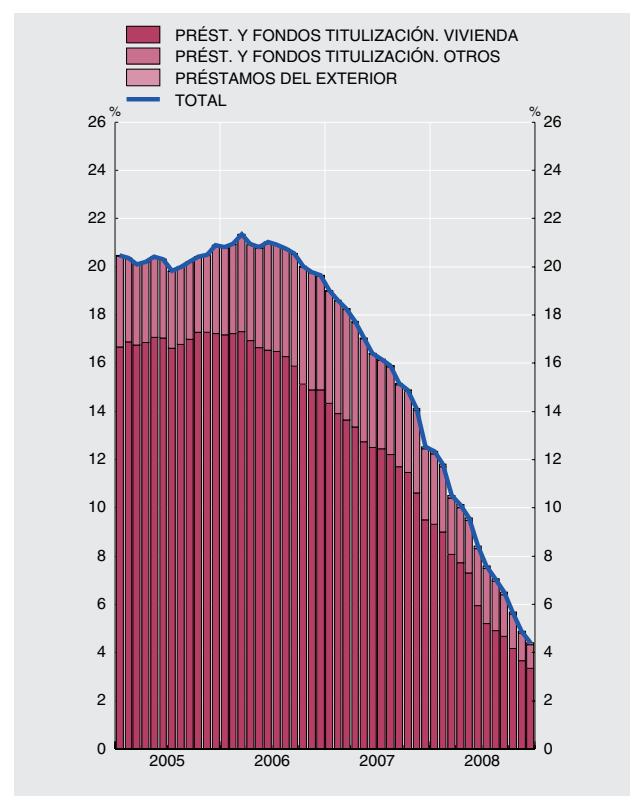
Millones de euros y porcentajes

	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: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución 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	874 405	97 497	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
07 Sep	854 096	5 258	15,2	632 003	15,9	11,7	220 573	12,9	3,4	1 519	35,1	0,1	27 380	6 132
Oct	862 650	8 613	14,9	637 306	15,6	11,5	223 744	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 008	6 076
Nov	874 957	12 387	14,1	642 745	14,5	10,6	230 547	12,9	3,4	1 665	47,0	0,1	26 738	5 939
Dic	874 405	-14	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08 Ene	877 796	3 360	12,4	647 765	12,7	9,3	227 848	11,0	2,9	2 183	86,0	0,1	26 185	5 547
Feb	882 251	4 525	11,8	651 849	12,2	9,0	228 214	10,3	2,7	2 188	85,4	0,1	25 885	5 492
Mar	886 183	4 355	10,5	655 757	11,0	8,1	228 195	8,9	2,3	2 231	80,6	0,1	25 595	5 496
Abr	892 677	6 538	10,1	660 265	10,5	7,7	230 165	8,8	2,3	2 248	80,0	0,1	25 308	5 495
May	897 841	5 327	9,6	663 535	9,9	7,3	232 025	8,3	2,2	2 280	77,4	0,1	25 026	5 325
Jun	906 874	9 382	8,4	665 070	8,1	5,9	239 510	9,0	2,4	2 293	76,3	0,1	24 823	5 298
Jul	907 207	378	7,6	667 768	7,1	5,2	237 132	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
Ago	906 862	-264	7,0	669 041	6,6	4,9	235 513	7,9	2,0	2 308	57,1	0,1	23 942	5 444
Sep	907 457	919	6,5	670 802	6,3	4,7	234 337	6,7	1,7	2 317	52,5	0,1	24 041	4 830
Oct	909 465	2 170	5,7	672 182	5,6	4,2	234 899	5,5	1,4	2 384	49,1	0,1	23 427	4 617
Nov	915 441	6 121	4,9	673 685	5,0	3,7	239 306	4,3	1,1	2 450	47,2	0,1	23 515	4 540
Dic	910 685	-4 277	4,4	673 153	4,5	3,3	235 015	3,8	1,0	2 517	41,5	0,1	23 304	4 436

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.

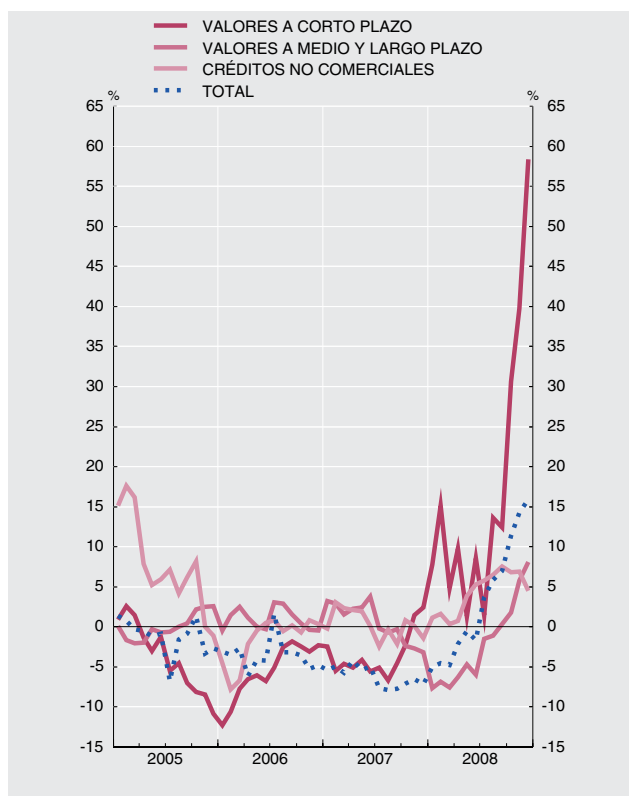
8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

