

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**07-08/2009**

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
$T_j^i$	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

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

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 22
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 30
- 4 La economía española 46
- 5 Evolución financiera 64

**Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009** 81

**El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España** 95

**Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral** 117

**Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico** 129

**El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional** 139

**Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008** 153

**Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008** 171

**Regulación financiera: segundo trimestre de 2009** 183

**Indicadores económicos** 1\*

**Artículos y publicaciones del Banco de España** 67\*

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

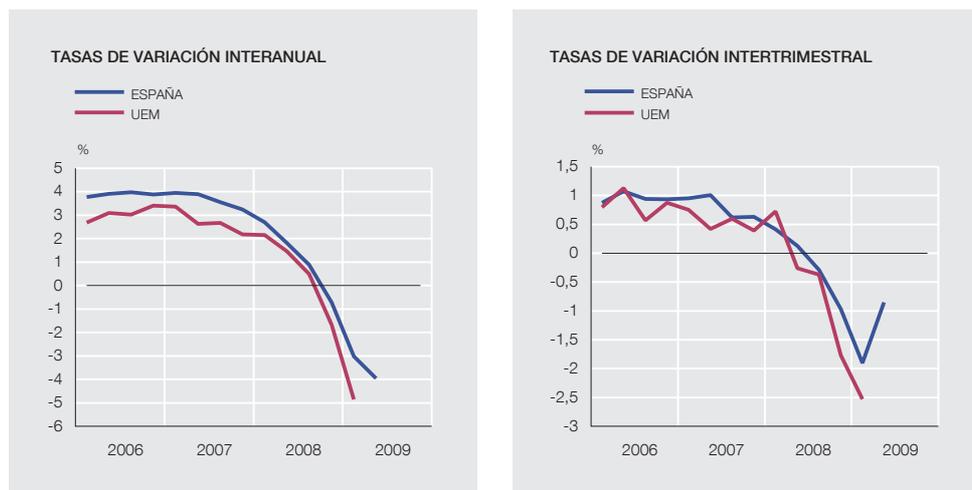
## 1 Rasgos básicos

Durante el primer trimestre de 2009, la economía española intensificó su ritmo de contracción, en un entorno internacional muy desfavorable y un contexto financiero de elevada tensión. El PIB disminuyó un 3% en términos interanuales y su tasa intertrimestral se situó en el -1,9%. El retroceso de la actividad se debió al desplome de la demanda nacional (del 5%, en tasa interanual), ya que la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva de 2,3 puntos porcentuales (pp) del PIB, como consecuencia de una fuerte caída de las importaciones, que superó al también acusado debilitamiento de las exportaciones.

Los indicadores disponibles referidos al período de abril-junio apuntan a una prolongación de las tendencias contractivas, aunque a un ritmo más contenido, en un entorno caracterizado por una cierta normalización de los mercados financieros y unas condiciones externas menos severas. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible, todavía incompleta, apuntan a un descenso intertrimestral del PIB del 0,9% —menos pronunciado que en los dos trimestres precedentes—, si bien la tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, habría continuado ampliando su recorrido bajista, hasta retroceder un 4%. Por el lado del gasto, la demanda nacional acusó un nuevo recorte, con una tasa de variación interanual del -6%, mientras que la demanda exterior neta mostró un leve aumento, hasta contribuir en 2,4 pp al PIB. Desde el punto de vista de la oferta, el grueso del ajuste recayó nuevamente en las ramas de la industria y de la construcción, si bien, en este último caso, el ritmo de descenso de la actividad se moderó por los efectos de la puesta en marcha de los proyectos de obra civil incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local. Por su parte, en el mercado de trabajo se produjo una cierta ralentización en el ritmo de caída del empleo, en línea con la información que proporciona la EPA para el segundo trimestre, que muestra un descenso interanual del 7,2% y un nuevo aumento, aunque a menor ritmo que en trimestres pasados, de la tasa de paro, hasta el 17,9%, y la remuneración por asalariado volvió a crecer a un ritmo superior al de la inflación. Finalmente, la tasa de variación del IPC se redujo sustancialmente en el período comprendido entre abril y junio, hasta alcanzar en este último mes un valor del -1%, con lo que el diferencial con la UEM volvió a ser negativo (-0,9 pp), por séptimo mes consecutivo.

En el panorama económico internacional, la tensión en los mercados financieros prolongó la pauta de corrección iniciada en marzo, si bien las condiciones globales de financiación mantuvieron un tono restrictivo, y los flujos de comercio atenuaron las bruscas caídas que se habían observado en los meses previos. En estas circunstancias, el PIB en las economías desarrolladas habría experimentado un nuevo descenso en el segundo trimestre, pero de magnitud algo inferior al del período precedente, y la desaceleración de las economías emergentes se habría moderado ante la recuperación de la economía china, en respuesta a los voluminosos planes de estímulo fiscal y de expansión de la liquidez instrumentados. Por su parte, la inflación mundial continuó reduciéndose, alcanzándose registros negativos en Estados Unidos, Japón, la zona del euro y algunas economías emergentes. Los precios del petróleo y, en menor medida, los de otras materias primas, acusaron incrementos notables, que, no obstante, se han moderado en las últimas semanas.

La menor contracción de la actividad y las señales de estabilización de los mercados financieros internacionales han detenido la trayectoria de continuas revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento de la economía mundial, si bien el diagnóstico sobre la duración de la recesión —que se vislumbra prolongada— y la pauta de salida —que se prevé muy gradual— no se han visto modificados sustancialmente.



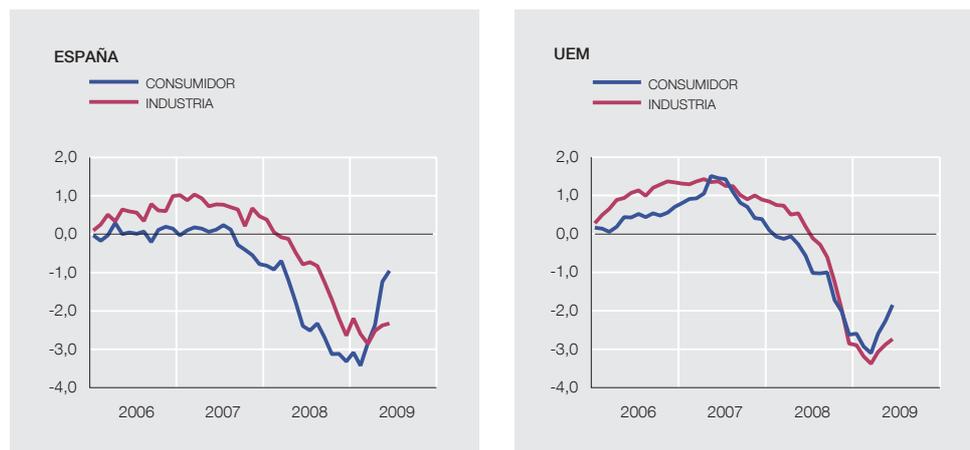
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

En el período analizado, los gobiernos y los bancos centrales ampliaron las medidas de estímulo macroeconómico y de apoyo y reestructuración financiera, puestas en marcha en los meses precedentes. En Estados Unidos, el Gobierno presentó un plan de reforma regulatoria del sistema financiero que, entre otros aspectos, aumentará la capacidad de supervisión de la Reserva Federal y permitirá establecer un control más estricto del riesgo de activos financieros complejos. En Europa, continuó el desarrollo de los esquemas de avales bancarios y de recapitalización, y se comenzaron a concretar algunas propuestas para el saneamiento del activo de los bancos. Por su parte, el Gobierno español aprobó el 27 de junio la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB, según su acrónimo) con el fin de ampliar y reforzar los instrumentos con los que poder desarrollar una estrategia en materia de reestructuración bancaria que permita incrementar la fortaleza y la solvencia del sistema financiero español frente a los posibles efectos de la recesión.

Por otra parte, a lo largo del trimestre se ha producido un deterioro considerable de las finanzas públicas a nivel mundial, como consecuencia de la acción de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales de estímulo de la demanda agregada y las actuaciones de apoyo al sistema financiero. La magnitud del cambio experimentado ha desplazado el debate de política económica hacia la necesidad de asegurar la compatibilidad de las medidas de impulso con estrategias creíbles de consolidación fiscal que permitan asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las cuentas públicas.

Los bancos centrales, por su parte, prosiguieron suministrando una oferta ilimitada de liquidez y, en algunos casos, instrumentaron recortes adicionales en los tipos de intervención, desde niveles de partida ya muy reducidos, tras los contundentes descensos acometidos en los meses precedentes. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y continuó realizando operaciones extraordinarias de política monetaria (básicamente mediante la adquisición de activos), si bien empezó a reducir la cuantía y frecuencia de algunas de ellas. El Banco de Inglaterra, por su parte, no modificó el nivel de los tipos oficiales, que permanecen en el 0,5% desde enero, y siguió ejecutando el programa de compra de bonos públicos. Por último, el Consejo del BCE procedió en mayo a recortar los tipos de intervención, en 25 puntos básicos (pb), que quedaron situados en el 1%, para las operaciones principales de financiación, mientras que los aplicados a las facilidades de depósito



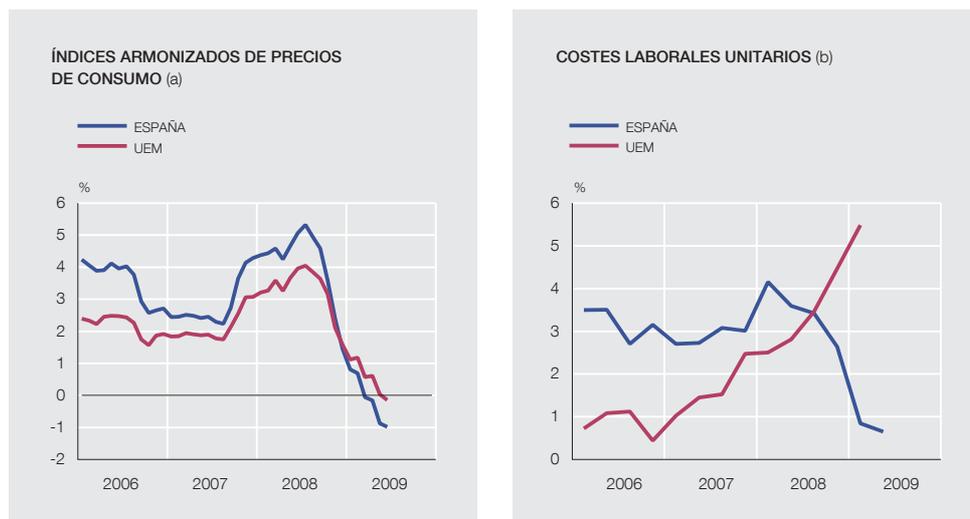
FUENTE: Comisión Europea.

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

y de crédito se fijaron en el 0,25% y el 1,75%, respectivamente. De este modo, en la actualidad el tipo de las subastas semanales se sitúa 325 pb por debajo del nivel de octubre de 2008. Paralelamente, reforzó su política de abundante provisión de liquidez, con el establecimiento de una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año (la primera de ellas se realizó el 24 de junio, adjudicándose algo más de 440 mm de euros). Adicionalmente, en julio empezó a aplicar medidas extraordinarias de política monetaria, anunciadas ya en mayo, que consisten en un programa de adquisición de bonos garantizados y cédulas hipotecarias (*covered bonds*) emitidos en la zona del euro.

Este conjunto de medidas ha permitido que en el segundo trimestre prosiguiera la trayectoria de mejoría de los indicadores de tensión financiera iniciada en marzo, en un clima de disminución de la incertidumbre que en meses previos había empezado a estimular la demanda de activos de mayor riesgo. Los tipos de interés de los mercados interbancarios continuaron disminuyendo, reduciéndose de forma sustancial el diferencial entre los tipos negociados y los correspondientes a las operaciones bancarias con garantías. Por su parte, las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios también acusaron un notable retroceso y, en los mercados de renta variable, las cotizaciones bursátiles prolongaron la trayectoria alcista iniciada en marzo, al tiempo que se observó un pronunciado descenso de su volatilidad. Finalmente, en los mercados de deuda pública se observó un repunte generalizado de las rentabilidades de los bonos soberanos, como consecuencia, principalmente, del retorno de los flujos financieros hacia activos de mayor riesgo y de las mayores cautelas suscitadas por el aumento del endeudamiento público.

En la zona del euro, los indicadores coyunturales disponibles también apuntan a una cierta moderación en el ritmo de descenso de la actividad como consecuencia de un menor descenso del consumo privado, una contribución de la demanda exterior algo menos negativa y una menor desacumulación de existencias. La tasa de inflación continuó disminuyendo en el período de abril-junio, alcanzando un registro negativo en este último mes (-0,1%), por primera vez en la historia de la UEM. La reducción de la tasa de inflación respondió fundamentalmente a los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, ligada, en parte, a la atonía de la demanda; el descenso de la inflación subyacente fue mucho más moderado, situándose en el 1,3% en junio.



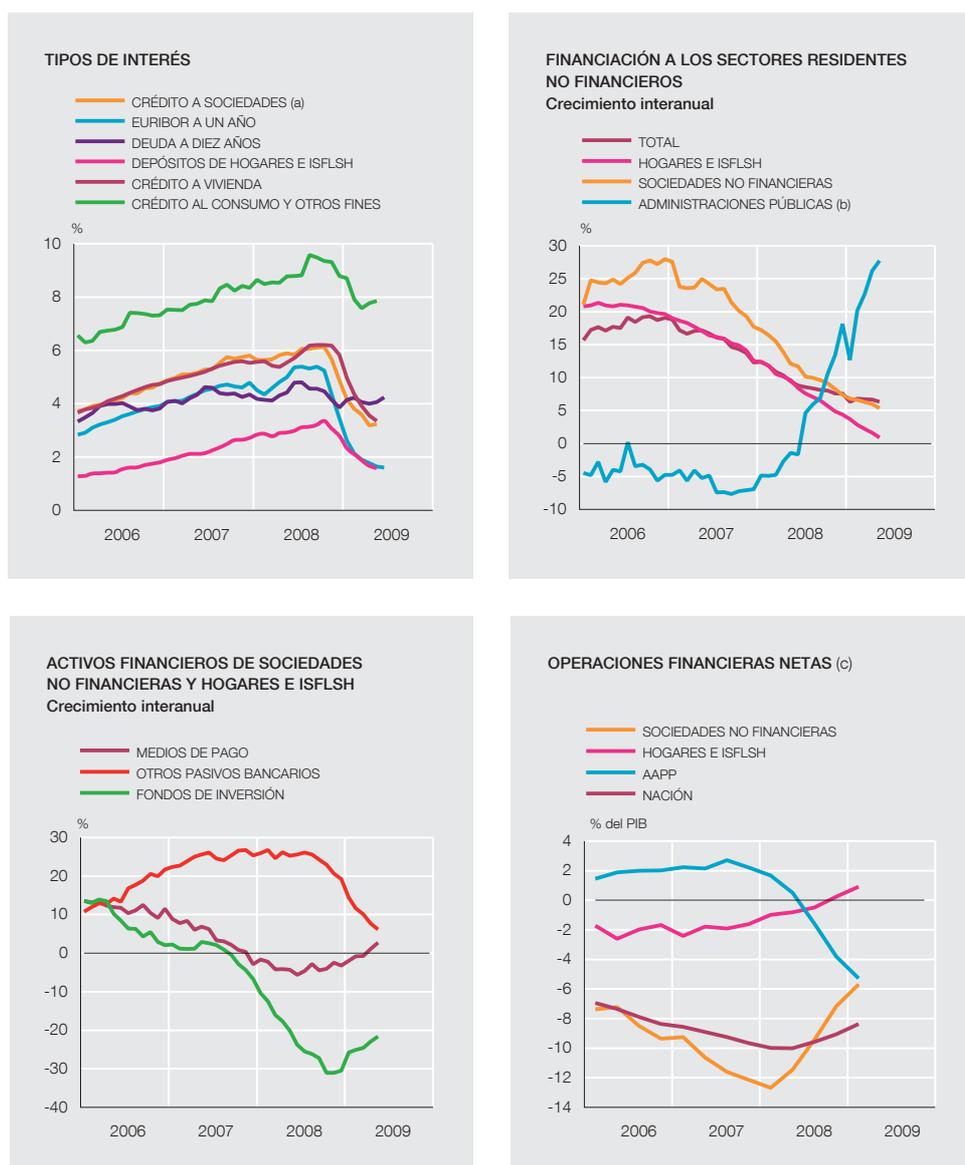
FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

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

En conjunto, por tanto, el entorno exterior de la economía española se ha hecho menos contractivo y las condiciones de financiación, si bien siguen siendo restrictivas, dan señales de cierta mejoría. Por una parte, el descenso de las rentabilidades interbancarias siguió trasladándose a los costes de financiación bancaria al sector privado, con desigual intensidad entre los distintos segmentos; por otra, las entidades financieras endurecieron adicionalmente, aunque en menor cuantía que en trimestres precedentes, los criterios de concesión de créditos. En cuanto a los mercados bursátiles, la positiva trayectoria de las cotizaciones bursátiles permitió compensar los descensos de los primeros meses del año (el IBEX acumuló ganancias cercanas al 13% en este período) y recuperar en alguna medida este componente de la riqueza financiera. Por el contrario, el descenso de los precios de los inmuebles, del 1,9% en el segundo trimestre (-8,3%, en términos de la tasa interanual), determinó nuevos retrocesos en el valor de la riqueza del sector privado.

En este contexto, el gasto de los hogares retrocedió de nuevo entre abril y junio, si bien se estima una ralentización en el ritmo de descenso del consumo final, de modo que la tasa interanual podría situarse en el 4,6% (4% en los tres meses previos). Las decisiones de consumo siguieron muy condicionadas por el debilitamiento generalizado de sus determinantes principales (renta disponible y riqueza), si bien a lo largo del trimestre mejoró sustancialmente la confianza de los agentes, variable que había permanecido en niveles muy deprimidos desde el inicio de la crisis financiera. La evolución de la renta disponible estuvo determinada por el deterioro de las rentas laborales, como consecuencia de la desfavorable situación del mercado de trabajo. La magnitud de este efecto no pudo ser contrarrestada por el impacto de la actuación de las AAPP (a través de las mayores prestaciones sociales y los menores impuestos), el descenso en los intereses pagados —que, según las cuentas no financieras trimestrales, se empezó a observar ya en los tres meses previos— y el sustancial recorte de la inflación. También continuó la reducción de la riqueza, sobre todo como resultado de la evolución de su componente inmobiliario, como ya se ha señalado. Como resultado de todo ello, se estima un nuevo aumento de la tasa de ahorro de los hogares, tras haberse incrementado en el primer trimestre hasta el 14,1% de la renta disponible en datos acumulados de cuatro trimestres, valor superior en 4 pp al de igual período del año anterior.



FUENTE: Banco de España.

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

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

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

La inversión residencial, por el contrario, intensificó su debilidad, influida por las expectativas de caídas de precios, la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la renta y el mantenimiento de unas condiciones de financiación globalmente restrictivas, si bien se vislumbran ciertos signos de mejora en las condiciones de accesibilidad. En conjunto, se estima un descenso interanual de la inversión residencial en el entorno del 25% en el período de abril-junio. La revisión a la baja de los planes de gasto de los hogares, junto con el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas, impulsó la desaceleración de la deuda, cuyo crecimiento en tasa interanual se situó por debajo del 1%, incidiendo tanto sobre los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Ello, a su vez, permitió una ligera reducción de la ratio de endeudamiento en relación con la Renta Bruta Disponible (RBD).

En cuanto a la inversión empresarial, el gasto en bienes de equipo se volvió a contraer, lo que resulta coherente con la tónica de debilidad de la demanda, tanto en su componente nacional como en su componente exterior, con el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas — a pesar de la reducción de los tipos de interés —, y con unas perspectivas inciertas sobre la recuperación económica y expectativas de beneficios muy negativas. Se estima, no obstante, que el resto de la inversión productiva privada experimentó un recorte algo menos marcado como consecuencia del impulso que están recibiendo los planes de desarrollo en infraestructuras, tal y como reflejaron las cifras de la Contabilidad Nacional del primer trimestre. La caída de la inversión empresarial y el carácter restrictivo de la oferta de fondos bancarios determinaron que la financiación ajena de las sociedades no financieras continuara desacelerándose, hasta alcanzar una tasa de expansión del 5%, en relación con el mismo período de 2008. Por su parte, las necesidades de financiación del sector volvieron a disminuir en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 6,4% del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres, 4,6 pp inferior al valor alcanzado un año antes.

Frente al retroceso de los distintos componentes de la demanda interna privada, las AAPP contribuyeron a sostener el gasto, mediante cuantiosas transferencias netas a las familias y a través de la inversión pública, con la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local. Por otra parte, el Gobierno anunció nuevas medidas de apoyo a la actividad, que entrarán en vigor en 2009 y 2010, entre las que cabe destacar las ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E), por su mayor impacto potencial sobre el sector a corto plazo. En este contexto, y a pesar de que también se aprobó un nuevo recorte de gasto para el Estado, el gasto de las AAPP se incrementó de forma notable en la parte transcurrida del ejercicio, al tiempo que la recaudación tributaria acentuó su trayectoria descendente, con tasas de variación muy negativas. La concatenación de todos estos factores condujo a un nuevo deterioro de la situación de las finanzas públicas, lo que llevó al Gobierno a elevar el déficit previsto en 2009 y a anunciar una senda de ajuste que supondría alcanzar un déficit público del 3% en 2012, en línea con las directrices establecidas para España por el Consejo Europeo en relación con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (véase recuadro 1).

En cuanto al sector exterior, la demanda exterior neta volvió a mitigar el efecto del retroceso del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva al crecimiento del producto de 2,4 pp, ligeramente superior a la del primer trimestre. Superada la etapa de máxima contracción de los flujos de comercio internacional, la contribución positiva de las exportaciones netas se debió principalmente al recorte de las importaciones, que experimentaron retrocesos superiores al 20%, inducidos por el desplome de la demanda final y por la producción industrial. En cualquier caso, las ventas al exterior volvieron a disminuir, aunque menos que en el último trimestre, a pesar de un comportamiento más favorable de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados. Esta situación se extendió en cierta medida al comercio de servicios, observándose una moderación en la caída de los ingresos por este concepto, en particular de los servicios turísticos, si bien los pagos prolongaron la trayectoria descendente.

En consonancia con esta evolución, las necesidades de financiación de la nación volvieron a descender significativamente en el primer trimestre del año, situándose en el 8,4% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, 1,6 pp por debajo del nivel observado un año antes, según la información de las Cuentas no financieras de los sectores institucionales. Los datos de Balanza de Pagos hasta abril confirman esta tendencia, pues suponen un descenso del déficit de casi el 40% en tasa interanual, como resultado de la intensificación del ajuste del déficit comercial, que se redujo en este período un 51%, y, en menor medida, de los saldos de transferencias corrientes y de servicios, mientras que aumentó el déficit de rentas.

El mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas es una condición necesaria para un crecimiento económico sostenible y para un adecuado funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Con estas premisas, el Tratado de Maastricht estableció distintas disposiciones con el objetivo de garantizar un comportamiento fiscal disciplinado de los países miembros. En particular, los Estados deben evitar «déficits públicos excesivos», que se evalúan en relación con los valores de referencia del 3% y el 60% del PIB para el déficit y la deuda públicos, respectivamente. Además, el Tratado prevé un «procedimiento» destinado a garantizar la pronta corrección de los déficits excesivos, en caso de que se produzcan. Por su parte, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), aprobado por los Estados miembros de la UE en 1997 y reformado en 2005, establece un conjunto de «medidas preventivas» para evitar que se produzcan déficits excesivos, así como un conjunto de «medidas correctivas» con el objeto de garantizar la aplicación rápida y rigurosa del procedimiento de déficit excesivo, incluida la eventual imposición de sanciones.

Durante el año 2008, la política fiscal del área del euro estuvo condicionada por la crisis económica, que tuvo un fuerte impacto sobre las fi-

nanzas públicas de los países miembros y llevó a la adopción de medidas de estímulo fiscal por parte de las autoridades económicas. En febrero de 2009, la Comisión Europea decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo para aquellos países cuyo déficit superó en 2008 el 3% del PIB de referencia del Tratado: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. En el caso español, la apertura de este procedimiento se produce por primera vez desde la entrada en la UEM. Este recuadro resume el desarrollo de este procedimiento hasta el momento, así como sus implicaciones para la política fiscal española en los próximos años.

En enero de 2009, el Gobierno español presentó una nueva actualización del Programa de Estabilidad (PE). Según la estimación contenida en esa actualización, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) había superado el 3% del PIB en 2008<sup>1</sup> (véase cuadro anejo), por lo que la Comisión Europea (CE) decidió iniciar el proce-

1. En ese momento, la estimación del déficit público para 2008 era del 3,4% del PIB. Con posterioridad, esta estimación se vio superada en cuatro décimas, hasta el 3,8% del PIB.

Porcentajes

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>PIB REAL (% de variación)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	3,7	1,2	-1,6	1,2	2,6	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	3,7	1,2	-2,0	-0,2	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	3,7	1,2	-3,2	-1,0	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	3,7	1,2	-3,6	-0,3	1,8	2,7
<b>BRECHA DE PRODUCCIÓN (% del PIB potencial)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	1,4	0,3	-2,7	-3,7	-3,6	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	1,5	0,8	-2,3	-3,4	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	1,4	0,9	-2,6	-3,7	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...
<b>SALDO AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	2,2	-3,4	-5,8	-4,8	-3,9	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	2,2	-3,4	-6,2	-5,7	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	2,2	-3,8	-8,6	-9,8	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	2,2	-3,8	...	-7,9	-5,2	-3,0
<b>SALDO ESTRUCTURAL AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	1,6	-3,5	-4,6	-3,2	-2,3	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	1,6	-3,3	-4,6	-4,2	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	1,6	-3,9	-6,8	-8,2	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...
<b>DEUDA AAPP (% del PIB)</b>						
Programa de Estabilidad (enero 2009)	36,2	39,5	47,3	51,6	53,7	...
Previsiones intermedias de la Comisión (enero 2009)	36,2	39,8	46,9	53,0	...	...
Previsiones de la Comisión (primavera 2009)	36,2	39,5	50,8	62,3	...	...
Objetivos de Estabilidad Presupuestaria (junio 2009)	...	...	...	...	...	...

FUENTES: Programa de Estabilidad 2008-2011, Objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2010-2012 y Comisión Europea.

dimiento de déficit excesivo con la redacción del informe preceptivo en febrero de 2009. En este informe se analizaban las razones que se encontraban detrás del incumplimiento del límite del 3% y, en particular, se valoraba si este incumplimiento podía ser considerado de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales, elementos que, de producirse conjuntamente, evitan que los déficit por encima del 3% sean considerados «excesivos». La CE argumentó que el exceso sobre el 3% de referencia en el caso español no podría ser considerado excepcional, dado que no se había producido en un contexto de desaceleración económica severa en ese año. En efecto, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión disponibles en el momento de elaboración del informe, el PIB había registrado un crecimiento del 1,2% en el año 2008, frente al 3,7% del año anterior, de forma que la brecha de producción estimada todavía se mantenía en valores positivos y cercanos al 1% del PIB. Por otra parte, tampoco se estimaba que podía ser considerado transitorio, dado que el déficit seguiría ampliándose en 2009. Sobre la base de este informe y la posterior opinión del Comité Económico y Financiero (CEF) y la propia CE, el 27 de abril de 2009 el Consejo Europeo decidió declarar la existencia de un déficit excesivo en España.

En paralelo, el Consejo adoptó una recomendación<sup>2</sup> con vistas a poner fin a la situación de déficit público excesivo en España, incluida la fijación de un plazo para su corrección. Como regla general, el PEC establece que los déficits excesivos deben corregirse en el año siguiente al de la decisión del Consejo sobre su existencia, salvo que concurren circunstancias excepcionales. En este caso, el Consejo consideró que en España se daban las circunstancias excepcionales y extendió la fecha límite para la corrección hasta el año 2012<sup>3</sup>. Además, el Consejo señaló que España deberá aplicar de forma rigurosa los objetivos presupuestarios hasta 2011 especificados en el PE y realizar un esfuerzo presupuestario adicional en 2012 para reducir el déficit por debajo del 3% en ese año<sup>4</sup>. En concreto, España deberá realizar un esfuerzo fiscal anual medio de al menos el 1,25% del PIB, tal y como se presentó en el Programa de Estabilidad<sup>5</sup>, que deberá iniciarse en 2010. Además, el Consejo estableció un plazo de 6 meses, hasta el 27 de octubre de 2009, para que las autoridades españolas apliquen medidas

de ajuste presupuestario efectivas<sup>6</sup>. Finalmente, subrayó la importancia de alcanzar los objetivos de medio plazo (equilibrio presupuestario en términos estructurales) una vez se haya corregido el déficit excesivo. Al mismo tiempo, pidió que el proceso de consolidación sea compatible con una mejora de la calidad de las finanzas públicas y que se refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas con la aplicación de reformas adicionales en el sistema de pensiones.

El cumplimiento de las recomendaciones del Consejo Europeo requerirá un esfuerzo de consolidación muy elevado, sobre todo si se tiene en cuenta que se prevé un deterioro de la situación presupuestaria en 2009 superior al previsto en el PE, así como una evolución del PIB real de la economía española tanto en 2009 como en 2010 más negativa. En este sentido, el Congreso español aprobó el pasado 8 de julio los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria para el trienio 2010-2012 y el techo de gasto no financiero del Estado para 2010. Los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria prevén que el déficit público alcance el 7,9% del PIB en 2010 y una reducción progresiva posterior, hasta alcanzar el 3,0% del PIB en el año 2012, en línea con las directrices establecidas por el Consejo Europeo. En cuanto al límite de gasto no financiero del Estado para 2010, año en el que, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo, se debe iniciar el proceso de consolidación fiscal, este se ha fijado en términos de caja en 182.439 millones de euros, lo que supone un incremento del 13,9%, en comparación con el límite aprobado para el año 2009. No obstante, el Gobierno considera implícitamente que en 2009 habrá una desviación al alza de los gastos presupuestarios<sup>7</sup>, de forma que el límite aprobado para 2010 supondría una reducción del 4,5% con respecto al presupuesto final estimado para 2009.

El cumplimiento de la senda de ajuste descrita resulta muy importante para preservar la confianza de los agentes en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio plazo. En este sentido, la magnitud de la corrección prevista en tan corto espacio de tiempo exige una ejecución presupuestaria muy estricta y la adopción de medidas ambiciosas. Asimismo, debe prestarse atención no solo a la magnitud del ajuste, sino también a su composición. La experiencia del pasado muestra que, para que los procesos de consolidación fiscal sean exitosos, deben incluir recortes del gasto público y, en particular, del gasto improductivo. Finalmente, es importante que todas las Administraciones Públicas, y, dada su participación en el gasto público, en particular las comunidades autónomas, contribuyan activamente a la recuperación de la senda de consolidación fiscal y de estabilidad presupuestaria.

2. Sobre la base de una recomendación previa de la CE. 3. Estas circunstancias son, por un lado, el considerable deterioro de la economía previsto para los años 2009 y 2010, que, según estimaciones de la Comisión, irá acompañado de una disminución del crecimiento potencial y una caída significativa de la brecha de producción, y, por otro lado, el tamaño del ajuste fiscal, superior al 3% del PIB, que requeriría reducir el déficit por debajo del valor de referencia en 2010. 4. Además, dado que en su valoración del Programa de Estabilidad había identificado riesgos de cumplimiento de los objetivos presupuestarios, en particular asociados a las hipótesis de crecimiento contenidas en el escenario macroeconómico de ese programa y a la ausencia de una descripción de las medidas de corrección del déficit concretas, el Consejo señaló que podrían ser necesarios esfuerzos fiscales adicionales a los descritos en el Programa de Estabilidad si se llegaran a materializar esos riesgos. 5. El esfuerzo fiscal se mide a partir de la variación del saldo público estructural.

6. La valoración de la eficacia de las medidas tendrá en cuenta los desarrollos económicos en comparación con los previstos por la Comisión en su ejercicio de previsión intermedio de enero de 2009. 7. La desviación al alza del gasto en 2009 en relación con la previsión inicial, de acuerdo con estas estimaciones, rondaría los 32.000 millones de euros (3% del PIB), y se explicaría por la aprobación de distintas medidas a lo largo del ejercicio 2009 para combatir la crisis económica.

Por el lado de la oferta, tras el sustancial empeoramiento observado en el primer trimestre, el valor añadido de la economía de mercado se contrajo en el período de abril-junio, pero, como en el caso del PIB, a un ritmo algo menos pronunciado. El retroceso de la actividad se extendió a todas las ramas productivas, excepto a las ramas agrícola y pesquera, que mostraron una recuperación. En el sector de la construcción, la ralentización en el ritmo de deterioro del valor añadido se debió a los efectos de la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local, que están impulsando el componente de la obra civil; no existe, por el contrario, evidencia de suavización de las tendencias contractivas en el sector residencial. Por su parte, la actividad industrial continuó cayendo, y las ramas de servicios, que por lo general registran descensos más contenidos, no dieron señales de estabilización, más allá de las que cabría relacionar con las actividades de naturaleza puramente estacional. En este contexto, entre abril y junio continuó el proceso de ajuste del empleo, si bien con una intensidad algo más atenuada que en los dos trimestres previos, en particular en el sector de la construcción, por las razones ya apuntadas. En conjunto, se estima que los incrementos en la productividad aparente del trabajo se habrían mantenido en niveles relativamente elevados (3,2%), similares a los de los primeros meses del ejercicio (3%), reflejando principalmente el descenso de la ocupación.

Los costes laborales mostraron una moderada reducción en su tasa de avance, aunque inferior a la que cabría esperar ante el severo debilitamiento del mercado laboral. Además, existen ciertos indicios de que la moderación salarial se podría estar frenando. Por una parte, las tarifas salariales resultantes de la negociación colectiva muestran incrementos prácticamente sin cambios desde principios de año (con tarifas del 2,7% hasta junio), como resultado de que los convenios de nueva firma que se han ido incorporando a la negociación registran incrementos superiores a los de los convenios revisados (del 2,9% y 2,7%, respectivamente). Por otra, no se puede descartar la existencia de una deriva salarial positiva este año, vinculada a los efectos inducidos por la destrucción de empleo en las actividades con salarios más bajos. Teniendo en cuenta todos estos factores, se estima un aumento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado del 3,3% en el segundo trimestre, que, si bien podría registrar una pequeña ralentización adicional en la segunda parte del ejercicio, supondrá un repunte significativo de los costes laborales en términos reales. Para el total de la economía, el incremento estimado es algo superior, debido al efecto alcista que ejercen los salarios públicos en la actual coyuntura.

La inflación, por su parte, intensificó el proceso de corrección que había iniciado en los meses finales de 2008, con registros crecientemente negativos en el período de enero-junio, hasta alcanzar este último mes una tasa de variación interanual del IPC del -1%. Como era previsible, una parte muy significativa de este ajuste se debió a la acusada caída de los precios de la energía con respecto a los niveles del año pasado, pero, más allá de este efecto base, el debilitamiento de las presiones inflacionistas se generalizó al resto de los componentes, incluidos los servicios, con lo que el IPSEBENE se desaceleró hasta el 1% en media del trimestre, 2 pp menos que en igual período del año anterior. Los ajustes de precios en España están siendo más intensos que en la zona del euro, lo que configura un panorama de ausencia de presiones inflacionistas y de diferenciales de precios negativos con la UEM que es necesario preservar para consolidar una cierta ventaja competitiva en la que se pueda asentar la recuperación.

## 2 Entorno exterior del área del euro

En el segundo trimestre del año, los mercados financieros internacionales continuaron la tendencia a la recuperación que se inició en marzo, alejándose de la situación extrema que les había caracterizado previamente. La mejora generalizada de la confianza se tradujo en un cierto incremento del apetito por el riesgo, unas condiciones financieras menos restrictivas y cierta reactivación de los flujos financieros internacionales, de lo que también se beneficiaron los países emergentes (especialmente los de mayor calificación crediticia). Los indicadores macroeconómicos moderaron la aguda caída de los dos trimestres anteriores, y tendieron a estabilizarse, aunque la mejoría fue más evidente en los indicadores de expectativas que en los que recogen las condiciones contemporáneas. Destacó, en cualquier caso, la rápida reactivación de la economía china (véase el recuadro 2). No obstante, en términos generales, se ha seguido produciendo una transferencia de riesgos de las entidades financieras al sector público y se ha profundizado el deterioro de la situación fiscal, como resultado de la implementación de los planes de estímulo y la caída de la actividad económica.

Los indicios de estabilización de la actividad fueron interpretados de forma positiva por los mercados financieros y se apreció una mejora en la situación de las entidades financieras estadounidenses. Respecto a este último punto, cabe destacar el efecto que tuvo la publicación de las conclusiones de las pruebas de resistencia realizadas por los supervisores a las principales instituciones a principios de mayo, y los buenos resultados obtenidos por algunas de las principales entidades bancarias. De hecho, varias entidades bancarias de ese país lograron obtener recursos propios del sector privado e, incluso, pudieron devolver parte de las ayudas recibidas del sector público. En este contexto, la Reserva Federal inició un incipiente repliegue de algunos de los instrumentos de provisión de liquidez y financiación —aunque estos podrían reactivarse de manera inmediata—. También cabe destacar el anuncio de importantes reformas regulatorias en Estados Unidos y en el Reino Unido.

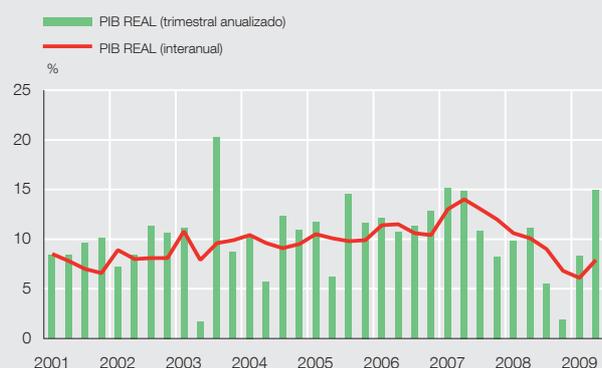
A lo largo del segundo trimestre, los diferenciales en los mercados interbancarios y de crédito experimentaron importantes recortes, al tiempo que se incrementaron las emisiones de deuda por parte del sector privado. Los mercados bursátiles registraron un comportamiento menos volátil y un incremento generalizado de las cotizaciones, que se frenó a lo largo del mes de junio, al moderarse, en parte, el optimismo sobre el inicio y el vigor de la recuperación económica. Los títulos de deuda pública registraron en general aumentos de sus rentabilidades a largo plazo, en el contexto de cierta recuperación de la demanda de activos con mayor nivel de riesgo, la preocupación por la estabilidad de las finanzas públicas y, en menor medida, un cierto repunte de las expectativas de inflación a largo plazo. En los mercados cambiarios se produjo una depreciación del dólar frente a las principales monedas, tanto desarrolladas como emergentes. La evolución de los mercados emergentes a lo largo del trimestre fue incluso más positiva que la de los desarrollados en algunos segmentos, como ilustran las importantes ganancias bursátiles y el recorte de los diferenciales soberanos. En los mercados de materias primas, el petróleo, que cotizaba en marzo alrededor de 50 dólares por barril de tipo Brent, llegó a superar en junio los 70 dólares, aunque posteriormente ha retornado a niveles en torno a los 60 dólares. Esta evolución ha sido compartida por los precios de los principales metales industriales, en el contexto de mejora de las expectativas sobre la recuperación económica. Los precios de los alimentos se mantuvieron en niveles semejantes a los de finales del trimestre anterior.

La economía china se ha configurado como la más resistente ante el adverso entorno económico y financiero internacional, y también ha sido una de las primeras que ha mostrado signos de recuperación generalizados. Este comportamiento relativamente favorable —a pesar de su estrecha vinculación comercial a la economía global— se explicaría, en un primer momento, por el reducido grado de desarrollo financiero y su relativo aislamiento del sistema financiero internacional, y, tras la intensificación de la crisis internacional, por la rapidez y contundencia de la respuesta de las autoridades, favorecida por la buena situación cíclica de sus finanzas públicas — pese a sus pasivos contingentes— y el margen de maniobra de su política monetaria. Aun así, el crecimiento del PIB real se moderó hasta el 9% en 2008, frente al 13% en 2007. La actividad se desaceleró súbitamente, en términos interanuales, en el cuarto trimestre de 2008, y con más intensidad en el primero de 2009 — hasta el 6,1%, lo que supuso el crecimiento interanual más débil en una década—. No obstante, se recuperó marcadamente en el segundo trimestre (véase panel superior izquierdo del gráfico adjunto y texto principal), hasta alcanzar el

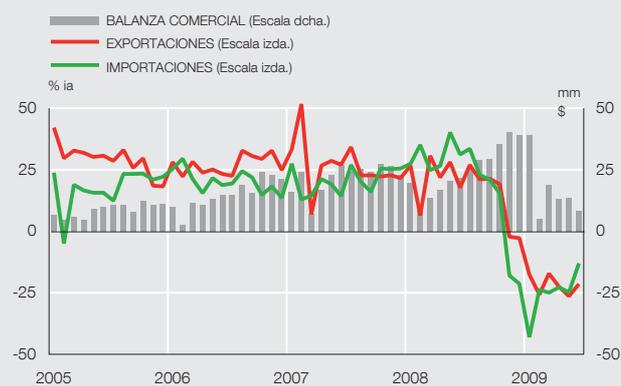
7,9% interanual, sobre todo por el efecto inducido de las políticas económicas aplicadas.

La desaceleración de la actividad no solo fue el reflejo del colapso del comercio internacional, sino también del notable ajuste del sector inmobiliario doméstico —que representa en torno al 10% del PIB y que había experimentado una acusada expansión hasta el inicio de 2008— y de los efectos inducidos sobre la confianza de los agentes. De hecho, la incidencia del canal comercial sobre el crecimiento de China es menor de lo que habitualmente se considera: pese a que las exportaciones representan alrededor de un tercio del PIB, casi la mitad se producen con bienes importados. En consecuencia, la contribución de la demanda externa neta se situó, en promedio anual, en 1,4 pp entre 2002 y 2008, es decir, solo un 12% del crecimiento del PIB en ese período, que fue del 10,5% anual. No obstante, las cifras de la Contabilidad Nacional infraestiman la importancia efectiva del comercio exterior en la economía, al no considerar su efecto indirecto sobre la inversión, el empleo y el gasto de los consumidores, ni tampoco su papel en la transformación productiva de la economía china.