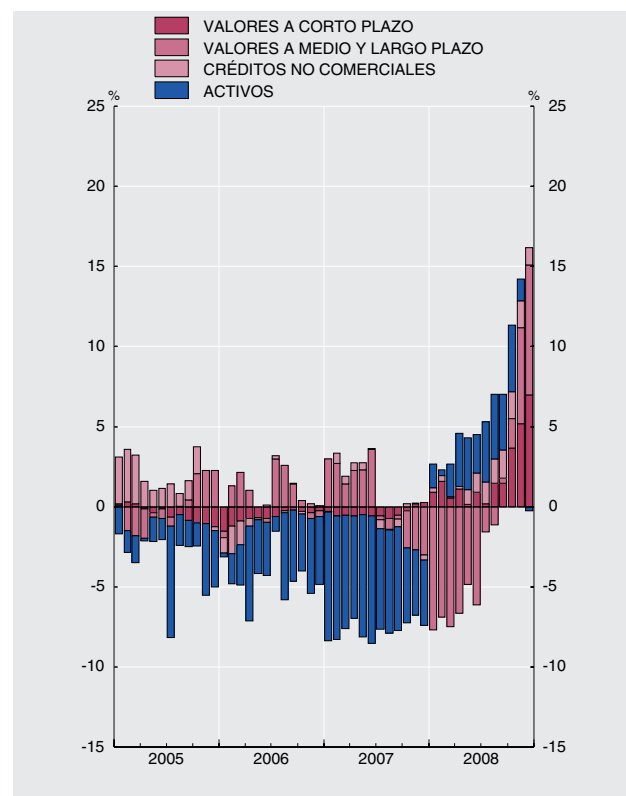
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total					
					Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos		
		Saldo neto de pasivos	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)	A corto plazo	Medio y largo plazo		Credi- tos no comer- ciales y res- to (a)	
						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	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	-0,7	-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	-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
	Abr	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	298 888	-2 025	11,4	-1 148	4 530	-6 080	302	12 964	-12 086	5,1	30,7	1,8	6,8	-10,2	3,7	1,8	1,7	4,2
	Nov	A	306 424	7 537	14,2	18 686	6 901	11 984	-199	2 126	9 024	9,1	39,7	5,7	6,9	-3,2	5,2	6,0	1,7	1,4
	Dic	A	323 275	16 851	15,9	9 444	4 129	5 689	-373	-12 397	4 990	11,9	58,3	8,1	4,5	0,8	7,0	8,1	1,1	-0,3

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.

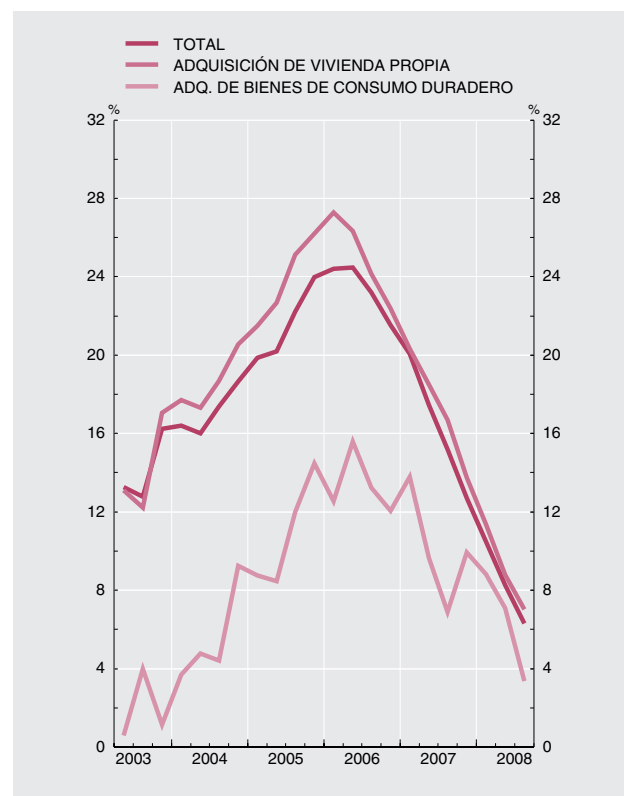
b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

- Serie representada gráficamente.

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Del cual	Servicios inmobiliarios									
															Total	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
05	R1	202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06		1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07		1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788 1	1 075 179
04	II	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
III		903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 060	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	69 134	3 426	16 355	492 970
IV		945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 029	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	66 238	3 677	17 594	524 363
05	I	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
II	R1	085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
III		1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
IV		1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06	I	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
II		1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
III		1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
IV		1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07	I	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
II		1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497 1	1 015 326
III		1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822 1	1 047 563
IV		1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788 1	1 075 179
08	I	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	1 095 670
II		1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176								

CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual (c)



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.

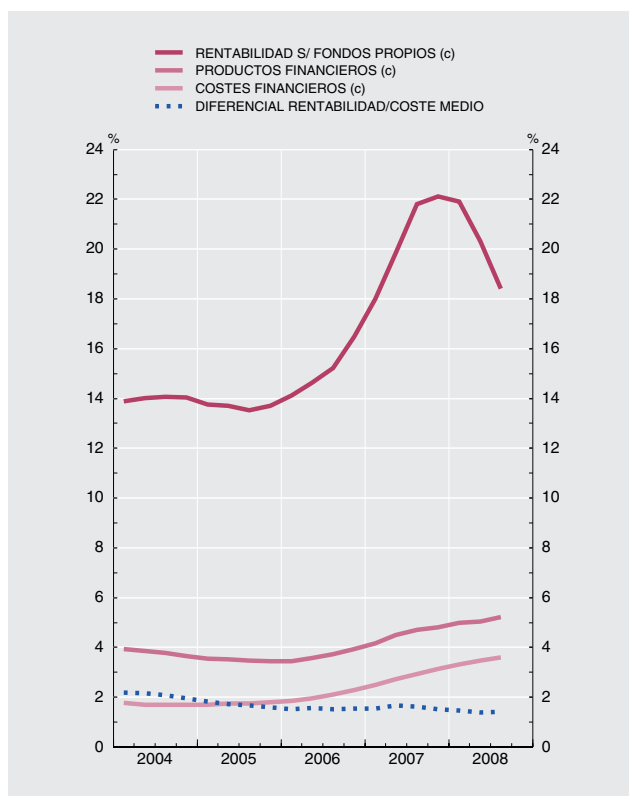
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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 pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
		1	2	3	4	5	6	De personal	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	III	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	I	3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	14,8	3,6	2,1	1,5
	II	4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	15,9	3,8	2,2	1,6
	III	3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	15,8	3,9	2,4	1,5
	IV	4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6
07	I	4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	20,9	4,4	2,8	1,5
	II	5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	23,3	4,8	3,1	1,7
	III	4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	23,6	5,0	3,3	1,6
	IV	5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5
08	I	5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	20,1	5,3	3,8	1,5
	II	5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	16,9	5,3	3,9	1,4
	III	5,4	3,8	1,6	0,5	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,7	16,0	5,5	4,1	1,4

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.

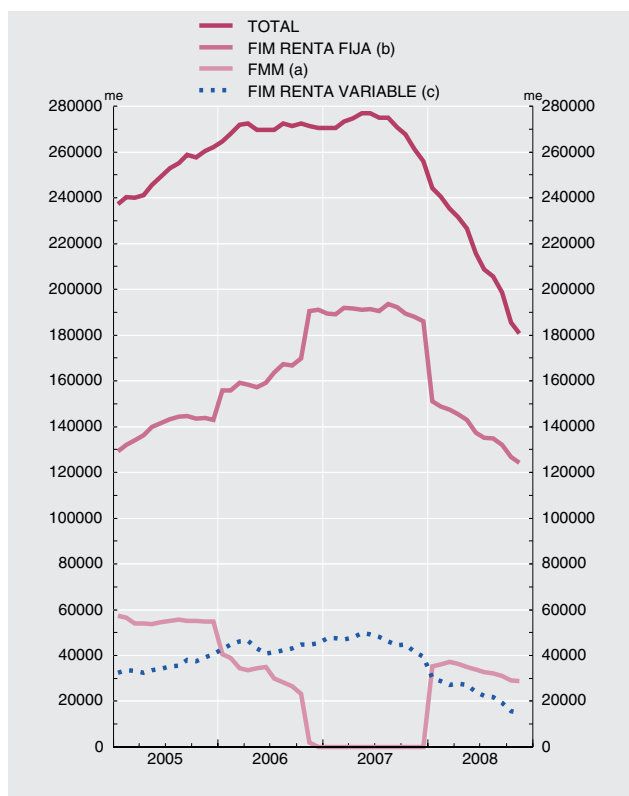
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

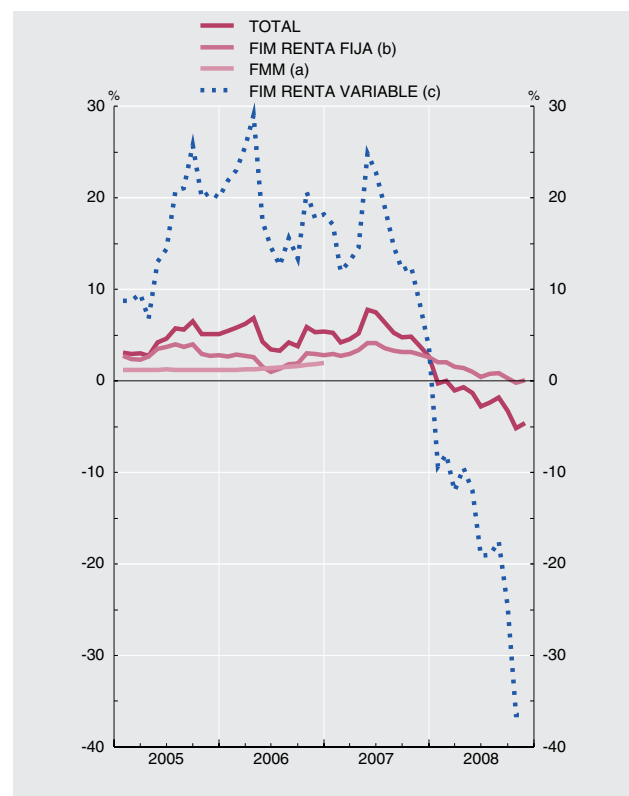
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