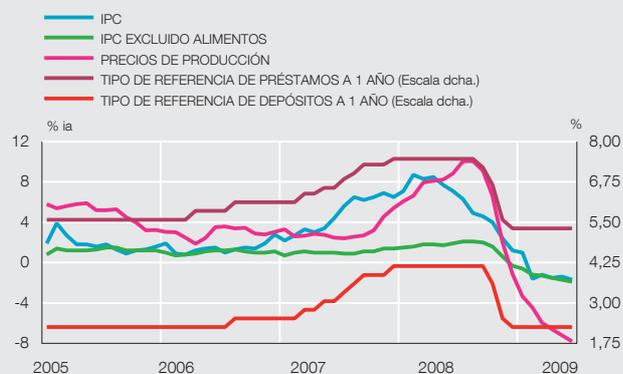
### 1 CRECIMIENTO DEL PIB REAL



### 2 COMERCIO INTERNACIONAL



### 3 INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS



### 4 INDICADORES DE ACTIVIDAD Y CONFIANZA EMPRESARIAL



FUENTES: CEIC, JP Morgan y Datastream.

a. En términos reales.

En cualquier caso, el superávit comercial se ha ido reduciendo considerablemente por la fuerte contracción de las exportaciones, pese a la caída muy significativa de los precios y volúmenes de las importaciones (véase panel superior derecho del gráfico adjunto). Por otra parte, el canal de transmisión financiero de la crisis ha sido, por el momento, el menos relevante; no obstante, China no ha sido ajena a la turbulencia externa, que se ha traducido en una elevada volatilidad de los flujos de capital de corto plazo y en una reducción de las entradas de inversión directa, lo que supuso una ralentización transitoria en la acumulación de reservas internacionales.

El tono de las políticas económicas se tornó expansivo ya desde el verano de 2008. El primer conjunto de medidas aplicadas se orientó al sector exportador para mitigar el efecto de la recesión que ya afectaba a muchas economías desarrolladas. Así, desde julio de 2008, se detuvo la apreciación del renminbi respecto al dólar, coincidiendo con la apreciación de esta última divisa. También aumentaron las deducciones del IVA de las exportaciones en productos de bajo valor añadido e intensivos en mano de obra (lo que supone una mejora implícita de su competitividad). Estas deducciones se ampliaron después de septiembre, cuando la contracción del comercio se extendió de modo agudo a los bienes de consumo duradero. El segundo pilar fue el impulso monetario, que se activó el mismo día de la quiebra de Lehman Brothers a mitad de septiembre, adoptando un tono moderadamente laxo para promover el crecimiento económico en un entorno de reducción paulatina de la inflación (véase panel inferior izquierdo del gráfico adjunto) —que se ha situado en un terreno claramente negativo desde principios de 2009—. Esta política fue instrumentada a través de un acelerado ciclo de recortes de los tipos de referencia de préstamos y depósitos y de la reducción del coeficiente de reservas bancarias. Aunque los tipos reales no han disminuido —debido a la rápida corrección de la inflación—, la eliminación de los controles crediticios para facilitar el acceso a la financiación —especialmente de hogares, sector rural y PYME— se ha traducido en un crecimiento del préstamo muy acusado. Este repunte preocupa a las autoridades por su excesiva concentración en los proyectos públicos y por el previsible aumento de la morosidad. El tercer pilar lo constituye la política fiscal, la última en aplicarse pero la más ambiciosa. En noviembre se anunció un plan de estímulo fiscal —cuyo impulso se estima que alcanzará el 3,1% del PIB en 2009 y el 2,7% en 2010— con el objetivo de dinamizar la demanda interna y restaurar la confianza. El abanico de medidas anunciadas es amplio, aunque fundamentalmente se orientan al desarrollo de infraestructuras, al apoyo al sector inmobiliario y a la subvención de bienes de consumo duradero, si bien en marzo se reorientaron hacia el gasto social. En cuanto a su financiación, alrededor de un tercio se sufragará a través del presupuesto del Gobierno central, y el resto, a través de emisiones de bonos de las administraciones locales y del crédito bancario.

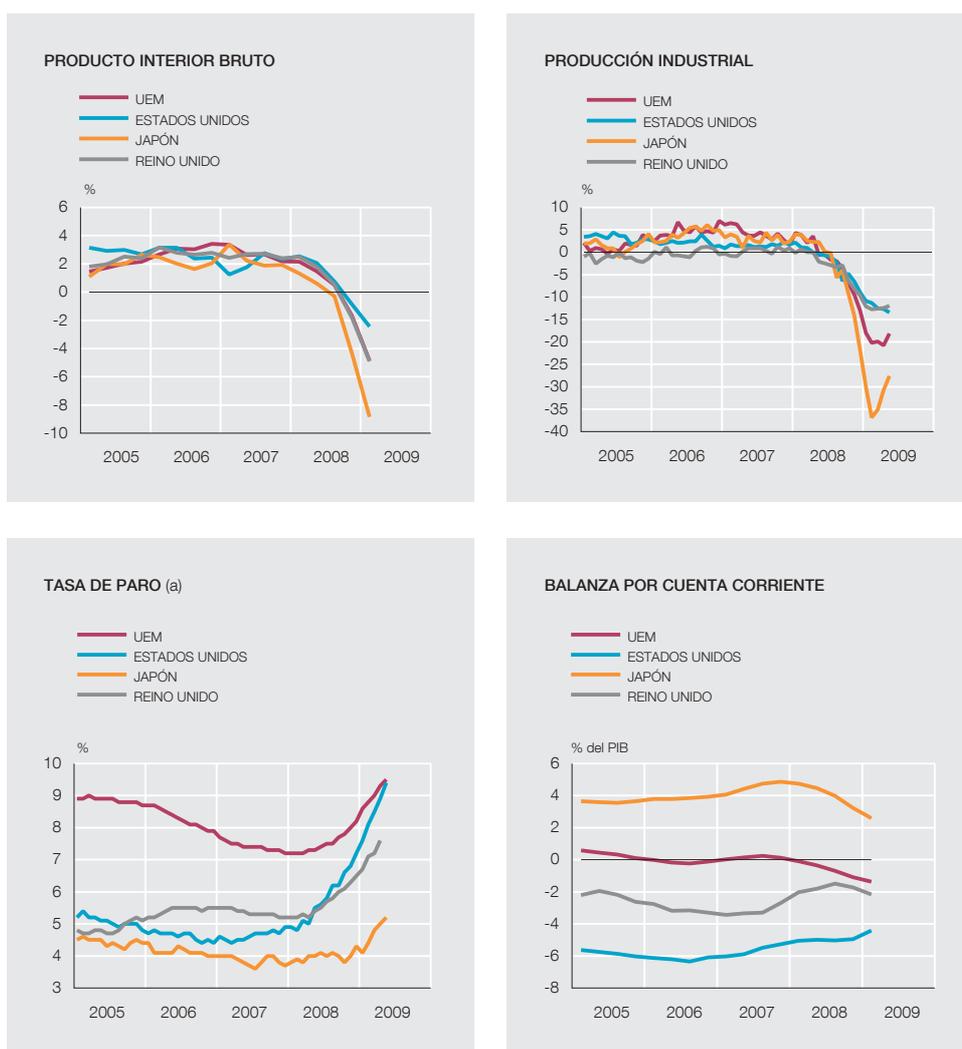
La recuperación observada en los últimos meses se basaría casi exclusivamente en el efecto inducido de las políticas públicas, ya que la demanda genuinamente privada ha mantenido un limitado dinamismo y la demanda externa ha languidecido (véase panel inferior derecho del gráfico adjunto y texto principal). En cualquier caso, las perspectivas de las principales instituciones económicas prevén un aterrizaje relativamente más suave de lo esperado inicialmente y han revisado al alza sus previsiones de crecimiento en 2009 y 2010, hasta el 7,5% y 8,4%, respectivamente, en promedio. De mantenerse la efectividad de las políticas, la demanda interna podría crecer con vigor en la segunda mitad de este año, en un entorno de debilidad en el sector exterior. No obstante, la variable clave para que la recuperación sea sostenida será la evolución en el medio plazo de la demanda interna privada. En cuanto a la demanda externa, es extremadamente incierto cuál será su contribución al crecimiento, dada la caída paralela de exportaciones e importaciones, aunque no parece probable que se produzca una reducción abrupta del superávit comercial. En relación con las exportaciones, es previsible que se retraigan menos que el comercio internacional (que los organismos internacionales prevén superior al 10%), ya que los productos chinos tienen margen para seguir ganando cuota en los mercados de exportación, aunque a un ritmo decreciente. Por lo que respecta a las importaciones, hay al menos dos efectos contrapuestos: la sustitución de importaciones por producción nacional y la mayor demanda externa de materias primas y bienes de capital tras las medidas de impulso de las infraestructuras. En el ámbito financiero, pese a su inherente debilidad, el impacto será limitado debido a la baja exposición exterior de la banca, la reducida dependencia de hogares y empresas de la financiación externa a corto y largo plazo y el infradesarrollo financiero (una parte muy relevante de la inversión se financia a través de los recursos propios de empresas y los efectos riqueza se estiman menores que en otras economías emergentes). Es posible, en todo caso, que la estabilidad financiera se resintiera —vía incremento de la morosidad— en un entorno de crecimiento económico débil, fenómeno exacerbado por la alta dependencia del crédito para la financiación del plan de estímulo.

En definitiva, la crisis global ha confirmado la dependencia de China de la demanda de las economías desarrolladas, que trasciende de la contribución del sector exterior al crecimiento. En este contexto, resulta incierto que la demanda privada pueda tomar el relevo una vez que el impulso público se agote. Por tanto, a medio plazo, la economía china requerirá una reorientación del modelo de crecimiento hacia la demanda interna, específicamente hacia el consumo privado dado el elevado peso de la inversión (45% del PIB). En este proceso, las políticas estructurales en el ámbito agrario, social y financiero constituyen elementos centrales, pero también lo es la política de tipo de cambio, que ha sido un pilar fundamental de la estrategia de desarrollo en la última década.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una caída del 5,5% en tasa trimestral anualizada, fundamentalmente por la fuerte contracción de la inversión de capital fijo y la rápida reducción de las existencias, que quedó parcialmente compensada por las contribuciones positivas del consumo privado y del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales de estabilización en los últimos meses, si bien el mercado laboral sigue inmerso en una profunda contracción. Por el lado de la demanda, los índices de confianza del consumidor repuntaron con fuerza en el segundo trimestre, aunque moderaron su avance en julio, mientras que los indicadores de gasto en consumo y las ventas al por menor continúan apuntando a cierta estabilización. En el mercado inmobiliario, los indicadores de ventas e iniciaciones de viviendas parecen confirmar el freno de la caída ocurrida en el primer trimestre, al tiempo que los precios han moderado el ritmo de caída, si bien las ratios de viviendas sobre ventas sugieren que aún queda pendiente parte del ajuste en este mercado. En cuanto a la actividad, los índices ISM de gestores de compras muestran menores ritmos de contracción e incluso alguno de sus componentes ha superado el umbral de expansión de la actividad. La producción industrial continuó cayendo durante el segundo trimestre, si bien los pedidos de bienes duraderos aumentaron en abril y mayo. Por su parte, en el mercado laboral, la destrucción neta de empleo se redujo en el segundo trimestre, aunque mantiene un ritmo muy elevado, pues se perdieron 1,3 millones de empleos en el trimestre y la tasa de paro aumentó hasta el 9,5% (7,2% a fin de 2008). En cuanto a los precios, continuaron registrándose tasas interanuales negativas (-1,4% en junio), si bien la inflación subyacente se mantuvo en territorio positivo (1,7% en junio). Respecto al sector exterior, continuó la corrección del déficit comercial, que en mayo alcanzó los 26 mm de dólares. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango de 0% a 0,25%, así como los objetivos de compras de activos.

En Japón, después de un desplome particularmente acusado de la actividad económica en el primer trimestre —el PIB se contrajo un 14,2% trimestral anualizado—, los indicadores de mayor frecuencia registraron mejoras en los meses siguientes. Con todo, siguen siendo las exportaciones y, derivada de ellas, la producción industrial las que registran las mayores recuperaciones, esta última con tres meses consecutivos de mejora. Los indicadores de consumo mostraron cierta debilidad al comienzo del segundo trimestre, pero existen indicios de que el programa de estímulo fiscal ha conseguido impulsar el gasto de las familias. Los precios siguieron mostrando una tendencia descendente: la inflación interanual en mayo fue del -1,1%, y, descontando el aporte de alimentos y energía, fue del -0,5%. El superávit de la balanza exterior siguió aumentando, dado el dinamismo de las exportaciones, especialmente a China. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% en su reunión del 16 de junio, y extendió el período en el que mantendrá una serie de medidas extraordinarias como la compra de papel comercial y bonos corporativos y las operaciones para facilitar la financiación de las empresas.

En el Reino Unido, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una fuerte contracción de la actividad (9,3% en tasa trimestral anualizada), fundamentalmente por la caída de la demanda interna. En el segundo trimestre, tal y como habían apuntado los indicadores de mayor frecuencia, la caída de la actividad fue menor que en el trimestre anterior (3,1% en tasa trimestral anualizada según la estimación preliminar), aunque la tasa interanual se situó en el -5,6%. Los índices PMI de junio apuntaron ya una leve recuperación de la actividad económica, mensaje que se confirmó con otras encuestas de actividad en julio. Sin embargo, las condiciones del mercado laboral siguieron deteriorándose en el segundo trimestre y, aunque las ventas y la confianza del consumidor han detenido su caída, no apuntan todavía una rápida recuperación. En el mercado inmobiliario se observaron signos de cierta

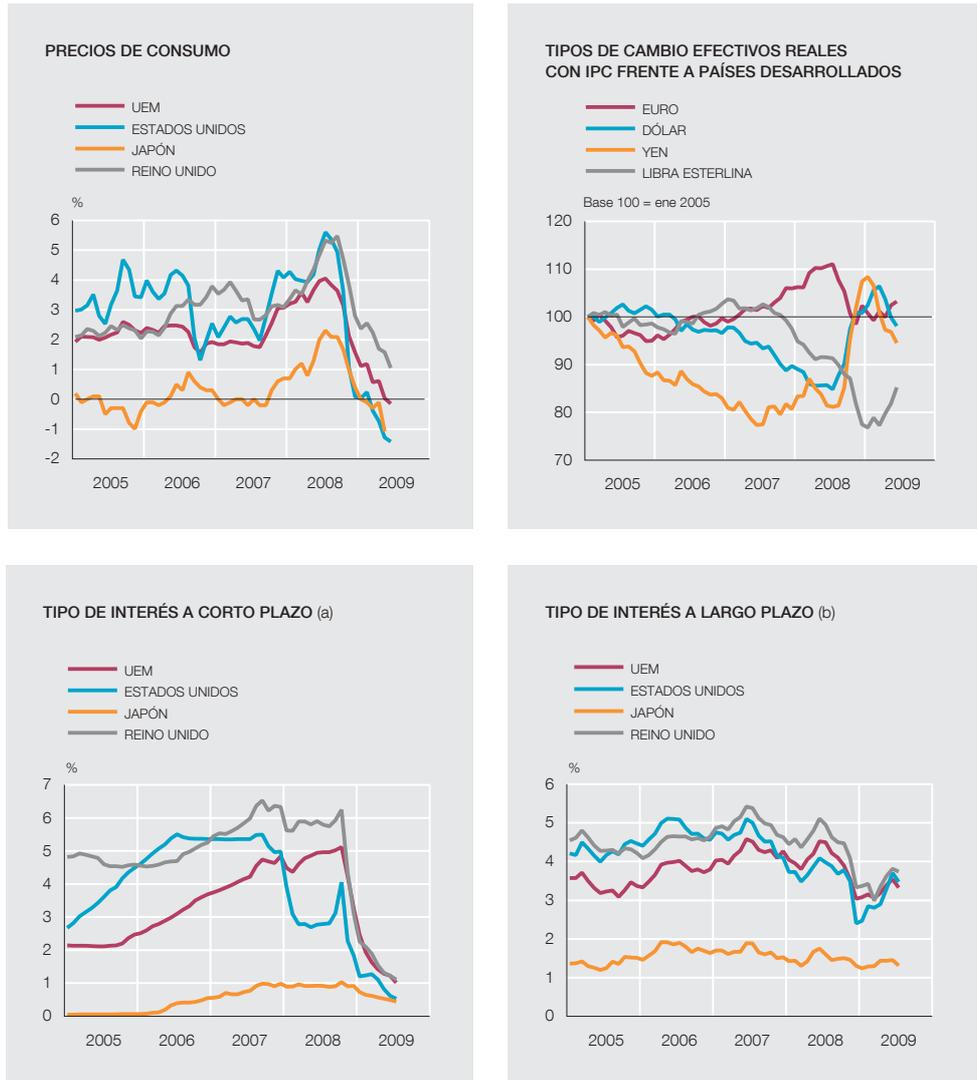


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

estabilización, con menores caídas interanuales del precio de las viviendas y cierta reactivación de la demanda, si bien no ha habido una mejora del crédito hipotecario. En general, la actividad crediticia continuó siendo débil, a pesar de cierta mejora en la disponibilidad de crédito, compensada por unas condiciones de acceso todavía restrictivas. En este entorno, la inflación se situó en el 1,8% interanual en junio, por debajo del objetivo del Banco de Inglaterra. El banco central mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% y tampoco modificó su programa de compra de activos.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del primer trimestre de 2009 confirmó una intensa y abrupta desaceleración generalizada de la actividad, que, en promedio, cayó un 3,6% interanual —frente a un crecimiento del 0,9% en el cuarto trimestre—, aunque con marcadas diferencias entre la contracción del 13% interanual en los países bálticos y el crecimiento del 0,8% en Polonia. Esta evolución negativa fue consecuencia del profundo ajuste de la demanda interna —en especial, en los países bálticos—, al que se ha sumado el deterioro de la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo tri-

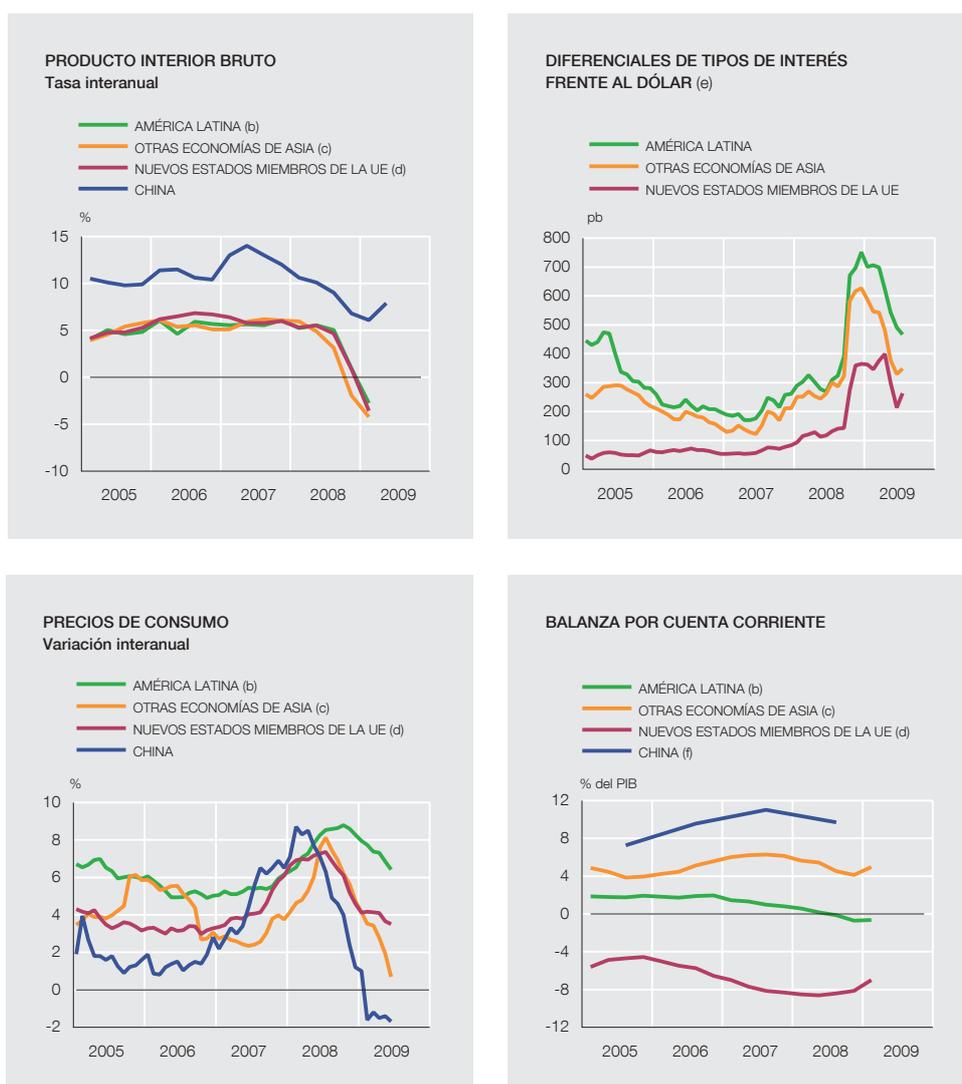


FUENTE: Banco de España.

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

mestre han seguido mostrando una caída pronunciada de la actividad, mientras que los saldos por cuenta corriente del primer trimestre mejoraron notablemente, debido sobre todo al desplome de las importaciones. A lo largo del trimestre, la tasa de inflación agregada siguió una senda descendente, y en junio se situó en el 3,6% interanual, lo que propició nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en todos los países. En el ámbito financiero, las presiones de depreciación sobre el lats letón se han moderado, tras la aprobación de nuevas medidas de contención fiscal por el Parlamento. Por otra parte, el FMI aprobó la nueva facilidad preventiva *Flexible Credit Line* (FCL), para Polonia, por 20 mm de dólares.

En China, el PIB del segundo trimestre se aceleró con mucha intensidad, hasta crecer un 7,9% interanual, 1,8 pp más que en el trimestre anterior, debido fundamentalmente al impulso de las políticas macroeconómicas sobre la demanda interna, como se detalla en el recuadro 2. En cuanto a los indicadores de oferta, la producción industrial se aceleró progresivamente en el trimestre y la confianza empresarial se situó en un terreno claramente expansivo. Los indicadores de demanda interna han evolucionado positivamente en el trimestre: la inversión en



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.
- f. Datos anuales.

activos fijos repuntó con mucha intensidad a la luz del plan de estímulo fiscal e incluso se han observado algunos signos de recuperación de la inversión inmobiliaria; y las ventas al por menor se mantuvieron relativamente firmes. En cuanto a la demanda exterior, el superávit comercial se redujo sensiblemente, aunque se observan algunos indicios de que la caída de las exportaciones e importaciones podría haber tocado fondo. A pesar de esta reducción del superávit comercial y de la inversión directa recibida, la acumulación de reservas internacionales —que ya superan los 2 billones de dólares— fue muy intensa, lo que podría apuntar a una intensificación de las entradas de capital de corto plazo. La inflación interanual se situó en un terreno aún más negativo en el segundo trimestre (-1,7% en junio), debido fundamentalmente al efecto base y pese al continuado y acusado repunte del crédito y de la oferta mone-

taria. En el ámbito de las políticas, destacó el sesgo del plan de estímulo fiscal hacia productos y servicios domésticos y las nuevas medidas para reducir la dependencia del dólar en sus transacciones comerciales.

En el primer trimestre de 2009, el PIB del resto de Asia creció un 0,8% interanual, notablemente por debajo del 2,2% alcanzado en el trimestre precedente, destacando el crecimiento en las economías menos abiertas —India e Indonesia crecieron el 5,8% y el 4,4%, respectivamente—, mientras que el resto de países experimentaron una contracción de su PIB respecto a un año antes. En el segundo trimestre, la producción industrial y las exportaciones continuaron mostrando caídas interanuales, si bien en términos mensuales se empezó a apreciar un mayor dinamismo de ambas. Por su parte, la inflación continuó disminuyendo sensiblemente en el segundo trimestre del año, contexto en el cual la mayor parte de los bancos centrales redujeron sus tipos de interés oficiales, aunque en menor cuantía que en trimestres anteriores.

Frente al crecimiento del 0,9% del último trimestre de 2008, el PIB de América Latina registró una contracción del 2,8% interanual en el primer trimestre de 2009, la peor caída desde que se recogen estadísticas trimestrales. La contracción registrada en el trimestre obedeció a la desaceleración de la demanda interna —restó 3,5 puntos porcentuales al crecimiento—, mientras que la contribución de la demanda exterior pasó a ser positiva, por 0,7 puntos porcentuales, consecuencia de que la contracción de las importaciones superó a la de las exportaciones. Los indicadores de actividad del segundo trimestre de 2009 apuntan a un crecimiento débil en la mayoría de países del área, si bien esta en Brasil estaría recobrando cierto dinamismo. La inflación continuó moderándose, hasta situarse en el 6,5% en junio, 0,9 pp por debajo de marzo, lo que, unido a las amplias brechas de capacidad, llevó a que los bancos centrales con objetivo de inflación siguieran realizando bajadas de tipos de interés en todas las reuniones celebradas durante el segundo trimestre. También Argentina y Venezuela relajaron sus condiciones monetarias. En el contexto de menores importaciones por el desplome de la demanda interna y aumento del precio de algunas materias primas, se produjo una mejora de los saldos de las balanzas comerciales. La mejora del saldo comercial, junto con cierta recuperación de los flujos financieros de entrada, dio lugar a apreciaciones de las monedas —limitadas en algunos casos por las intervenciones de los bancos centrales—, excepto en los casos de Argentina y Venezuela. El FMI aprobó la concesión a Colombia (tras haberlo hecho anteriormente con México) de la nueva facilidad FCL, por una cuantía de 10,5 mm de dólares. Por último, destaca el cambio, en sentido opuesto, en las perspectivas de las agencias calificadoras para Brasil, al alza, y México, a la baja.

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

En el segundo trimestre de 2009, la actividad económica en el área del euro continuó deteriorándose, aunque a un ritmo significativamente más contenido que el registrado en los dos trimestres anteriores. Esta moderación en el ritmo de contracción de la actividad, junto con las señales de estabilización de los mercados financieros (véase recuadro 3) y la relativa recuperación —basada sobre todo en su componente de expectativas— que han experimentado los indicadores de confianza de los agentes (véase recuadro 4), podría indicar que se habría alcanzado un punto de inflexión en la intensa recesión económica que comenzó en el segundo trimestre de 2008. Con todo, la mayoría de las predicciones disponibles coinciden en señalar un escenario central en el que, ayudado por un entorno internacional menos desfavorable y la acción continuada de las políticas económicas de apoyo a la demanda agregada, se retomarían tasas de crecimiento intertrimestrales positivas solo a lo largo de 2010.

Este escenario de recuperación lenta sigue sometido a incertidumbres y contiene importantes elementos de fragilidad. En primer lugar, la intensidad y duración de la recesión pondrá a prueba en los próximos trimestres el funcionamiento de los mercados de trabajo y la evolución del empleo, que, hasta la fecha —apoyado en medidas de carácter temporal—, se ha mostrado relativamente resistente en el conjunto del área. En segundo lugar, las finanzas públicas se han deteriorado considerablemente como resultado de la acción de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales de estímulo de la demanda agregada y las actuaciones de apoyo al sistema financiero. Para apuntalar la efectividad de este extraordinario impulso fiscal resulta esencial que los gobiernos garanticen su compatibilidad con una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas. Y, en tercer lugar, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado severamente al sistema bancario, que depende en parte del apoyo del sector público y en el que persisten las tendencias al desapalancamiento. Garantizar que esta situación desfavorable no se traduzca en un episodio de contracción de la oferta de crédito más allá de lo que las circunstancias cíclicas determinarían constituye uno de los principales retos a los que se enfrentan las políticas económicas.

La tasa de inflación continuó disminuyendo a lo largo de todo el trimestre, alcanzando un registro negativo en el mes de junio (-0,1%) por primera vez en la historia de la UEM. Esta evolución respondió fundamentalmente a los efectos base en los precios de la energía y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, derivada, en parte, de la atonía de la demanda. Es previsible, de acuerdo con la mayoría de expertos y analistas, que la inflación retome hacia finales de año niveles positivos, aunque muy moderados, que se extenderían por un período prolongado de tiempo en un contexto en el que el elevado grado de holgura que alcanzará la capacidad productiva tenderá a limitar posibles presiones inflacionistas. En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE relajó de nuevo el tono de su política monetaria con una bajada adicional de los tipos de interés oficiales en mayo, hasta el 1%, situándolos 325 pb por debajo del nivel de octubre de 2008. Además, el BCE reforzó su política de provisión de liquidez generosa al sistema bancario con el establecimiento de una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año, lo que supone duplicar el plazo máximo de seis meses vigente hasta entonces, y ha iniciado recientemente un programa de adquisición de cédulas y otros bonos garantizados (*covered bonds*) emitidos en la zona del euro.

La estabilización de los mercados financieros es un requisito fundamental para que la asignación de recursos en la economía se haga de manera eficiente y, en la coyuntura actual, para la recuperación de la actividad económica. Además, el buen funcionamiento de los mercados es necesario también para una transmisión efectiva de los impulsos de la política monetaria. Para valorar el grado de relajación de la tensión en los mercados desde el episodio que se vivió en septiembre de 2008 e identificar los riesgos de naturaleza financiera que rodean el escenario macroeconómico, resulta útil la construcción de un indicador sintético que resuma la evolución, no siempre coincidente, de un conjunto de variables financieras relevantes.

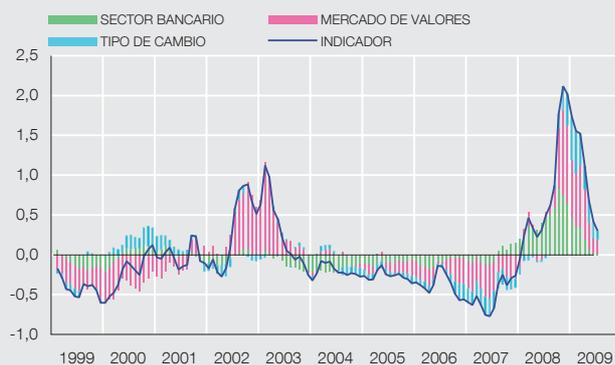
Para ello, en este recuadro se presenta un indicador sintético de tensión financiera en el área del euro siguiendo una aproximación similar a la propuesta por el FMI<sup>1</sup> (véase gráfico 1). Este indicador se compone de tres subíndices, que se refieren, respectivamente, a los

mercados de valores, al sector bancario y al mercado cambiario (gráficos 2 a 4), cada uno calculado como un promedio de un conjunto de variables relevantes, previamente normalizadas, y disponibles para un período suficientemente largo. En el primer caso se incluye el nivel (cambiado de signo) y la volatilidad implícita de un índice bursátil y, como medida de valoración del riesgo, el diferencial de rentabilidad de los bonos privados con calificación crediticia BBB con respecto a los de calidad máxima AAA. El indicador bancario, que se presenta en el gráfico 2, está compuesto por la cotización (invertida) de un índice bursátil sectorial, la pendiente de la curva de rendimientos (cambiada de signo) y una medida del riesgo de contrapartida del sector que se aproxima como el coste adicional de la financiación interbancaria sin colateral (EURIBOR) con respecto a la deuda pública. Finalmente, el tercer subíndice referido al mercado cambiario recoge la volatilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar.

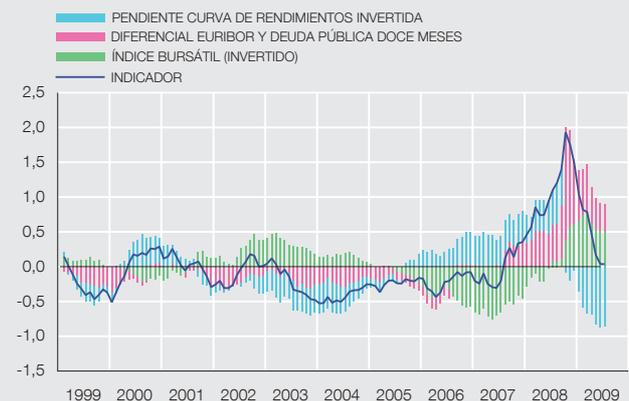
La evolución de este indicador sintético confirma una notable relajación de las tensiones con respecto al momento más crítico de la

1. R. Cardarelli, S. Elekdag y S. Lall (2009), *Financial stress, downturns and recoveries*, WP/09/100, FMI.

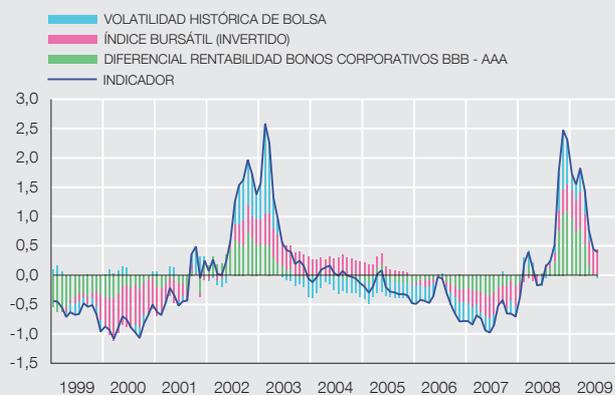
1 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA EN LA UEM Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES (a)



2 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA DEL SECTOR BANCARIO Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



3 INDICADOR DE TENSIÓN FINANCIERA DEL MERCADO DE VALORES Y CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES



4 VOLATILIDAD HISTÓRICA TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. La composición del indicador sigue la del FMI (véase nota 1) y se construye como un promedio de variables financieras previamente normalizadas.

crisis en septiembre de 2008, y ha venido respaldada por el amplio despliegue de medidas, algunas sin precedentes por su naturaleza y cuantía, por parte de los gobiernos y de las autoridades monetarias de todo el mundo y también por los atisbos de que la contracción económica empezaba a perder intensidad. Por componentes, las señales de estabilización financiera a partir de marzo se han reflejado, sobre todo, en una caída generalizada de la volatilidad, que había alcanzado unos niveles muy altos, y en una reducción de las primas de riesgo tanto en el sector no financiero como, sobre todo, en el financiero. Además, la disminución del indicador de estrés bancario refleja en gran medida el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, que tiende a incrementar el margen de intermediación de las entidades de crédito<sup>2</sup> —que tradicionalmente toman pasivos a corto (e. g. depósitos), que transforman en inversiones a largo (préstamos)—. Finalmente, la mejora también estuvo apoyada en la revalorización de los índices bursátiles, si bien, tras los mínimos de una década alcanzados en marzo, todavía se sitúan en niveles alejados de los vigentes antes de la crisis.

A pesar de la notable reducción, el indicador de tensión financiera todavía se mantiene en niveles históricamente elevados, que aún

2. No obstante, este efecto dependerá notablemente de la estructura de tipos del balance de las entidades y, por ejemplo, tendrá una menor importancia cuanto mayor sea el peso de los préstamos a tipo variable en el activo.

apuntan a una situación de relativa fragilidad financiera con un elevado nivel de incertidumbre. Cabe recordar, en este sentido, que los resultados empresariales se deterioraron en el primer trimestre y que las expectativas de beneficios a un año siguen apuntando caídas, aunque se han recuperado para horizontes más largos. Por lo que se refiere a los bancos, estos ya han asumido pérdidas sustanciales, procedentes en gran medida de los activos estructurados; y los problemas de liquidez, de escasez de capital y de financiación a medio plazo se han aliviado con las actuaciones de las autoridades monetarias y de los gobiernos. A pesar de ello, la actividad de los mercados de financiación mayorista todavía no está restablecida y la notable debilidad macroeconómica introduce riesgos adicionales sobre las carteras de préstamos de los bancos.

En conclusión, desde principio de año y, especialmente, a partir de marzo, se observa una reducción de las tensiones financieras, que, seguramente, está vinculada con las medidas gubernamentales y de los bancos centrales sin precedentes y con la constatación de que la contracción económica parece perder intensidad. No obstante, el nivel de tensión se mantiene en cotas elevadas y alejado de los niveles previos al inicio de la crisis a mediados de 2007. La confirmación en próximos meses de las expectativas de recuperación económica hoy existentes constituirá un elemento crucial para el reestablecimiento del normal funcionamiento del sistema financiero.

### 3.1 Evolución económica

La segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó el fuerte retroceso de la actividad en la zona del euro en el primer trimestre de 2009. Así, tras el descenso del 1,8%, en términos intertrimestrales, registrado en el último período de 2008, el año actual comenzó con una contracción más intensa de la prevista, cifrada en -2,5% (véase cuadro 1). Esta nueva caída de la actividad obedeció en su mayor parte al descenso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, tal y como sucediese en el trimestre anterior, así como a la desacumulación de existencias (véase gráfico 8). El consumo privado retrocedió en menor medida, a pesar de la continuada destrucción de empleo, mientras que el consumo público fue el único agregado que experimentó un avance positivo. Con todo, la demanda interna, excluidas las existencias, drenó un 1,1% al crecimiento del PIB. El sector exterior siguió contribuyendo negativamente a la evolución de la actividad, ya que las exportaciones se contrajeron a un ritmo mayor que las importaciones. Finalmente, atendiendo al desglose por ramas de actividad, el ajuste se centró predominantemente en la industria y los servicios, mientras que la construcción mostró un retroceso inferior al del trimestre previo.

La pauta de contracción de la actividad fue común en las principales economías del área del euro. Sin embargo, la intensidad de la desaceleración fue muy distinta. Así, la actividad se redujo en Alemania en el primer trimestre de 2009 en un 3,8%, mientras que el PIB en Francia registró una caída del 1,2%, dos décimas menos que en el último trimestre de 2008. Italia, por su parte, mostró un crecimiento negativo del 2,6%, en línea con el promedio del conjunto de la zona del euro. A pesar de estas diferencias en la magnitud de la desaceleración, las partidas que más drenaron la actividad en los tres países coinciden, y fueron la formación bruta de capital fijo, en concreto los bienes de equipo, y las exportaciones. El consumo público y el

Los indicadores de confianza recogen los resultados de encuestas realizadas a los agentes privados sobre su percepción de la situación económica. Su pronta disponibilidad y su capacidad para anticipar los puntos de inflexión de la evolución cíclica de la actividad les dotan de gran relevancia en el seguimiento de la coyuntura<sup>1</sup>. En el período más reciente, la mayor parte de los indicadores elaborados para el área del euro han registrado mejoras apreciables, que sugieren que en los últimos meses se ha podido producir una notable ralentización del ritmo de deterioro de la actividad económica.

Las encuestas contienen preguntas sobre la situación económica o la evolución de la producción o de la demanda en el momento en que se realizan, y otras que se refieren a las expectativas del encuestado acerca de la evolución futura de esas variables. Los componentes ligados a la situación actual o reciente suelen mostrar una correlación contemporánea o incluso retardada con respecto a la actividad, mientras que los indicadores de expectativas muestran habitualmen-

te una relación más débil con las variables reales pero de carácter adelantado. Por otro lado, los indicadores de la situación esperada cambian de tendencia con mayor frecuencia, con lo que sus movimientos a corto plazo deben valorarse con cautela, pues pueden revertir con más facilidad.

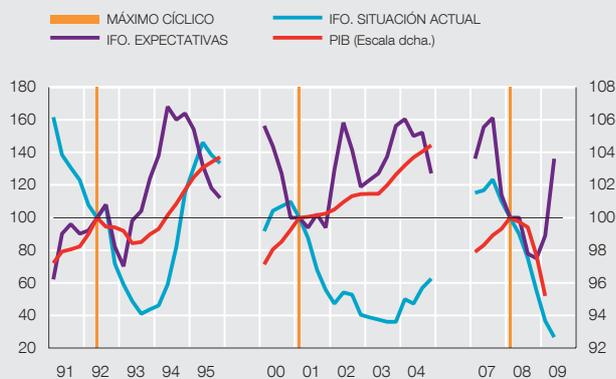
En los gráficos adjuntos se representa la evolución mostrada a lo largo del presente período recesivo por los componentes de situación observada y de expectativas de algunos de los principales indicadores de confianza de la UEM, junto con la variable económica con la que cabe esperar una mayor relación en cada caso. Además, a efectos comparativos, se incluye la evolución de las mismas variables en la recesión de comienzos de los noventa<sup>2</sup>, que se extendió de modo generalizado a los países de la UEM, si bien con una virulencia menor que la actual, así como en el período de bajo crecimiento económico registrado en el área del euro entre 2001 y 2003.

Como se observa en los gráficos, los indicadores de expectativas han registrado en el período más reciente incrementos generaliza-

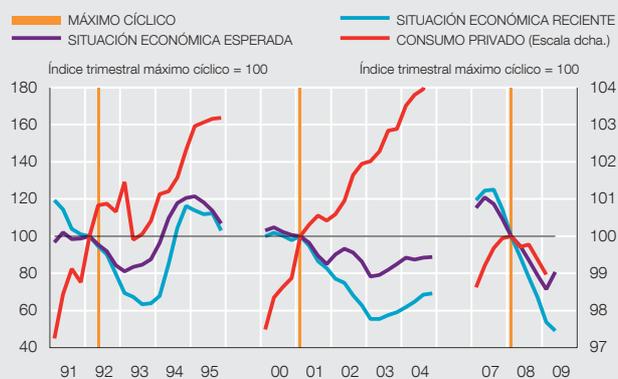
1. Véase BCE (2004), «Características y utilización de las encuestas de opinión sobre la evolución de la actividad económica, de los precios y del mercado de trabajo de la zona del euro», *Boletín Mensual*, enero, y Cuenca y Millaruelo (2006), «Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real de la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.

2. Con la excepción de los indicadores de confianza del sector servicios, para los que no se dispone de información relativa a esas fechas.