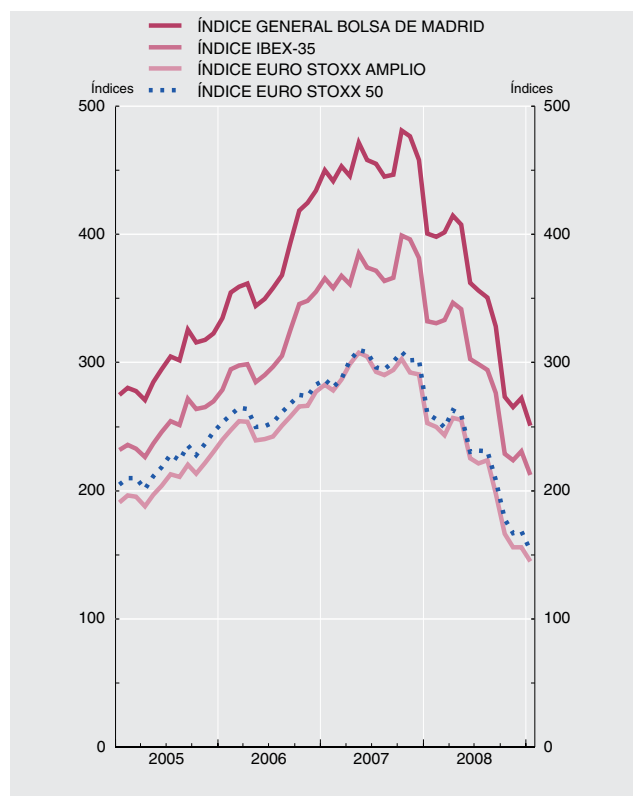
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

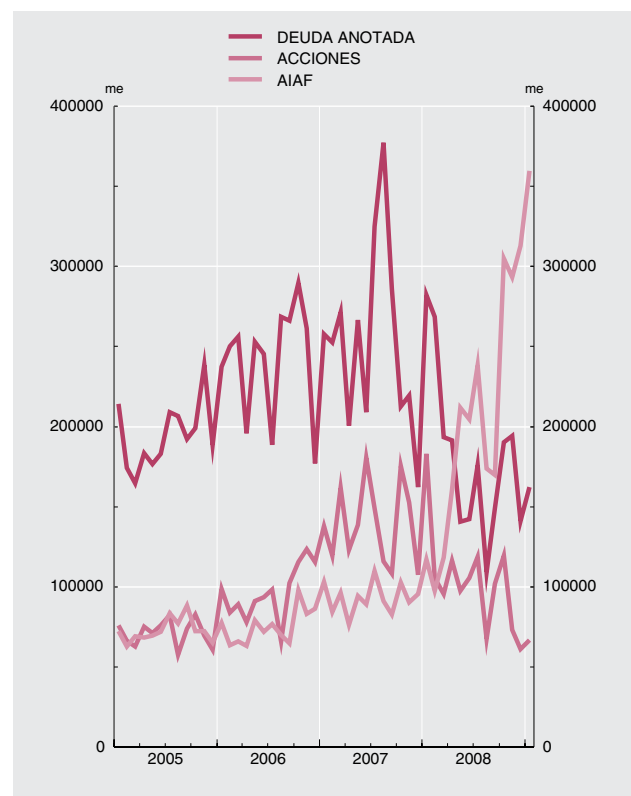
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
07	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
08	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
09	898,03	8 450,40	207,09	2 236,98	66 689	6 020	162 098	359 648	-	2 541	-	437
07 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	975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 536	141 215	312 823	...	2 854	...	455
09 Ene	898,03	8 450,40	207,09	2 236,98	66 689	6 020	162 098	359 648	...	2 541	...	437

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

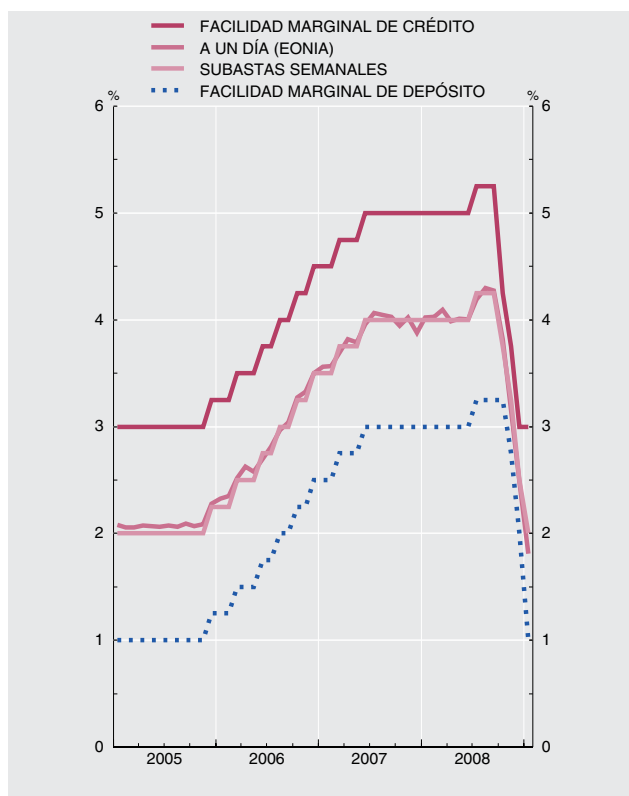
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