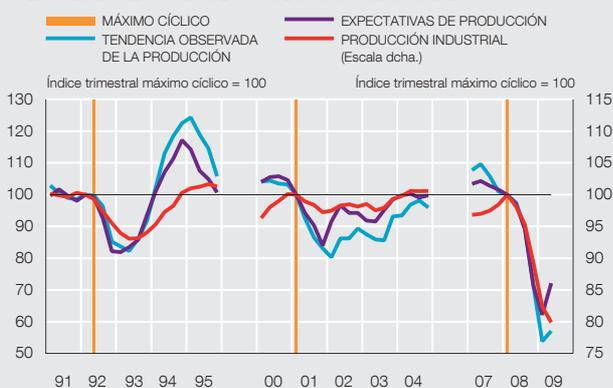
1 ENCUESTA IFO PARA LA UEM Y PIB



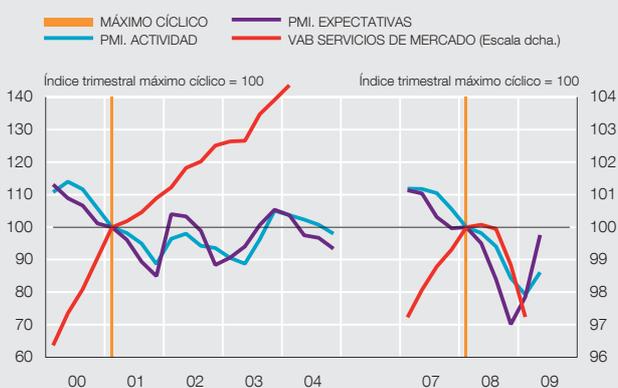
2 ENCUESTA CONSUMIDOR CE Y CONSUMO PRIVADO



3 ENCUESTA INDUSTRIA CE Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



4 PMI SERVICIOS Y VAB SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

dos, mientras que los referidos a la situación presente, o han continuado su deterioro —en el caso de las encuestas IFO y del consumidor de la Comisión Europea—, o han mostrado mejoras más atenuadas —como la confianza industrial de la CE y el PMI de servicios—. Esta evolución resulta consistente con la experimentada en las dos etapas anteriores, en las que inicialmente se registró un repunte de las expectativas, mientras que la valoración de la situación presente mostró una menor mejora o prosiguió su empeoramiento. Ahora bien, mientras que, a comienzos de los noventa, el auge de las perspectivas fue continuo y vino seguido, con cierto retraso, por una recuperación de las variables reales y de la valoración de la situación actual, en la etapa de bajo crecimiento de comienzos de esta década la mejora de la opinión sobre la situación futura que tuvo lugar al inicio de 2002 revirtió al poco tiempo y no vino acompañada por una recuperación de la actividad, que se mantuvo débil. Más adelante, ya en 2003, la mejora de las expectativas sí fue seguida por una valoración

más optimista de la situación existente y por un ritmo de crecimiento más elevado.

En conclusión, hasta el momento, la mejora más reciente de la confianza en la UEM se ha basado, fundamentalmente, en la evolución de los indicadores que recogen las expectativas de los agentes económicos. A tenor de la limitada evidencia disponible, este comportamiento, aunque resulta alentador, no implica necesariamente una pronta recuperación de la actividad, pues no es infrecuente que el avance de estos indicadores muestre un carácter efímero. Si la favorable evolución de las cuestiones sobre la evolución futura se mantiene en los próximos meses y se traslada a una valoración más positiva acerca de la situación observada, se podría otorgar mayor certeza a un escenario de recuperación. En todo caso, la comparación con situaciones anteriores debe realizarse con especial cautela, dado el carácter excepcionalmente intenso de la recesión actual.

consumo privado, salvo en el caso de Italia, se expandieron, contribuyendo positivamente a la evolución del PIB.

La disminución del empleo se agudizó en el primer trimestre de 2009, hasta registrar una caída del 0,8%. Dado que el PIB se desaceleró en mayor medida, el crecimiento de la productividad aparente del factor trabajo retrocedió hasta el -1,7%. También el ajuste observado en el empleo en la UEM es el resultado de comportamientos muy dispares por países. Así, mientras que el ritmo de destrucción de empleo en Alemania y Francia se cifra en 0,3% y 0,8%, respectivamente, en países como España o Irlanda la contracción es más intensa y se situó, en el primer trimestre de 2009, en tasas del 3,1% y 3,8%, respectivamente. El fuerte deterioro de la productividad repercutió en una significativa aceleración de los costes laborales unitarios, a pesar de que el crecimiento de la remuneración por asalariado se moderó (véase gráfico 8). Además, el deflactor del PIB avanzó con mayor contención, por lo que los márgenes empresariales registraron una brusca contracción.

La información coyuntural más reciente avanza un nuevo deterioro de la actividad en el segundo trimestre de 2009, aunque más moderado que el registrado en los tres primeros meses del año. Así, desde la vertiente de la oferta, la producción industrial se redujo en los meses de abril y mayo a un ritmo inferior al del primer trimestre, pauta que también mostraron los nuevos pedidos industriales (véase gráfico 9). Por su parte, los indicadores de confianza elaborados por la Comisión Europea y los provenientes de las encuestas realizadas a los directores de compras, relativos a la industria y los servicios, tras alcanzar mínimos entre los meses de febrero y marzo, han venido registrando avances continuados, apoyados fundamentalmente en el componente de expectativas (véase recuadro 4), aunque se sitúan todavía en niveles sustancialmente inferiores a los asociados con crecimientos positivos de la actividad. En el ámbito laboral, la tasa de paro ha seguido deteriorándose a lo largo de todo el trimestre, mientras que los indicadores de opinión sobre empleo invirtieron en muchos casos su tendencia descendente, aunque siguen marcando niveles históricamente muy reducidos.

	2007		2008			2009		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	0,4	0,7	-0,3	-0,4	-1,8	-2,5		
Consumo privado	0,3	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,5		
Consumo público	0,4	0,4	0,9	0,5	0,4	0,2		
FBCF	1,0	1,0	-1,3	-1,1	-4,1	-4,1		
Importaciones	-0,1	1,5	-1,0	0,9	-5,2	-7,6		
Exportaciones	0,7	1,7	-0,3	-0,6	-7,3	-8,8		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,1</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,9</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>-0,5</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	2,2	2,2	1,5	0,5	-1,7	-4,9		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	1,8	-2,2	-2,8	-6,2	-7,4	-2,7	
Sentimiento económico	105,0	101,4	97,7	89,9	75,6	65,7	70,3	
PMI compuesto	54,0	52,1	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2	
Empleo	0,3	0,4	0,1	-0,2	-0,4	-0,9		
Tasa de paro	7,3	7,2	7,4	7,6	8,0	8,8	9,4	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	3,1	3,6	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1	
IPRI	4,6	5,6	7,7	7,6	1,2	-2,9	-5,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	91,5	104,3	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	63,2
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,4	4,2	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,36	-0,69	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,37
Tipo de cambio dólar/euro	1,472	1,581	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,423
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (b)	6,3	3,7	3,5	-0,6	2,7	-0,7	-1,1	-1,1
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (b)	6,8	-17,5	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	5,5

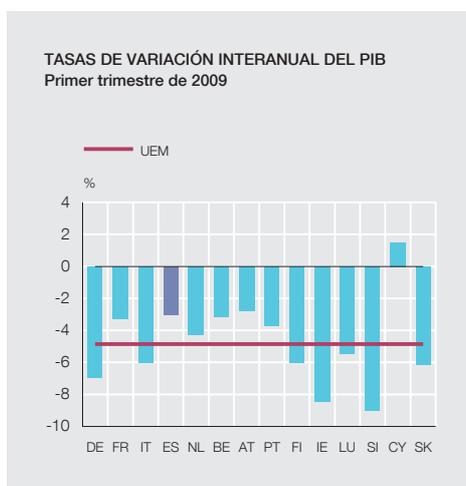
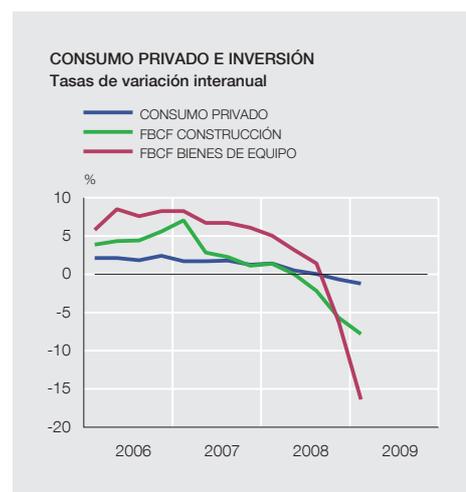
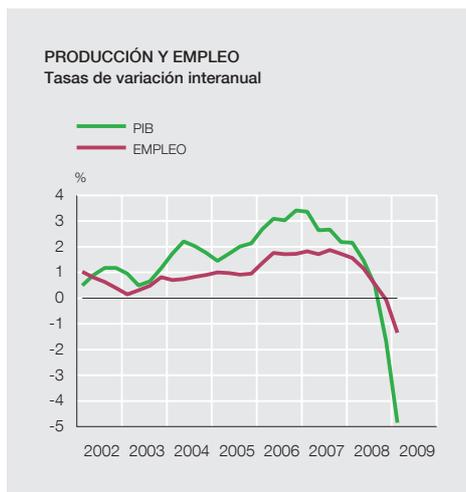
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Información disponible hasta el día 23 de julio de 2009. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

Por el lado de la demanda, los indicadores relacionados con el gasto de los hogares evidencian un menor deterioro del consumo privado. Así, las ventas minoristas se redujeron en media a ritmos algo inferiores a los del primer trimestre del año, mientras que las matriculaciones —apoyadas en los planes de ayuda de los distintos gobiernos— y el indicador de confianza de los consumidores, tras el mínimo del mes de marzo, continuaron avanzando. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos de la encuesta trimestral de la Comisión Europea volvieron a retroceder en el segundo trimestre. La información relativa a la demanda exterior ha sido, en cambio, menos negativa en los últimos meses. Así, los datos nominales de la balanza comercial muestran en media una contracción más moderada de las ventas al exterior en abril y mayo y las expectativas de exportación, procedentes de la encuesta trimestral de opinión de la industria de la CE, avanzaron ligeramente en el segundo trimestre. Sin embargo, la valoración media de la cartera de pedidos de exportación continuó disminuyendo en el período de abril-junio. Finalmente, el indicador de la valoración de las existencias de la Comisión Europea sugiere un menor ritmo de desacumulación de existencias.

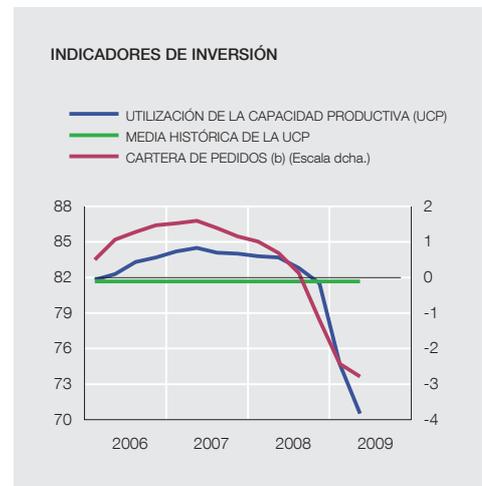
En definitiva, la evolución reciente de los indicadores de coyuntura que, a pesar de la mejora, se mantienen todavía en niveles muy reducidos hace prever una nueva contracción de la actividad en este segundo trimestre del año, pero más contenida que la registrada en los prime-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

ros meses. Más a medio plazo, la mayor parte de los analistas privados y organismos internacionales sitúan el retroceso del PIB en 2009 en el entorno del 4,5%, con una paulatina recuperación, hasta alcanzar tasas positivas a finales de 2010 (véase cuadro 2). Sin embargo, aunque la incertidumbre sobre las perspectivas económicas ha disminuido ligeramente, existen riesgos a la baja sobre este escenario de lenta recuperación, derivados, en su mayor parte, del alcance de la normalización del sistema financiero y del deterioro del mercado de trabajo.

La inflación del área del euro se desaceleró paulatinamente a lo largo de este segundo trimestre, hasta registrar un crecimiento interanual negativo de -0,1% en junio (véase gráfico 10). Esta ralentización respondió fundamentalmente a los efectos base de la energía derivados de los elevados precios del pasado año y, en menor medida, a la desaceleración de los precios de los servicios, originada, en parte, por la atonía de la demanda. La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados prolongó su tendencia descendente, al igual que la de los alimentos elaborados, si bien esta última lo hizo a un menor ritmo que en los trimestres anteriores. La inflación de los bienes industriales no energéticos mostró, en cambio, una evolución estable a lo largo del trimestre. Así, la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, registró un comportamiento mucho más moderado, reduciéndose tan solo 2 décimas entre marzo y junio, hasta el 1,3%. Por su parte, los precios industriales continuaron dibujando un perfil de intensa contracción, al regis-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

b. Series normalizadas.

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

	2009		2010	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (junio 2009)	-4,6	0,3	-0,3	1,0
Comisión Europea (mayo 2009)	-4,0	0,4	-0,1	1,2
FMI (julio 2009) (b)	-4,8	0,4	-0,3	0,6
OCDE (junio 2009)	-4,8	0,5	0,0	0,7
Consensus Forecast (julio 2009)	-4,4	0,4	0,4	1,2
Euro Barómetro (julio 2009)	-4,5	0,4	0,4	1,2

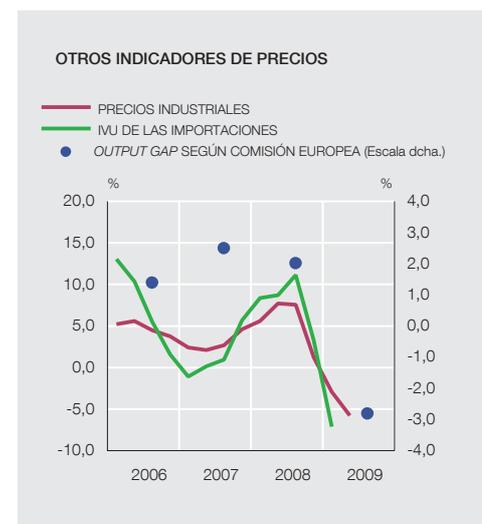
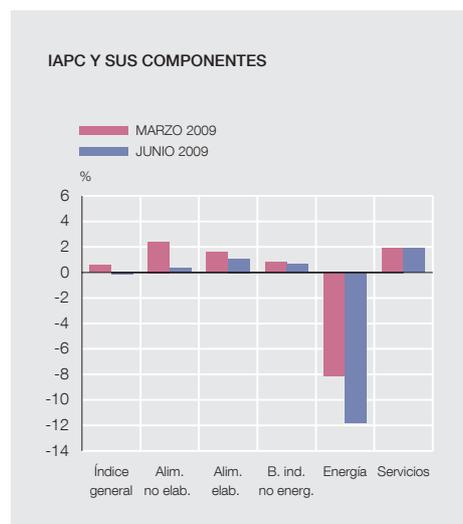
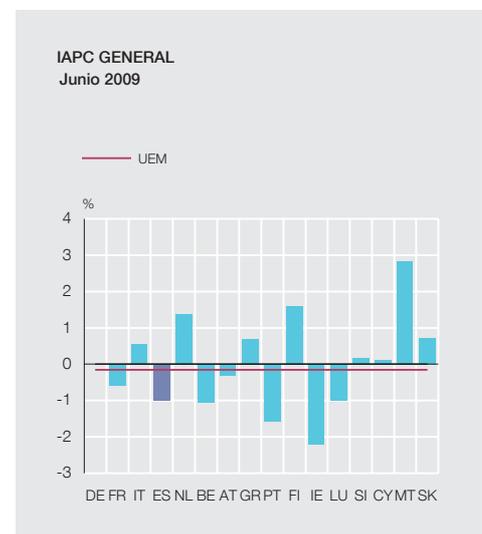
FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

b. Los datos de inflación corresponden a la previsión de abril.

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

GRÁFICO 10



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

trar en mayo una caída interanual del 5,8%. Este fuerte descenso obedeció fundamentalmente a la caída de los precios de la energía, de los bienes intermedios no energéticos y de los bienes de consumo no duradero, pero también al menor crecimiento de los bienes de capital y de los bienes de consumo duradero.

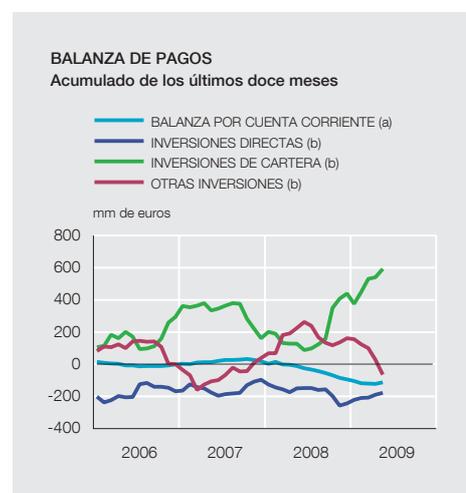
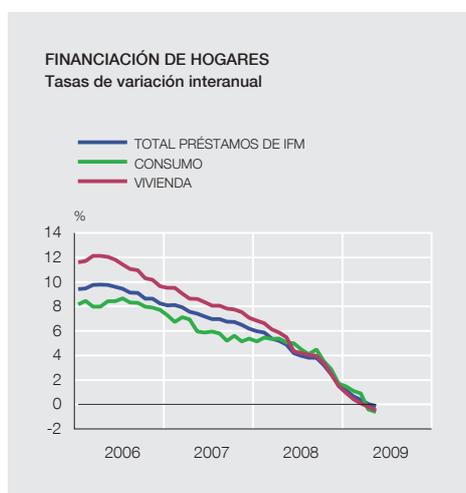
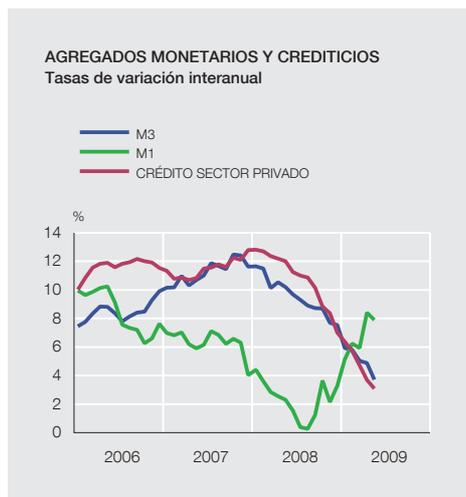
En los próximos meses, como resultado principalmente de los efectos base en los precios de la energía y de los alimentos, se espera que la inflación continúe registrando tasas negativas. Sin embargo, es previsible que este efecto base se vaya desvaneciendo a lo largo del segundo semestre de 2009 y se alcancen tasas de inflación positivas, pero moderadas, en los últimos meses del año, que se mantendrían a lo largo de 2010. Las expectativas de estabilización de la inflación en el entorno del 1% a lo largo del año próximo reflejan el elevado grado de holgura de la capacidad productiva que se está generando en la economía europea ante la debilidad de la demanda agregada.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y mayo de 2009, un déficit de 65 mm de euros (un 1,7% del PIB), 19 mm de euros más que el registrado en el mismo período del año anterior. Con la excepción de la balanza de rentas, cuyo déficit se redujo ligeramente, el resto de componentes registró un comportamiento menos favorable. Así, el saldo positivo de la balanza de bienes se tornó en déficit, como consecuencia de un deterioro de las exportaciones mayor que el de las importaciones, mientras que el superávit de la balanza de servicios se redujo y el déficit de la balanza de transferencias corrientes continuó aumentando. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y mayo, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa ascendieron a 37 mm de euros, mientras que, en forma de inversión de cartera, se registró una entrada neta de 224 mm de euros, el triple de lo acumulado en el cuatrimestre del año anterior. Por tanto, en estos primeros meses del año, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 123 mm de euros, en contraposición al déficit de 78 mm de euros observado entre enero y mayo de 2008 (véase gráfico 11).

En los meses recientes varios países del área han comenzado a discutir los presupuestos para el próximo año, actualizando las estimaciones disponibles para 2009, así como las proyecciones presupuestarias a medio plazo. En general, estas nuevas cifras reflejan el impacto negativo que la crisis está teniendo sobre los ingresos públicos y, en concreto, sobre aquellos que provienen de la imposición a empresas, dada la fuerte contracción que están registrando sus beneficios. A su vez, el gasto público crece a ritmos elevados, impulsado por el dinamismo de los estabilizadores automáticos, como las prestaciones por desempleo, y por las medidas discrecionales que buscan revitalizar la actividad y contener la destrucción del empleo. Entre estas últimas, destacan las transferencias de renta asociadas a los esquemas de reducción de la jornada laboral vigentes en algunos países.

En concreto, para el año 2009, la Comisión Europea estima que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas se situará en el 5,3% del PIB, frente al 1,9% registrado el año anterior (véase cuadro 3). Casi dos tercios de este impulso fiscal, aproximado por la variación del déficit observado entre ambos años, estarían justificados por la activación de los estabilizadores automáticos, mientras que el tercio restante, 1,1 pp, iría asociado a las medidas discrecionales de estímulo de la demanda acordadas en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

Por países, el Consejo Europeo aprobó el pasado abril los procedimientos de déficit excesivo para aquellos Estados —Francia, España, Irlanda y Grecia— cuyo déficit superó el valor de



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

referencia del 3% del PIB en 2008, y, en junio, la Comisión Europea reinició el procedimiento de Malta, junto con el de otros países de la UE. Este grupo de países podría ampliarse notablemente en los próximos meses, ya que, de acuerdo con las últimas previsiones de la Comisión que se recogen en el cuadro 3, prácticamente todos los Estados de la zona del euro alcanzarán en 2009 un déficit presupuestario superior al límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Por su parte, la deuda pública podría aproximarse al 80% del PIB en 2009, como consecuencia de los elevados déficits presupuestarios y de las medidas de ayuda al sistema financiero establecidas por los gobiernos. Este aumento de la deuda plantea un reto importante para los países del área del euro en los próximos años, que se añade al que generarán los costes asociados al envejecimiento de la población. Así, según las estimaciones más recientes realizadas por la Comisión Europea, se prevé que el gasto público derivado de la inversión de la pirámide de edad aumente por término medio en un 5,2% del PIB del área de aquí a 2060, debido principalmente a los gastos en pensiones, en asistencia sanitaria y en cuidados de larga duración. En este contexto, es necesario que los países consigan diseñar una estrategia de consolidación fiscal creíble, sin prescindir de manera prematura de las medidas de estímulo.

	% del PIB							
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)							
	2007	2008		2009			2010	
	PE (b)	PDE (c)	PE (b)	PDE (c)	CE (d)	PE (b)	CE (d)	
Bélgica	-0,3	0,0	-1,2	0,3	-3,4	-4,5	0,7	-6,1
Alemania	-0,2	0,0	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-4,0	-5,9
Grecia	-3,8	-3,7	-5,0	-3,7	-3,7	-5,1	-3,2	-5,7
España	2,2	-3,4	-3,8	-5,8	-5,8	-8,6	-4,8	-9,8
Francia	-2,7	-2,9	-3,4	-3,9	-5,6	-6,6	-2,7	-7,0
Irlanda	0,2	-6,3	-7,1	-9,5	-9,9	-12,0	-9,0	-15,6
Italia	-1,5	-2,6	-2,7	-3,7	-3,7	-4,5	-3,3	-4,8
Luxemburgo	3,2	2,0	2,6	-0,6	-1,7	-1,5	-1,5	-2,8
Holanda	0,3	1,2	1,0	-1,2	-3,3	-3,4	-2,4	-6,1
Austria	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2	ND	-4,2	0,4	-5,3
Portugal	-2,7	-2,2	-2,6	-3,9	-3,9	-6,5	-2,9	-6,7
Eslovenia	0,5	-0,9	-0,9	-0,6	-3,7	-5,5	0,0	-6,5
Finlandia	5,3	4,4	4,2	2,1	-1,9	-0,8	1,1	-2,9
Malta	-1,8	-3,3	-4,7	-1,5	-1,5	-3,6	-0,3	-3,2
Chipre	3,5	0,5	0,9	0,5	-0,8	-1,9	0,7	-2,6
Eslovaquia	-2,0	-2,3	-2,2	-1,8	-2,1	-4,7	-0,8	-5,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)								
Saldo primario	2,3	1,1						-3,3
Saldo total	-0,7	-1,9						-6,5
Deuda pública	66,1	69,3						83,8

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados en primavera de 2009.  
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2009.  
 d. Previsiones de la Comisión Europea de abril de 2009.

lo fiscal que pueden contribuir a la reactivación económica. Ante los elevados niveles que está alcanzando la deuda, los países deberían establecer objetivos a medio plazo más ambiciosos que en el pasado y anunciar los compromisos necesarios para lograr su cumplimiento tan pronto como sea posible.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

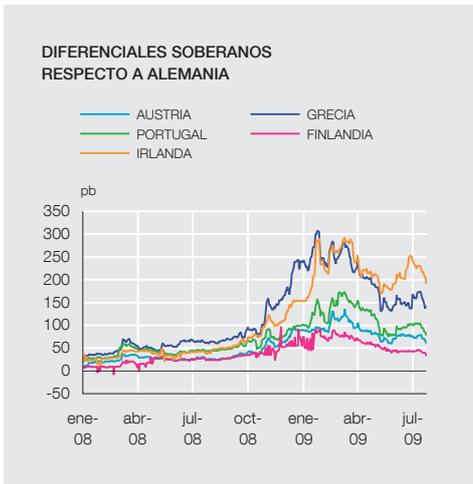
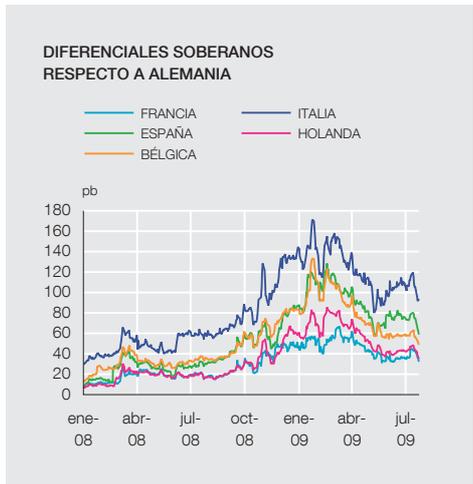
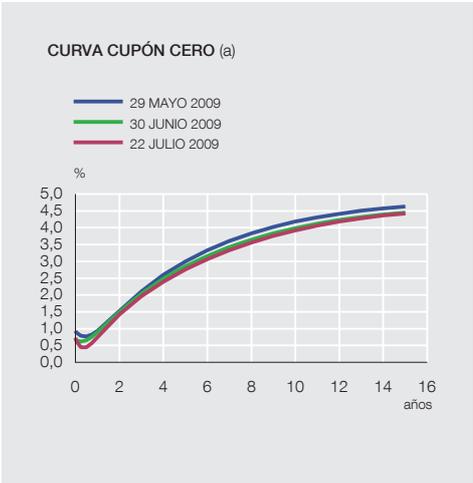
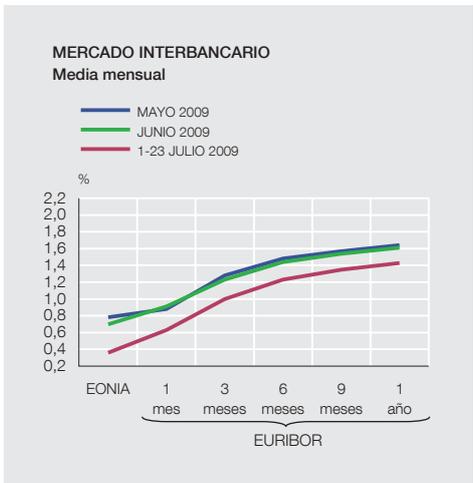
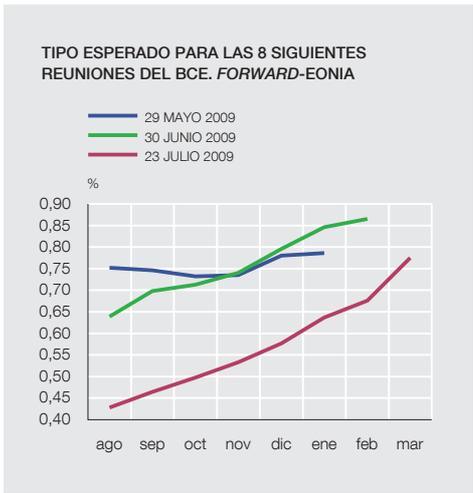
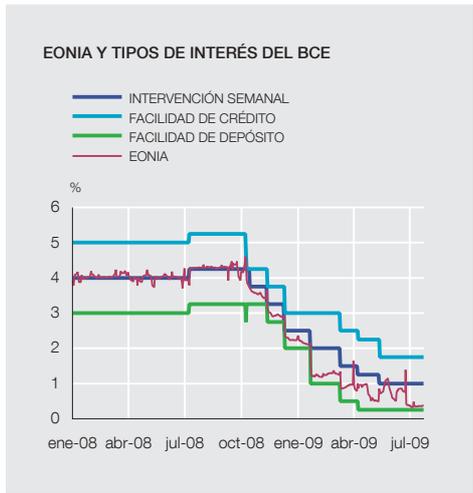
Tras los episodios de tensión extrema de meses anteriores, los mercados financieros internacionales mostraron signos de estabilización en el segundo trimestre. Como se explica en el recuadro 3, las mejoras en los indicadores de tensión financiera han sido notables y bastante generalizadas por mercados, aunque todavía no se han alcanzado niveles que puedan ser calificados como de normalidad. La mayor confianza propició que se deshicieran las inversiones pasadas en valores refugio, en particular en deuda pública, y hubiera una mayor preferencia por activos de más riesgo. Estos movimientos presionaron al alza el rendimiento de los bonos soberanos, al tiempo que las cotizaciones bursátiles experimentaron una notable revalorización y las primas de riesgo en los mercados de renta fija y, particularmente, en el interbancario se contrajeron. Por su parte, aunque el coste del crédito siguió descendiendo como reflejo del proceso de transmisión de una política monetaria más expansiva, la financiación al sector privado prolongó su acusada desaceleración, solo compensada en parte por una cierta reactivación de las emisiones de bonos de empresas no financieras.

La estabilización de los mercados financieros ha estado impulsada tanto por la acción de los gobiernos como por la actuación de las autoridades monetarias. Los gobiernos de la zona del euro siguieron desarrollando sus planes de apoyo y de reestructuración del sector financiero. Así, de acuerdo con las últimas cifras de la Comisión Europea, la ayuda efectiva desde junio de 2008 hasta abril de 2009 sería equivalente a casi un 12% del PIB del área del euro, lo que supone, aproximadamente, cerca de la mitad de la dotación máxima contemplada en los planes. En estos últimos meses, además de continuar con el desarrollo de los esquemas de avales bancarios y de recapitalización, se han comenzado a concretar también algunas propuestas para el saneamiento del activo de los bancos. Entre las iniciativas anunciadas, algunas todavía en trámite parlamentario, destacan la creación de una agencia pública en Irlanda (el NAMA), que comprará préstamos de promotores a los bancos irlandeses, y la modificación legislativa que permitirá a los bancos alemanes crear los denominados «bancos malos» para transferir activos ilíquidos y no estratégicos.

Por su parte, el BCE mantuvo una política de provisión de liquidez generosa, otorgando el total de la demanda de fondos en las operaciones de mercado abierto, e introdujo nuevas modificaciones en su marco operativo. Así, en primer lugar, estableció una operación de financiación a más largo plazo con vencimiento a un año, lo que supone duplicar el plazo máximo de seis meses vigente hasta entonces. En la primera subasta que se celebró el 24 de junio, el BCE prestó una cantidad récord de más de 440 mm de euros, que se tradujo en un fuerte incremento de la facilidad de depósito, remunerada al 0,25%. Además, en julio, el BCE puso en marcha un programa de adquisición de *covered bonds* emitidos en la zona del euro (cédulas hipotecarias en el mercado español). Esta iniciativa se anunció en mayo y tiene como objetivo mejorar la financiación de los bancos y, en última instancia, facilitar el crédito al resto de la economía. Se trata de compras en firme, tanto en el mercado primario como en el secundario, y el importe del programa, que se prolongará hasta junio de 2010, es por un máximo de 60 mm de euros. Finalmente, cabe destacar que el BCE extendió los acuerdos de divisas con la Reserva Federal y otros bancos centrales, prolongó la vigencia de la lista ampliada de activos de garantía admitidos hasta finales de 2010, e incluyó al Banco Europeo de Inversiones como entidad de contrapartida para las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

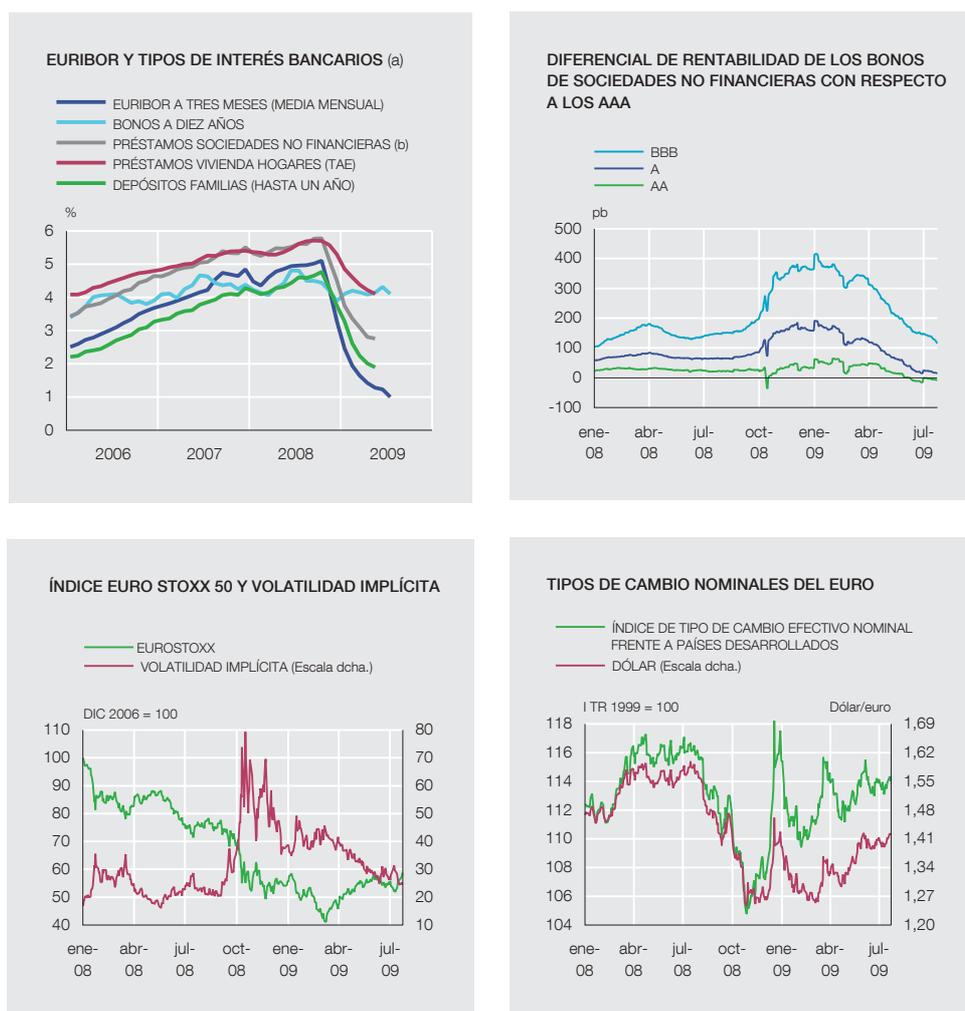
De igual forma, el Consejo de Gobierno del BCE relajó de nuevo el tono de su política monetaria, con una reducción de los tipos oficiales de 25 pb en el mes de mayo, con lo que el recorte acumulado desde octubre de 2008 alcanza los 325 pb. Así, el tipo de las operaciones principales de financiación se fijó en el 1%, mientras que los aplicados a las facilidades de depósito y de crédito se situaron en el 0,25% y el 1,75%, respectivamente (véase gráfico 12). Además, el Consejo de Gobierno reiteró en sus sucesivas intervenciones a lo largo del trimestre que las expectativas de inflación en el medio y largo plazo permanecen ancladas, en línea con el objetivo de tasas de inflación, por debajo, pero próximas, al 2%, remarcando que las tasas negativas que se observarán en los próximos meses reflejan en su mayor parte efectos base de naturaleza transitoria.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios siguieron reduciéndose durante el segundo trimestre, debido, fundamentalmente, a la disminución de las primas de riesgo. El EURIBOR descendió en julio por debajo del 1% y el 1,4% para los vencimientos de tres meses y de un año, respectivamente, los niveles más bajos desde el comienzo de la unión monetaria (véase gráfico 13). La evolución de los tipos a corto siguió trasladándose al coste de la financiación bancaria. Las bajadas más acusadas se acumulan en los préstamos a tipo variable, que son los predominantes en la financiación a empresas, y también en los préstamos para vivienda de algunos países. En cambio, el tipo de interés del crédito al consumo siguió en niveles relativamente altos.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

A pesar del abaratamiento de la financiación, el predominio de unos criterios para la concesión de préstamos más estrictos, como se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de julio<sup>1</sup>, y la contracción de la demanda siguieron determinando una desaceleración acusada de los préstamos bancarios en la UEM. La tasa de crecimiento interanual de los concedidos a empresas se situó en mayo en el 4,4%, frente a más del 9% a finales de 2008, mientras que, en el caso de hogares, se registraron ligeras caídas en términos interanuales, tanto en la financiación de vivienda como en la de consumo (cifras que pueden estar algo sesgadas a la baja por procesos de venta de préstamos a través de titulaciones). En el caso de las empresas, el menor ritmo de avance de los préstamos bancarios fue en parte compensado por un incremento sustancial de las emisiones de renta fija, particularmente de las de largo plazo, cuyo avance interanual se situó en mayo por encima del 16%.

En los mercados de deuda pública, los tipos de interés a largo plazo iniciaron un repunte en mayo que reflejaba, fundamentalmente, el impacto de la reversión de los desplazamientos hacia este activo refugio realizados durante los momentos de mayor inestabilidad financiera.

1. Para mayor detalle sobre los resultados de esta Encuesta, véase el artículo publicado en este Boletín.

Esta tendencia se invirtió a mediados de junio, con lo que los tipos a largo se situaron en el 4,2%, en el promedio de abril a junio, nivel muy similar al del trimestre anterior. En Estados Unidos, a pesar de las compras de deuda pública por parte de la Reserva Federal, el mayor apetito por el riesgo tuvo un impacto al alza sobre los tipos de la deuda más importante. La rentabilidad de los bonos soberanos americanos se situó en el 3,3% en media del segundo trimestre, lo que supuso un estrechamiento de su diferencial con el de la zona del euro. Por su parte, la disminución de las primas de riesgo a partir de marzo, que presionó a la baja los tipos a largo en la UEM, se reflejó en una caída de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de los distintos países de la UEM con respecto a la referencia alemana. No obstante, este descenso se detuvo en mayo y las primas de riesgo se mantienen en niveles altos y con una gran disparidad por países.

La mejora de la confianza también se manifestó en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada, tanto para empresas financieras como para las no financieras, y de forma más acusada en los valores de peor calidad crediticia. Asimismo, los diferenciales de riesgo en el mercado de *covered bonds* se redujeron apreciablemente tras el anuncio del programa de compras del BCE.

Los signos de estabilización se percibieron más claramente en los mercados de renta variable internacionales, donde las cotizaciones iniciaron en marzo una trayectoria alcista generalizada, más pronunciada en las acciones de bancos, que ha supuesto, en el caso del índice EURO STOXX 50, una revalorización próxima al 25%, compensando los descensos de los dos primeros meses del año. Además, la menor incertidumbre contribuyó a que la reducción de la volatilidad del primer trimestre del año se intensificara a partir de marzo, aunque todavía permanece en niveles altos desde un punto de vista histórico (véase gráfico 13).

En los mercados de divisas, el euro registró, desde finales de marzo, una apreciación frente al dólar de un 7,2%, hasta estabilizarse, a fecha de cierre de este Boletín, en el entorno de los 1,40 \$/€ (véase gráfico 13). En cambio, en términos efectivos nominales, el euro se ha mantenido relativamente estable a lo largo del segundo trimestre, ya que la apreciación con respecto al dólar se ha compensado con la depreciación con respecto a otras monedas, como la libra esterlina.

Finalmente, el agregado monetario amplio M3 siguió reduciendo su ritmo de crecimiento, que se situó por debajo del 4% interanual en mayo. Los menores tipos de interés y la mayor pendiente de la curva de rendimientos determinaron desplazamientos de inversión fuera de M3 en busca de una mayor rentabilidad, lo que se reflejó en amortizaciones de depósitos a plazo y de valores negociables. Al mismo tiempo, la caída del coste de oportunidad apoyó también la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1 —efectivo y depósitos—.

## 4 La economía española

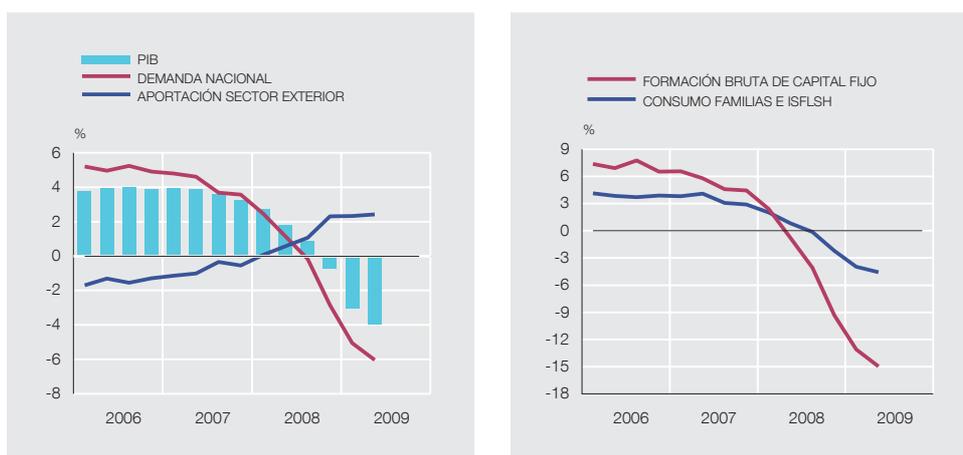
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2009 se intensificó el ritmo de contracción de la actividad económica española, al registrar el PIB real una caída del 3%, frente a la disminución del 0,7% en el último trimestre de 2008. La tasa intertrimestral fue negativa por tercer trimestre consecutivo y alcanzó el -1,9%, descenso que superó en nueve décimas al de los tres meses previos. El retroceso de la actividad económica reflejó la intensa contracción de la demanda nacional, que disminuyó un 5% interanual. Por su parte, la demanda exterior neta mantuvo su contribución positiva al crecimiento del producto en 2,3 pp, en un contexto en que tanto las importaciones como las exportaciones de bienes y servicios experimentaron un notable recorte. Por el lado de la oferta, todas las ramas presentaron caídas en su valor añadido, incluida la de los servicios de mercado. En consonancia con esta evolución de la actividad, se intensificó la destrucción de empleo, que, de acuerdo con la CNTR, registró una variación interanual del -6%, dando lugar a un aumento del ritmo de avance de la productividad, hasta el 3,1%.

La información disponible apunta a que en el segundo trimestre de 2009 siguió prolongándose la contracción de la economía española, aunque a un ritmo más moderado, en un entorno caracterizado por una cierta normalización de los mercados financieros y unas perspectivas macroeconómicas a nivel internacional ligeramente menos desfavorables. En concreto, se estima que la variación interanual del PIB en el segundo trimestre de 2009 fue del -4%, caída que superaría en 1 pp a la observada en el primer trimestre (véase gráfico 14). En términos intertrimestrales, el producto habría experimentado un retroceso del 0,9%, frente al -1,9% del primer trimestre. Esta evolución estaría reflejando la contracción de la demanda nacional, que habría caído un 6% respecto al mismo trimestre del año anterior, en tanto que se estima que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto habría aumentado ligeramente, hasta 2,4 pp, aunque las intensas variaciones del comercio mundial, con una abrupta caída en los trimestres anteriores y un mejor comportamiento más recientemente, siguen dificultando enormemente esa estimación.

También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes señalan una cierta ralentización del ritmo de descenso de la actividad y del ajuste del mercado laboral. Las estimaciones apuntan a que el empleo podría caer un 6,8% en términos interanuales, mientras que el crecimiento de la productividad aparente del trabajo —provocado, fundamentalmente, por la sustancial destrucción de empleo— se estabilizaría a un nivel elevado, tras el intenso repunte observado desde comienzos de 2008. La remuneración por asalariado continuó creciendo a un ritmo muy superior al de la inflación, mientras que la tasa de variación de los costes laborales unitarios apenas disminuyó. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC se redujo sustancialmente en el período comprendido entre abril y junio, hasta alcanzar en este último mes un valor del -1%, lo que permitió que el diferencial de inflación con el conjunto del área del euro volviera a disminuir, hasta situarse en -0,9 pp al final del primer semestre, su nivel mínimo desde el inicio de la Unión Monetaria.

### 4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH prolongó el perfil de debilidad observado en los trimestres precedentes (véase gráfico 14). Los diferentes indicadores siguieron mostrando fuertes caídas, aunque de menor intensidad que en los primeros meses del año (véase gráfico 15). Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores se ha ido recuperando parcialmente en los últimos meses, tras alcanzar en febrero un mínimo histórico, mientras que la de los comerciantes minoristas también mejo-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

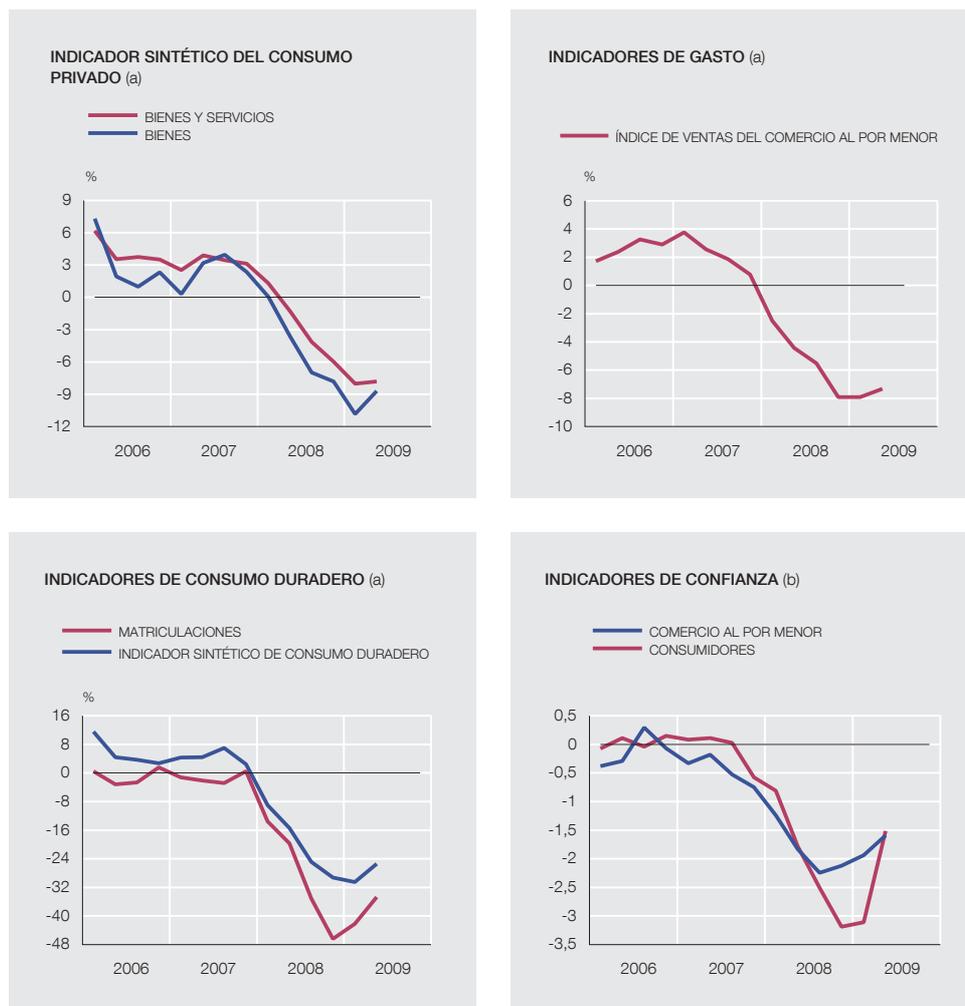
a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

ró en el segundo trimestre. En cuanto a los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria de grandes empresas, referidos a abril y mayo, presentaron, de nuevo, elevados descensos interanuales de las ventas interiores de bienes y servicios destinados al consumo. Por su parte, el índice del comercio al por menor desaceleró su ritmo de caída en el período de abril-mayo. Por último, cabe destacar el efecto positivo que el Plan 2000E tuvo sobre la compra de automóviles por particulares en junio: aunque las matriculaciones descendieron un 15,9% en dicho mes en términos interanuales, esta caída fue la más moderada desde mayo del año anterior.

La debilidad del gasto en consumo de los hogares obedece al notable deterioro del mercado laboral, al entorno de incertidumbre económica y al mantenimiento de condiciones de financiación restrictivas, aunque este último factor ha podido verse contrarrestado parcialmente por el descenso de los tipos de interés bancarios. La pérdida de empleos ha provocado un descenso de las rentas salariales de las familias, compensando la contribución positiva que los menores pagos de impuestos y las mayores prestaciones sociales recibidas han supuesto para la renta disponible de los hogares. Por su parte, la riqueza financiera se vio favorecida en el segundo trimestre por la recuperación experimentada por los índices bursátiles, hasta mostrar una revalorización respecto a los niveles de finales de 2008, aunque la riqueza inmobiliaria —que representa la parte fundamental del patrimonio de las familias— siguió viéndose afectada negativamente por la tendencia descendente del precio de la vivienda. De acuerdo con los datos más recientes de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la tasa de ahorro de los hogares volvió a aumentar en el primer trimestre de 2009, hasta alcanzar el 14,1% de la renta disponible en datos acumulados de cuatro trimestres, 1,1 pp por encima de la tasa registrada a finales de 2008 y 4 pp superior a la observada hace un año.

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

En el segundo trimestre de 2009 se intensificó el retroceso de la inversión en equipo, de acuerdo con la información coyuntural disponible (véase gráfico 16). En este sentido, las disponibilidades de bienes de equipo y las matriculaciones de vehículos de carga han continuado



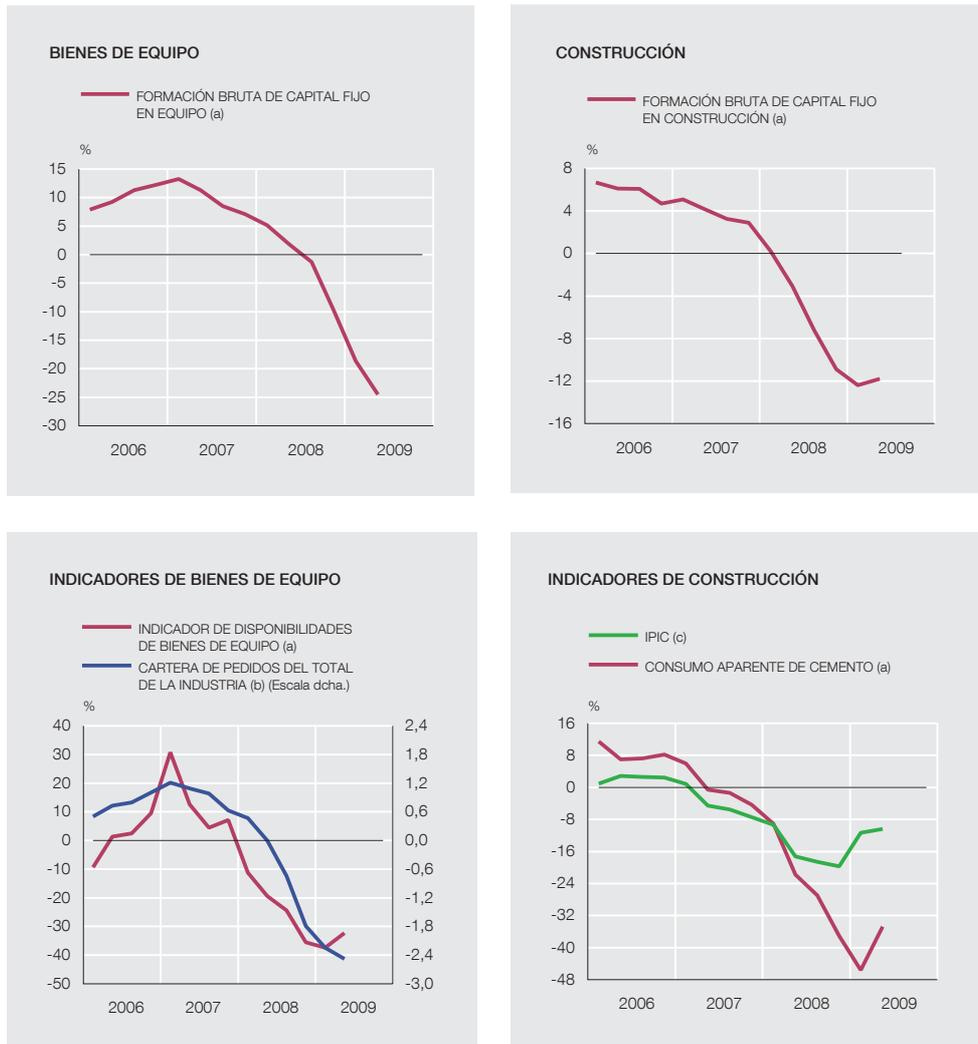
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

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

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

registrando fuertes contracciones. La confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como, en particular, en la de bienes de equipo, siguió en niveles muy reducidos, aunque repuntó ligeramente, en especial, en lo que se refiere al componente que capta las expectativas de producción futuras. La caída de la demanda nacional y exterior, las perspectivas inciertas sobre la recuperación económica y el mantenimiento de condiciones estrictas para la obtención de financiación bancaria continuaron frenando la puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras, a pesar de la reducción de los tipos de interés. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la caída de la inversión empresarial dio lugar a un descenso de las necesidades de financiación del sector en el primer trimestre del año, hasta alcanzar el 6,4% del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1,1 pp menos que en los tres meses finales de 2008). A esta evolución también contribuyó, aunque en menor medida, el ahorro de las sociedades, que aumentó impulsado por los menores pagos netos por intereses y por la reducción de los desembolsos impositivos.

En el segundo trimestre de 2009, la inversión en construcción moderó su ritmo de caída, aunque mantuvo tasas muy negativas (véase gráfico 16). Tanto los indicadores de empleo en



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

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

el sector (afiliados a la Seguridad Social y paro registrado), como los relativos a los consumos intermedios —consumo aparente de cemento y producción interior de materiales de la construcción— presentaron en el segundo trimestre de 2009 ritmos de descenso menos acusados que los que venían exhibiendo en los meses anteriores. Adicionalmente, los indicadores cualitativos de los empresarios del sector de la construcción mostraron una cierta mejora de la confianza de estos agentes.

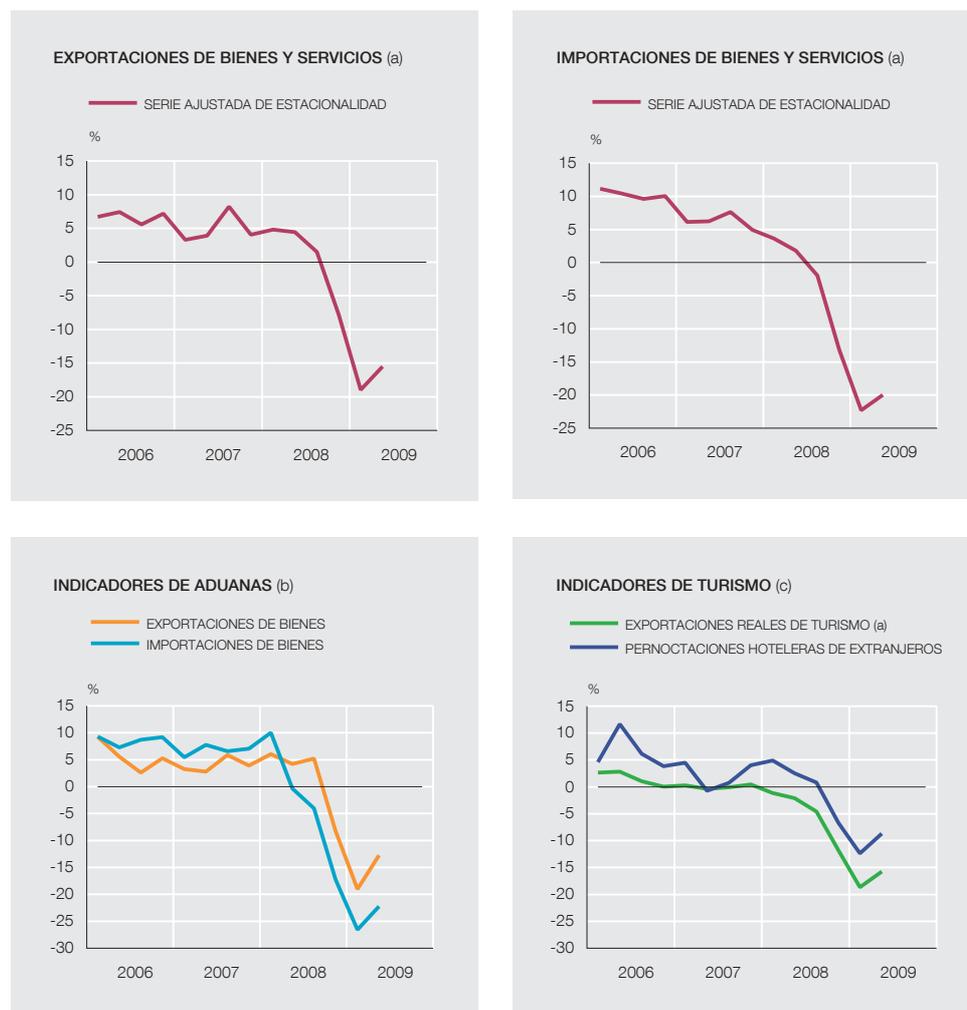
Esta evolución del conjunto de la inversión en construcción en el segundo trimestre de 2009 fue reflejo de un comportamiento dispar por componentes, de forma que la intensificación del retroceso de la inversión residencial se vio compensada por el repunte de la inversión en obra civil. En concreto, se estima que el ajuste de la inversión residencial se habría agudizado durante el segundo trimestre del año, como consecuencia del significativo descenso en las iniciaciones de viviendas en los trimestres anteriores, así como, posiblemente, de la dilación en los plazos de ejecución de las obras emprendidas previamente. Esta evolución refleja el com-

portamiento de la vivienda iniciada libre, ya que la cifra de viviendas protegidas comenzadas ha tendido a aumentar, de modo que suponen en la actualidad cerca de la mitad del total de iniciaciones. Por el lado de la demanda de viviendas, en meses recientes se ha apreciado un cierto freno en el ritmo de deterioro de las compraventas, de acuerdo con las transacciones y con el número de hipotecas concedidas. Al igual que en trimestres anteriores, la demanda de vivienda se está viendo desanimada por el mantenimiento de condiciones estrictas para la oferta de financiación, las expectativas de caída de precios y el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la renta de las familias, aunque, al mismo tiempo, los descensos de los precios y de los tipos de interés han mejorado los indicadores de accesibilidad a la adquisición de una vivienda. Por su parte, la edificación no residencial mantuvo una tónica contractiva, según los datos de visados de obra nueva. Finalmente, se apreció un repunte significativo de la obra civil, debido al incremento de las obras ferroviarias —según se desprende de las licitaciones realizadas en 2008— y de la inversión de las administraciones municipales ligada al Fondo Estatal de Inversión Local.

La última información disponible para el segundo trimestre —todavía incompleta— apunta a que la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB podría ser ligeramente superior a la observada en el trimestre precedente, prolongando la tónica positiva que mantiene desde principios del ejercicio anterior. Esta evolución es el resultado de los notables retrocesos interanuales tanto de las importaciones como de las exportaciones, aunque, en comparación con el primer trimestre, habrían sido algo menos intensos (véase gráfico 17). El descenso de las compras al exterior estuvo en consonancia con la trayectoria desfavorable que mostraron el consumo, la inversión en equipo y las exportaciones, así como con el intenso ajuste de la producción industrial. Por su parte, las exportaciones continuaron mostrando elevados ritmos de retroceso en tasa interanual, en un entorno en el que persiste una notable debilidad en el comercio mundial, a pesar de la cierta recuperación que se observa en el período más reciente. En todo caso, debe destacarse que la reducción de los precios relativos en el primer semestre del año ha permitido un comportamiento más favorable de los índices de competitividad-precio frente a los países desarrollados.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron casi un 20% interanual en abril y mayo, caída muy similar a la observada en el primer trimestre del año. Por grupo de bienes, los retrocesos son generalizados y especialmente intensos en los productos intermedios, bienes de consumo duradero y bienes de equipo. Por áreas geográficas, la disminución fue igualmente pronunciada tanto en las ventas reales dirigidas a la UE como en las destinadas a terceros mercados. En cuanto a las exportaciones reales de servicios, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta abril, apunta hacia una moderación del ritmo de caída de los servicios turísticos. En esta misma dirección, los indicadores reales de turismo, que incluyen las entradas de turistas en España y el número de sus pernoctaciones hoteleras, aminoraron sus descensos en el segundo trimestre, al igual que el gasto nominal de los visitantes extranjeros. Por el contrario, a tenor de la información de Balanza de Pagos, las exportaciones de servicios no turísticos podrían haber intensificado su deterioro en el segundo trimestre.

En la vertiente importadora, según los datos de Aduanas, las compras de bienes al exterior cayeron en torno al 24% interanual en el período abril-mayo, tasa algo inferior a la observada en el primer trimestre. Por grupos de productos, las mayores reducciones, cercanas al 30%, correspondieron a las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, mientras que las importaciones de alimentos —menos sensibles al ciclo— mantienen caídas más moderadas. Por último, las importaciones reales de servicios continuaron cayendo en el segundo trimestre con una intensidad similar a la del primero.



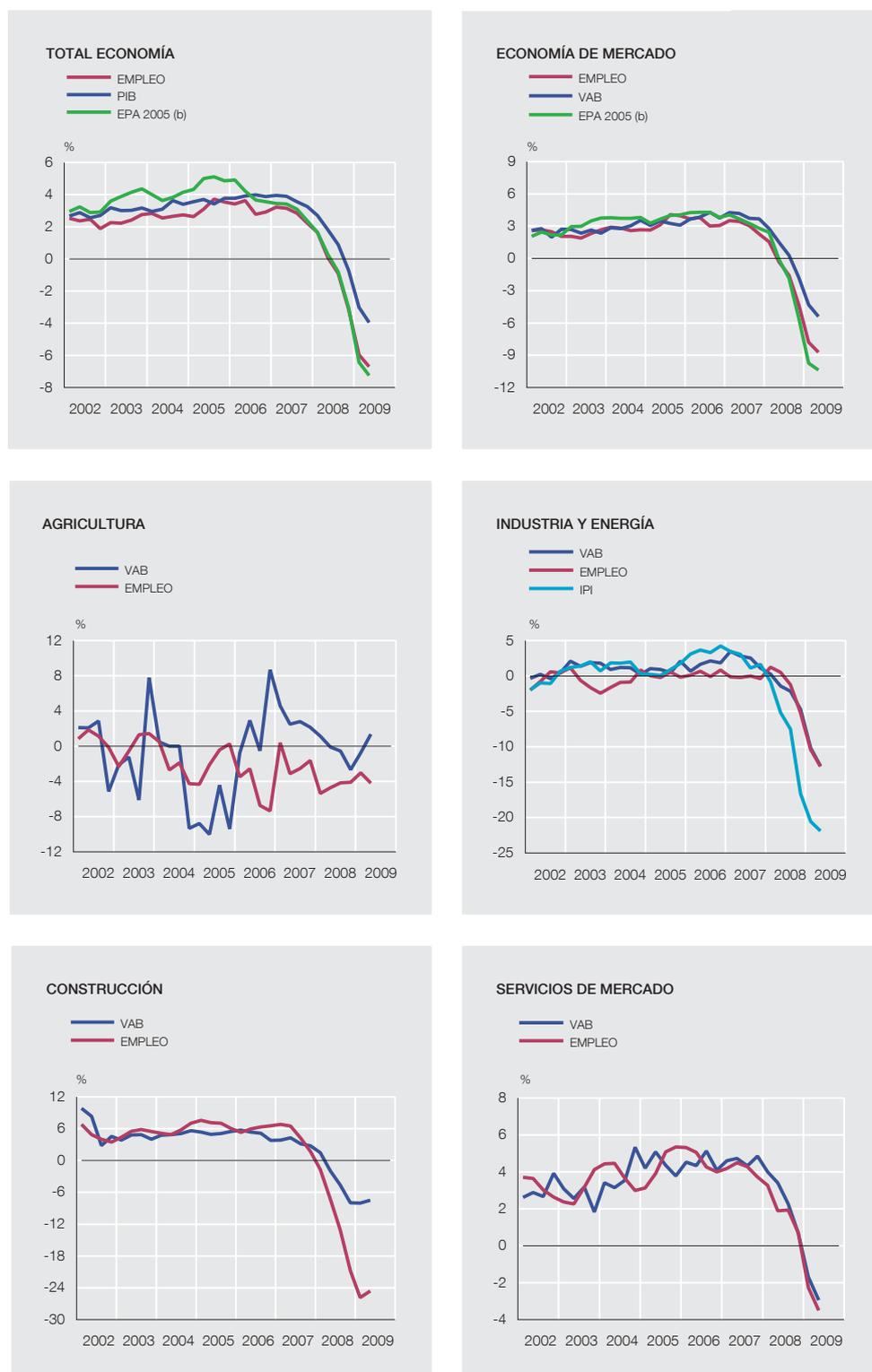
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

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

## 4.2 Producción y empleo

Durante el segundo trimestre, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado intensificó su ritmo de caída en términos interanuales. No obstante, como en el caso del PIB, la tasa de contracción intertrimestral fue menos pronunciada que la observada en los primeros meses de 2009. Este comportamiento se extendió a todas las ramas productivas, con la excepción de la actividad constructora, que se contrajo a un ritmo interanual menor, y de la rama de la agricultura, que registró tasas interanuales positivas en el período de abril-junio (véase gráfico 18).

Para el conjunto del segundo trimestre se espera un retroceso significativo, en términos interanuales, del valor añadido de la industria. El índice de producción industrial (IPI) se contrajo en el conjunto de los meses de abril y mayo a una tasa similar a la del primer trimestre del año. Por tipos de productos, los descensos fueron generalizados, revistiendo especial intensidad en las industrias productoras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos. Los indicadores procedentes del mercado de trabajo, como el número de afiliados a la Seguridad Social, acentuaron sus caídas interanuales, si bien el ritmo de deterioro fue menor. Por su parte, los principales indicadores de opinión del sector, como el de los directores de com-



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

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

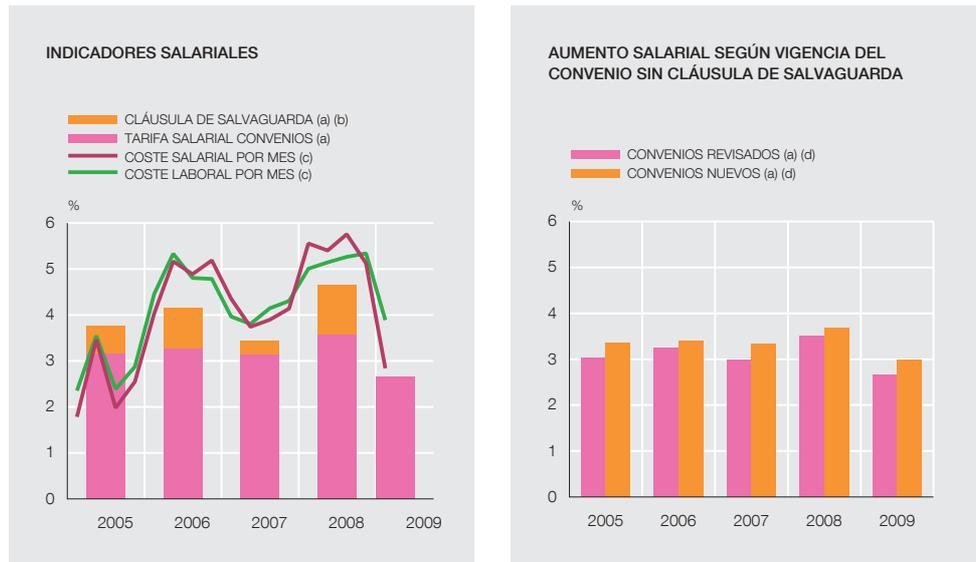
pras del sector manufacturero y el índice de clima industrial, mostraron leves signos de mejora, aunque permanecieron próximos a los mínimos alcanzados al inicio del año (que, a su vez, estaban cercanos a su menor valor histórico).

La actividad constructora registró un retroceso algo menor en el segundo trimestre del año, como refleja la información disponible de sus principales indicadores contemporáneos. Como se ha señalado anteriormente, cabe destacar que esta ligera moderación del comportamiento contractivo del sector estaría vinculada a la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local.

Por lo que se refiere al sector de servicios, la última información coyuntural disponible apunta a una caída durante el segundo trimestre de 2009 más acusada en términos interanuales que la del primer trimestre. La evolución de los distintos indicadores ha sido, en todo caso, dispar. Así, entre los indicadores cuantitativos, la cifra de negocios aminoró algo su ritmo de descenso en mayo. Por el contrario, las ventas de grandes empresas empeoraron levemente, en términos reales y corregidos de calendario, en relación con sus registros del trimestre previo, a la vez que los indicadores de empleo siguieron mostrando una notable debilidad. Por lo que respecta a los indicadores de opinión, la confianza de los servicios se mantuvo sin cambios en el bajo nivel que alcanzó el trimestre anterior, mientras que el índice de confianza del comercio al por menor y el indicador PMI mostraron signos de tenue mejoría. Por ramas, se produjo un empeoramiento generalizado, que se manifestó con mayor intensidad en el transporte y los servicios a empresas, mientras que el comercio cayó a un ritmo similar al del primer trimestre del año. Por último, los servicios de comunicación y de tecnologías de la información fueron los que registraron una menor debilidad.

Los indicadores disponibles sobre la evolución del mercado de trabajo señalan una ralentización en el ritmo de deterioro del mercado laboral en el segundo trimestre del año. En concreto, aunque la tasa interanual de variación del número de afiliados a la Seguridad Social disminuyó en 0,8 pp adicionales, hasta el -6,7%, esa caída fue menos pronunciada que la de los dos trimestres pasados. Las variaciones mensuales, según las series corregidas de estacionalidad, fueron también inferiores a las observadas durante los últimos meses. Asimismo, el descenso interanual de la contratación registrada en el INEM fue menos acusado en el período de abril-mayo que en los tres primeros meses del año (-19,9% y -25,4%, respectivamente). Finalmente, la EPA del segundo trimestre indica una caída interanual del empleo del -7,2%, 0,8 pp por debajo del período anterior. La reducción del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la industria (-13,7%) y a la construcción (-24,6%), si bien, en este último caso, se moderó levemente el abultado ritmo de descenso interanual del empleo, probablemente reflejando las actividades relacionadas con el Plan de Inversión Local.

De acuerdo con la EPA, la caída del empleo afectó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 6,6%, como al de no asalariados (-10,3%). La destrucción de empleo fue, como en el trimestre pasado, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-9,2%), aunque el empleo entre el colectivo de nacionalidad española también se redujo con intensidad (-6,9%). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron levemente su ritmo de caída interanual (-19,8%), aunque continuaron protagonizando la práctica totalidad del ajuste del mercado laboral, mientras que el empleo indefinido pasó a mostrar una variación interanual negativa (-1,1%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,2%, siendo en torno a 4 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial aumentó levemente frente a la intensa reducción de la correspondiente de tiempo completo, volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 12,9%, frente al 12% de un año antes.



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

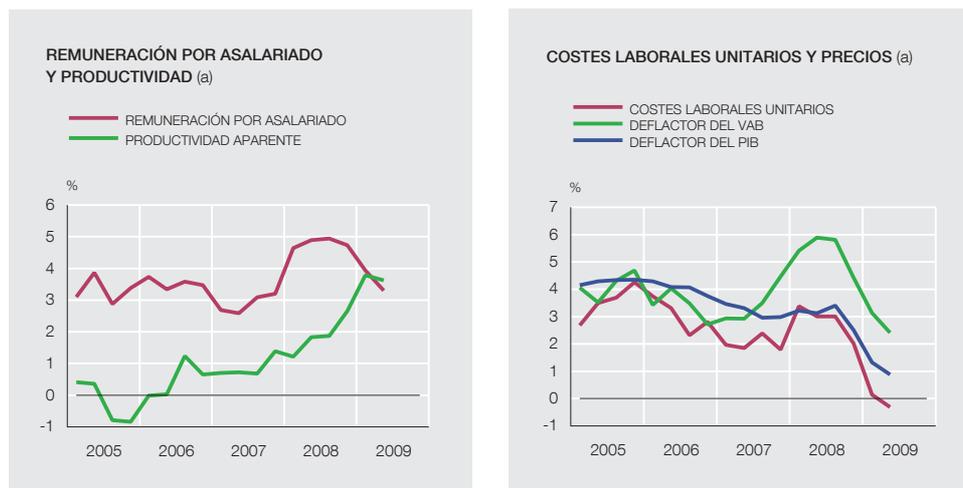
- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta junio de 2009.  
 b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 c. ETCL. Tasas de variación interanuales.  
 d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

La población activa intensificó la ralentización iniciada el trimestre pasado, hasta una tasa de avance interanual del 1,2%, casi un punto inferior a la registrada a principios de año. Esta moderación fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 0,7% (0,3 pp menos que en el trimestre anterior) y de un crecimiento interanual de la tasa de actividad (0,3 pp) muy inferior al de los últimos trimestres. Atendiendo a la desagregación por sexos, la moderación se observó entre ambos colectivos, si bien la población activa femenina mantuvo un dinamismo aún elevado (3,4%), mientras que el colectivo masculino pasó a mostrar tasas levemente negativas (-0,4%). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera ralentizaron su ritmo de avance hasta el 5,3%, como consecuencia, principalmente, de las menores entradas de inmigrantes (4,2%, frente al 6,3% del trimestre pasado). Los activos de nacionalidad española moderaron también su crecimiento, hasta un avance interanual del 0,5% (1,3% en el primer trimestre).

Finalmente, el desempleo volvió a aumentar en el segundo trimestre del año, aunque a menor ritmo que en los últimos trimestres. En concreto, el número de desempleados se elevó en unas 126.000 personas en el trimestre, moderando la tasa de aumento interanual hasta el 73,7% como resultado de la pérdida de intensidad de la destrucción de empleo y la ralentización de la población activa. La tasa de paro, no obstante, volvió a elevarse, hasta situarse en el 17,9%, medio punto superior a la del trimestre anterior. El paro registrado del INEM aumentó en media del segundo trimestre un 52,9%, por encima del incremento del trimestre anterior, aunque en los últimos meses se observa una cierta ralentización en el aumento del número de parados registrados.

### 4.3 Costes y precios

La información disponible sobre los convenios colectivos registrados hasta junio de 2009 recoge un aumento medio de las tarifas salariales del 2,7% en el primer semestre, frente al 3,6% pactado en 2008 —una vez que se incorpora la información recibida con posterioridad a diciembre de ese ejercicio— (véase gráfico 19). La cifra acordada afecta a unos siete millones y



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

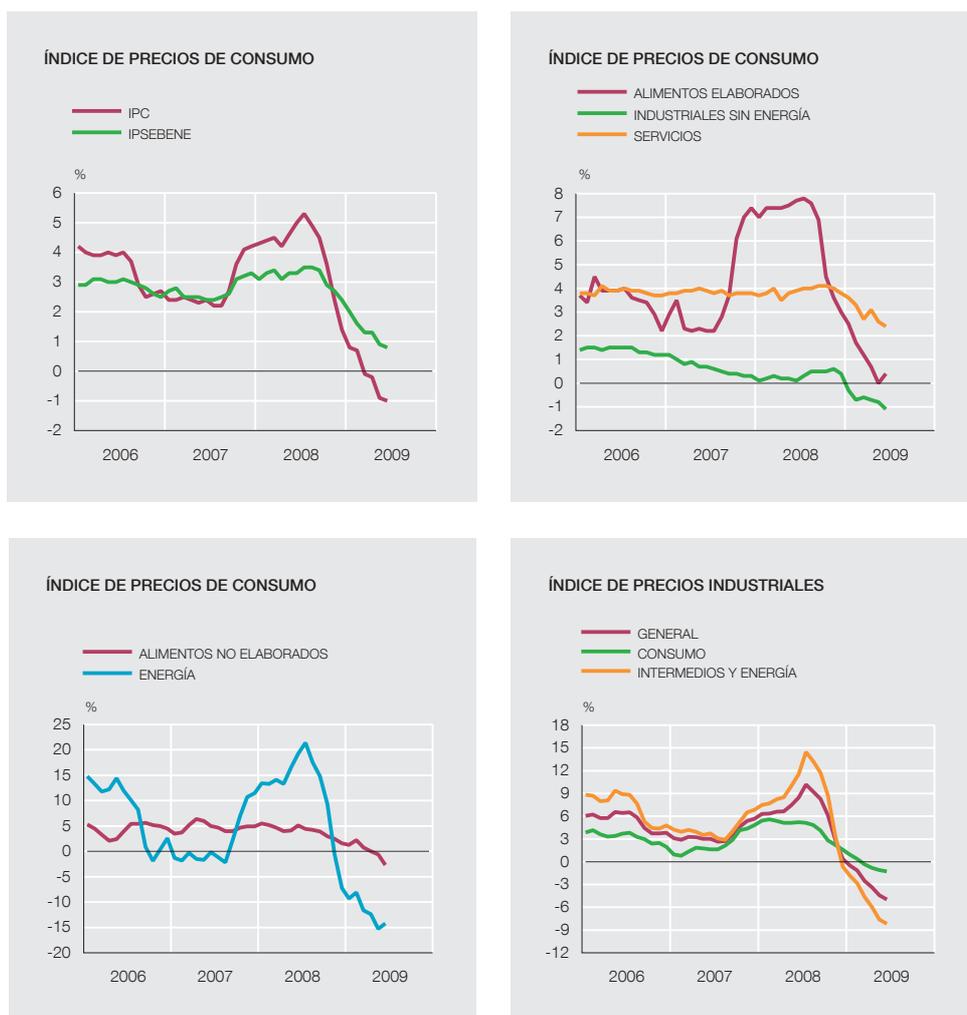
a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

medio de trabajadores (cerca de un 70% de los trabajadores implicados en 2008). Por otro lado, se estima que las cláusulas de salvaguarda no tendrán efectos sobre los costes salariales en 2009, dado que la inflación se redujo, al final de 2008, hasta el 1,4%, nivel inferior a la cota del 2% a partir de la cual suelen activarse esas cláusulas.

Como reflejo de los menores salarios negociados y de la ausencia de pagos por desviaciones de la inflación, la Contabilidad Nacional Trimestral mostró en el primer trimestre del año una desaceleración de la remuneración por asalariado: en concreto, esta variable aumentó en el primer trimestre un 4% en tasa interanual en el total de la economía y un 3,9% en la economía de mercado, lo que representa recortes de 1,2 pp y 0,8 pp, respectivamente, en relación con el último trimestre de 2008. En el segundo trimestre del actual ejercicio se espera que el ritmo de avance de la remuneración por asalariado registre una pequeña ralentización adicional, aunque habría continuado expandiéndose a un ritmo sustancialmente superior al de los precios. Este crecimiento algo menor de los salarios nominales estimado para el segundo trimestre, junto con la estabilización del ritmo de avance de la productividad, conduciría a una leve desaceleración de los costes laborales unitarios (véase gráfico 20).

Para el segundo trimestre de 2009 se estima un menor crecimiento del componente interior de la inflación (medida por el deflactor del PIB) y una caída de los precios de las importaciones, afectados, entre otras razones, por la evolución del precio del petróleo. Ambos factores habrían contribuido a reducir significativamente la tasa de variación interanual del deflactor de la demanda final. Por componentes, se estima una intensificación de los descensos del deflactor de las exportaciones de bienes y una reducción del ritmo de crecimiento de los distintos componentes de la demanda nacional. Cabe destacar la caída intensa prevista en el deflactor de la inversión residencial —en línea con la evolución del precio de la vivienda— y la disminución del deflactor del consumo privado hasta alcanzar tasas negativas.

En efecto, los precios de consumo continuaron desacelerándose notablemente en el segundo trimestre. Así, la tasa de variación interanual del IPC, que comenzó a ser negativa en marzo, intensificó su descenso, hasta el -0,7% en el promedio del período de abril-junio y en el -1% en el último de estos meses (véase gráfico 21). El debilitamiento de las presiones inflacionistas fue común a todos los grupos de bienes. En junio, el retroceso fue especialmente intenso en

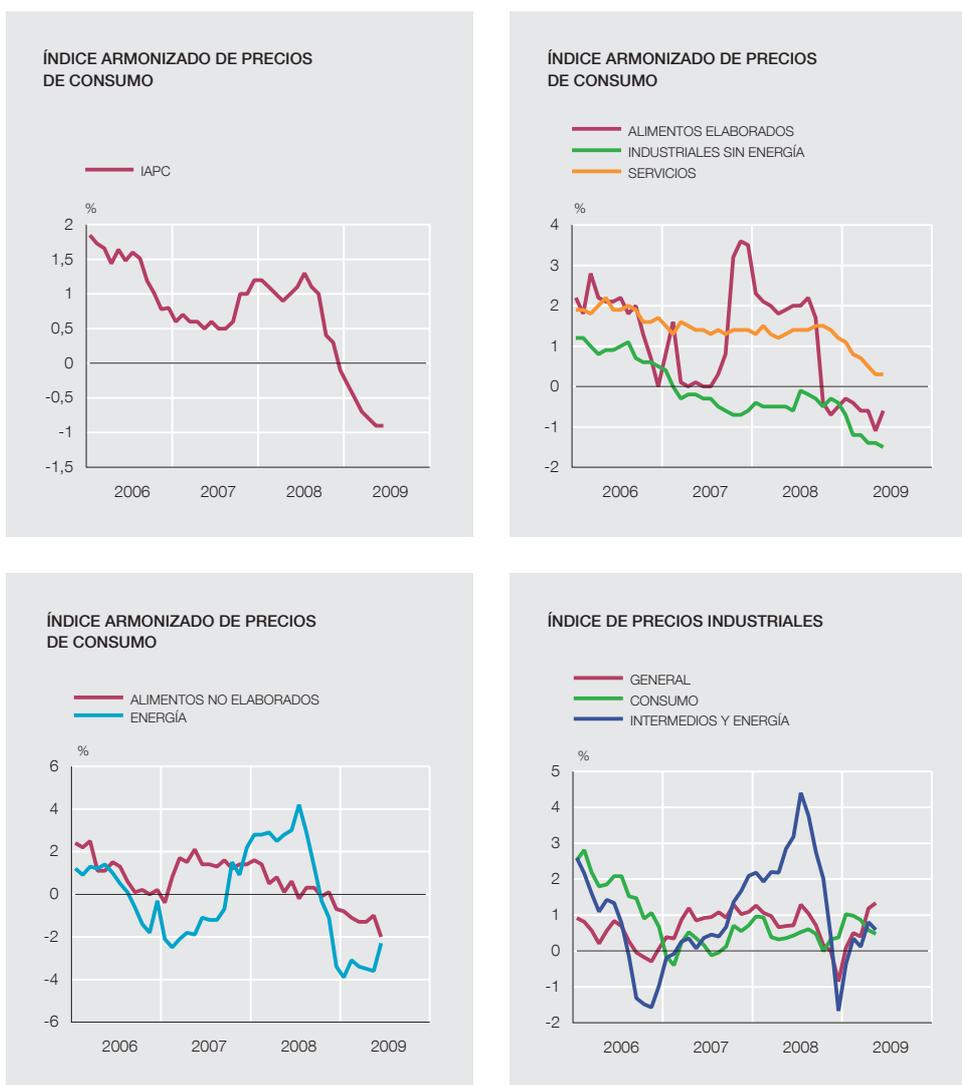


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

los precios de los bienes energéticos, que cayeron un 14,2%, disminución que supera en casi 3 pp a la observada al final del trimestre anterior. Ello fue consecuencia de los menores precios del petróleo en los mercados internacionales, aunque la depreciación del euro frente al dólar en términos interanuales continuó suavizando este impacto en los precios internos. También registraron tasas de variación negativas al final del trimestre los precios de los bienes industriales no energéticos y alimentos no elaborados (-1,1% y -2,7%, respectivamente), en tanto que los precios de los alimentos elaborados continuaron experimentando variaciones de signo positivo (0,4% en junio), pero notablemente inferiores a las del comienzo del año. Por último, los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica, se desaceleraron de forma significativa, hasta el 2,4% en junio. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó la senda descendente iniciada a finales de 2008, cerrando el trimestre a una tasa interanual positiva del 0,8%, inferior en medio punto porcentual a la observada en marzo.