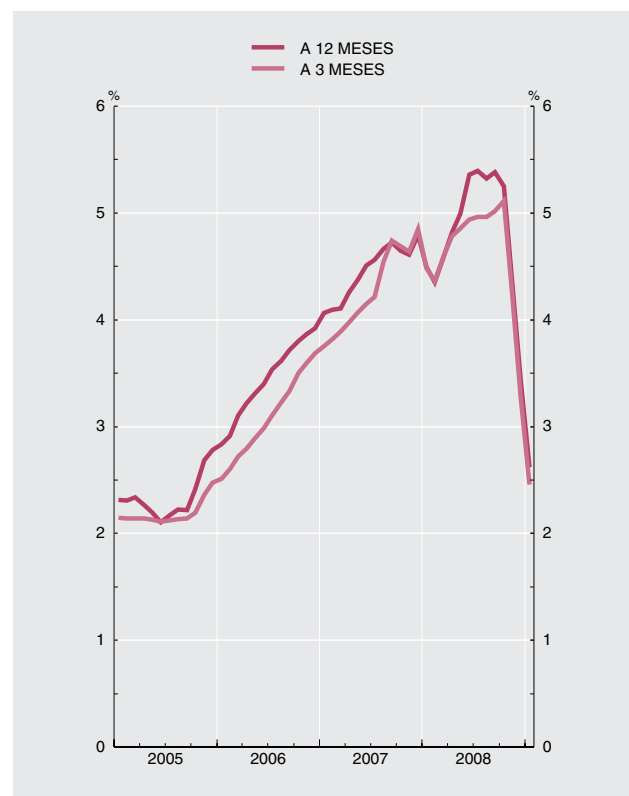
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario														
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
07	■	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08		2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	A	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,77	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	
07	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	-
09	Ene	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,77	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

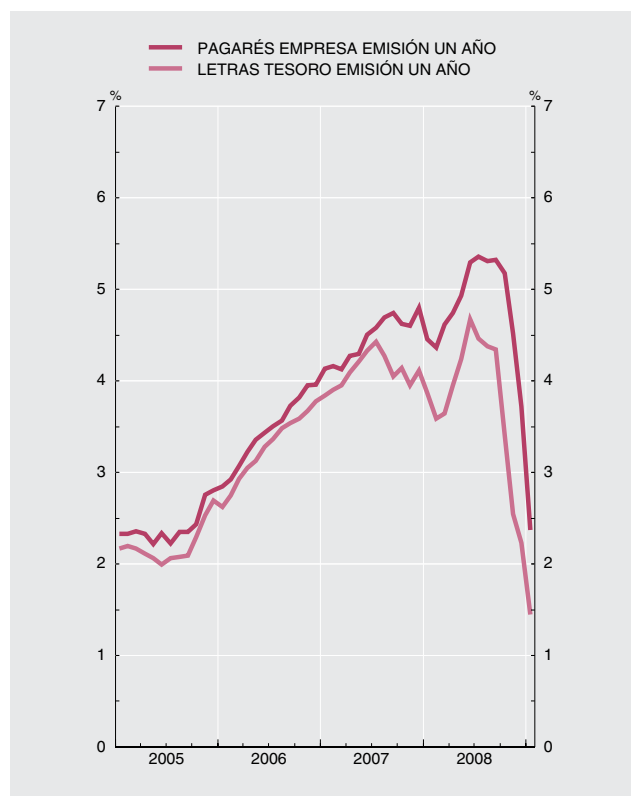
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

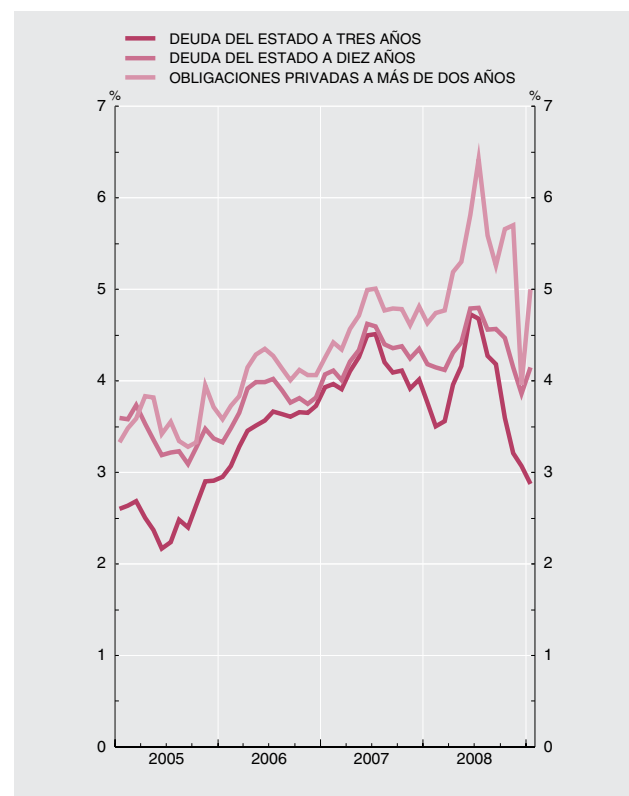
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					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	
07		4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08		3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25
09	A	1,45	1,46	2,37	2,78	2,79	3,47	4,65	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00
07 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
09 Ene		1,45	1,46	2,37	2,78	3,10	3,44	-	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