Los ajustes de precios en España están siendo más intensos que en la zona del euro, de modo que, desde diciembre de 2008, el diferencial de inflación —medido a través del índice



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

armonizado de precios de consumo (IAPC)— ha sido negativo por primera vez desde el inicio de la UEM y ha seguido ampliándose, hasta situarse en  $-0,9$  pp en junio (véase gráfico 22). Todos los componentes registran ritmos de variación inferiores a los de la zona del euro, salvo el de servicios, si bien este diferencial también se ha reducido sustancialmente desde diciembre (en el recuadro 5 se comentan los últimos cambios normativos en relación con este sector). Dados estos desarrollos, la inflación subyacente en España ha sido inferior a la del conjunto del área por segundo trimestre consecutivo.

A lo largo del segundo trimestre, el ritmo de avance del índice de precios industriales continuó moderándose, hasta situarse en junio en el  $-5\%$  (2,5 pp menos que en marzo). De este modo, ha seguido prolongándose la continuada tendencia desinflationista que este indicador viene mostrando desde el verano de 2008. En el segundo trimestre, este comportamiento fue generalizado por grupos de productos, siendo especialmente acusada la ralentización de los precios de los bienes energéticos. Los restantes grupos de productos también registraron caídas de precios, con la excepción de los bienes de equipo. Hasta mayo, la tasa de avance

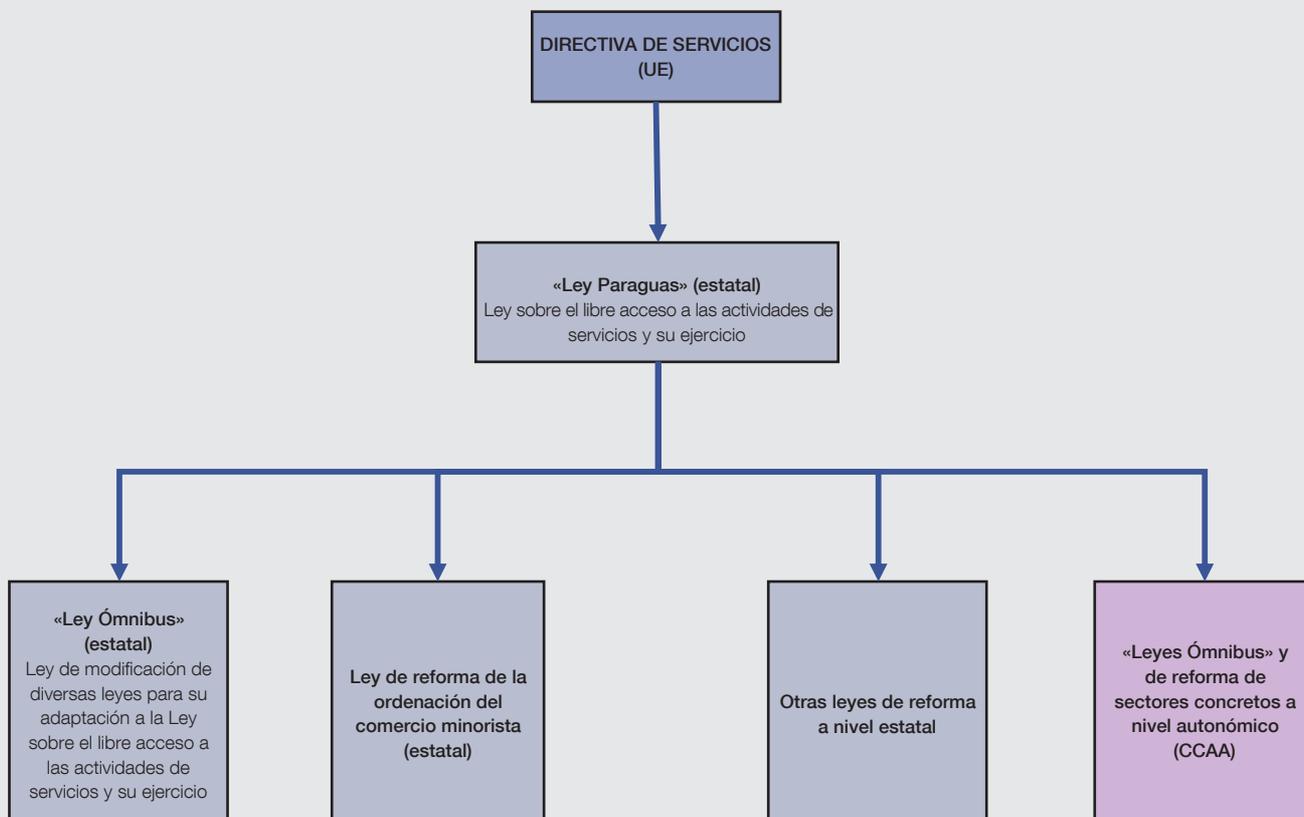
Como se recordará, el Parlamento y el Consejo Europeos aprobaron el 12 de diciembre de 2006 la Directiva 2006/123/CE, relativa a los servicios en el mercado interior, como respuesta a la preocupación de que una regulación excesiva de los mercados de servicios podría estar creando barreras a la entrada en los distintos sectores y, por tanto, podría estar reduciendo la competencia en las economías europeas. La Directiva<sup>1</sup> tiene como objetivos la liberalización de los servicios de mercado en la UE mediante la reducción de las cargas administrativas y la eliminación de requisitos a la entrada de nuevas empresas, en especial aquellos relacionados con restricciones al establecimiento de empresas por motivos de nacionalidad.

Una transposición adecuada de la Directiva de Servicios resulta muy importante para mejorar la competencia y la liberalización de sectores que representan un porcentaje muy elevado del valor añadido (44%) y del empleo (42%) de la economía española, aunque todavía inferior al observado en las economías más desarrolladas, y que engloba actividades especialmente dinámicas en términos, por ejemplo, de generación de empleo. Además, este sector ha representado el núcleo de las presiones inflacionistas de la economía española.

1. La Directiva tiene que ser «transpuesta» previamente al derecho nacional para que tenga efectos sobre las empresas y los consumidores, con una fecha límite que fue fijada en el 28 de diciembre de 2009.

El proceso de transposición de la Directiva en España resulta especialmente complejo dado que requiere la reforma tanto de normativa estatal como autonómica (véase esquema adjunto). El pasado 27 de marzo de 2009 el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio. Este Proyecto de Ley, conocido como «Ley Paraguas», incorpora los mandatos «genéricos» de liberalización de la Directiva, que sientan la base para las reformas más concretas a nivel sectorial. El contenido esencial de este Proyecto de Ley se puede resumir en tres elementos. En primer lugar, establece el principio general de libertad de establecimiento, que solo puede ser limitado por razones de «interés general» y con ello propone una revisión de todos los requisitos y autorizaciones en España para el establecimiento de nuevos competidores. En segundo lugar, efectúa una simplificación general de los procedimientos administrativos, apoyando, por ejemplo, el uso de medios electrónicos como forma de contacto con la Administración y el establecimiento de ventanillas únicas. En tercer lugar, impulsa la cooperación de las Administraciones tanto a nivel internacional como nacional para mejorar su relación con el sector servicios y comunicar de forma eficiente información sobre las excepciones al libre establecimiento de empresas.

Además de esta liberalización de carácter genérico, la transposición de la Directiva exige la reforma de la normativa específica de cada sector. Algunas reformas se tendrán que plasmar en modificaciones



FUENTE: Banco de España.

legislativas a nivel estatal y otras muchas por leyes a nivel autonómico en función del reparto competencial. El principal paquete de reformas a nivel estatal está contenido en la llamada «Ley Ómnibus», cuyo Proyecto de Ley, aprobado por el Consejo de Ministros el pasado 12 de junio, modifica 47 leyes vigentes de ámbitos tan dispares como la inscripción de patentes o la comercialización de los hidrocarburos.

El Proyecto de Ley «Ómnibus» introduce varias «medidas horizontales» que afectan a las empresas en todos los sectores y se relacionan de forma clara con los objetivos generales del Proyecto de Ley «Paraguas». Así, entre otras iniciativas, se reforma la Ley Reguladora de las Bases del Régimen Local para que se introduzca la ventanilla única empresarial (virtual) y se posibilite el contacto electrónico con la administración local. En el mismo sentido se modifica la Ley de acceso electrónico de los ciudadanos a los Servicios Públicos. Por otro lado, se reforma la Ley 30/1992, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, para extender el silencio administrativo positivo. Asimismo, modifica la Ley sobre Colegios Profesionales y la Ley de Sociedades Profesionales, eliminando restricciones a la publicidad de los servicios profesionales, así como algunas de las limitaciones al ejercicio conjunto de varias profesiones existentes en la actualidad y los baremos orientativos de honorarios. Además, se establece que la cuota de colegiación no podrá superar los costes asociados a la tramitación de esa inscripción. Sin embargo, no se elimina, por el momento, la colegiación obligatoria ni los visados colegiales. Estos dos aspectos serán tratados más adelante mediante otra norma con rango de Ley una vez que sea aprobada la «Ley Ómnibus».

El Proyecto de Ley «Ómnibus» incluye también la supresión de 16 regímenes de autorización y la sustitución de 32 de estos regímenes por requisitos menos restrictivos, tales como «comunicaciones previas» de inicio de actividad o «declaraciones responsables». En estos casos, el control de la Administración sobre la actividad realizada deja de realizarse «ex ante» para producirse «ex post».

Debe subrayarse que la «Ley Ómnibus» no cubre la totalidad de las reformas de leyes estatales afectadas por la Directiva, dado que al-

gunas de estas requieren, por su especial complejidad, una reforma específica. Este es el caso de la regulación del comercio minorista, para la que el Consejo de Ministros aprobó otro Proyecto de Ley el pasado 10 de julio<sup>2</sup>. Este Proyecto de Ley, de acuerdo con la Directiva, excluye de entre los criterios por los que las Comunidades Autónomas (CCAA) pueden denegar la autorización de apertura de determinados formatos de distribución, los requisitos de naturaleza económica. Sin embargo, no elimina este régimen de autorización, que, de hecho, se ha venido haciendo más estricto en los últimos años<sup>3</sup>, y permite endurecerlo por «razones de interés general», sin que este concepto quede acotado.

En términos generales, los proyectos de ley mencionados contienen elementos que deberían facilitar el acceso a las actividades de servicios y la reducción de las cargas administrativas que soportan las empresas, en particular los relativos a la eliminación de la necesidad de autorización para el acceso a una actividad de servicios y su ejercicio y la supresión de los obstáculos que dificultan la libre circulación de los servicios por parte de los prestadores sin establecimiento en territorio español. No obstante, el éxito de la reforma, en términos de mayor liberalización de los servicios, dependerá de su adecuada aplicación a sectores clave, como los servicios profesionales o el comercio minorista, donde las barreras a la entrada existentes pueden estar resultando especialmente restrictivas de la competencia, y de una limitación estricta de las excepciones que permite la ley, para lo que es preciso que las CCAA y las Corporaciones Locales colaboren en sus áreas de responsabilidad. Respecto de esto último, el Proyecto de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista puede no ser lo suficientemente estricto como para modificar de una manera determinante los actuales regímenes de autorización en el sector comercial aprobados por las CCAA y que han venido limitando la competencia.

2. Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista. 3. M. Ll. Matea, y J. S. Mora (2009), *La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas*, Documento de Trabajo n.º 0908, Banco de España.

de los precios industriales en el conjunto de la UEM también experimentó un recorte, de mayor intensidad que en el caso español, por lo que aumentó el diferencial positivo. Los índices de precios industriales de comercio exterior han intensificado su ritmo de caída tanto en la vertiente de las exportaciones como en la de las importaciones, evolución que ha venido muy determinada por la trayectoria de los componentes de bienes intermedios y energéticos.

#### 4.4 La actuación del Estado

En términos de caja, el déficit del Estado se amplió hasta 36.819 millones de euros en la primera mitad de 2009, frente al déficit de 2.065 millones de euros registrado en el mismo período del año 2008 (véase el cuadro 4). Este empeoramiento se produjo como consecuencia, por un lado, de la acusada caída —del 29,4%— experimentada por los ingresos impositivos, que refleja tanto la incidencia de la desaceleración de la economía sobre la recaudación como el impacto de las medidas aprobadas por el Gobierno (que afectan, principalmente, a las retenciones

m€ y %

	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008 / 2007	Presupuesto inicial 2009	Variación porcentual 2009 / 2008	Liquidación		
					2008 ENE-MAR	2009 ENE-MAR	Variación porcentual
					1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	129.335	-19,1	141.110	9,1	65.624	46.352	-29,4
Impuestos directos	74.096	-23,6	77.041	4,0	33.398	21.941	-34,3
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	43.167	-0,6	24.378	14.626	-40,0
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	30.085	10,2	7.368	5.548	-24,7
<i>Otros (a)</i>	3.382	-4,2	3.789	12,0	1.651	1.767	7,0
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	50.202	28,0	24.989	15.218	-39,1
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	35.531	42,6	18.192	9.202	-49,4
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.253	0,3	5.243	4.655	-11,2
<i>Otros (b)</i>	3.086	-4,3	3.418	10,8	1.554	1.361	-12,4
Otros ingresos (c)	16.010	11,1	13.867	-13,4	7.237	9.194	27,0
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	148.082	6,0	157.904	6,6	67.689	83.171	22,9
Personal	25.266	6,7	26.848	6,3	12.601	13.196	4,7
Compras	4.553	2,2	3.502	-23,1	1.906	1.881	-1,3
Intereses	15.929	9,6	17.424	9,4	7.519	7.414	-1,4
Transferencias corrientes	82.755	6,5	85.754	3,6	38.111	46.309	21,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.251	—	—	—	—
Inversiones reales	10.656	5,4	10.408	-2,3	4.452	4.909	10,3
Transferencias de capital	8.923	-3,5	10.717	20,1	3.101	9.462	—
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-18.747	—	-16.794	—	-2.065	-36.819	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
IRPF	71.341	-1,8	77.444	8,6	36.220	29.276	-19,2
IVA	48.015	-14,0	53.323	11,1	29.011	18.632	-35,8
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.461	4,6	9.609	9.138	-4,9

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.  
 b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.  
 c. Incluye tasas y otros ingresos, transferencias corrientes, ingresos patrimoniales, transferencias de capital y otras operaciones sin clasificar.

sobre el trabajo y al IVA), y, por otro lado, del vigoroso crecimiento de los gastos (22,9%) frente al mismo período del año precedente, impulsado por el impacto de las dotaciones al Fondo Estatal de Inversión Local. A la luz de la evolución observada de los ingresos y gastos y de las perspectivas para el segundo semestre, cabe esperar que, para el conjunto de 2009, se registren desviaciones significativas entre la recaudación realizada y la presupuestada. La ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra también un empeoramiento, según se describe en el recuadro 6.

Para la descripción de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, los ingresos se redujeron en el segundo trimestre un 19,1% en comparación con el mismo período del año anterior, por la debilidad de los ingresos tributarios. En los impuestos directos, sin embargo, esta debilidad está influida por el impacto diferencial que en el IRPF ha tenido la deducción de hasta 400 euros a lo largo de esta primera mitad de 2009 (sin correspondencia en los mismos meses del año anterior) y que se compensará, en parte, durante la

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta mayo de 2009 un superávit no financiero de 10.420 millones de euros, inferior en un 19,7% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros se redujeron en un 1,1% hasta mayo respecto al mismo mes de 2008, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 5,5% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron una contracción hasta mayo del 2,4%, en claro contraste con el incremento del 7,8% que se había presupuestado para el conjunto de 2009. Este recorte guarda una relación directa con la negativa evolución del empleo, que se ha traducido en continuas caídas del número de afiliados a la Seguridad Social desde junio de 2008 y que se situó, en términos de los afiliados medios, en el -6,7% en el conjunto del segundo trimestre del año.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 6,8% hasta mayo, por debajo de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses de 2009 el número de pensiones contributivas viene mostrando, sin embargo, ritmos de avance

(del 1,7%) superiores a los del año anterior (de un 1,4% para el conjunto de 2008). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se redujo en un 27,9% hasta mayo, lo que, de momento, también sitúa a este tipo de gasto por debajo de la previsión presupuestaria para 2009.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el saldo deficitario se disparó de manera notable, llegando a los 2.816 millones de euros hasta mayo de 2009, frente al déficit de 41 millones de euros para el mismo período del año anterior. A pesar de que los ingresos aumentaron en un 27,1%, los gastos lo hicieron en un 56,9%, debido a la negativa evolución del mercado de trabajo. Así pues, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 68,5% en tasa interanual hasta junio de 2009. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 73,6%, alrededor de un punto y medio por encima de la registrada en el mismo mes de 2008. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta abril, un 66,7% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 55,4% en tasa interanual hasta junio.

#### SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

##### Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

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

me y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-MAY		
	2008	2009	% variación	2008	2009	% variación
	1	2	3 = 2 / 1	5	6	7 = 6 / 5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.113	123.726	8,4	50.066	49.534	-1,1
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	45.379	44.269	-2,4
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	3.419	3.810	11,4
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	1.267	1.455	14,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	106.080	114.476	7,9	37.089	39.114	5,5
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	901	946	5,0
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	686	608	-11,3
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	35.400	37.305	5,4
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>86.041</i>	<i>93.339</i>	<i>8,5</i>	<i>29.872</i>	<i>31.901</i>	<i>6,8</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.716</i>	<i>8.144</i>	<i>5,6</i>	<i>2.724</i>	<i>1.964</i>	<i>-27,9</i>
<i>Resto</i>	<i>7.339</i>	<i>7.982</i>	<i>8,8</i>	<i>2.804</i>	<i>3.440</i>	<i>22,7</i>
2.4 Otros	599	563	-6,0	102	254	148,7
3 SALDO NO FINANCIERO	8.033	9.250	15,2	12.977	10.420	-19,7

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

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del subsector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta octubre de 2008.

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

segunda mitad del año, así como por la repercusión de la reducción en dos puntos en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este año. No obstante, el impacto de la crisis económica se reflejó en las retenciones sobre el trabajo y, sobre todo, en las retenciones provenientes de las ganancias en fondos de inversión, que se redujeron un 45,1%. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída del IVA, con una tasa del -35,8% con respecto al segundo trimestre del año anterior. En este caso, la evolución está afectada, además de por la caída del consumo y de las transacciones inmobiliarias, por el aumento de las devoluciones mensuales debido a la nueva regulación. Los impuestos especiales, por su parte, mostraron una reducción del 4,9%, que vendría explicada fundamentalmente por la caída experimentada por el impuesto sobre hidrocarburos, que seguiría acusando la incidencia sobre el transporte de la baja actividad y el desplome del mercado del automóvil. En cuanto a los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos del Estado, registraron un crecimiento elevado, debido, principalmente, al capítulo de tasas, precios públicos y otros ingresos, especialmente los relativos a recargos e intereses de demora.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 22,9%, notablemente por encima de la previsión presupuestaria para el conjunto del año (6,6%). En concreto, con las excepciones de los gastos de personal y de intereses, los demás capítulos continuaron registrando tasas de variación mayores que las presupuestadas. Cabe destacar, en especial, el fuerte crecimiento de las transferencias corrientes, que en su mayor parte se dirigen a otras Administraciones Públicas y que han sufrido una considerable aceleración a lo largo del segundo trimestre. Asimismo, destaca el elevado aumento de las transferencias de capital, debido a las dirigidas a las corporaciones locales para dotar el Fondo Estatal para la Inversión Local.

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

En el primer cuatrimestre de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 23.889 millones de euros, un 39% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). El descenso de este desequilibrio se explica, fundamentalmente, por el menor déficit comercial y, en mucha menor medida, por la mejoría de los saldos de transferencias corrientes y de servicios, mientras que se produjo una ampliación del déficit de rentas.

En el período de enero-abril de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 51% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 16.058 millones de euros, lo que supone una sustancial intensificación de su ritmo de ajuste. Las exportaciones y, en mayor medida, las importaciones agudizaron su caída, en un contexto de mejora de la relación real de intercambio. La mejora del déficit comercial reflejó tanto la menor factura energética, derivada del descenso de las importaciones netas reales de productos energéticos y de la pronunciada caída de los precios del crudo, como la disminución del saldo negativo del comercio no energético.

En cuanto a la balanza de servicios, en los cuatro primeros meses de 2009 arrojó un superávit de 5.479 millones de euros, un 7% más que en el mismo período de 2008. Esta ampliación se explica por la fuerte reducción del déficit de los servicios no turísticos (un 67%), que contrarrestó el deterioro del superávit de turismo, que disminuyó un 8%, situándose en 5.911 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 11,7% en el conjunto del cuatrimestre. En cuanto al resto de servicios, en el primer cuatrimestre disminuyeron tanto los ingresos como, en especial, los pagos (un 5,7% y un 10%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó un 21% en el primer cuatrimestre de 2009, mientras que el déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 12,5%,

Millones de euros

		ENERO-ABRIL		TASA DE VARIACIÓN 2009 / 2008 (b)
		2008	2009	
INGRESOS	Cuenta corriente	120.325	99.649	-17,2
	<i>Mercancías</i>	67.424	51.982	-22,9
	<i>Servicios</i>	28.075	25.825	-8,0
	— Turismo	10.785	9.524	-11,7
	— Otros servicios	17.290	16.301	-5,7
	<i>Rentas</i>	19.979	17.299	-13,4
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.846	4.543	-6,3
	Cuenta de capital	2.919	2.346	-19,6
	Cuentas corriente + capital	123.244	101.995	-17,2
PAGOS	Cuenta corriente	161.776	125.402	-22,5
	<i>Mercancías</i>	100.004	68.040	-32,0
	<i>Servicios</i>	22.957	20.346	-11,4
	— Turismo	4.368	3.613	-17,3
	— Otros servicios	18.589	16.733	-10,0
	<i>Rentas</i>	28.632	27.804	-2,9
	<i>Transferencias corrientes</i>	10.184	9.211	-9,6
	Cuenta de capital	421	482	14,4
	Cuentas corriente + capital	162.198	125.884	-22,4
SALDOS	Cuenta corriente	-41.452	-25.753	15.699
	<i>Mercancías</i>	-32.580	-16.058	16.522
	<i>Servicios</i>	5.119	5.479	360
	— Turismo	6.417	5.911	-507
	— Otros servicios	-1.299	-432	867
	<i>Rentas</i>	-8.652	-10.505	-1.853
	<i>Transferencias corrientes</i>	-5.338	-4.667	671
	Cuenta de capital	2.498	1.864	-634
	Cuentas corriente + capital	-38.954	-23.889	15.065

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

en un contexto en que las remesas enviadas al exterior experimentaron un descenso más pronunciado que las recibidas. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó en los cuatro primeros meses de 2009 un 25% respecto al mismo período del año anterior, hasta 1.864 millones de euros, reflejando el descenso de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de fondos comunitarios.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

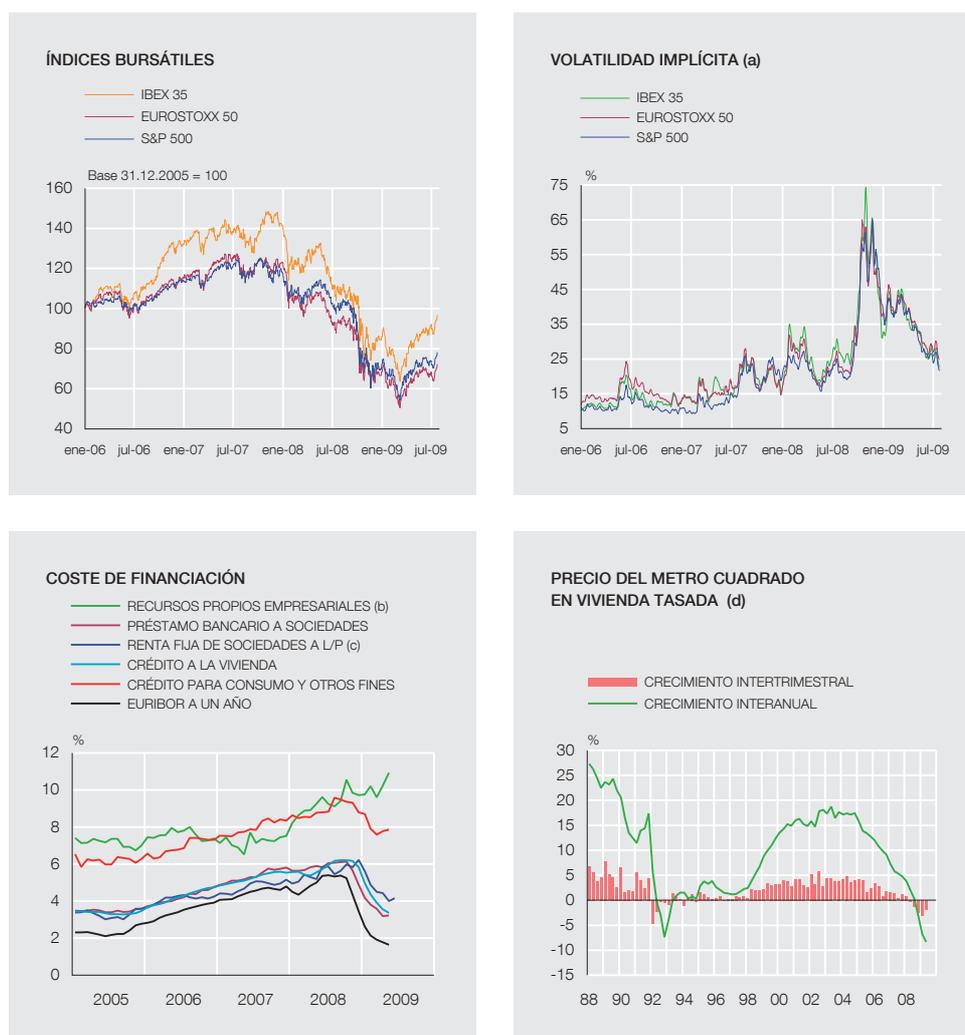
Durante el segundo trimestre de 2009 se observó una pauta de cierta normalización en los mercados financieros nacionales e internacionales. En las bolsas, los índices se revalorizaron y continuó descendiendo su volatilidad, que ha vuelto a los niveles previos al agravamiento de la crisis producido en torno a la quiebra de Lehman Brothers. En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 32,7% por encima del nivel alcanzado al final del primer trimestre, una subida superior a la del EURO STOXX 50 de las empresas europeas (24,8%) y del S&P 500 de las compañías estadounidenses (22,4%). Estos ascensos permitieron que el índice español acumulara unas ganancias del 12,8% en la parte transcurrida de 2009, una evolución más favorable que la mostrada por las referencias estadounidense y europea, que avanzaron un 8,1% y un 5,5%, respectivamente (véase gráfico 23).

En el mercado interbancario continuaron descendiendo las primas de riesgo. Así, el diferencial entre el EURIBOR a un año y el coste de las operaciones de financiación al mismo plazo que cuentan con garantías (*repo*) se redujo en 29 pb entre finales de marzo y la fecha de cierre de este artículo, si bien sigue en niveles elevados (67 pb). Durante este período, las expectativas de tipos de interés a un año apenas cambiaron, por lo que la rentabilidad interbancaria a ese plazo disminuyó en una cuantía similar. La mejora en las condiciones de financiación de las entidades de crédito también se ha reflejado en una cierta recuperación de sus emisiones de renta fija a largo plazo (véase recuadro 7).

Por su parte, en el mercado de deuda pública se observó un comportamiento diferenciado por plazos. En el caso de las letras del Tesoro, la rentabilidad bajó del 1,4% registrado a finales de marzo al 0,8% en la fecha de cierre de este artículo, en línea con las rebajas de los tipos de interés oficiales de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Sin embargo, la de las obligaciones a diez años apenas disminuyó en 3 pb, manteniéndose en torno al 4%. Esta evolución, que se observó también en los principales mercados internacionales de deuda soberana, se explicaría fundamentalmente por la reversión de los flujos financieros de huida hacia activos de mayor calidad que se experimentó en los momentos de mayor tensión. En línea con la recuperación de la confianza de los inversores, se redujeron los diferenciales de rentabilidad a largo plazo de los bonos soberanos en la UEM frente a la deuda alemana, situándose en el caso de la referencia española en 56 pb, 41 pb menos que al cierre del primer trimestre. Asimismo, también descendieron las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados (110 pb en promedio, quedando en los 91 pb).

En el mercado inmobiliario, el precio de la vivienda libre mostró, de acuerdo con los últimos datos disponibles del Ministerio de Vivienda, que corresponden al segundo trimestre de 2009, una caída en dicho período del 1,9%, situándose en junio la tasa de crecimiento interanual en el -8,3%, frente al -6,8% observado en marzo (véase gráfico 23).

El descenso de las rentabilidades interbancarias continuó trasladándose a los costes de la financiación bancaria al sector privado, aunque con intensidad desigual en los diversos segmentos (véase gráfico 23). Los diferenciales entre los tipos bancarios y los de mercado se incrementaron entre marzo y mayo en el caso de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines (62 pb) y a las sociedades por cuantías inferiores al millón de euros (13 pb), que suelen ser percibidos como más arriesgados, al tiempo que los correspondientes a los fondos otorgados a las familias para la adquisición de vivienda y a las empresas con importes superiores al millón de euros descendieron en 19 pb y 5 pb, respectivamente. Estos desarrollos



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

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

parecen confirmar que la reciente ampliación de márgenes no se debe exclusivamente al retraso en la traslación de los movimientos en los tipos de mercado a los aplicados por las entidades de crédito, sino que presenta, al menos en parte, un componente permanente ligado al mayor riesgo percibido por las instituciones financieras en su actividad crediticia. Durante el segundo trimestre, también disminuyó el coste de la financiación empresarial vía emisión de valores de renta fija y aumentó el de los recursos propios. Asimismo, de acuerdo con las respuestas de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio, los criterios de aprobación aplicados por las entidades se endurecieron ligeramente —y en menor medida de lo anticipado en abril— y se preveía que permanecieran relativamente estables en los próximos tres meses, lo que contrasta con el fuerte tensionamiento de la oferta registrado a lo largo de 2008<sup>2</sup>. Por

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

La irrupción de las turbulencias financieras en el verano de 2007 y su posterior intensificación y globalización dificultaron enormemente el acceso de las instituciones financieras a los mercados de financiación mayorista a medio y largo plazo, a los que las entidades de crédito españolas habían acudido con asiduidad durante la última fase alcista del ciclo para financiar la importante expansión de su inversión crediticia.

Los mercados internacionales de titulización, que estuvieron en el epicentro de la crisis financiera, son los que se vieron más seriamente afectados. En España, las emisiones brutas y netas de bonos de titulización se han mantenido en niveles elevados desde mediados de 2007 (véase cuadro adjunto), pero el grueso de estos títulos se ha retenido dentro del sector de entidades de crédito para ser utilizado como colateral en las operaciones de liquidez con el BCE. De hecho, el saldo de los bonos de titulización emitidos que están fuera de su

cartera se ha reducido ininterrumpidamente desde el tercer trimestre de 2007.

Aunque con una intensidad algo menor, los problemas de confianza surgidos tras el desencadenamiento de las tensiones financieras dificultaron también el funcionamiento del resto de mercados de financiación a medio y largo plazo. Así, como puede observarse en el cuadro, la emisión de títulos de renta fija a más de un año, principal instrumento de captación neta de recursos alternativo a los depósitos hasta ese momento, se redujo sustancialmente a partir de mediados de 2007, tanto en términos brutos como netos.

Ante las dificultades existentes para acceder a financiación mayorista a horizontes largos, las entidades recurrieron con mayor intensidad a los mercados de corto plazo. De este modo, la captación neta de recursos a través de la emisión de valores de renta

mm de euros

	RENDA FIJA A CORTO PLAZO (a)				RENDA FIJA A LARGO PLAZO (excl. bonos de titulización)		BONOS DE TITULIZACIÓN		OBLIGACIONES SUBORDINADAS Y ACCIONES PREFERENTES Y COTIZADAS	
	Emisiones brutas		Emisiones netas		Emisiones brutas	Emisiones netas	Emisiones brutas	Emisiones netas	Emisiones brutas	Emisiones netas
	Total	De filiales no residentes	Total	De filiales no residentes	Total	Total	Total	Total	Total	Total
2006 I	76,9	0,0	2,9	-0,5	55,0	47,7	18,6	7,6	2,2	1,9
2006 II	75,1	0,2	2,6	-0,1	37,9	28,9	30,8	20,0	1,8	1,5
2006 III	86,9	0,0	7,3	0,0	29,7	23,0	16,9	6,0	2,1	1,6
2006 IV	89,9	2,5	3,8	1,9	30,1	16,2	45,1	36,3	3,7	3,5
2007 I	118,1	2,3	9,9	0,0	43,1	36,1	41,2	28,6	1,2	0,8
2007 II	104,0	1,4	3,3	-0,5	41,8	32,5	39,6	27,6	1,0	-0,7
2007 III	132,6	8,6	25,3	6,9	19,7	4,1	18,6	7,2	0,0	0,0
2007 IV	113,9	11,1	7,8	3,1	22,3	4,5	55,4	43,8	0,4	0,2
2008 I	128,8	38,0	16,6	22,0	7,9	-12,4	23,9	15,6	0,2	0,0
2008 II	124,4	28,1	12,8	0,4	39,7	22,7	37,8	27,4	0,0	-0,1
2008 III	114,8	18,8	-8,3	-6,0	9,6	-6,0	14,2	4,5	0,6	-0,8
2008 IV	128,9	50,6	-22,6	6,0	15,3	-6,9	62,9	46,9	8,4	7,6
2009 I	118,8	32,7	4,2	-2,0	30,9	5,4	27,9	14,8	3,0	2,8
Feb-may 08	160,2	45,7	17,8	15,7	28,9	6,2	46,8	34,5	0,2	-0,1
Feb-may 09	148,3	46,7	2,2	0,5	59,9	26,2	44,2	24,3	1,0	0,4
ago 08	32,3	4,9	1,8	-3,1	2,5	-1,7	3,8	1,5	0,2	0,1
sep 08	30,6	3,3	-12,3	-1,2	3,5	-3,9	2,5	-0,7	0,0	-0,7
oct 08	41,8	15,7	-8,5	2,4	3,0	-5,6	7,1	1,8	0,1	0,0
nov 08	49,6	22,1	1,6	8,9	1,6	-4,5	32,1	25,5	7,6	7,4
dic 08	37,5	12,8	-15,7	-5,3	10,6	3,2	23,7	19,6	0,6	0,2
ene 09	39,8	10,3	-1,6	-3,1	3,1	-2,8	2,4	-2,0	2,4	2,4
feb 09	38,4	11,5	-3,8	-3,8	13,8	3,0	13,0	9,2	0,6	0,6
mar 09	40,6	11,0	9,6	4,8	14,0	5,2	12,4	7,7	0,0	-0,1
abr 09	33,9	10,0	-4,1	-1,8	17,3	10,7	9,6	4,3	0,0	0,0
may 09	35,4	14,2	-4,2	1,3	14,8	7,2	9,2	3,1	0,4	0,0

FUENTE: Banco de España.

a. Solo incluye entidades de crédito. Incluye emisiones realizadas por filiales residentes y no residentes.

fija con vencimiento no superior a un año superó a la obtenida mediante los de mayor plazo desde el tercer trimestre de 2007 hasta mediados de 2008. Durante este período, las filiales —en concreto, las no residentes— desempeñaron un papel importante en la captación de estos fondos.

Posteriormente, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 supuso un cambio cualitativo en el panorama financiero internacional y la percepción del riesgo de un colapso sistémico aumentó considerablemente (véase el panel izquierdo del gráfico adjunto). En este contexto, se acentuaron sustancialmente las dificultades de las instituciones financieras para obtener fondos, registrándose una elevación significativa de las primas de riesgo que debían soportar. De este modo, la captación neta de recursos mediante valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, fue negativa desde mediados de 2008 hasta enero de 2009. En el caso de los de vencimiento inferior a un año, la evolución estuvo también condicionada, posiblemente, por los cambios introducidos en la primavera de 2008 en el marco de instrumentación de la política monetaria del Eurosistema (en concreto, por la inclusión de operaciones de inyección de liquidez a seis meses, que ampliaron el abanico de posibilidades al alcance de las entidades para obtener fondos). Asimismo, se observó un cierto aumento de las emisiones de obligaciones subordinadas y acciones en el último trimestre de 2008 y en enero de 2009, que respondió a la voluntad de las entidades de reforzar sus ratios de solvencia, en línea con los requerimientos de los mercados, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la fortaleza del balance de las instituciones financieras a nivel mundial y alta aversión al riesgo.

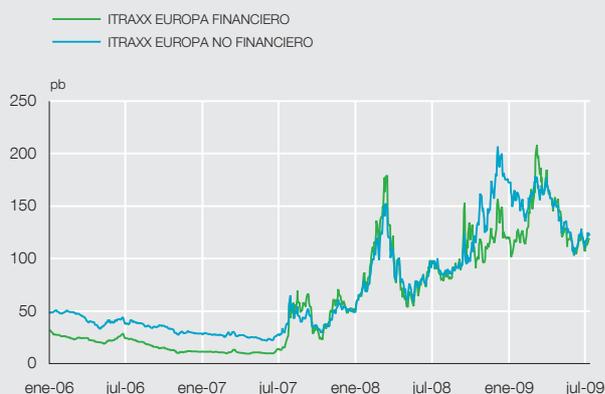
A partir de febrero de 2009, la situación en los mercados financieros ha mejorado apreciablemente. A esta evolución han contribuido las

perspectivas más optimistas de los inversores, que se han traducido en un descenso de las primas de riesgo exigidas, y los planes de apoyo al sistema financiero. De este modo, durante el citado período se ha observado un mayor dinamismo en las emisiones de renta fija a largo plazo, que han pasado a ser positivas en términos netos tras los registros negativos de gran parte de 2008. La concesión de avales estatales a las emisiones de deuda bancaria, medida adoptada por diversos países de la Unión Europea para aliviar las dificultades de refinanciación del sistema bancario de los Estados miembros, ha desempeñado un papel muy destacado a la hora de explicar el mayor volumen de colocaciones de estos títulos en los últimos meses. Así, hasta el 10 de julio 40 entidades españolas habían recurrido a estas emisiones garantizadas, por un importe total que ascendía a unos 38 mm de euros<sup>1</sup>.

También la captación de recursos mediante cédulas hipotecarias, una de las principales vías por las que las entidades obtuvieron recursos en los años de mayor expansión crediticia, ha mostrado una cierta recuperación en los últimos meses. Entre febrero y abril se apreció un aumento de las emisiones de estos títulos, principalmente mediante colocaciones privadas de volúmenes reducidos. A partir de mayo, tras el anuncio del BCE relativo a la adquisición de *covered bonds* —categoría a la que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas— emitidos por bancos de la zona del euro, se han realizado diversas emisiones en el mercado, habiéndose registrado una reducción significativa de los diferenciales soportados por estos instrumentos (véase el panel derecho del gráfico). En cambio, la emi-

1. Entre febrero y mayo, las emisiones con aval estatal han representado un 52% del total de emisiones brutas de valores renta fija a largo plazo realizadas durante este período.

1 PRIMAS DE LOS SEGUROS DE RIESGO CREDITICIO A CINCO AÑOS



2 ASSET SWAP SPREAD DE CÉDULAS HIPOTECARIAS EUROPEAS (a)



FUENTE: Datastream.

a. Diferencial entre la rentabilidad de los *covered bonds* (categoría a la que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas) del índice y la que se obtendría a partir de los tipos de interés de la curva de swaps, ponderados por las duraciones de la cartera.

sión neta de valores de renta fija a corto plazo ha seguido siendo muy reducida, previsiblemente como consecuencia de las favorables condiciones de obtención de liquidez en el Eurosistema. Finalmente, los mercados de titulización continúan paralizados, registrándose tan solo operaciones que se retienen íntegramente por los originadores.

En resumen, los datos más recientes muestran una cierta normalización en los mercados mayoristas, excepto en los de titulización. A esta

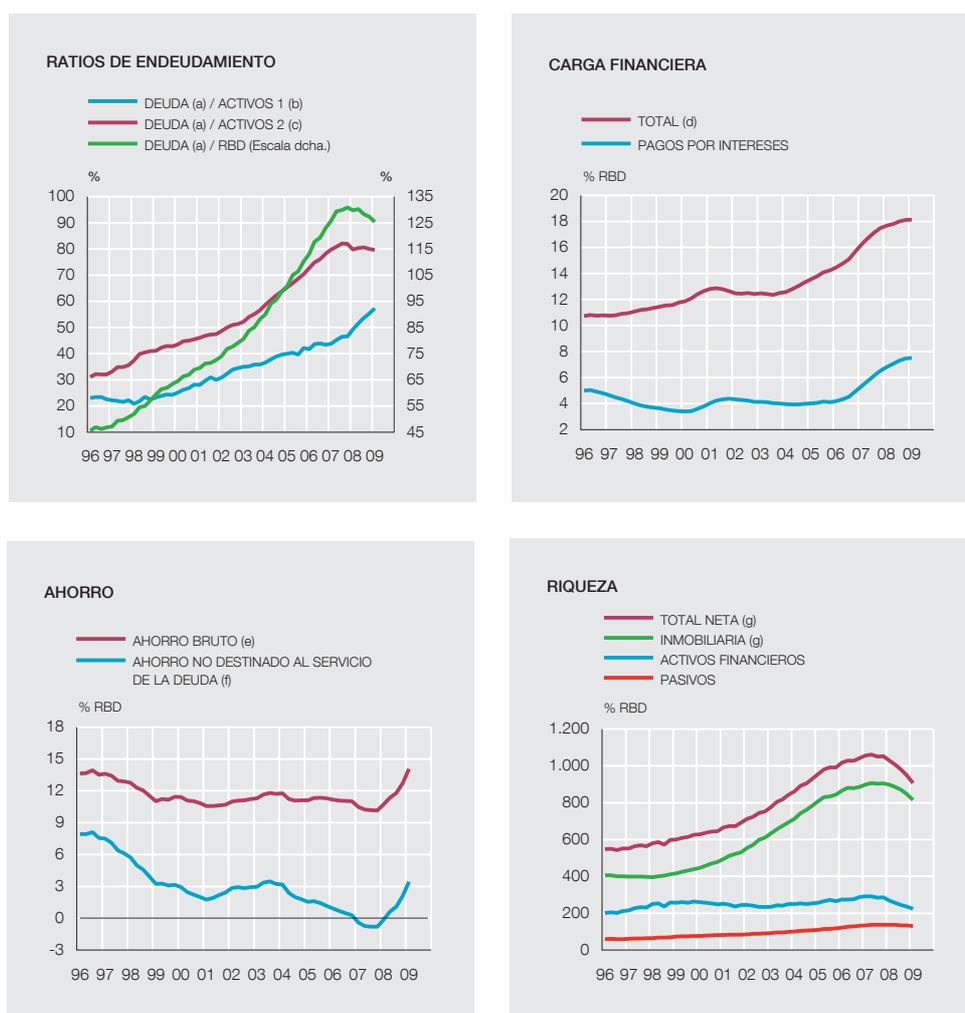
evolución han contribuido tanto las perspectivas menos pesimistas, que se han reflejado en unas condiciones de captación de fondos por parte de estas instituciones financieras más favorables, como los planes de apoyo al sistema financiero —en particular, la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija, que ha tenido una aceptación muy positiva por parte del mercado— y el anuncio de la adquisición por parte del BCE de *covered bonds* emitidos por bancos de la zona del euro, que parece haber estimulado la actividad en este mercado.

su parte, las restantes condiciones crediticias (plazos de devolución, garantías requeridas) habrían sido algo menos favorables que en el trimestre precedente.

En línea con el comportamiento de la oferta de crédito y con la menor demanda de fondos externos, durante el segundo trimestre ha continuado el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de la financiación se situó en mayo por debajo del 1%, 1,5 pp menos que dos meses antes. Este menor dinamismo se produjo tanto en los préstamos para adquisición de vivienda como en los destinados a consumo y otros fines. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades tuvieron un ritmo de expansión del 5% en relación con el mismo período de 2008, casi 1 pp menos que en marzo. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a marzo, muestra una ralentización bastante generalizada, aunque esta fue más acusada en la construcción (cuyos fondos se redujeron un 8% durante los últimos doce meses), mientras que los pasivos bancarios de la industria y los servicios no inmobiliarios continuaban aumentando por encima del 10% en términos interanuales.

La desaceleración de la deuda de las familias propició una ligera reducción durante el primer trimestre del ejercicio de la ratio de endeudamiento en relación con la RBD, a pesar de lo cual la carga financiera en términos anuales se mantuvo estable, ya que el coste medio de los pasivos del balance se situó en niveles similares a los observados en el mismo período del pasado año (véase gráfico 24). Asimismo, se registró un aumento de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, al que contribuyó, en gran medida, la recuperación de la tasa de ahorro bruto del sector. Es preciso señalar que todas estas ratios se vieron afectadas también por la pérdida de dinamismo de la RBD. En consonancia con estos desarrollos, los datos procedentes de las cuentas financieras muestran que la capacidad de financiación del sector se incrementó, en términos acumulados de cuatro trimestres, en 0,6 pp, hasta situarse en el 0,9% del PIB. Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió contrayéndose en relación con la RBD, dada la trayectoria descendente de los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Los datos de avance más recientes apuntan a descensos de la deuda, de la carga financiera y de la riqueza en el segundo trimestre de 2009.

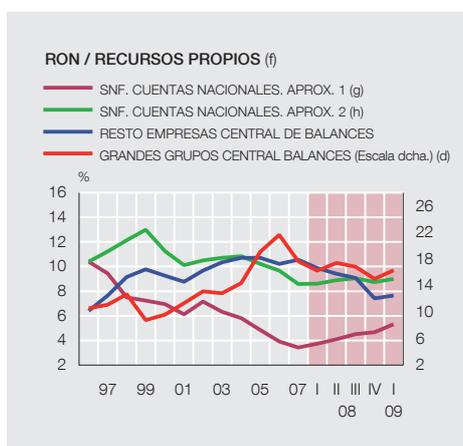
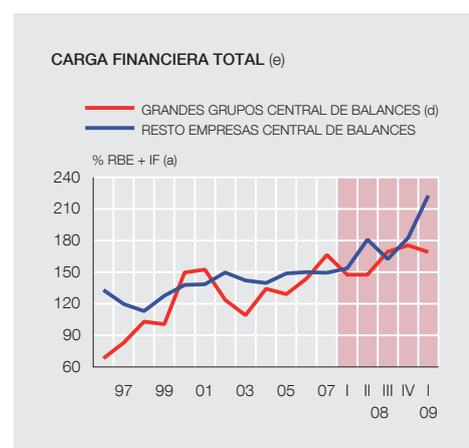
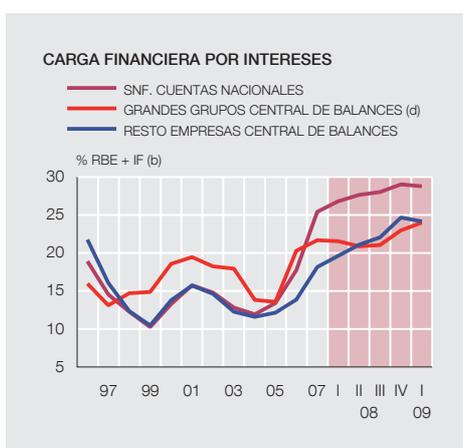
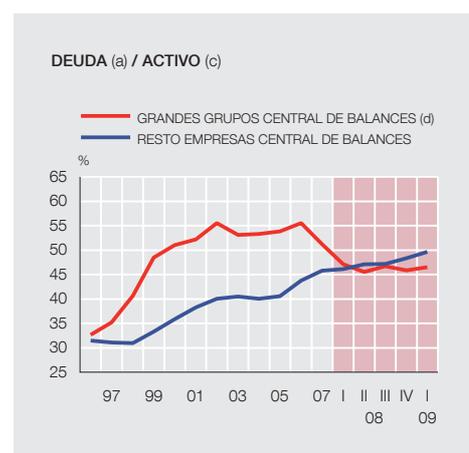
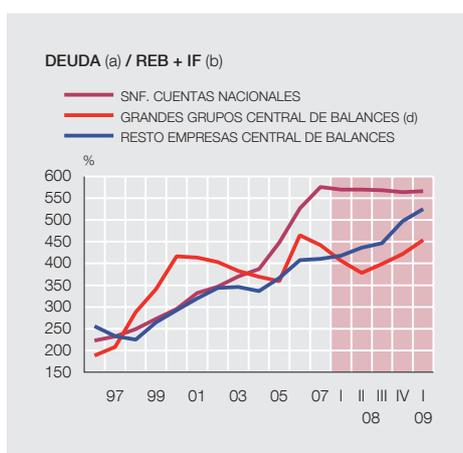
En el caso de las sociedades, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera se mantuvieron en los tres primeros meses del ejercicio en niveles similares a los registrados en diciembre de 2008 (véase gráfico 25). Los últimos datos de avance disponibles apuntan a un descenso en la carga financiera en el segundo trimestre. Por su parte, de acuerdo con



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

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

la información de las cuentas financieras para el primer trimestre, el sector tuvo unas necesidades de financiación equivalentes al 5,7% del PIB en términos acumulados de doce meses, 1,5 pp por debajo de las registradas al cierre de 2008. Las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional, correspondientes también a marzo de 2009, para los resultados económicos mostraban una nueva desaceleración en este agregado. Así, aunque su tasa de crecimiento interanual permanecía todavía en niveles relativamente elevados, el ritmo de avance intertrimestral de la serie ajustada de estacionalidad se situaba cercano a cero. En esta línea, los datos de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian que en los tres primeros meses del año empeoraron los resultados para la mayoría de las compañías, lo que contribuyó al repunte de las ratios de deuda y de pagos por intereses. Como consecuencia de estos desarrollos, se elevaron, una vez más, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo.



FUENTES: INE y Banco de España.

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

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008				2009
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
					Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,0	-13,8	-13,7	-12,3	-9,9	-6,9	-4,8
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-7,1	-9,4	-12,2	-12,7	-11,4	-9,4	-7,2	-5,7
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,0	-0,8	-0,5	0,3	0,9
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,6	1,9	2,0	1,7	1,9	1,7	1,7
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	2,2	1,7	0,5	-1,6	-3,8	-5,3
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,4	-15,4	-19,8	-17,1	-15,2	-10,8	-8,7

FUENTE: Banco de España.

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

El deterioro de las condiciones económicas propició una nueva elevación del grado de presión financiera soportado por algunos agentes del sector privado. Ello se reflejó en el aumento generalizado de las ratios de morosidad, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situaron en mayo en el 4,6%, 0,4 pp por encima de marzo y 1,3 pp más que en diciembre de 2008.

La información más reciente de las cuentas financieras muestra (véase cuadro 6) una nueva reducción, durante el primer trimestre de 2009, de las necesidades de financiación de la nación (8,4% del PIB en términos acumulados anuales, frente al 9,1% de diciembre). Este descenso fue inferior al registrado por el sector privado no financiero, que se vio parcialmente compensado por el fuerte incremento (1,5 pp) del déficit de las AAPP (que se situó en el 5,3% del PIB). Los fondos necesarios para cubrir el déficit exterior fueron captados, en parte, por las propias AAPP (3,1% del PIB) y, en menor medida que en trimestres anteriores, por las entidades de crédito e inversores institucionales (1,2% y 1,5% del PIB, respectivamente). No obstante, estos ingresos en su conjunto no fueron suficientes para cubrir el exceso de gasto en relación con las rentas de la nación, de modo que, una vez más, el flujo de activos netos frente a los no residentes del Banco de España fue negativo, por un importe equivalente, en términos acumulados de doce meses, a algo menos del 3% del PIB.

En resumen, a lo largo del trimestre los costes de financiación de los hogares y sociedades continuaron reduciéndose, si bien las restantes condiciones crediticias habrían seguido experimentando un cierto endurecimiento, aunque sustancialmente menor que el que se venía registrando desde el inicio de la crisis. Por otra parte, el deterioro macroeconómico y el descenso en el valor de activos inmobiliarios (que es el principal componente de la riqueza de las familias) se han vuelto a reflejar en un empeoramiento de la posición financiera agregada del sector privado, que, lógicamente, habrá afectado en mayor medida a los agentes que estaban más expuestos a estos desarrollos, elevándose el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos.

## 5.2 El sector hogares

La información más reciente de tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito, que corresponde al mes de mayo, muestra una reducción en el caso de los préstamos para ad-

quisición de vivienda de 56 pb con respecto a marzo y un repunte de 28 pb en los destinados a consumo y otros fines, que presentan una mayor variabilidad. El descenso en los costes de financiación desde los niveles máximos que se registraron en el verano de 2008 se encuentra ya en torno a los 280 pb en el primer caso y a los 170 pb en el segundo, siendo en ambos segmentos inferior al experimentado por las rentabilidades de mercado. El ascenso en los diferenciales entre los tipos bancarios y el interbancario de referencia ha sido más acusado en los préstamos para consumo, que a priori presentan un riesgo más elevado.

Por otra parte, los últimos datos disponibles señalan que ha continuado el endurecimiento del resto de condiciones crediticias distintas a los tipos de interés, tales como las garantías exigidas (que han aumentado) o el plazo de vencimiento (que se ha acortado). Así, las entidades encuestadas en la última EPB, elaborada en julio, confirmaban que a lo largo del segundo trimestre del año se ampliaron algo los márgenes aplicados, y se redujeron tanto el período de devolución como la relación entre el principal y el valor de las garantías. Sin embargo, los criterios de concesión aplicados fueron solo ligeramente más exigentes que en los tres primeros meses del año, e inferiores a los previstos en la anterior edición de la EPB.

En este contexto, la deuda de las familias ha continuado desacelerándose, situándose en mayo el ritmo de crecimiento interanual por debajo del 1%, casi 1,5 pp menos que en marzo. La ralentización de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda, que crecía en la misma fecha un 1% en relación con el mismo período de 2008, como en los fondos destinados al consumo y otros fines, que mostraron un avance nulo en los últimos doce meses. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas registraron incluso valores negativos, tanto para el total de la financiación a hogares como para sus dos componentes, que se encontraban en ambos casos en valores próximos al -2%, en términos anualizados.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al primer trimestre de 2009, continuó la reducción de la inversión en activos financieros (véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, se situó en el entorno del 1% del PIB, casi un 1,5 pp por debajo del nivel de cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la moderación en las aportaciones a depósitos a plazo (que ha pasado del 6,6% del PIB al 3,9%), que no fue compensada por las menores salidas netas de los fondos de inversión (-3,1% del PIB, frente al -3,7% de diciembre) y por el aumento en las tenencias de medios de pago (0,3% en marzo y -0,5% tres meses antes).

La ratio de endeudamiento de los hogares descendió ligeramente en el primer trimestre de 2009, hasta situarse en torno al 125% de su RBD. Por el contrario, la ratio de carga financiera se habría mantenido en valores próximos al 18% de la RBD, debido a que el coste medio de los pasivos en balance fue relativamente similar al observado un año antes. La moderación de las obligaciones derivadas del servicio de la deuda, junto con la desaceleración del consumo de las familias, explica el crecimiento de su capacidad de ahorro, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos. Por su parte, la riqueza neta del sector experimentó un nuevo retroceso en relación con la RBD, que resultó de la trayectoria descendente del precio de los activos financieros y, sobre todo, del de los inmuebles. Los datos de avance más recientes apuntan a descensos de la deuda, de la carga financiera y de la riqueza en el segundo trimestre de 2009. Es importante tener presente que el comportamiento de estas ratios ha venido influido también por la pérdida de dinamismo de sus respectivos denominadores.

A pesar de la moderación de la carga financiera, el deterioro de las condiciones económicas —en particular, el repunte de la tasa de paro— contribuyó a que aumentara la propor-

% del PIB	2005	2006	2007	2008		2009
				III TR	IV TR	I TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,4	10,9	7,4	3,8	2,8	1,3
Medios de pago	4,0	3,1	-1,0	-1,5	-0,5	0,3
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,6	5,8	7,8	7,9	6,6	3,9
Acciones y otras participaciones (b)	0,2	-1,1	0,6	0,4	0,1	0,2
Fondos de inversión	1,9	0,2	-1,2	-3,5	-3,7	-3,1
Reservas técnicas de seguros	2,0	1,8	0,9	0,7	0,5	0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,7	0,6	0,2	0,1	-0,1	0,0
<i>De jubilación</i>	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4
Resto	0,6	1,1	0,3	-0,2	-0,2	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	11,7	12,6	9,0	4,3	2,5	0,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,3	13,0	9,4	5,1	3,4	1,6
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,2	9,9	7,0	3,7	2,7	1,5
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	2,2	3,1	2,2	1,4	0,8	0,3
Resto	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-0,9	-1,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	18,1	23,4	13,5	6,1	3,9	3,4
Medios de pago	2,0	2,3	-0,4	-0,6	-1,1	-0,7
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	2,0	2,1	1,9	2,0	1,0
Acciones y otras participaciones	7,3	11,4	7,7	3,0	2,7	2,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	3,9	8,0	6,3	4,8	3,1	2,7
Resto	7,6	7,8	4,1	1,8	0,4	0,3
Operaciones financieras (pasivos)	25,2	32,8	25,7	15,6	11,1	9,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	12,9	17,6	13,9	7,1	5,5	3,7
Préstamos exteriores	2,1	3,3	2,8	2,9	2,2	2,5
Valores de renta fija (d)	0,3	1,8	0,5	0,1	0,3	0,7
Acciones y otras participaciones	3,7	2,9	5,3	3,6	2,3	1,9
Resto	6,2	7,2	3,2	1,8	0,7	0,2
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	21,2	24,2	15,5	8,3	6,1	4,6
Hogares e ISFLSH	20,9	19,6	12,5	6,5	4,4	2,2
Sociedades no financieras	21,4	27,9	17,7	9,6	7,4	6,3

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

ción de hogares con dificultades para hacer frente al servicio de su deuda. Así, durante el primer trimestre el porcentaje de personas endeudadas con préstamos en situación de mora se elevó en 1 pp, hasta el 5,7%. Como resultado de ello, la ratio de morosidad de las familias aumentó durante el mismo período en 0,6 pp, hasta el 3,6%. Atendiendo a la tipología de los préstamos, se observa que la ratio es más alta y ha crecido más en los destinados a consumo y otros fines (6,6%, frente al 5,2% de diciembre) que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas (2,8%, 0,4 pp más que al cierre de 2008).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

Los últimos datos disponibles de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a las sociedades, correspondientes a mayo, muestran un descenso, en relación con los registros de marzo, tanto para los préstamos de importe inferior al millón de euros (21 pb) como para los de un volumen superior (40 pb). El mayor retroceso en estos últimos se viene produciendo a lo largo de todo el ciclo de disminuciones de los costes bancarios iniciado en septiembre del pasado año, de tal forma que, mientras que estos préstamos acumulan 312 pb de caída, los de menor cuantía, que suelen ir dirigidos en mayor medida a las PYME, solo habrían bajado 207 pb. También se observa una reducción de los costes de la financiación vía emisión de valores de renta fija, tanto de corto plazo (23 pb con respecto a marzo) como de largo (49 pb en el mismo período), mientras que, en cambio, la rentabilidad exigida por el mercado a los recursos propios aumentó en 133 pb.

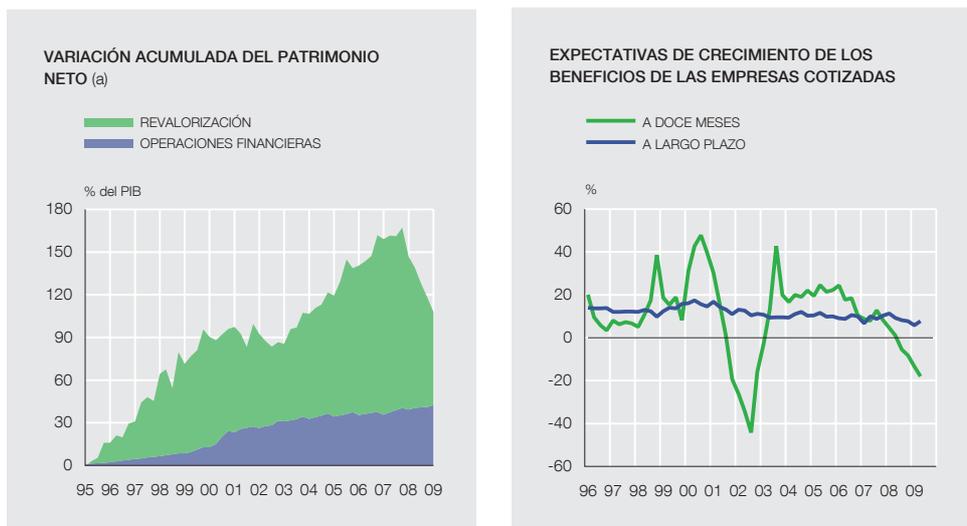
No obstante, la EPB de julio muestra que el resto de condiciones de los créditos aplicadas por las entidades fue menos favorable que en el primer trimestre, al tiempo que los criterios de aprobación se endurecieron, si bien lo hicieron levemente y en menor medida que lo declarado en la encuesta de abril. El descenso en el ritmo de contracción fue similar en los casos de PYME y grandes empresas, y algo más acusado en los préstamos de corto plazo que en los de largo. Además, las entidades no preveían cambios en su oferta de crédito durante los próximos tres meses.

Por su parte, según la información que proporciona el índice de confianza empresarial elaborado por las cámaras de comercio, en el primer trimestre volvió a aumentar el porcentaje de sociedades (hasta el 30%) que indicaban que las dificultades de financiación era uno de los factores que limitaban su actividad. Asimismo, la encuesta sobre el acceso de las PYME a la financiación ajena, que elabora la misma institución, mostraba un ascenso, en abril y mayo, del número de compañías con menos de 250 empleados que habían experimentado una reducción en el volumen de financiación ofrecida (del 27% de marzo al 43% de mayo), mientras que las exigencias de garantías y avales se habían incrementado para un 88% de estas empresas.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en mayo su tasa de crecimiento interanual en torno al 5%, casi 1 pp menos que la cifra de marzo. El crédito de entidades residentes, que representa la principal fuente de financiación de las sociedades, presentaba un avance menor (en torno al 3% en términos interanuales y próximo al 0% en tasa intertrimestral anualizada). Por su parte, las restantes fuentes de financiación (préstamos de no residentes y valores de renta fija), que son utilizadas principalmente por las empresas de mayor tamaño, mostraron un mayor dinamismo.

El desglose del crédito por actividad productiva, cuyos datos más recientes se refieren al primer trimestre de 2009, muestra una desaceleración generalizada, con la única excepción de la industria, cuyos pasivos bancarios crecieron en torno al 10% en términos interanuales, prácticamente la misma tasa observada tres meses antes. En la construcción y la agricultura el ritmo de avance interanual descendió en mayor medida y se encontraba en valores negativos (-8% y -2%, respectivamente). Asimismo, también se redujo el dinamismo del crédito a las empresas del sector inmobiliario, que pasó del 5% al 4% entre diciembre de 2008 y marzo de este año, y el del resto de servicios (12%, frente al 14% del cierre del pasado ejercicio).

En este contexto, de acuerdo con la información de las cuentas financieras para el primer trimestre de 2009, las necesidades de financiación del sector se redujeron en más de 1,5 pp, situándose algo por debajo del 6% del PIB. Por su parte, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

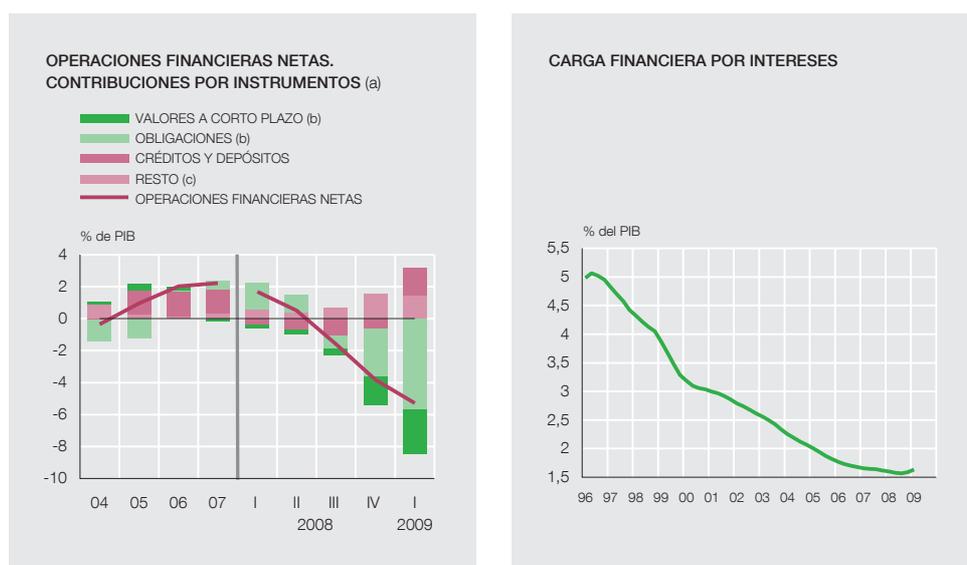
a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió —en 2 pp—, hasta representar algo menos del 9% del PIB.

A pesar de la desaceleración de los pasivos del sector, la ratio de deuda en relación con los resultados generados se mantuvo estable en los primeros tres meses del año como consecuencia de la evolución desfavorable de los beneficios. Los pagos por intereses en relación con los recursos obtenidos también permanecieron en torno al 29%, nivel observado al cierre de 2008. No obstante, los últimos datos de avance disponibles apuntan a un descenso en la carga financiera en el segundo trimestre, en línea con el descenso en el coste de la financiación. Por su parte, las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados económicos, correspondientes a marzo de 2009, mostraban una nueva desaceleración en este agregado. Así, aunque su tasa de crecimiento interanual se situaba todavía en niveles relativamente elevados, el ritmo de avance intertrimestral de la serie ajustada de estacionalidad era prácticamente nulo.

Además, los analistas volvieron a revisar a la baja sus expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses (véase gráfico 26). Sin embargo, aumentaron sus previsiones de avance de esta variable para horizontes más largos, por primera vez desde finales de 2007.

La información del primer trimestre de la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, muestra una importante contracción de los resultados ordinarios, de alrededor de un 30%, en el primer trimestre de 2009 con respecto al mismo período del año anterior, lo que constituye la evolución más negativa de esta variable en toda la serie de datos de la CBT. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluyen la construcción y la promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que, nuevamente, el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-68%), y, en línea con esta reducción, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios en este sector fue la que disminuyó de forma más marcada. Esta evolución, junto con el avance de los pasivos, se reflejó en un aumento de las ratios de endeudamiento y car-



FUENTE: Banco de España.

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

ga financiera. Como consecuencia de estos desarrollos se elevaron, una vez más, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo.

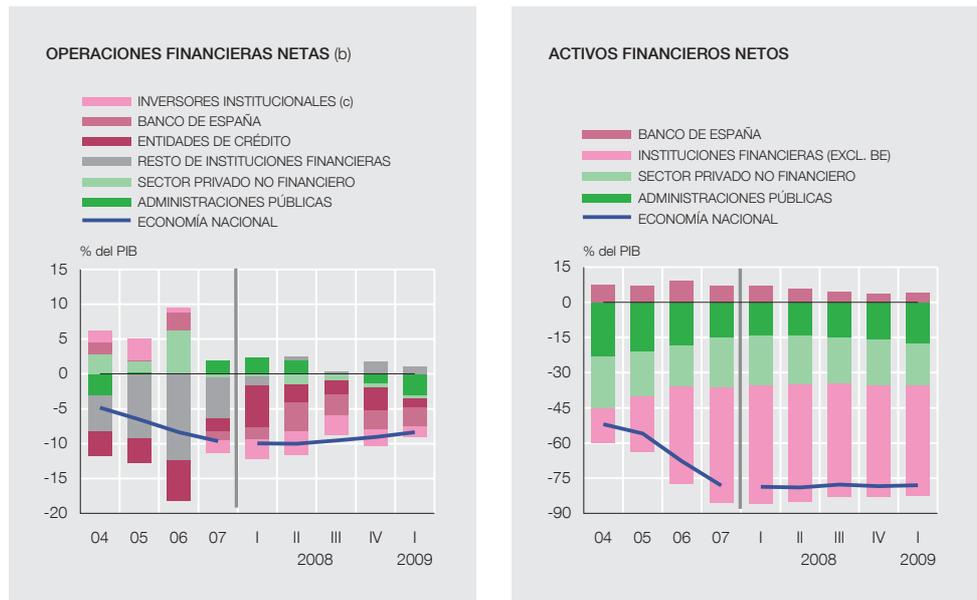
La evolución desfavorable de los resultados se siguió reflejando en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, situándose en marzo en el 4,8%, 1,1 pp más que al cierre de 2008. Las empresas con más dificultades para hacer frente a sus deudas se encuentran concentradas en los sectores de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta ha pasado del 5,7% registrado en diciembre de 2008 al 7,3% observado al final del primer trimestre, mientras que en el resto de actividades aumentó en menor medida —del 1,9% al 2,6%— en el mismo período.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Las necesidades de financiación de las AAPP se incrementaron sustancialmente en el primer trimestre del año, alcanzando, en términos acumulados de doce meses, el 5,3% del PIB, 1,5 pp más que al cierre de 2008 (véanse cuadro 6 y gráfico 27). El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y largo plazo. A diferencia de lo acaecido en el año anterior, se observó un aumento del saldo de depósitos netos de crédito. Por otra parte, a pesar del mayor endeudamiento, la disminución del coste medio de los fondos permitió que los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En los primeros tres meses de 2009, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación se redujo, hasta situarse, en términos acumulados de un año, en el 8,4% del PIB, frente al 9,1% de diciembre. Esta moderación vino acompañada de una recomposición por sectores institucionales, de tal forma que descendieron las necesidades de financiación de los hogares (que, por segundo trimestre consecutivo, mostraron un saldo positivo) y sociedades, al tiempo que aumentaba el déficit de las AAPP (véase cuadro 6).



FUENTE: Banco de España.

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

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al exterior muestra que durante el primer trimestre de 2009 aumentaron sustancialmente las entradas netas de capital canalizadas a través de las AAPP, hasta representar, en términos acumulados de doce meses, el 3,1% del PIB, en un contexto de importantes emisiones de deuda pública. Por el contrario, se redujeron los fondos captados por las entidades de crédito, los inversores institucionales y las sociedades no financieras, aunque siguieron siendo positivos en los tres casos por importes equivalentes al 1,2%, 1,5% y 0,7% del PIB, respectivamente. Al mismo tiempo, las restantes instituciones no financieras, que incluyen los fondos de titulización, registraron, una vez más, flujos negativos. A pesar de las menores necesidades de financiación de la nación, los fondos captados del exterior por los sectores distintos del Banco de España no fueron suficientes para cubrirlos, de modo que, nuevamente, el flujo de activos netos frente a los no residentes de esta institución fue negativo alcanzando, en términos acumulados anuales, el 2,8% del PIB (véase gráfico 28).

Las entradas de capital descendieron en el primer trimestre de 2008, situándose en el 8,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, lo que supone 3,5 pp menos que en diciembre (véase cuadro 8). Por instrumentos, se observa un notable descenso en las compras de acciones y otras participaciones por los no residentes (1,9% del PIB, 1,5 pp menos que tres meses antes) y en los depósitos —en particular, en los del mercado interbancario (2% del PIB, 4,2 pp menos que al cierre de 2008)—. En términos netos, los recursos captados por esta vía se redujeron en menor cuantía (2,4 pp). Por el contrario, creció la financiación neta obtenida mediante valores distintos de acciones —que había sido negativa en períodos anteriores—, especialmente gracias al aumento de la captación de fondos canalizada a través de títulos emitidos por las AAPP. Por su parte, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB volvió a disminuir 1,5 pp, y se situó en el 2,9%.

% del PIB	2005	2006	2007	2008		2009
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-9,6	-9,1	-8,4
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,9	7,5	3,2	0,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	1,3	-0,3	-2,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	2,1	-0,5	-2,3
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,1	1,3	-0,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,7	1,5	0,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,6	-0,4	-0,9
Acciones y otras participaciones	5,1	10,5	8,6	4,3	1,9	2,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,3	4,8	3,1	2,7
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,9	1,2	-1,0	-2,1	-1,5	-0,8
Préstamos	1,1	2,1	1,2	1,7	0,9	1,0
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,6	17,1	12,3	8,8
Depósitos	5,6	0,3	7,3	11,3	9,0	4,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	8,6	6,2	2,0
Valores distintos de acciones	15,8	21,4	8,1	-1,5	-2,2	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,3	0,2	1,4	2,6
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,4	-1,9	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,8	-0,3	-1,7	-1,0
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	4,4	3,4	1,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	4,0	2,5	1,2
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,8	2,1	2,5
Otros neto (c)	-0,9	-0,5	0,1	1,1	0,5	0,3
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	7,7	5,0	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	7,0	4,4	2,9

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Por el lado de las salidas de capital, estas se redujeron en el primer trimestre, hasta representar, en términos acumulados de doce meses, el 0,5 % del PIB, 2,7 pp menos que en diciembre de 2008 (véase cuadro 8). Por instrumentos, se apreció una caída en la inversión en valores de renta fija y, por el contrario, un mayor dinamismo en las compras netas de acciones y otras participaciones (2,5% del PIB, 0,6 pp más que tres meses antes), a pesar de lo cual la inversión directa de España en el exterior disminuyó ligeramente, para situarse por debajo del 5% del PIB.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de la deuda neta acumulada por la econo-

mía española frente al resto del mundo se mantuvo en torno al 80% del PIB (véase gráfico 28). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia de la mejora de las posiciones deudoras de las instituciones financieras y del sector privado no financiero, que se vio compensada por el incremento de los pasivos de las AAPP.

24.7.2009.



## Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009

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

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de julio de 2009, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. La presentación de los resultados se mantiene igual que en el artículo anterior, publicado en el *Boletín Económico* de abril de 2009<sup>2</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda en el segundo trimestre del año en curso y sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. Asimismo, junto con el cuestionario regular, volvió a incluirse un conjunto de preguntas ad hoc, que, en esta ocasión, hacían referencia a la situación en los mercados financieros mayoristas y las medidas de apoyo público adoptadas por los gobiernos, así como al impacto de la introducción de la nueva normativa de capital sobre la política crediticia de las entidades.

De acuerdo con las contestaciones a la Encuesta de julio, los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a empresas y a hogares en España se endurecieron en los tres últimos meses, aunque solo levemente y menos de lo esperado por las entidades en abril de 2009. Se produjo así, por segundo trimestre consecutivo, una notable reducción en el ritmo de contracción de la oferta de crédito (véase gráfico 1). No obstante, conviene señalar que, como resultado de las variaciones acumuladas, las condiciones de financiación actuales resultan más restrictivas para los prestatarios que las existentes antes del inicio de la crisis financiera. Por su parte, la demanda de fondos mostró un comportamiento diferenciado por segmentos. Así, la de las familias para adquisición de vivienda dejó de caer por primera vez desde el final de 2006, la de las sociedades moderó su descenso y la correspondiente a la financiación del consumo continuó retrocediendo a la misma tasa. Las previsiones para el tercer trimestre apuntan a un mantenimiento sin cambios de los criterios de aprobación, a caídas modestas en la demanda de crédito de empresas y de hogares para consumo y otros fines y, por primera vez en bastante tiempo, a un leve aumento en la demanda del crédito destinado a la adquisición de vivienda. En general, la dispersión en las respuestas de las entidades (véase gráfico 2) volvió a reducirse en relación con lo observado en la encuesta previa.

En el conjunto de la UEM, las tendencias fueron similares, aunque con variaciones más moderadas, como es habitual dada la disparidad de situaciones nacionales dentro del área. En cualquier caso, resulta destacable el cambio en la situación relativa de nuestro país, que pasó a presentar endurecimientos en los criterios de aprobación de nuevos préstamos —tanto de los observados en el segundo trimestre como de los previstos para el siguiente—, inferiores a los del conjunto de la zona euro, en los tres segmentos analizados. Por el lado de la demanda y con la excepción de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, la evolución

---

1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España. 2. Así, un signo positivo (negativo) en los indicadores de oferta significa un endurecimiento (relajación) neto de los criterios o de las condiciones de oferta, así como una contribución del factor correspondiente al endurecimiento (relajación) de la política crediticia de la entidad. En el caso de la demanda, el signo es positivo cuando esta aumenta y negativo cuando disminuye. Con el fin de facilitar la comparación con los resultados publicados por otros bancos centrales o por el BCE, en cada contestación de la Encuesta se presentan el porcentaje neto y el indicador de difusión, definidos tal y como viene reflejado en las notas al pie de los cuadros.

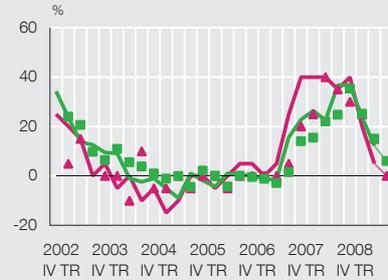
VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN (a) (c)

— ESPAÑA      ▲ ESPAÑA (prev.)  
— UEM      ■ UEM (prev.)

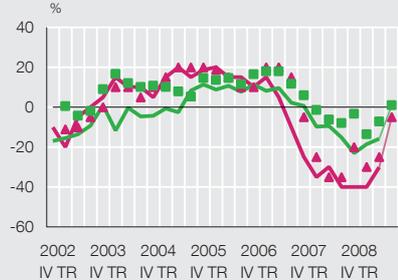
VARIACIÓN EN LA DEMANDA (b) (c)

— ESPAÑA      ▲ ESPAÑA (prev.)  
— UEM      ■ UEM (prev.)

CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



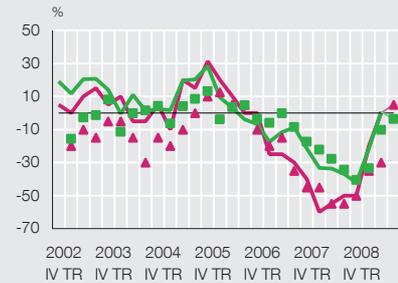
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES

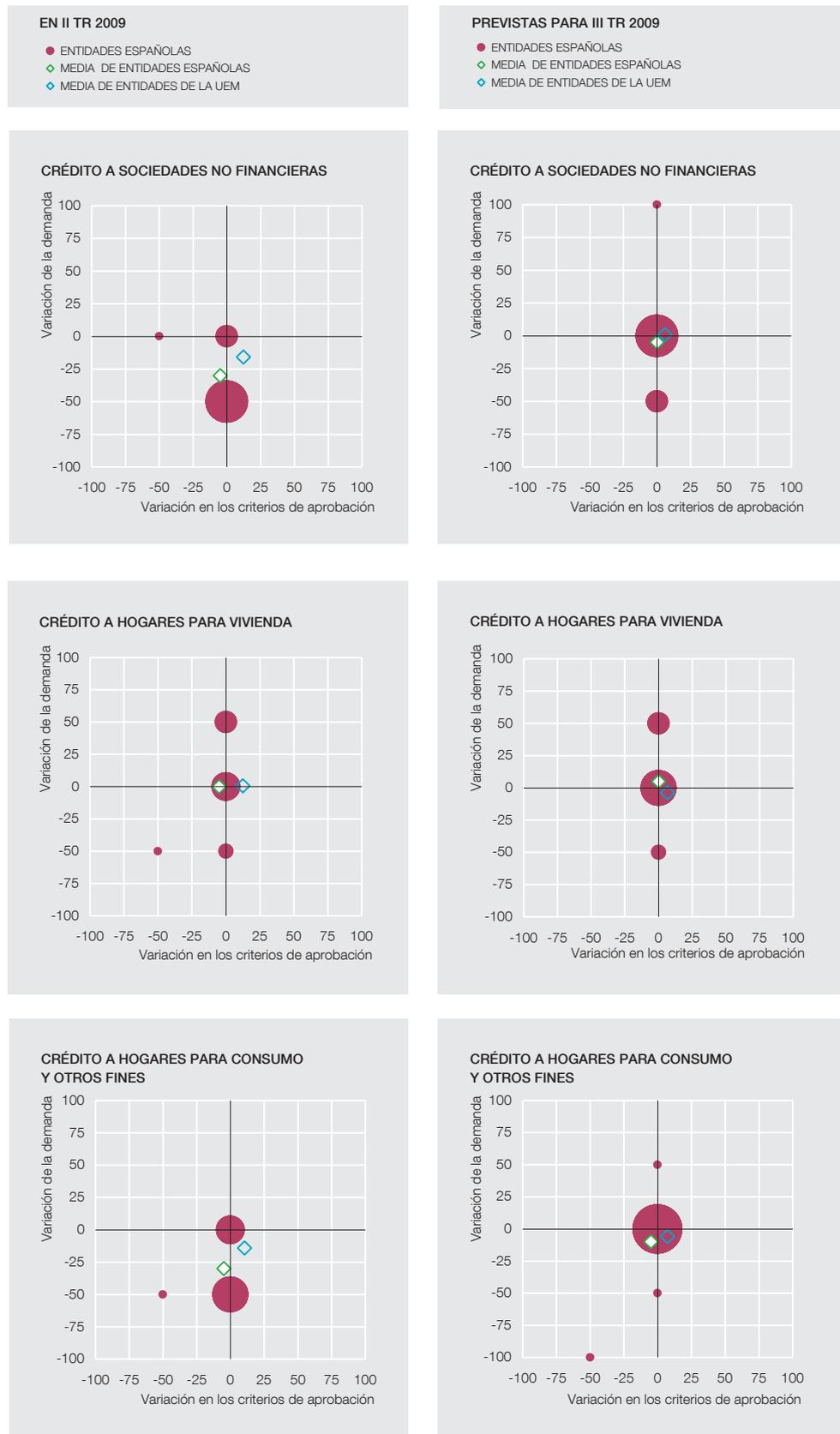


CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



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 = % de entidades que señalan ciertas dificultades × 1/2 + % de entidades que señalan dificultades considerables × 1.

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

observada y esperada era todavía más negativa en España que en la UEM. En cualquier caso, cabe recordar aquí, nuevamente, que estas comparaciones hacen referencia a los cambios en las condiciones y no al nivel de las mismas.