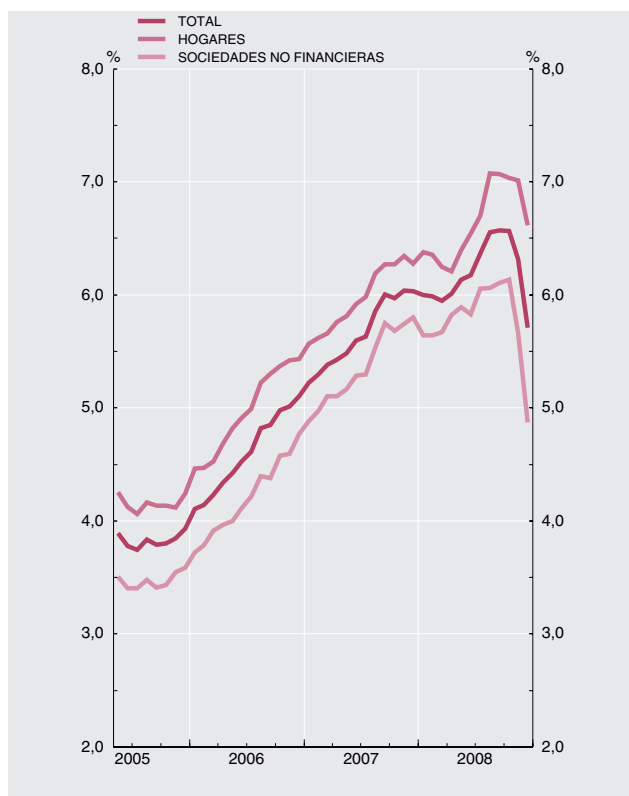
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

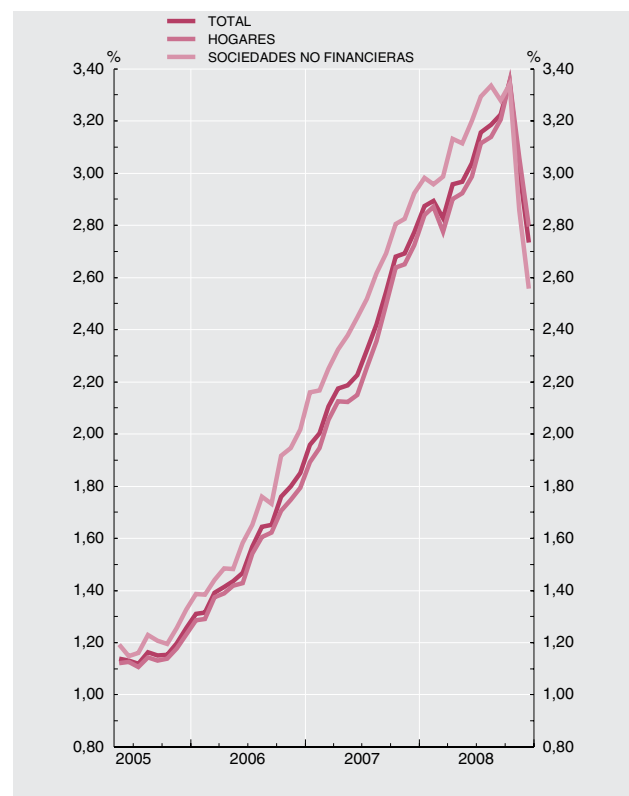
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	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
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
08	P	5,71	6,61	5,83	8,78	4,87	5,91	4,42	2,74	2,79	0,69	4,18	2,20	2,56	1,77	3,48
07 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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
Nov		6,31	7,01	6,18	9,31	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98
Dic	P	5,71	6,61	5,83	8,78	4,87	5,91	4,42	2,74	2,79	0,69	4,18	2,20	2,56	1,77	3,48

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.