La situación en los mercados financieros mayoristas continuó siendo complicada, según las entidades encuestadas, aunque se observaron mejoras significativas con respecto al período anterior, especialmente en los mercados monetarios y de valores de renta fija a medio y largo plazo (véase gráfico 3). A ello contribuyeron las medidas de apoyo público por parte de los

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.											
RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	20	12
Préstamos a corto plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	11
Préstamos a largo plazo	0	4	5	0	0	1	40	22	26	28	19
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	7
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	8	1	0	0	0	0	24	5	4
Situación de liquidez de la entidad	0	0	8	2	0	0	-20	-10	21	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	4	1	0	0	40	20	35	25	27
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	5	4	1	0	0	40	20	35	30	29
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	5	1	0	0	30	15	34	20	15
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	20
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	7	2	0	0	0	80	45	28	50	34
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	9
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	12
Garantías requeridas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	16
Compromisos asociados al préstamo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	11
Plazo de vencimiento	0	4	6	0	0	0	40	20	26	15	13
PREVISIONES DE OFERTA											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	15	6
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	5
Préstamos a largo plazo	0	3	6	0	0	1	30	17	25	22	9
DEMANDA											
En general	0	6	4	0	0	0	-60	-30	26	-40	-16
Préstamos a corto plazo	0	5	5	0	0	0	-50	-25	26	-35	-13
Préstamos a largo plazo	1	5	2	1	0	1	-50	-33	43	-33	-17
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	1	4	5	0	0	0	-50	-30	35	-40	-31
Existencias y capital circulante	0	4	5	1	0	0	-30	-15	34	-20	-3
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	5	3	1	0	1	-40	-22	36	-22	-20
Reestructuración de la deuda	0	0	1	9	0	0	90	45	16	55	26
Financiación interna	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-15	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	6
Préstamos de instituciones no bancarias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	0	1
Emisión de valores de renta fija	0	3	6	1	0	0	-20	-10	32	-11	-4
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
PREVISIONES DE DEMANDA											
En general	0	3	6	0	1	0	-20	-5	44	-25	1
Préstamos a corto plazo	0	3	6	0	1	0	-20	-5	44	-25	7
Préstamos a largo plazo	0	5	3	1	0	1	-40	-22	36	-33	-9

## Resultados detallados de las entidades españolas. Julio de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	11
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	5
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	0	-0
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	4	1	0	0	40	20	35	25	25
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	5	4	1	0	0	40	20	35	30	27
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	5	4	1	0	0	40	20	35	20	16
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	0	30	15	24	25	17
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	7	2	0	0	0	80	45	28	50	32
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	8
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	10
Garantías requeridas	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	16
Compromisos asociados al préstamo	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	10
Plazo de vencimiento	0	3	7	0	0	0	30	15	24	15	12
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	15	3
DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	6	4	0	0	0	-60	-30	26	-35	-18
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	5	1	1	0	-10	0	47	-20	3
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	20	11	22	22	15
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	1	8	0	0	1	10	6	17	6	8
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	7	1	0	1	0	0	25	6	4
Situación de liquidez de la entidad	0	0	7	2	0	1	-20	-11	22	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	3	1	0	1	40	22	36	33	25
Perspectivas del sector o sociedades concretas	1	4	3	1	0	1	40	28	44	39	30
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	4	4	1	0	1	30	17	35	22	11
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	4	5	0	0	1	40	22	26	28	22
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	8	1	0	0	1	80	44	17	50	35
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	10
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	4	5	0	0	1	40	22	26	22	12
Garantías requeridas	0	5	4	0	0	1	50	28	26	28	14
Compromisos asociados al préstamo	0	3	6	0	0	1	30	17	25	28	11
Plazo de vencimiento	0	5	4	0	0	1	50	28	26	22	12
PREVISIONES DE OFERTA											
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	0	0	1	20	11	22	17	9
DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	1	5	3	0	0	1	-60	-39	33	-39	-20
PREVISIONES DE DEMANDA											
Préstamos a grandes empresas	0	3	6	0	0	1	-30	-17	25	-28	-3

## Resultados detallados de las entidades españolas. Julio de 2009 (cont.)

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	12
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	5
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Expectativas de la actividad económica en general	0	3	7	0	0	0	30	15	24	35	16
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	1	9	0	0	0	10	5	16	30	12
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	7
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	7	3	0	0	0	70	35	24	45	21
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	0	20	10	21	20	9
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	13
Plazo de vencimiento	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	4
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	7
DEMANDA	0	3	4	3	0	0	0	0	41	-20	1
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	5	4	1	0	0	-40	-20	35	-45	-15
Confianza de los consumidores	0	5	5	0	0	0	-50	-25	26	-40	-20
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivie.	0	4	6	0	0	0	-40	-20	26	-20	-10
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-4
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	5	3	0	0	10	5	37	-30	-4
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	1	9	0	0	0	10	5	16	25	11
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Expectativas de la actividad económica en general	0	5	5	0	0	0	50	25	26	40	18
Solvencia de los consumidores	0	4	6	0	0	0	40	20	26	35	17
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	2	8	0	0	0	20	10	21	25	9
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	3	7	0	0	0	30	15	24	20	12
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	6	4	0	0	0	60	30	26	40	17
Garantías requeridas	0	3	7	0	0	0	30	15	24	30	7
Plazo de vencimiento	0	4	6	0	0	0	40	20	26	25	5
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
PREVISIONES DE OFERTA	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	7
DEMANDA	0	6	4	0	0	0	-60	-30	26	-30	-14
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	7	3	0	0	0	-70	-35	24	-45	-16
Confianza de los consumidores	0	6	4	0	0	0	-60	-30	26	-40	-19
Adquisición de valores	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-30	-10
Ahorro de las familias	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-20	-6
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE DEMANDA	1	1	7	1	0	0	-10	-10	39	-25	-6

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

b. Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta (o visto incrementada su demanda) menos el porcentaje de entidades que han relajado su oferta (o visto reducirse su demanda). En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta (o a la expansión de la demanda) menos porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario.

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

gobiernos, que continuaron teniendo un impacto positivo y significativo, si bien en España fue ligeramente inferior al registrado en los primeros meses del año.

Analizando las respuestas al cuestionario regular con mayor detalle (véase cuadro 1), se observa que el menor endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos créditos a empresas se produjo en todos los segmentos, tanto en España como en la UEM. Con todo, la oferta se redujo todavía de forma significativa en los préstamos a largo plazo. En comparación con el área del euro, los descensos en nuestro país fueron generalmente menores. Sin embargo, las entidades españolas endurecieron en mayor medida las condiciones de los nuevos créditos, exceptuando los márgenes ordinarios y los gastos, excluidos intereses. Las condiciones siguieron haciéndose menos favorables para los prestatarios en general, pero especialmente en lo que se refiere a los márgenes aplicados en las operaciones de mayor riesgo. Los gastos, excluidos intereses, no obstante, no registraron variaciones en España. Por tamaño del prestatario y al igual que ya ocurriera en los tres meses anteriores, la contracción en la oferta fue ligeramente mayor en las operaciones con grandes empresas que en las destinadas a PYME. En ambas áreas geográficas, los principales factores explicativos del endurecimiento en los criterios de aprobación volvieron a ser los relacionados con los riesgos relativos a la actividad económica en general, a sectores o sociedades concretas y a las garantías solicitadas. Sin embargo, los costes relacionados con el nivel de capital y las condiciones de acceso a los mercados de financiación tuvieron un impacto contractivo inferior al del trimestre precedente, al tiempo que la mejora en la situación de liquidez de las entidades propició incluso una cierta relajación de la oferta, especialmente a las grandes empresas y en España.

La demanda de fondos de las empresas en España continuó reduciéndose, aunque en menor medida que el trimestre anterior, a pesar del continuado dinamismo de las peticiones ligadas a necesidades de reestructuración. Este desarrollo fue el resultado, principalmente, de la atonía de la inversión en capital fijo, de la menor cuantía de los fondos empleados en operaciones de fusión y adquisición, de un cierto empeoramiento de los recursos internos y de las menores necesidades de financiación de existencias y capital circulante. El descenso de las solicitudes de crédito fue más acusado por parte de las grandes empresas que de las PYME, y en las operaciones de largo plazo más que en las de corto. En el conjunto de la UEM, la reducción en la demanda fue menos marcada que la declarada por las entidades españolas y también inferior a la registrada en el período precedente. Los factores determinantes y la evolución por segmentos fueron similares a los observados en nuestro país.

En el segmento del crédito a los hogares para adquisición de vivienda, volvió a reducirse el ritmo de contracción de la oferta, más en España que en la UEM. El leve endurecimiento de los criterios de aprobación, en ambas áreas, se debió a las expectativas negativas de las entidades sobre la actividad económica, y, en menor medida, a las perspectivas sobre el mercado de la vivienda y a los costes de financiación y la disponibilidad de fondos. Las condiciones de los préstamos se hicieron más onerosas prácticamente en todos los casos, aunque la variación fue notablemente inferior a la del trimestre anterior, volviendo a destacar la ampliación de los márgenes aplicados a los préstamos de mayor riesgo y el endurecimiento de la relación entre el principal y el valor de la garantía. La demanda de este tipo de financiación permaneció sin cambios con respecto de la encuesta de abril (en contraste con los retrocesos observados en ediciones precedentes) y la expectativa para el tercer trimestre es de un ligero incremento, en nuestro país, y de una pequeña reducción, en la UEM. Esta evolución se produjo aunque las entidades seguían señalando que el deterioro de las perspectivas sobre el mercado de la vivienda y de la confianza de los consumidores, y el descenso del gasto en consumo seguían contribuyendo a reducir las solicitudes de fondos, si bien el peso otorgado a los dos primeros factores se redujo sensiblemente en relación con lo declarado tres meses antes.

## Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos a las tensiones financieras. Julio de 2009

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)		Media España	Media España en t-1	Media UEM
<b>IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO A LA RECAPITALIZACIÓN Y AVALES PÚBLICOS ANUNCIADAS POR EL GOBIERNO</b>								
Últimos tres meses	2	7	1	0	90	55	60	36
Próximos tres meses	1	7	2	0	80	45	65	33
<b>DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	2	10	5	15	12
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	2	5	2	30	20	40	28
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	4	5	0	50	30	45	34
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	5	3	2	50	25	55	39
Titulización de préstamos a empresas (d)	5	2	0	3	70	60	65	66
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	5	2	1	2	70	60	75	59
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	3	3	0	4	60	45	45	68
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	
<b>DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES</b>								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	2	10	5	15	11
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	2	5	2	30	20	35	22
Valores distintos de acciones a corto plazo	1	4	5	0	50	30	40	30
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	5	3	2	50	25	60	32
Titulización de préstamos a empresas (d)	3	4	0	3	70	50	70	60
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	4	4	0	2	80	60	80	61
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	2	4	0	4	60	40	45	63
Otros mercados	1	0	0	9	10	10	10	

En los préstamos a los hogares para consumo y otros fines continuó igualmente el descenso en el ritmo de endurecimiento de los criterios de aprobación, mucho más marcado en nuestro país que en el conjunto del área del euro, de forma que la contracción de la oferta en este segmento, durante el trimestre, pasó a ser más débil en España que en la zona del euro. Entre los factores explicativos, las entidades, tanto españolas como de la UEM, volvieron a destacar los riesgos relacionados con la situación económica en general, la solvencia de los consumidores y las garantías solicitadas, aunque la importancia otorgada a los mismos fue, sobre todo en España, inferior a la del trimestre anterior. Sin embargo, todas las condiciones de los créditos volvieron a endurecerse (con la excepción de los gastos, excluidos intereses, en nuestro país, que se mantuvieron constantes), aunque lo hicieron con menor intensidad que en los tres primeros meses del año. Cabe destacar la ampliación de los márgenes en las operaciones de mayor riesgo, así como el acortamiento de los plazos por parte de las entidades españolas. La demanda se contrajo al mismo ritmo que en la encuesta precedente en España, y algo menos en la UEM. A la evolución descendente contribuyeron, principalmente, el menor gasto en consumo duradero y la caída en la confianza de los consumidores y, en menor medida, el retroceso en la adquisición de valores y el mayor ahorro de las familias.

De acuerdo con las contestaciones a las preguntas ad hoc, las medidas de apoyo público aprobadas por los gobiernos de los distintos países tuvieron en el último trimestre transcurrido un impacto nuevamente positivo sobre las condiciones de acceso a la financiación

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (a)		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 titulación y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	2	5	1	2	70	45	60	46
Efecto sobre el margen	3	4	1	2	70	50	65	50
2. Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	1	3	4	2	40	25	60	32
Efecto sobre el margen	2	4	2	2	60	40	60	51
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS QUE SE CONCEDERÁN. PRÓXIMOS TRES MESES								
1. Mercados de titulación y transferencia de riesgo de crédito								
Efecto sobre el importe	2	5	1	2	70	45	50	46
Efecto sobre el margen	2	5	1	2	70	45	40	49
2. Resto de mercados								
Efecto sobre el importe	1	3	4	2	40	25	50	30
Efecto sobre el margen	2	4	2	2	60	40	35	48
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	3	4	3	0	70	50	50	41
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	2	4	4	0	60	40	40	29
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	3	4	3	0	70	50	50	41
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	1	5	4	0	60	35	35	28

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

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

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

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

en los mercados de valores y de crédito, tanto en España como en la UEM, que se espera que permanezca en el período entre julio y septiembre (véase cuadro 2). No obstante, dicho efecto tiende a amortiguarse, con respecto de los valores alcanzados al inicio del año. En este contexto, las entidades, tanto españolas como del área del euro, señalaron una significativa reducción en las dificultades para el acceso a la financiación mayorista en el segundo trimestre de 2009, si bien con diferencias por segmentos (véanse cuadro 2 y gráfico 3). Así, mientras que en los mercados de titulación y transferencia del riesgo de crédito los progresos fueron relativamente marginales, en el resto (y, particularmente, en los mercados monetarios a más de una semana y en la financiación con valores de renta fija a medio y largo plazo), las mejoras fueron más importantes. No obstante, los problemas todavía persistían y se esperaba, para el tercer cuarto del año, una situación parecida, en el caso de las entidades españolas, y ligeramente mejor, en el del conjunto de la UEM.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Porcentaje de respuestas.

En línea con esta mejora en las posibilidades de captación de nueva financiación, el impacto sobre la oferta de crédito de las entidades derivado de las tensiones en los mercados financieros se redujo respecto al trimestre anterior, y se esperaba que se mantuviese en torno a ese mismo nivel en los tres meses siguientes, tanto en España como en el conjunto de la UEM. Como viene siendo habitual, en prácticamente todos los casos, el efecto fue mayor sobre el margen aplicado a los nuevos préstamos que sobre el importe de los mismos. La influencia sobre el coste de los fondos propios y su impacto sobre la oferta se mantuvo, sin embargo, en torno a los niveles del trimestre precedente.

Los resultados de la nueva pregunta ad hoc referida al impacto del último cambio en la normativa de recursos propios, sobre la política crediticia de las entidades, muestran que en la mayoría de los casos esta no se habría alterado como consecuencia de la nueva regulación, desde su entrada en vigor en enero de 2008 (véanse gráfico 4 y cuadro 3). No obstante, para algunas entidades sí que habría habido un cierto efecto, que habría sido generalmente contractivo y más importante en el caso de los préstamos a las empresas.

## Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos a la nueva normativa de capital. Julio de 2009

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					NC	Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	o	+	++			En t	Desv. típica	UEM en t
EFECTOS DE LA NUEVA REGULACIÓN DE CAPITAL BASADA EN BASILEA II (desde I TR 2008)										
PRÉSTAMOS Y LÍNEAS DE CRÉDITO A EMPRESAS										
PYME	0	4	6	0	0	0	40	-20	26	-16
Grandes empresas	1	2	5	1	0	1	20	-17	43	-21
PRÉSTAMOS A HOGARES										
Para adquisición de viviendas	0	2	7	1	0	0	10	-5	28	-10
Crédito al consumo y otros préstamos	0	3	7	0	0	0	30	-15	24	-11

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El signo «--» «--» indica que la nueva regulación de capital basada en Basilea II ha contribuido en cierta (considerable) medida al endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El signo «o» indica que la nueva regulación no ha influido prácticamente en los criterios de aprobación de préstamos.

b. Porcentaje de entidades para las que la nueva regulación basada en Basilea II ha contribuido al endurecimiento de los criterios de aprobación de préstamos menos el porcentaje de entidades para las que ha contribuido a la suavización.

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

De cara al trimestre en curso, las previsiones de las entidades españolas eran de mantenimiento sin cambios de los criterios de aprobación de nuevos créditos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda, y de ligero endurecimiento (igual al del último período transcurrido) en el caso de los préstamos para consumo y otros fines. Dentro del segmento de sociedades, se esperaba una pequeña relajación en las operaciones con PYME, y una restricción algo mayor en la financiación a las grandes compañías. En la UEM, se preveía un endurecimiento algo mayor al anticipado en nuestro país en todos los segmentos, aunque moderado e inferior al de los tres meses precedentes. En cuanto a la demanda, las perspectivas eran de caídas moderadas en el crédito al consumo y otros fines y, en España, en la financiación a grandes sociedades, mientras que se mantendría prácticamente sin cambios en el resto. Destaca, en este sentido, la previsión de un ligero incremento en la solicitud de fondos para adquisición de vivienda en nuestro país, después de muchos meses consecutivos de descensos.

21.7.2009.

EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE TRABAJO Y EL AUMENTO DEL PARO  
EN ESPAÑA

## El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada, Mario Izquierdo y Aitor Lacuesta, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La manifestación más grave de la intensidad de la crisis que está afectando a la economía española es la evolución de la tasa de paro. En concreto, de acuerdo con los datos de la EPA, la tasa de paro pasó del 9,6% a principios del año pasado al 17,9% en el segundo trimestre de este año, superando la cifra de 4 millones de desempleados<sup>1</sup>. La destrucción de puestos de trabajo está siendo más acusada que en otros países desarrollados, aun cuando se tienen en cuenta algunas peculiaridades del caso español. Así, en países que afrontan una contracción de la actividad similar a la española, pero presentan unos incrementos de la población activa más reducidos que España y su sector de la construcción no había experimentado una expansión comparable, la tasa de paro aumentó en pequeña magnitud desde principios del año pasado —por ejemplo, según Eurostat, en Francia, en 1,3 puntos porcentuales (pp)— o, incluso, se ha mantenido estable —por ejemplo, en Alemania—, si bien es previsible que estos países registren un aumento del desempleo en los próximos trimestres. Sin embargo, cuando la comparación se hace con países que comparten características similares en los desarrollos inmobiliarios y demográficos, como son Estados Unidos, Reino Unido o Irlanda, el aumento del desempleo en España sigue destacando; en concreto, en Estados Unidos la tasa de paro «solo» ha aumentado en 4 pp, algo más que en el Reino Unido, y el mayor deterioro se ha producido en Irlanda, con 6,4 pp, frente a los más de 8 pp de España.

Este comportamiento sugiere que los mecanismos de ajuste del mercado de trabajo español frente a perturbaciones adversas no funcionan de forma adecuada, ya que hacen recaer el peso del ajuste en el empleo, lo que resulta muy costoso desde la perspectiva del crecimiento económico a largo plazo y del bienestar social. Además, estas distorsiones no solo se manifiestan en los períodos recesivos, sino que también se reflejan en las épocas de expansión económica en forma de una excesiva temporalidad y precariedad de los empleos generados, de un bajo crecimiento de la productividad y de los salarios reales y de una tasa de paro que no acaba de converger a la registrada por los países de nuestro entorno. Las deficiencias en el funcionamiento del mercado de trabajo reflejan, entre otras cosas, una insuficiente adecuación del diseño institucional que lo regula. Entre las numerosas figuras institucionales que configuran el mercado laboral, las más relevantes a la hora de determinar su modalidad y capacidad de ajuste ante graves perturbaciones macroeconómicas son los sistemas de protección del desempleo, entendidos en sentido amplio (incluyendo las prestaciones por desempleo y las indemnizaciones por rescisión de contratos), los mecanismos de determinación salarial (es decir, el sistema de negociación colectiva), las políticas activas (las acciones encaminadas a aumentar la empleabilidad de la fuerza laboral) y los mecanismos de intermediación de este mercado (es decir, los servicios que facilitan que los demandantes y los oferentes de empleo —las empresas y los individuos, respectivamente— se emparejen con facilidad).

Entre todas ellas, las que ejercen una influencia más determinante en el desplazamiento de los ajustes hacia el empleo probablemente son las dos primeras, esto es, los sistemas de protección

---

1. Para hacerse una idea de la magnitud del problema debe tenerse en cuenta que, en términos homogéneos, la tasa de paro más elevada alcanzada por la economía española fue del 18,2% en el tercer trimestre de 1994, si bien, de acuerdo con la forma en que entonces se medía según la metodología vigente, que era la que determinaba la percepción social de su gravedad, la tasa de paro alcanzó el 24,5%.

del desempleo y los mecanismos de determinación salarial<sup>2</sup>. Además, diversos estudios han puesto de manifiesto cómo también resulta muy relevante tener en cuenta la interacción entre ambas instituciones para entender la reacción del mercado laboral ante perturbaciones<sup>3</sup>: de hecho, es evidente que los sistemas de protección pueden afectar al resultado de la negociación colectiva, y, viceversa, que el grado de ajuste de los salarios ante una perturbación hace necesario recurrir a los sistemas de protección del empleo. En este sentido, deben recordarse las fundadas razones que justifican la existencia de estas instituciones del mercado de trabajo, ya que permiten asegurar las rentas a los trabajadores (que, así, pueden mantener un patrón de gasto más estable en el tiempo), trasladan parte del riesgo desde los individuos a las empresas, hacen que las empresas consideren como propio el coste social que tiene despedir a las personas, permiten que los desempleados encuentren un puesto de trabajo que se ajuste mejor a sus cualificaciones y equilibran el poder de negociación entre ambas partes del mercado de trabajo, entre otras. De aquí la importancia de que el diseño de las mismas sea adecuado y favorezca que los ajustes del mercado de trabajo se produzcan de manera eficiente y con el menor coste económico y social posible. Sin embargo, no debe olvidarse que, para que se pueda obtener el máximo rendimiento de estas mejoras de diseño, es necesario que las empresas actúen en un entorno más competitivo en los mercados de productos, de forma que la consecuente reducción de los márgenes empresariales acabe por trasladarse a los consumidores finales.

Así, en las dos secciones siguientes de este artículo se resume el marco institucional vigente en España sobre la protección de los desempleados y la determinación de los salarios, poniéndolo en una perspectiva internacional y tratando de identificar sus principales deficiencias. A continuación, se pasa revista a algunas de las reformas de los mercados de trabajo que han realizado países de nuestro entorno, que pueden servir de marco de referencia para enmarcar la problemática española. En concreto, Alemania y Austria abordaron profundas reformas en la concepción de los sistemas de protección del desempleo durante los años noventa y, de hecho, son países que, por el momento, muestran una considerable resistencia al aumento del paro. Suecia es un ejemplo paradigmático de cómo una negociación colectiva que se queda a medio camino entre la excesiva centralización pasada y la negociación al nivel de la empresa puede ser perjudicial para el desempleo. Finalmente, la última sección resume las conclusiones del artículo.

***La protección de los  
trabajadores en España.  
Los efectos de la excesiva  
segmentación del  
mercado de trabajo***

La mayoría de los países desarrollados cuentan con dos mecanismos básicos para asegurar las rentas que obtienen los trabajadores a lo largo de su vida laboral y que permiten, ante la situación de desempleo, que la búsqueda de un nuevo empleo finalice con un puesto de trabajo más adecuado a las características del desempleado (las indemnizaciones por despido y los subsidios por desempleo), que combinan en diferentes grados. En el caso español, la legislación sobre indemnización por rescisión de contratos indefinidos está recogida en el Estatuto de los Trabajadores (ET). Para simplificar, las empresas cuentan con dos procedimientos para prescindir de los servicios de un trabajador concreto: causas objetivas (artículos 52 y 53 del ET) o disciplinarias (artículos 54 y 55 del ET). En cualquiera de los dos casos, si el despido es recurrido ante los juzgados podrá ser declarado procedente, improcedente o nulo. Si el procedimiento utilizado es el objetivo, el empresario deberá dar un preaviso de un mes al trabajador y poner a su disposición una indemnización de 20 días de salario por año trabajado, con un máximo de 12 mensualidades; si, posteriormente, es declarado improcedente, deberá indemnizarle con 45 días de salario por año, con un máximo de 42 mensualidades. Esta última cuantía fue la que se redujo, para determinados colectivos de trabajadores, en el año 1997 —con la creación del contrato de trabajo para el fo-

2. Esto no quiere decir que las otras dos instituciones carezcan de importancia. De hecho, Dinamarca es el ejemplo más paradigmático de la efectividad que pueden llegar a tener unas políticas activas potentes y bien diseñadas y de la importancia de los servicios públicos y privados de empleo para evitar que una situación de desempleo acabe por estigmatizar al individuo que la sufre. 3. Blanchard y Wolfers (2000) analizan la importancia de las interacciones entre instituciones laborales y tipos de perturbaciones recibidas por las economías a la hora de analizar el comportamiento del mercado laboral.

	Costes de despido (semanas de salario)		Costes de despido (semanas de salario)
Dinamarca	0	Reino Unido	22
Nueva Zelanda	0	Grecia	24
EEUU	0	Irlanda	24
Austria	2	Finlandia	26
Australia	4	Suecia	26
Japón	4	Canadá	28
Italia	11	Francia	32
Islandia	13	Hungría	35
Noruega	13	México	52
Polonia	13	<b>España</b>	<b>56</b>
Eslovaquia	13	Alemania	69
Suiza	13	Corea	91
Bélgica	16	Turquía	95
Holanda	17	Portugal	95
República Checa	22		
OCDE	25,8		

FUENTE: Doing Business (Banco Mundial).

mento del empleo estable— hasta 33 días por año trabajado con un máximo de 24 mensualidades. Cuando el procedimiento utilizado es el disciplinario, el despido se hace efectivo de forma inmediata y la indemnización es nula si se considera procedente; si la justicia lo declara improcedente, la indemnización es también de 45 días por año trabajado con un máximo de 42 mensualidades<sup>4</sup>. Por último, en ambos casos el despido puede ser declarado nulo si se prueba que ha existido una discriminación del trabajador, en cuyo caso la empresa deberá readmitirlo.

Para enmarcar estas magnitudes en el entorno internacional, se utiliza la información que recopila el Banco Mundial en la elaboración del indicador Doing Business, dada su homogeneidad entre países<sup>5</sup>. En esta estadística, el coste del despido en España se situaba en 2008 en 56 semanas de salario, asumiendo el caso de un despido por causas objetivas considerado procedente de un trabajador con 20 años de antigüedad en la empresa. Como se puede apreciar en el cuadro 1, esta cuantía es más del doble que la establecida en promedio en los países de la OCDE (25,8 semanas). De hecho, solo cuatro países desarrollados superan tal indemnización: Alemania, Portugal, Corea y Turquía. Sin embargo, estas cifras podrían no estar reflejando adecuadamente las indemnizaciones efectivamente pagadas en el caso español, ya que la mayoría de las rescisiones de contratos, en vez de materializarse como objetivas procedentes, son tramitadas como disciplinarias y acaban siendo consideradas improcedentes. Si este fuera el caso, el coste de despido sería de 128 semanas de salario para el trabajador considerado en el indicador del Banco Mundial, superando ampliamente a todos los países analizados.

Desafortunadamente, en España no existe información precisa sobre la calificación final de las rescisiones de contratos; sin embargo, se pueden hacer algunas aproximaciones que permi-

4. A diferencia del despido objetivo, estos parámetros no fueron modificados en el contrato de fomento del empleo estable. 5. En concreto, uno de los componentes de este indicador recoge los costes de rescindir por razones económicas (que corresponden al procedimiento objetivo en el caso español) el contrato de un trabajador de 42 años, no directivo, que trabaja a tiempo completo, lleva 20 años en la misma empresa y gana un salario igual a la media del conjunto del país. La empresa en la que trabaja pertenece al sector manufacturero, tiene 201 empleados y está sujeta a un convenio colectivo, incluso aunque no participe en su negociación.

ten afirmar que una amplia mayoría de las rescisiones de contratos indefinidos en España acaban conllevando la indemnización máxima de 45 días por año trabajado. De hecho, combinando la información de los individuos que acceden a prestaciones por desempleo según causa de este derecho con las estadísticas judiciales de los despidos, se obtiene que las empresas reconocen con carácter inmediato la improcedencia del despido<sup>6</sup> en algo más del 70% de los casos, y, de los casos que se llevan a los juzgados (el 30% restante), en alrededor del 30% se pacta, y más del 20% acaban en sentencias favorables al trabajador. En consecuencia, se puede acercar al 90% el porcentaje de las rescisiones de contratos indefinidos que obtienen la indemnización máxima contemplada por el ET<sup>7</sup>.

En cualquier caso, conviene tener en cuenta que esta legislación solo afecta a alrededor del 70% de los trabajadores por cuenta ajena españoles: aquellos que cuentan con un contrato indefinido. En cambio, la indemnización por no renovar un contrato a un trabajador temporal eventual o por obra o servicio es de solo 8 días por año trabajado, es decir, 22 semanas en términos del indicador del Banco Mundial (si fuera posible que un trabajador temporal estuviera 20 años trabajando en la misma empresa). Para el resto de los trabajadores temporales (alrededor del 20%, 1,2 millones de personas), la indemnización por finalización del contrato es nula. Esto situaría al conjunto de los temporales por debajo de la media de la OCDE, cifra comparable a la de todos los trabajadores por cuenta ajena de la República Checa o el Reino Unido, donde el porcentaje de trabajadores con contratos temporales es de solo un 9% y un 6%, respectivamente.

El segundo sistema para asegurar las rentas de los trabajadores cuando pierden su empleo son las prestaciones por desempleo. Esta institución, que es gestionada por el sector público y se financia mediante cotizaciones de empresarios y trabajadores en la mayoría de los países, se suele definir mediante dos parámetros: su duración máxima y el porcentaje que representa respecto al salario del trabajador. Sin embargo, el sistema suele ser algo más complejo, ya que existen umbrales mínimos y máximos sobre la prestación efectivamente percibida, esta puede irse reduciendo en el tiempo y determinados colectivos pueden acceder a una prestación asistencial cuando se les acaba la contributiva. Dadas estas complejidades, para poder enmarcar a España entre los países desarrollados, en el cuadro 2 aparece el porcentaje medio que representa esta prestación sobre el salario de tres tipos de desempleados que se diferencian por el salario que percibían antes de perder el empleo (67%, 100% o 150% del salario medio de la economía) y llevan menos de un año en esa situación.

Como se puede apreciar, los trabajadores españoles se situarían entre los países de la OCDE que cuentan con unas prestaciones por desempleo relativamente generosas, casi 5 pp por encima del promedio de la OCDE. Sin embargo, como ya ocurría con el coste de despido, estas cifras pueden resultar engañosas como consecuencia de la segmentación del mercado de trabajo. En efecto, dado que los trabajadores temporales transitan en mayor número de ocasiones por el desempleo, los derechos acumulados también son menores y, por tanto, su tasa de reposición efectiva también es menor. De hecho, teniendo esto en cuenta, los trabajadores temporales españoles se situarían por debajo de la media de la OCDE, con un grado de protección algo inferior al de Estados Unidos.

---

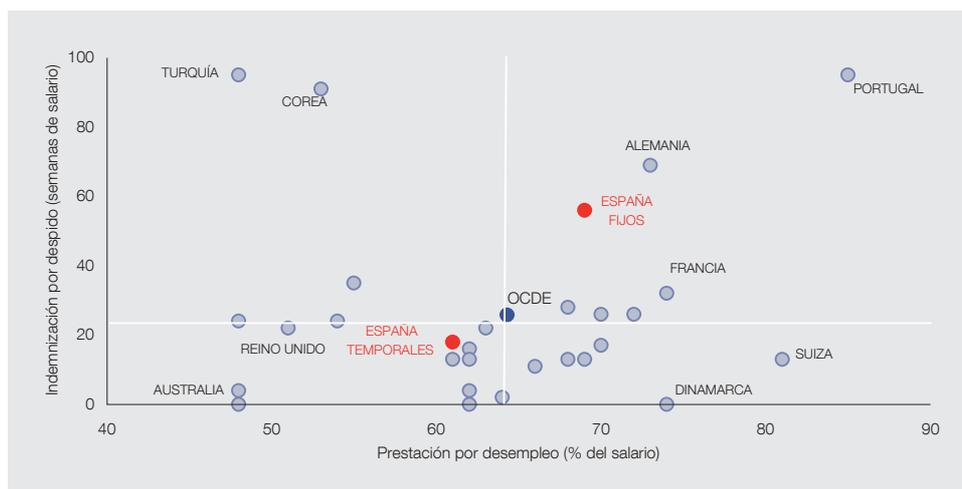
6. La Ley 45/2002 eliminó la obligación de las empresas de pagar los salarios de tramitación entre el momento del despido y la fecha de la conciliación judicial si estas reconocen la improcedencia del despido disciplinario en el momento en que este ocurre y ponen a disposición del trabajador la indemnización correspondiente. 7. No existe información detallada sobre las indemnizaciones pagadas en los Expedientes de Regulación de Empleo (ERE); sin embargo, el porcentaje de trabajadores que se queda desempleado mediante esta figura es muy reducido, incluso en situaciones como la actual.

	Tasa de reposición (% de salario)		Tasa de reposición (% de salario)
Turquía	48	Italia	66
Grecia	48	Eslovaquia	68
Australia	48	Canadá	68
Nueva Zelanda	48	España	69
Reino Unido	51	Noruega	69
Corea	53	Holanda	70
Irlanda	54	Finlandia	70
Hungría	55	Suecia	72
Polonia	61	Alemania	73
EEUU	62	Francia	74
Japón	62	Dinamarca	74
Bélgica	62	Suiza	81
Islandia	62	Portugal	85
República Checa	63	Luxemburgo	86
Austria	64		
OCDE	64,3		

FUENTE: OCDE.

De esta forma, combinando la información contenida en los cuadros 2 y 4 y añadiendo la desagregación entre trabajadores indefinidos y temporales para el caso español, los países desarrollados se pueden agrupar en los cuatro cuadrantes que aparecen en el gráfico 1, dependiendo de las distintas combinaciones de estas dos instituciones con que abordan la protección de sus trabajadores. Desde esta perspectiva, la manifestación más evidente de la dualidad de nuestro mercado de trabajo es que, de hecho, España aparece en dos cuadrantes opuestos. Por un lado, están los trabajadores con contratos temporales, que se agrupan con los países con indemnizaciones por rescisión de los contratos y prestaciones por desempleo inferiores a la media de la OCDE, representados por todos los países anglosajones. En el extremo opuesto están los trabajadores españoles con contratos indefinidos, con indemnizaciones por despido y prestaciones por desempleo superiores a la media de la OCDE, compartiendo cuadrante con Portugal y Alemania, entre otros. En los otros dos cuadrantes cabe destacar los países nórdicos (en concreto, Dinamarca y Noruega), que se caracterizan por tener unas prestaciones por desempleo superiores a la media, pero han eliminado prácticamente las indemnizaciones por despido. En cambio, Turquía y Corea destacan por lo opuesto, tienen unas elevadas indemnizaciones por despido y las prestaciones por desempleo son de las más reducidas.

Esta excesiva segmentación del mercado de trabajo fue el resultado de la introducción del contrato temporal sin causa justificada en 1984. Muy probablemente, en aquel momento fue la única vía por la cual, sin modificar las condiciones de los contratos estables, se pudo incentivar la creación de empleo reduciendo los costes de despido, hasta prácticamente eliminarlos, para las nuevas contrataciones, en un momento en que la tasa de paro estaba creciendo con mucha intensidad y un colectivo mayoritario de parados se veía atrapado en esa situación durante un largo período de tiempo. Esta reforma contribuyó a aliviar el problema de la incidencia del desempleo de larga duración y favoreció la entrada al mercado laboral de nuevos colectivos. Asimismo, incrementó la movilidad laboral, permitiendo una mejor reasignación de los trabajadores desde sectores en declive hacia sectores con mayor dinamismo, en un período de intensa reconversión de numerosos sectores industriales. Sin embargo, el manteni-



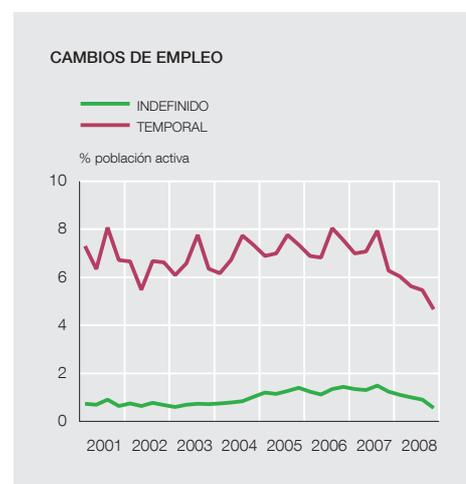
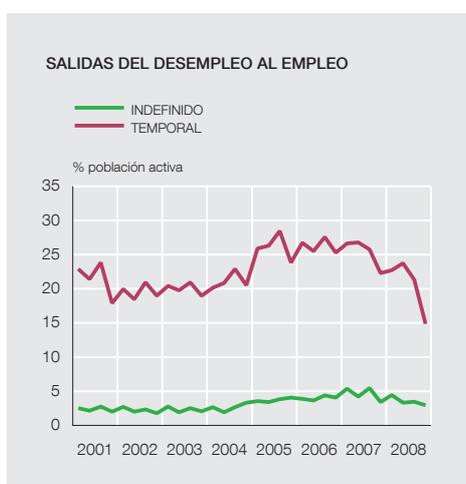
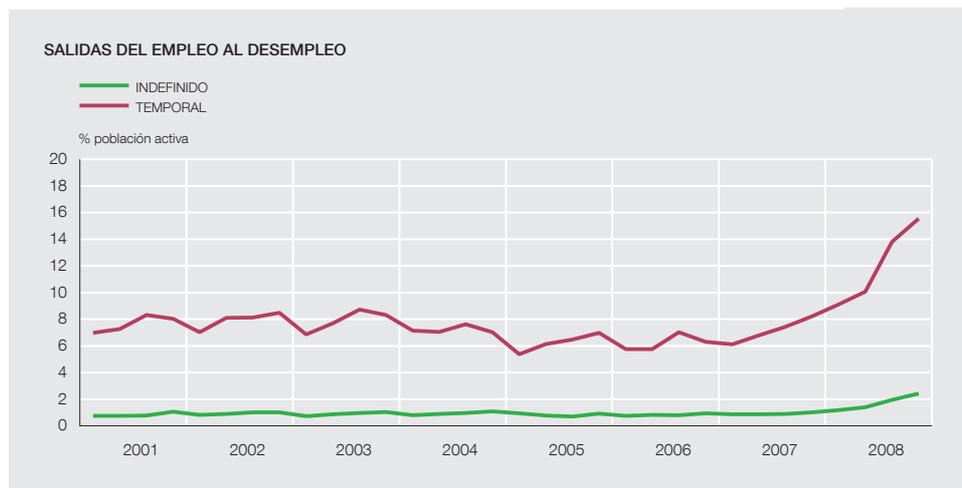
FUENTES: Banco Mundial, OCDE y Banco de España.

miento de las dos modalidades de contratación con diferencias tan elevadas en la protección del empleo ha generado una excesiva segmentación laboral, que está teniendo efectos perjudiciales sobre el funcionamiento del mercado de trabajo, sobre todo porque desplaza las necesidades de ajuste de las empresas ante cualquier tipo de perturbación hacia el empleo, en particular, el empleo temporal<sup>8</sup>.

Así, como se observa en el gráfico 2, la movilidad laboral se concentra, casi de manera exclusiva, en el colectivo de trabajadores con contratos temporales. De esta forma, incluso en las épocas de expansión económica las salidas del empleo hacia el desempleo son muy frecuentes entre los trabajadores temporales (alrededor de un 8% de los que en un trimestre tienen un contrato temporal se convierten en parados un trimestre después), mientras que este tipo de transiciones son muy escasas entre los trabajadores con contrato indefinido. A su vez, las salidas del desempleo se producen de forma mayoritaria hacia el empleo temporal, y los cambios de empleo de los trabajadores indefinidos son también muy infrecuentes, limitando las ganancias de productividad que esta movilidad puede generar potencialmente. Esta concentración de la flexibilidad en un grupo específico de trabajadores lleva, además, a una excesiva rotación de los trabajadores temporales a través de trabajos de muy corta duración combinados con episodios de desempleo, con efectos negativos adicionales sobre la productividad<sup>9</sup>. Finalmente, ante una crisis como la actual, se aprecia cómo el intenso ajuste del empleo que se está produciendo en la economía española se circunscribe casi en exclusiva a los trabajadores con contrato temporal, cuyas tasas de salida del empleo se han duplicado en los últimos trimestres; en cambio, las tasas de salida del empleo de los trabajadores indefinidos apenas si se han visto afectadas. Aunque es muy probable que un mayor número de trabajadores fijos acabe siendo despedido, el grueso del ajuste está recayendo sobre los trabajadores que tienen condiciones más precarias en el mercado de trabajo y que, además, disponen de menor protección para hacer frente a esta situación.

En conjunto, por tanto, el mercado de trabajo, en su configuración actual, presenta serias ineficiencias en su comportamiento que amplifican el impacto de las perturbaciones sobre la

8. De hecho, el objetivo de prácticamente todas las reformas laborales llevadas a cabo en los últimos años (1997, 2001 y 2006, entre las más destacadas) ha sido, precisamente, reducir la dualidad del mercado de trabajo tratando de incentivar la contratación indefinida. 9. Véase, por ejemplo, Blanchard y Landier (2002) para una modelización teórica de estos efectos.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

economía, incluso aunque sean de corta duración, ya que estas se canalizan excesivamente a través de modificaciones en el nivel de empleo. Como se muestra en el cuadro 3, esto se traduce en una mayor variabilidad del empleo medido en personas ocupadas (relativo al PIB) en España en comparación con otros países desarrollados. Este comportamiento, que tiende a amplificar las oscilaciones económicas, es consecuencia, en parte, de la escasa sensibilidad de los salarios reales a las condiciones cíclicas de la economía. De hecho, como se puede apreciar en este cuadro, España es el único país donde, en media, los salarios reales por persona tienden a aumentar en las recesiones y a reducirse en las expansiones, lo cual exacerba el ajuste del empleo ante una perturbación de demanda. Además, España es el único país en que la correlación entre las horas trabajadas y el componente cíclico de la actividad es inferior a la correlación entre las personas ocupadas y dicho componente cíclico, lo cual sugiere que las horas trabajadas por persona se reducen en las expansiones y aumentan en las recesiones, lo que iría en la dirección contraria a la adecuada para estabilizar el número de personas con empleo.