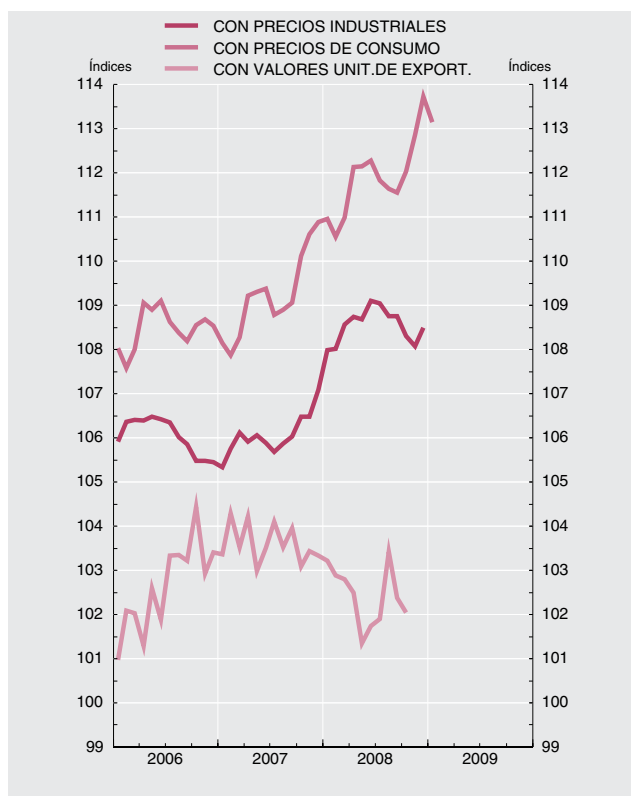
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4		6	7	8	9						10	11	12	13	14
	■	■		■						■	■			■
06	106,0	108,5	108,9	102,6	100,0	106,1	108,5	108,9	102,7	106,2	108,6	110,1	117,1	103,9
07	106,1	109,2	109,9	103,6	99,9	106,1	109,3	110,0	103,7	106,3	109,5	111,4	118,9	104,7
08	108,5	111,9	112,3	...	101,5	106,9	110,2	110,6	...	107,7	110,6	112,1	123,6	...
07 I	105,7	108,1	109,1	103,7	99,7	106,0	108,4	109,4	104,0	106,1	108,6	110,8	118,3	104,8
07 II	106,0	109,3	109,7	103,6	99,8	106,1	109,5	109,9	103,7	106,3	109,7	111,2	117,4	104,6
07 III	105,9	108,9	110,1	103,9	99,8	106,0	109,1	110,2	104,0	106,2	109,3	111,7	119,2	105,0
07 IV	106,7	110,5	110,8	103,3	100,3	106,4	110,3	110,5	103,0	106,7	110,5	111,9	120,9	104,4
08 I	108,2	110,8	112,3	103,0	101,0	107,1	109,8	111,2	102,0	107,6	110,0	112,7	123,4	104,1
08 II	108,8	112,2	112,4	101,9	101,4	107,4	110,7	110,8	100,5	108,1	111,0	112,3	125,0	103,1
08 III	108,9	111,7	111,8	102,6	101,3	107,4	110,2	110,3	101,2	108,2	110,6	111,8	122,9	103,8
08 IV	108,3	112,9	112,8	...	102,3	105,8	110,3	110,3	...	106,7	110,8	111,8	123,3	...
08 Abr	108,7	112,1	...	102,5	101,4	107,2	110,6	...	101,1	107,8	110,8	...	...	103,5
08 May	108,7	112,1	...	101,4	101,3	107,2	110,6	...	100,0	108,0	110,9	...	...	102,6
08 Jun	109,1	112,3	...	101,7	101,3	107,7	110,8	...	100,4	108,5	111,1	...	...	103,1
08 Jul	109,1	111,8	...	101,9	101,3	107,7	110,4	...	100,6	108,5	110,7	...	...	103,3
08 Ago	108,8	111,6	...	103,4	101,3	107,4	110,2	...	102,1	108,1	110,6	...	...	104,7
08 Sep	108,8	111,5	...	102,4	101,5	107,2	109,9	...	100,9	108,0	110,4	...	...	103,5
08 Oct	108,3	112,0	...	102,0	101,5	106,7	110,4	...	100,6	107,5	110,9	...	...	102,8
08 Nov	108,1	112,9	...	...	102,2	105,8	110,4	...	...	106,7	110,9	...	...	...
08 Dic	108,5	113,7	...	...	103,3	105,0	110,0	...	...	106,0	110,5	...	...	...
09 Ene	...	113,1	...	...	103,7	...	109,2	...	...	...	109,6	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

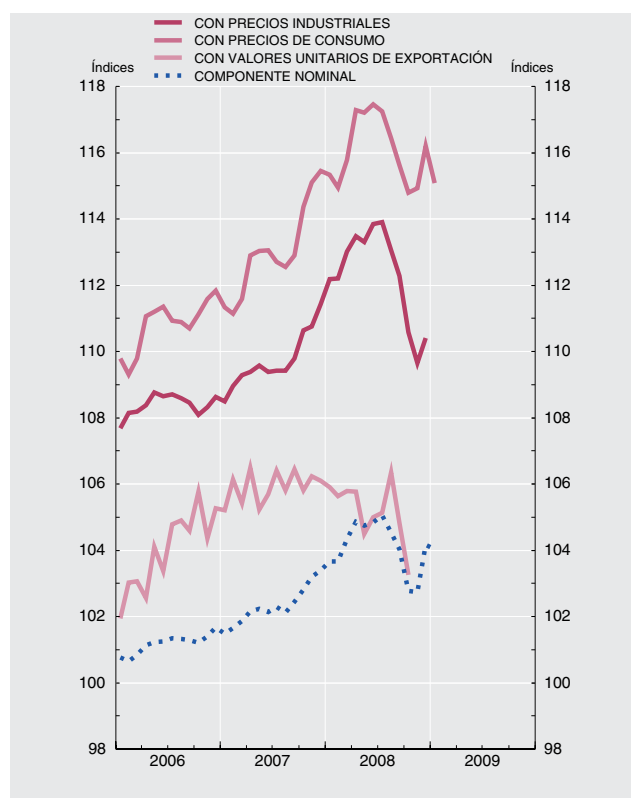
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

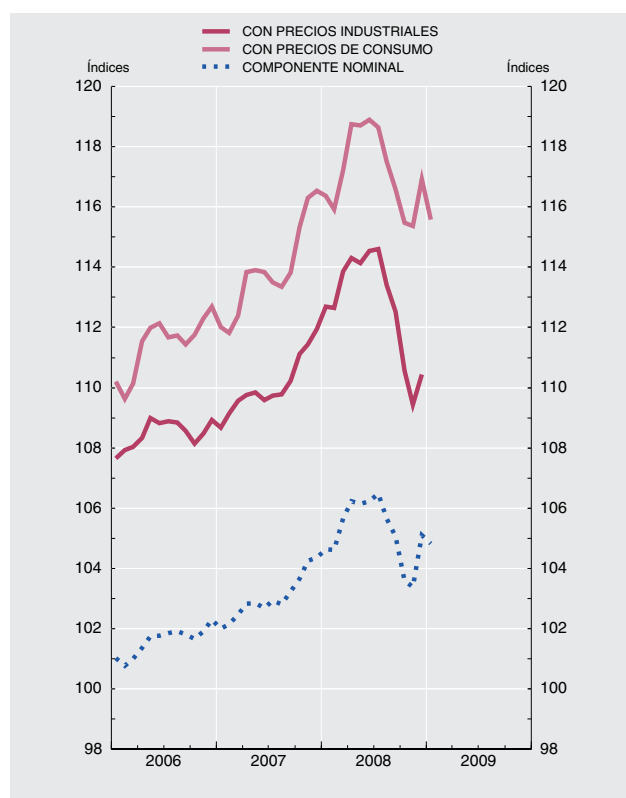
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
06	108,4	110,8	119,3	104,0	101,2	107,1	109,5	117,9	102,8	108,5	111,4	101,6	106,8	109,7
07	109,7	113,0	122,3	105,9	102,3	107,2	110,5	119,5	103,5	110,1	113,9	103,0	106,8	110,6
08	112,3	116,1	129,6	...	104,1	107,9	111,5	124,5	...	112,8	117,2	105,2	107,2	111,4
07 I	108,9	111,4	120,4	105,6	101,7	107,1	109,5	118,5	103,8	109,1	112,1	102,2	106,8	109,7
07 II	109,5	113,0	120,7	105,8	102,2	107,1	110,6	118,1	103,6	109,7	113,9	102,8	106,8	110,8
07 III	109,5	112,7	122,6	106,2	102,3	107,1	110,2	119,8	103,8	109,9	113,6	103,0	106,7	110,3
07 IV	110,9	115,0	125,5	106,0	103,1	107,6	111,5	121,7	102,8	111,5	116,1	104,1	107,1	111,5
08 I	112,5	115,4	129,1	105,8	103,9	108,3	111,0	124,2	101,8	113,1	116,5	105,0	107,7	111,0
08 II	113,5	117,3	131,9	105,1	104,8	108,3	111,9	125,8	100,3	114,3	118,8	106,2	107,7	111,9
08 III	113,1	116,4	129,4	105,4	104,5	108,2	111,4	123,8	100,9	113,5	117,6	105,7	107,4	111,2
08 IV	110,2	115,3	128,1	...	103,2	106,8	111,7	124,1	...	110,2	115,9	104,0	105,9	111,4
08 Abr	113,5	117,3	...	105,8	104,9	108,2	111,8	...	100,9	114,3	118,7	106,2	107,6	111,8
08 May	113,3	117,2	...	104,5	104,7	108,2	111,9	...	99,8	114,1	118,7	106,1	107,5	111,8
08 Jun	113,9	117,5	...	105,0	104,8	108,6	112,0	...	100,2	114,5	118,9	106,2	107,8	111,9
08 Jul	113,9	117,2	...	105,1	105,1	108,4	111,6	...	100,1	114,6	118,7	106,5	107,6	111,4
08 Ago	113,1	116,4	...	106,3	104,5	108,2	111,4	...	101,7	113,4	117,5	105,7	107,3	111,2
08 Sep	112,3	115,6	...	104,8	104,0	107,9	111,1	...	100,8	112,5	116,6	105,1	107,1	111,0
08 Oct	110,6	114,8	...	103,3	102,8	107,6	111,7	...	100,5	110,6	115,5	103,6	106,7	111,5
08 Nov	109,7	114,9	...	...	102,7	106,7	111,9	...	...	109,4	115,4	103,4	105,9	111,6
08 Dic	110,4	116,2	...	...	104,2	106,0	111,6	...	...	110,4	116,9	105,1	105,1	111,3
09 Ene	...	115,1	...	...	104,0	...	110,6	...	...	...	115,6	104,8	...	110,3

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 indicados y expectativas de inflación en la zona del euro 67 Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81
JUN 2008	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41 La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59 Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69 La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83 Integración y competencia en el sistema bancario español 91 Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131
JUL-AGO 2008	Informe trimestral de la economía española 11 Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81 El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93 La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101 Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127 Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145

SEP 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49</p> <p>Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61</p> <p>Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87</p> <p>La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101</p>
OCT 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91</p> <p>Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea 101</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 113</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2008 141</p>
NOV 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008 33</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 53</p> <p>Las consecuencias de la indiciación salarial sobre la inflación 63</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008 71</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008 85</p> <p>Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones 97</p>
DIC 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas 31</p> <p>Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española 45</p> <p>Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual 59</p> <p>El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM 69</p> <p>Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes 85</p>
ENE 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España 79</p> <p>Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006 89</p> <p>La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM 103</p> <p>Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales 117</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008 131</p>
FEB 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i>, organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros 23</p> <p>Evolución reciente de la economía española 35</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa 55</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009 65</p> <p>Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior 77</p> <p>La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM 91</p> <p>La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana 105</p> <p>Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional 119</p>

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 ILLA: 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

- 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 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, 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.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 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.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: Los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

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*.

BANCODE 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
--------------------------------------	---