Este recurso a la flexibilidad externa, en lugar de a la flexibilidad interna que proporcionan los ajustes en el tiempo de trabajo o en los salarios, tiene severos efectos sobre el patrón de ajuste de la economía ante cualquier perturbación, ya que se traduce de forma inmediata en cambios en el número de personas ocupadas y, por tanto, en el desempleo. Esto tiene un indudable coste social para las personas que pierden su puesto de trabajo y para la sociedad en su

	EEUU	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	España	Suecia
<i>Volatilidades relativas al PIB</i>							
Horas totales trabajadas	0,96	0,75	1,25	1,46	0,82	1,67	1,01
Personas ocupadas	0,71	0,78	0,70	1,06	0,86	1,41	1,01
<i>Correlaciones con el PIB</i>							
Horas totales trabajadas	0,88	0,81	0,39	0,72	0,32	0,70	0,84
Personas ocupadas	0,85	0,70	0,81	0,72	0,32	0,89	0,78
Horas por persona	0,70	0,19	-0,07	0,50	-0,03	-0,11	0,14
Salario por persona	0,52	0,42	0,21	0,11	0,27	-0,27	0,01
Salario por hora	0,19	0,39	0,21	-0,19	0,24	-0,14	-0,05

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

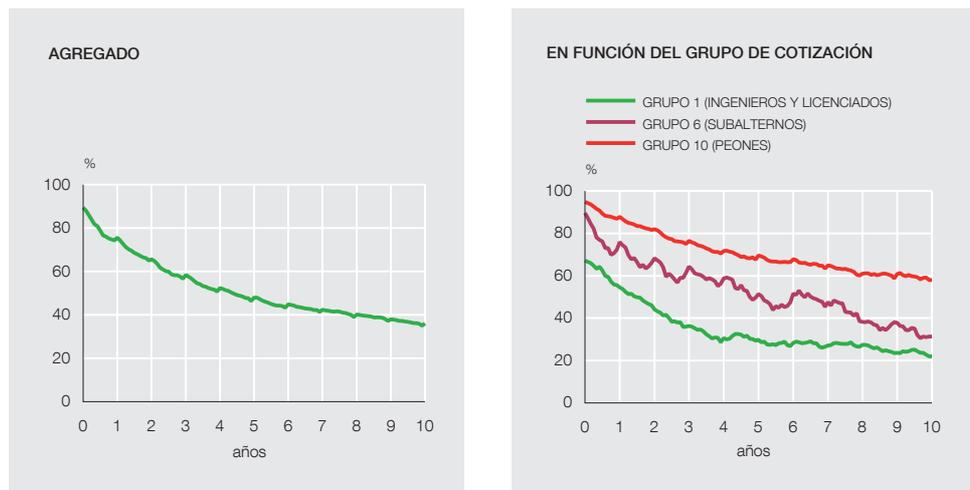
a. Las correlaciones y volatilidades se computan sobre el componente cíclico de cada serie.

conjunto, pero, además, tiene importantes efectos sobre la confianza de los agentes, ya que el desempleo es el principal determinante de las expectativas de los hogares.

Además, desde una perspectiva de largo plazo, los incentivos a acumular capital humano por parte de los trabajadores y a proveer formación por parte de las empresas también se ven afectados negativamente por la segmentación del mercado de trabajo. Este efecto es crucial, puesto que, sin duda, la mejor protección de los trabajadores frente a una desaceleración económica es el capital humano que atesoran, es decir su formación y sus conocimientos. De hecho, es bien conocido que la población más formada no solo se caracteriza por presentar unos niveles salariales más elevados, sino una menor tasa de paro, incluso aunque la participación en el mercado de trabajo de este colectivo también es más alta. La relación entre segmentación del mercado de trabajo e inversión en capital humano es consecuencia de que los trabajadores temporales no tienen suficientes incentivos para adquirir los conocimientos específicos de la empresa en la que trabajan en la actualidad, ya que existe una elevada probabilidad de que, en algunos meses, estén trabajando en otra empresa o en el desempleo. De la misma forma, el empresario tampoco tiende a realizar la inversión en formación del trabajador temporal que sería eficiente, ya que se ve expuesto a que sus rendimientos beneficien a otra empresa<sup>10</sup>. Además, en algunas ocasiones, el efecto sobre los trabajadores indefinidos puede ser también perjudicial, ya que, al estar aparentemente protegidos frente a las fluctuaciones de la actividad, tampoco tienen los incentivos adecuados para proseguir su formación en el empleo.

Por último, la dualidad del mercado de trabajo español pone en situación más desfavorecida a ciertos colectivos de trabajadores, fundamentalmente, los nuevos entrantes en el mercado laboral, como los jóvenes, las mujeres y los inmigrantes. Los problemas de equidad que se generan son notables, ya que sobre estos grupos recae en gran medida el peso del ajuste del mercado. Este tipo de problemas sería menos relevante si los trabajadores que tienen contratos temporales no estuvieran mucho tiempo en esa situación, ya que el paso por la temporalidad sería, únicamente, la puerta de entrada al mercado de trabajo hasta alcanzar unas mejo-

10. En Albert et ál. (2005), se muestra que los trabajadores temporales tienen una menor probabilidad de acceder a un empleo en empresas que ofrecen formación a sus trabajadores y que, una vez en ellas, también presentan una menor probabilidad de recibir dicha formación. También, en este sentido, Dolado y Stuchi (2008) encuentran un impacto negativo de la temporalidad sobre el crecimiento de la productividad sobre todo en empresas donde la incidencia de la temporalidad es elevada.



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

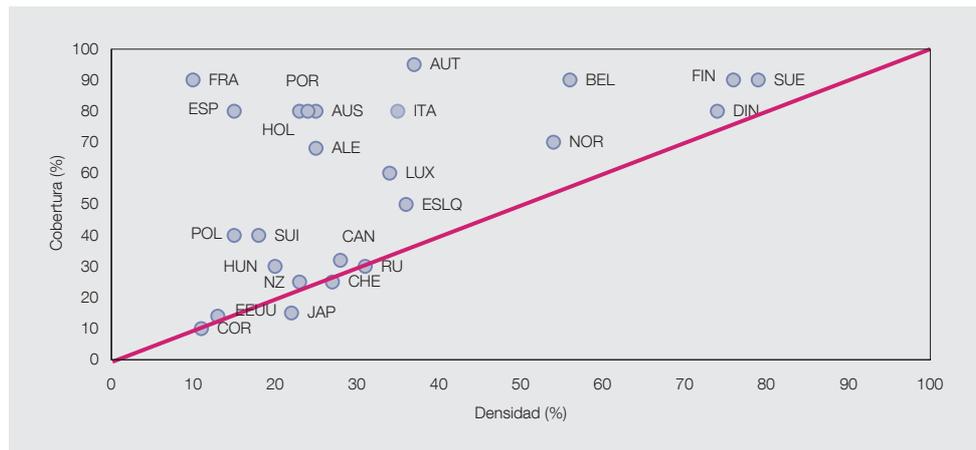
res condiciones laborales. Sin embargo, la evidencia muestra que esta transición es muy lenta, con lo que un porcentaje significativo de trabajadores acaba atrapado en la temporalidad. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 3<sup>11</sup>, el porcentaje de trabajadores que empiezan su carrera laboral con un contrato temporal supera el 80%. Este porcentaje se va reduciendo a lo largo de la vida laboral, pero lo hace muy lentamente. De hecho, después de 10 años en el mercado laboral todavía un 40% de los trabajadores mantiene un contrato de este tipo. Detrás de este fenómeno parece encontrarse la elevada discontinuidad en los costes de despido entre los contratos temporales e indefinidos que afecta de manera decisiva a la decisión de la empresa de convertir a un trabajador temporal en indefinido.

Obviamente, este fenómeno no afecta a todos los trabajadores por igual; de hecho, son los grupos menos favorecidos y con menor formación los que tienen que sufrir durante más tiempo una situación de precariedad. Según se observa en el cuerpo derecho del gráfico 3, cuanto más elevado es el nivel de formación menor es la probabilidad de iniciar la carrera laboral con un contrato fijo, pero es que, además, los individuos con niveles educativos bajos (grupos de cotización altos) tienen una transición mucho más lenta que los trabajadores con niveles de cotización altos, aunque ninguna transición a un contrato fijo es excesivamente rápida. En cualquier caso, la magnitud del problema es considerable, ya que, incluso en el caso de ingenieros y licenciados, el 20% de ellos todavía sigue con un contrato temporal 10 años después de haber empezado a trabajar<sup>12</sup>.

**La negociación colectiva en España. Los efectos del predominio de los niveles intermedios de la negociación**

La literatura económica suele utilizar tres indicadores para evaluar el impacto económico de la negociación colectiva en el mercado de trabajo: su cobertura, su grado de coordinación y su nivel de centralización. La aproximación más simple al grado de cobertura de la negociación colectiva es la densidad sindical, esto es, la proporción de trabajadores afiliados a algún sindicato, ya que estas son las organizaciones que formalmente representan a los trabajadores en la negociación. No obstante, hay razones para pensar que esta aproximación infraestima el efecto

11. Elaborado con los datos de las vidas laborales de hombres que empezaron a trabajar en 1986. 12. En Toharia y Cebrián (2008) se realiza un análisis muy minucioso del problema de la «trampa de la temporalidad» de diferentes colectivos de trabajadores. Sus resultados muestran que un porcentaje elevado de la población (en torno a un tercio) permanece atrapada en la temporalidad durante un largo periodo de tiempo. Esto tiene nefastas consecuencias sobre, por ejemplo, los periodos de cotización, ya que el empleo temporal se combina con frecuentes pasos por el desempleo.



FUENTE: OCDE.

atribuido a la cobertura, ya que la existencia de mecanismos legales de extensión de los acuerdos (como ocurre en España) hace que no sea necesario que los trabajadores o sus representantes hayan participado en la negociación para estar afectados por estos. Por ello, es habitual recurrir a una medida adicional, la cobertura de la negociación colectiva, que mide la proporción de trabajadores cuyos salarios vienen fijados por el proceso de negociación colectiva.

Como se puede apreciar en el gráfico 4, España se sitúa, junto con Francia, entre las economías en las que la densidad sindical es más reducida, si bien la cobertura de la negociación colectiva es de las más elevadas (entre el 80% y el 90% de los afiliados al Régimen General de la Seguridad Social desde 1990). Así, España exhibe, junto a Francia, la mayor diferencia entre el número de participantes activos en la negociación y los que, al final, se ven afectados por la misma. En cambio, no existen tales diferencias ni en los países nórdicos (donde ambos indicadores se sitúan entre el 80% y el 90%), ni en los países anglosajones (en el Reino Unido apenas superan el 30%). La explicación de este fenómeno en España radica en dos principios básicos de la negociación colectiva: la *eficacia general automática* de los convenios, que establece que todo convenio de ámbito superior al de empresa tiene que ser aplicado a todas las empresas y todos los trabajadores que formen parte del ámbito geográfico y sectorial correspondiente independientemente de que hayan participado o no en dicha negociación, y la *legitimidad para negociar*, que utiliza un criterio de mayorías electorales para delimitar los representantes de los trabajadores que forman parte de los comités negociadores (por el lado de las empresas, son las asociaciones mayoritarias las legitimadas). El inconveniente de estos principios es que hay colectivos de trabajadores (temporales, parados, etc.) y empresas (las más pequeñas) que no están suficientemente representados en la negociación, por lo que esta tiende a no ser todo lo «sensible» que sería deseable a las especiales necesidades de estos colectivos. Adicionalmente, otra particularidad institucional del caso español radica en que las cláusulas de descuelgue, las que definen las condiciones bajo las cuales una empresa en dificultades puede no aplicar lo pactado en un convenio sectorial, suelen acordarse con criterios muy restrictivos que impiden su aplicación incluso en situaciones muy negativas para la empresa.

Tan importante en términos del impacto económico como el contenido y su extensión, es el grado de centralización y coordinación de la negociación colectiva, aunque estos son conceptos difíciles de precisar, y mucho más de cuantificar. Según los indicadores de la OCDE, el grado de centralización y de coordinación de la negociación colectiva en España se ha reducido desde mediados de los ochenta. En la actualidad, es de tipo intermedio (véase gráfico 5),



FUENTE: OCDE.

ÁMBITO DE LA NEGOCIACIÓN COLECTIVA

CUADRO 4

	Porcentaje de trabajadores afectados por cada ámbito				
	Empresa	Total	Sector		
			Provincial	Autonómico	Nacional
2.000	15,2	84,8	58,1	11,3	15,5
2.001	12,8	87,2	53,8	7,6	25,8
2.002	11,5	88,5	54,8	9,5	24,2
2.003	11,5	88,5	54,4	10,4	23,6
2.004	10,8	89,2	54,7	10,2	24,4
2.005	11,8	88,2	52,7	10,2	25,3
2.006	12,1	87,9	52,3	10,0	25,6
2.007	12,8	87,2	52,8	7,9	26,5
2.008	10,6	89,4	54,6	6,8	28,0

FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración.

al igual que en la mayoría de economías europeas (Alemania, Dinamarca, Francia, Italia y Suecia, entre ellas). Las restantes economías nórdicas (Finlandia y Noruega), Irlanda, Portugal y Bélgica reflejan los mayores niveles de coordinación y centralización. En cambio, las economías de Europa del Este (República Checa, Hungría y Polonia) o las anglosajonas (Canadá, Estados Unidos, Nueva Zelanda y Reino Unido) son las más descentralizadas.

La posición que ocupa España en estos dos indicadores es consecuencia, en primer lugar, del principio de eficacia general automática de los convenios, que, además, se ve reforzado porque la regulación de los conflictos de concurrencia entre convenios limita notablemente la posibilidad de que convenios de ámbito inferior modifiquen lo ya acordado en convenios de ámbito superior. Esto hace que exista una predominancia de los convenios de ámbito superior al de la empresa, aun a pesar de que la legislación permite que los convenios se negocien a ese nivel. Como se puede apreciar en el cuadro 4, el grueso de los convenios que se firman en España son sectoriales con un ámbito geográfico provincial; los sectoriales-nacionales representan un cuarto del total, y los autonómicos tienen la misma importancia que los de empresa (alrededor del 10%). Además, esta estructura se ha mantenido bastante estable desde principios del nuevo milenio. Esto sugiere que el grado de centralización de la negociación colectiva es intermedio, lo cual, de acuerdo con la teoría económica, tendría un impacto

Porcentaje de trabajadores afectados	España	Área del euro	Francia	Italia	Bélgica
Vínculo automático con la inflación pasada	38,4	16,3	8,9	1,2	98,2
Vínculo automático con la inflación esperada	16,4	4,1	2,0	0,5	0,0
Relación indirecta con la inflación pasada	10,9	9,7	21,2	2,6	0,0
Relación indirecta con la inflación esperada	5,0	5,5	8,0	1,5	0,0
No se aplica una política para adaptar los salarios a la evolución de la inflación	29,3	64,4	59,9	94,2	1,8

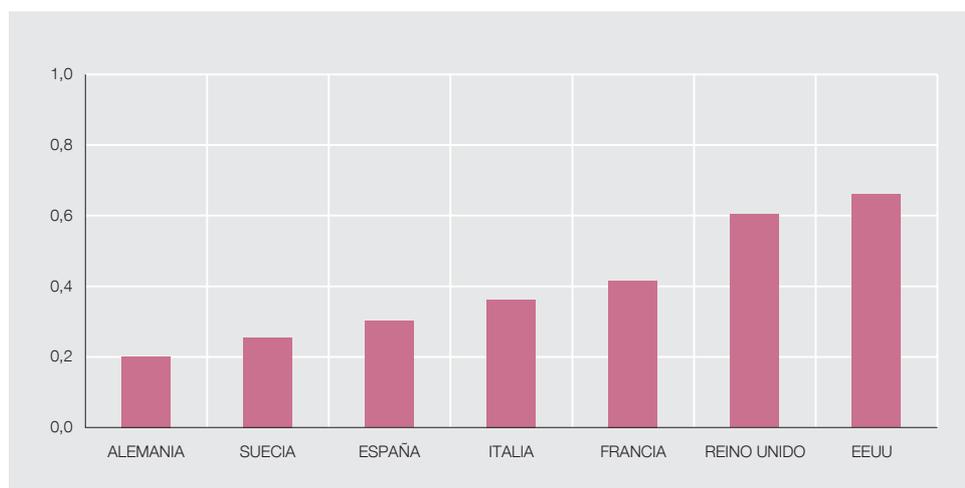
FUENTES: Banco de España y Druant et ál (2008).

sobre el nivel de paro estructural y el crecimiento salarial más desfavorable que si el sistema fuera totalmente centralizado (como en los países nórdicos) o descentralizado (como en los anglosajones), como muestran Calmfors y Drifill (1988) a nivel teórico, e Izquierdo et ál. (2003) empíricamente para España.

Este diseño institucional de la negociación colectiva hace que los salarios en España se caractericen por un exceso de rigidez que dificulta su ajuste ante las diferentes perturbaciones que puede recibir la economía. Así, desde una perspectiva agregada, los salarios en España presentan una escasa sensibilidad a las condiciones económicas y tienen un elevado grado de indiciación a la inflación pasada. En este sentido, los resultados de una encuesta relativamente homogénea realizada en la mayoría de los países europeos sobre el proceso de determinación salarial vienen a corroborar, en líneas generales, la elevada indiciación presente en el mecanismo de negociación en España y la menor sensibilidad a las condiciones económicas reinantes. Los resultados, que se presentan en el cuadro 5, muestran que alrededor del 70% de las empresas españolas aplican una política salarial que tiene en cuenta, de forma directa o indirecta, la evolución de la inflación. Este porcentaje es muy superior al que se observa en la mayoría de los países europeos<sup>13</sup>. De hecho, la relación con la inflación, sea pasada o esperada, es directa y automática para el 54% de las empresas, cuando este porcentaje se sitúa en torno al 20% para el promedio de los países del área del euro. Esta acusada indiciación salarial, sin duda, tiene un impacto sobre los mecanismos de ajuste salarial ante distintas perturbaciones en el sentido, por ejemplo, de dificultar la absorción de perturbaciones externas, como un aumento de los precios del petróleo. A su vez, cabe destacar su carácter asimétrico, ya que solo se activan cuando la inflación observada supera la prevista, pero no cuando esta se queda por debajo.

En cuanto a la presencia de rigideces en el ajuste de los costes laborales, en Banco de España (2008) se mostró cómo los salarios pactados en la negociación colectiva presentan una escasa sensibilidad ante la situación económica, medida por la evolución de la tasa de desempleo, que se ve reforzada por la existencia de un porcentaje muy elevado de convenios plurianuales sobre los que el impacto de las condiciones económicas es aún más reducido. En una perspectiva internacional, los resultados de la encuesta mencionada anteriormente muestran, por ejemplo, que la capacidad de las empresas españolas para ajustar sus costes es mucho más reducida que la que se observa en otros países, ya que, por ejemplo, ante un aumento del coste de un consumo intermedio solamente un 45% de las empresas declara que ajusta sus costes laborales, mientras que este porcentaje se sitúa por encima del 70% para el agregado de los países europeos.

13. Véase Druant et ál. (2008). Aunque la comparación de las respuestas de las empresas entre países puede verse, en cierta medida, afectada por el diferente marco institucional de cada país.



FUENTES: EU-KLEMS y Banco de España.

Pero el sistema de negociación colectiva español no solo induce una rigidez agregada en la dimensión temporal de los salarios reales y nominales, sino que también genera una falta de flexibilidad transversal, es decir, de una adecuada asociación entre los salarios y el resto de materias sujetas a negociación colectiva con las condiciones específicas de las empresas y los sectores. En efecto, se observa una elevada homogeneización en los crecimientos salariales entre sectores, que se traduce, por ejemplo, en que la correlación entre los incrementos de los salarios reales y la productividad total de los factores para las diferentes ramas de actividad es una de las más reducidas de los países desarrollados. Como se puede apreciar en el gráfico 6, España se encuentra entre los países que presentan menos adecuación entre los crecimientos salariales que se registran a nivel sectorial y el avance de la productividad total de los factores, como corresponde a los países en los que la negociación es más centralizada y que se encuentran muy lejos de los países anglosajones, donde es descentralizada. Esto implica que los salarios relativos entre sectores son un pobre indicador de la reasignación de recursos que debe realizar la economía cuando se producen perturbaciones y, por tanto, sugiere, de nuevo, que el ajuste puede ser más doloroso y duradero en nuestro caso.

### **Reformas laborales recientes abordadas por otros países de nuestro entorno**

En esta sección se sintetizan algunas reformas de calado introducidas en los mercados laborales de países de nuestro entorno en los últimos años. Es necesario destacar, sin embargo, que, como consecuencia de la crisis, la mayor parte de los países han aplicado medidas relacionadas con el mercado laboral dirigidas a mantener el empleo a través de programas temporales, parcial o totalmente, subsidiados por el sector público, y a sustentar los ingresos de los colectivos afectados por la pérdida de empleo. En este sentido, en España también se han puesto en marcha algunas medidas dirigidas, principalmente, a aumentar la protección de ciertos colectivos de trabajadores, aquellos afectados por los Expedientes de Regulación de Empleo (ERE), e incentivar la salida del desempleo.

A lo largo de la pasada década, distintos países europeos han introducido reformas relevantes en sus mercados laborales buscando aumentar la competitividad y el dinamismo de sus economías dentro del marco de reformas de la Agenda de Lisboa<sup>14</sup>. En este sentido, se han instrumentado numerosas políticas para dotar a sus mercados de mayor flexibilidad e incremen-

14. Para un análisis más detallado sobre las reformas en el mercado laboral de los países de nuestro entorno europeo entre 2000 y 2006, véase Moral y Vacas (2009).

tar el grado de utilización del factor trabajo, en línea con las recomendaciones contenidas en dicha Agenda. A continuación, se resaltan tres casos muy concretos por su relevancia, si bien no conviene olvidarse de que, en general, en Europa se han introducido numerosas reformas que, de una u otra forma, han tendido a incrementar la flexibilidad de las empresas para ajustarse en situaciones adversas sin tener que recurrir a despidos o a la no renovación de contratos. Este es el caso, por ejemplo, de países como Holanda o Francia, que han flexibilizado sus legislaciones fomentando el contrato a tiempo parcial y facilitando el ajuste de la jornada laboral por parte de las empresas.

#### REFORMAS DE LOS SISTEMAS DE PROTECCIÓN DEL EMPLEO: LOS CASOS ALEMÁN Y AUSTRIACO

Alemania es el país que más profunda y globalmente ha transformado las instituciones de su mercado de trabajo y el sistema de protección social en los últimos años, a través de las reformas *Hartz*, implementadas sucesivamente entre 2003 y 2005<sup>15</sup>. Los objetivos perseguidos fueron principalmente tres: mejorar los servicios públicos de empleo, mediante la modernización de su organización y funcionamiento; incentivar la búsqueda activa de empleo por parte de los desempleados, a través de la reforma del sistema de protección social con base en un nuevo equilibrio entre derechos y obligaciones; e incrementar la demanda de trabajo mediante la disminución del grado de restricción de la regulación del mercado laboral, a través de una reducción de la protección del empleo en el segmento del trabajo temporal<sup>16</sup>.

La mejora del sistema de recolocación de los desempleados se llevó a cabo introduciendo elementos de mercado y competencia en los servicios de empleo públicos. En primer lugar, se introdujeron objetivos cuantitativos a las agencias de colocación mientras se les dotaba de mayor discrecionalidad para escoger las políticas activas adecuadas para sus desempleados. Esta elección se lleva a cabo a través de entrevistas personalizadas entre el desempleado y un consejero público al que se le asigna cada caso. Las políticas activas destinadas a los desempleados pasan a depender de la probabilidad de encontrar trabajo por parte del desempleado. Además, se rediseñaron los programas activos, quedando sujetos a una evaluación rigurosa y continua. Asimismo, si el servicio público no es capaz de ofrecer un trabajo al desempleado en el plazo de 6 semanas, este puede decidir ir a un servicio de empleo privado, que recibirá subvenciones públicas dependiendo de su tasa de colocación. Finalmente, los cursos de formación también pueden ser provistos por agencias privadas a través de subvenciones.

En cuanto a los incentivos a la búsqueda activa de empleo, el sistema alemán se rige en la actualidad por el principio de «derechos y deberes». En este sentido, el acceso a las prestaciones depende en gran medida de la predisposición a trabajar. Una persona desempleada tiene acceso a la prestación de desempleo entre 6 meses y 1 año y esta está relacionada con su contribución anterior. A partir de ese momento, solo recibe un pago asistencial que depende de la riqueza del desempleado y que está sujeto a penalizaciones en el caso de que la persona no demuestre una buena voluntad en la búsqueda de empleo. Para fomentar la contratación privada se crearon dos tipos de contrato dirigidos a los trabajadores con menores ingresos —«Minijobs» y «Midijobs»<sup>17</sup>—. Estos contratos establecen una reducción de las cotizaciones sociales decrecientes con el salario. Asimismo, para aumentar la empleabilidad de los parados mayores de 50 años, el Estado subvenciona la mitad de la diferencia salarial entre el nuevo y el último empleo durante el tiempo que hubiera durado la prestación.

15. *Hartz I y II*, el 1 de enero de 2003, *Hartz III*, el 1 de enero de 2004, y *Hartz IV*, el 1 de enero de 2005. 16. Para un análisis más detallado de las reformas *Hartz* y sus efectos en Alemania, véase Jacobi y Kluge (2006) y Ward-Warmedinger et al. (2008). 17. El primero es aplicable a empleos remunerados de menos de 400 euros/mes, y el segundo, entre 400 y 800 euros/mes.

Finalmente, respecto a la disminución del grado de restricción de la regulación del mercado laboral, se liberalizó la contratación temporal, fuertemente regulada desde 1972, al mismo tiempo que se requería a las agencias de contratación temporal que se aseguraran de que los trabajadores temporales se pudieran acoger a los convenios colectivos entre empresa y empresarios para impedir que recibieran un trato desfavorable respecto a los trabajadores con contratos permanentes. Asimismo, se creó una agencia pública que ayudaba a la colocación con contratos temporales de colectivos de difícil colocación. Por último, las empresas con menos de 10 trabajadores quedaron exentas de los pagos de rescisión de contrato de la restrictiva regulación de protección del empleo alemana<sup>18</sup>. Las diferentes evaluaciones de la reforma parecen demostrar que esta ha ido en la buena dirección, reduciendo la tasa de paro e incrementando la tasa de ocupación [Jacobi y Kluge (2006)].

Este nuevo marco regulatorio ha venido acompañado de otras medidas para reducir el efecto de la crisis actual sobre el empleo. Esto ha hecho que, hasta el momento, numerosas empresas hayan podido ajustarse a la caída de la demanda sin multiplicar los despidos, favorecidas por una moderación salarial y gracias a ciertas mejoras en los incentivos a usar los «kurzbeirts» o reducciones temporales de la jornada de trabajo. Así, en lugar de despedir al trabajador se le permite una reducción de la jornada laboral parcial o total durante, como máximo, 6 meses. Durante el tiempo de inactividad, el Estado se hace cargo de pagar al trabajador el 67% de su sueldo anterior. En general, una empresa podía acogerse a los «kurzbeirts» siempre que el comité sindical de la empresa lo aceptase y supusiera una reducción de las horas trabajadas como mínimo del 10% para un tercio de los trabajadores. El segundo paquete anticrisis del Gobierno alemán implementado a partir de febrero de este año aumentó el colectivo de empresas que podían beneficiarse de este instrumento al eliminar la restricción de que un tercio de la plantilla tuviera que verse afectada por la reducción de la jornada. Asimismo, el período de duración de la reducción se ha ampliado a 24 meses. Finalmente, también se ha bonificado el 50% de las cotizaciones sociales de los trabajadores mientras sigan en activo. La bonificación se convierte en el 100% en el caso de que desarrollen programas de formación. Aunque este instrumento es formalmente similar a los ERE temporales españoles, su incidencia ha sido tradicionalmente mucho menor en nuestro país<sup>19</sup>. Múltiples factores pueden favorecer esta menor incidencia, destacando la mayor facilidad que existe en España para ajustar el número de trabajadores reduciendo los contratos temporales. Esto hace que las empresas no tengan que pagar costes de despido y que los trabajadores fijos no vean en riesgo su propio puesto de trabajo; sin embargo, estos son, fundamentalmente, los trabajadores representados en la negociación con la empresa que debe acordar la aplicación del ERE temporal, que, en cualquier caso, conlleva una reducción de sus ingresos.

Otra reforma significativa, dirigida en este caso al sistema de protección del desempleo, fue la del caso austriaco. En junio de 2002, el Parlamento de Austria aprobó un cambio legislativo en el sistema de costes de despido aplicable a todos los contratos finalizados a partir de enero de 2003, si bien aquellos que estaban en vigor en esa fecha podían mantenerse bajo el amparo del sistema anterior. El sistema vigente con anterioridad otorgaba una indemnización por despido a los trabajadores que llevaran en la empresa más de 3 años y que fueran

---

<sup>18</sup>. Con anterioridad, eran las empresas con menos de 5 empleados. Nótese que los datos del cuadro 1 se refieren a una empresa con 201 trabajadores. <sup>19</sup>. Evidentemente, existen otras diferencias entre las dos instituciones que pueden favorecer el menor uso del instrumento. En España los ERE temporales deben ser aprobados por las Comunidades Autónomas o el Estado en el caso de compañías que operen en diversas regiones, previa consulta con los representantes sindicales. Durante el período de inactividad, el trabajador cobra el subsidio de paro (70% o 60% del sueldo anterior). En cualquier caso, se puede solicitar si el ERE afecta al menos a 10 trabajadores para empresas menores de 100, un 10% de los trabajadores para empresas entre 100 y 300 y un 30% para mayores de 300.

despedidos de manera improcedente<sup>20</sup>. El pago era creciente en el tiempo trabajado en la empresa, hasta un máximo de 12 meses tras una experiencia acumulada de 25 años en la empresa<sup>21</sup>. Cabe señalar, por tanto, que esta cuantía era notablemente inferior a la vigente en España en la actualidad para los trabajadores fijos, ya que un trabajador con 25 años de experiencia recibiría un total de 37,5 mensualidades de indemnización. La reforma se planteó como necesaria porque impedía a un numeroso grupo de trabajadores acceder a cualquier tipo de prestación en caso de ser despedido y desincentivaba la movilidad laboral y la inversión en capital humano, disminuyendo el avance de la productividad del aparato productivo en su conjunto.

Las empresas bajo la nueva regulación tienen la obligación de contribuir desde el segundo mes de empleo y hasta que la relación termine el 1,53% del salario bruto mensual. Esta contribución se va acumulando en un fondo a nombre del trabajador y puede ser retirada, sin ningún tipo de carga impositiva, cuando el empleador decida finalizar la relación contractual y siempre y cuando el trabajador haya estado trabajando más de 3 años. Si el trabajador no es despedido ninguna vez a lo largo de su vida laboral, puede retirar los fondos en el momento de su jubilación. En el caso de que un trabajador desee finalizar la relación contractual con su empleador de forma voluntaria, si bien no puede retirar el dinero en efectivo, mantiene plenos derechos sobre él y podrá seguir acumulando efectivo en su fondo con contribuciones de los trabajos que realice en el futuro. Este sistema, que aún no ha sido evaluado, ha logrado, en cualquier caso, que los derechos de despido sean adquiridos por todos los trabajadores desde el primer día de trabajo en su empresa. Asimismo, preserva estos derechos acumulados en el caso de un cambio voluntario de empresa, con lo que la movilidad de los trabajadores entre empresas debería verse favorecida.

#### SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN COLECTIVA: EL CASO SUECO

Si bien es cierto que durante la última década los sistemas de negociación colectiva europeos no han experimentado grandes reformas, sí que ha habido una tendencia a una mayor descentralización (sobre todo a nivel de empresa). Esto ha sido evidente en los países de la Europa del Este, donde la negociación centralizada era dominante, o en Alemania, donde se ha incrementado el uso de las cláusulas de descuelgue de los convenios sectoriales para empresas con dificultades. Asimismo, también ha habido algunos cambios en los sistemas de indicación de los crecimientos salariales pactados para reducir su elevado componente inercial. Este es el caso de Eslovenia, donde se ha cambiado el uso de la inflación pasada por un sistema que tiene en cuenta la inflación esperada, o el de Grecia, donde se han abolido las cláusulas de salvaguarda [Du Caju et ál. (2008)].

Todos estos cambios pretenden facilitar la supervivencia de empresas ante situaciones macroeconómicas adversas, sin tener que sacrificar la asignación a largo plazo de recursos productivos en un entorno de libre mercado. Un caso paradigmático es el de Suecia, donde los problemas derivados de la negociación centralizada desembocaron en una mayor descentralización a nivel sectorial. Sin embargo, la crisis de principios de los noventa puso en evidencia que un grado de centralización intermedio tampoco generaba los resultados apetecidos, evidenciando la necesidad de llegar a pactos a nivel nacional en materia de rentas para poder afrontar situaciones adversas.

Con una tasa de densidad sindical cercana al 80%, los salarios en Suecia han sido tradicionalmente el resultado de una negociación colectiva centralizada sin la participación activa del

---

<sup>20</sup>. Solo en el caso de jubilación, siempre y cuando la persona llevara trabajando más de 10 años, no hacía falta un despido improcedente para cobrar la indemnización. <sup>21</sup>. Las empresas tenían que hacer una provisión anual de la mitad de los costes de despido para el conjunto de su plantilla. Por otro lado, el cobro de la indemnización estaba sujeto a una carga tributaria del 6%.

Gobierno, aunque las acciones de este afectaran a la estrategia sindical<sup>22</sup>. En conjunto, este sistema se tradujo en una compresión salarial muy elevada, acompañada de una moderación salarial que permitió que el desempleo no aumentara significativamente<sup>23</sup>. Sin embargo, la reducida dispersión salarial comenzó a tener un impacto negativo sobre la capacidad de atracción por parte de las empresas suecas de trabajadores de alta cualificación y en la inversión en capital humano de los propios suecos. El sistema fue modificado hacia una negociación algo más descentralizada a partir de 1983<sup>24</sup>: se generaron efectos positivos que se materializaron en elevados crecimientos de productividad y de los salarios reales, mejoraron los incentivos para reasignar recursos productivos a sectores de mayor calidad y se incrementaron los rendimientos de la educación [Edin y Topel (1997)].

Sin embargo, la crisis de los noventa puso en evidencia los problemas que este nivel intermedio de descentralización provocaba. Las peticiones salariales conseguidas en unas industrias no tenían en cuenta los costes asociados a otras, por lo que, a nivel agregado, se conseguían incrementos salariales excesivos para poder afrontar con éxito la crisis. El Gobierno, en este caso, demandó una vuelta a la centralización e, incluso, a pesar de su historial no intervencionista, creó una comisión que debía seguir las negociaciones (Rehnberg Group). Asimismo, propuso un techo que limitaba el crecimiento salarial resultante de la negociación colectiva, y esta amenaza tuvo bastante credibilidad, ya que el Gobierno gozaba de suficiente apoyo parlamentario. Esta estrategia tuvo éxito en lograr durante los primeros años de la década de los noventa una moderación salarial que acabó reduciendo el desempleo notablemente; sin embargo, tuvo enormes costes colaterales. Concretamente, las cuentas públicas resultaron tremendamente perjudicadas y el Gobierno tuvo que reducir ciertos programas públicos a la vez que incrementaba los impuestos. En este contexto, estaba claro que los trabajadores no iban a aceptar mayores caídas de su salario real, con lo que a partir del 1995 se volvió a una senda de fuertes incrementos salariales sectoriales que redujo el ritmo de caída de la tasa de paro.

Por tanto, la experiencia sueca muestra que la descentralización de la negociación colectiva fue positiva en el largo plazo gracias a los incentivos que generó tanto en términos de reasignación de los recursos a industrias de mayor calidad, como de incrementos de los incentivos a la formación del capital humano. Desde un enfoque de corto plazo, sin embargo, al quedarse a medio camino entre la total centralización y la negociación al nivel de empresa, no fue suficiente en momentos de crisis para frenar el deterioro del mercado de trabajo, haciéndose estrictamente necesario recurrir a un pacto de rentas que moderara los crecimientos de márgenes y salarios, para contribuir de manera relevante a la recuperación económica.

## Conclusiones

En este artículo se han descrito las principales características institucionales del mercado de trabajo español tanto en términos de la protección del empleo como del sistema de determinación salarial en comparación con la situación en otros países. Estas comparaciones ponen de manifiesto la excesiva segmentación del mercado de trabajo español, que aún una muy elevada protección para el colectivo de trabajadores con contrato indefinido con una amplia gama de modalidades de contratación temporal, con costes de extinción muy reducidos, que acaba con-

---

22. Concretamente, a lo largo de la historia sueca se observa que los sindicatos siguieron una estrategia de moderación salarial que se sustentaba en reducciones de impuestos o en un incremento de las prestaciones sociales, por lo que las ganancias netas no se veían afectadas negativamente [Mares (2006)]. 23. El objetivo principal de la concentración salarial, en lo que se conoció como el modelo Rehn y Meidner, era incrementar los costes de las empresas menos productivas hasta el punto de tener que desaparecer, de forma que sus trabajadores tuvieran que asignarse a otros trabajos más productivos. En parte, esto sucedió, aunque también provocó una migración interna muy notable del Norte de Suecia, donde existía una estructura productiva más tradicional, hacia el Sur. 24. Cuando el sindicato industrial Metall y la patronal de las industrias de ingeniería Verkstads Förening, que representaba a grandes empresas como Volvo, Saab o ABB, firmaron un acuerdo propio, separándose de la negociación centralizada.

figurando un mercado de trabajo con una ratio de temporalidad muy elevada, la más alta de los países europeos. Este desigual reparto de la flexibilidad en el mercado de trabajo tiene consecuencias negativas para su funcionamiento, y para la economía española en general, tanto en términos de eficiencia como de equidad. Quizá la muestra más clara de esto sea la intensidad del ajuste del empleo que se está produciendo en la actual crisis, muy superior a la que se observa en otros países y concentrada en los trabajadores con empleo temporal, que disminuyeron más de un 20% en el primer trimestre del año. Este ajuste conlleva, asimismo, un aumento del desempleo de más de 1,8 millones de personas en un año, o 9 pp en términos de la tasa de desempleo, que alcanzó el nivel más elevado de todos los países que conforman la OCDE. Como se ha mencionado en el artículo, la segmentación del mercado laboral tiene, además, efectos negativos sobre las decisiones de formación y sobre la evolución de la productividad.

Por otra parte, el sistema vigente de negociación colectiva tiende a exacerbar algunas de las implicaciones de la segmentación del mercado laboral. Como hemos visto, las características principales del sistema de negociación en España configuran un mercado laboral con una elevada indiciación a la inflación y con escasa sensibilidad de los salarios a las condiciones cíclicas. Además, presenta un nivel de negociación intermedio que fomenta incrementos salariales muy uniformes y escasamente vinculados a las condiciones económicas específicas de las empresas e impide que los salarios relativos sirvan como mecanismo de señalización de la reasignación de los recursos hacia los sectores con mayor potencial de desarrollo.

En conjunto, por tanto, un diseño más adecuado de las instituciones del mercado de trabajo podría mejorar la capacidad de reasignación del empleo entre sectores, empresas o regiones, lo cual facilitaría una salida más rápida del desempleo al elevado colectivo de trabajadores en dicha situación. Una mejoría en este terreno resultaría clave para sentar las bases de una recuperación sólida de la economía, evitando que una eventual reactivación de la demanda se diluya en meros aumentos de la inflación y escasos y precarios incrementos del empleo. Además, la configuración del mercado de trabajo es posiblemente el ingrediente más importante para promover un cambio en el modelo productivo que ha prevalecido durante el último ciclo económico. Si el diseño de las instituciones laborales incentiva adecuadamente las decisiones de formación de empresas y trabajadores, señala correctamente hacia dónde han de dirigirse los recursos, facilita la movilidad laboral entre empresas y sectores, y aumenta su capacidad de ajuste ante las distintas perturbaciones que puede sufrir la economía, la consecución de un nuevo patrón de especialización de la economía más sostenible se podrá alcanzar con más rapidez y con menores costes.

En este contexto, la referencia a la experiencia de otros países que han abordado reformas de sus mercados de trabajo con el objetivo de mejorar la eficiencia del ajuste ante perturbaciones agregadas e incentivar la formación del capital humano cobra un interés especial. Las instituciones del mercado de trabajo deben ser diseñadas de forma que se incentive el logro de ambos objetivos. Para ello, los mecanismos de contratación deberían permitir conjugar una adecuada protección del empleo para los trabajadores en su conjunto y la flexibilidad que demandan las empresas para lograr un ajuste más eficiente, y equitativo, del mercado laboral a las distintas perturbaciones de la economía. Con ello se conseguiría, además, mejorar los incentivos a la inversión en capital humano y, de este modo, contribuir al avance de la productividad. Por su parte, el sistema de negociación colectiva debería facilitar un mayor ajuste de los crecimientos salariales y de todos los aspectos relacionados con la organización del trabajo y la formación de los trabajadores a la situación específica de empresas y sectores, a la vez que se dota de mayor flexibilidad en el tiempo a los acuerdos alcanzados.

15.7.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALBERT, C., C. GARCÍA SERRANO y V. HERNANZ (2005). «Firm provided training and temporary contracts», *Spanish Economic Review*, 7, pp. 67-88.
- BANCO DE ESPAÑA (2008). *Informe Anual*.
- BLANCHARD, O., y A. LANDIER (2002). «The perverse effects of partial labour market reform: Fixed-term contracts in France», *Economic Journal*, 112 (junio).
- BLANCHARD, O., y J. WOLFERS (2000). «The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence», *The Economic Journal*, vol. 110, n.º 462, Conference Papers (marzo), pp. C1-C33.
- CALMFORS, L., y J. DRIFILL (1988). «Centralization of wage bargaining», *Economic Policy*, n.º 6 (abril), pp.13-61.
- DOLADO, J. J., y S. STUCHI (2008). *Do temporary contracts affect TFP? Evidence from Spanish manufacturing firms*, CEPR Discussion Paper n.º 7055.
- DU CAJU, P., E. GAUTIER, D. MOMFERATOU y M. WARD-WARMEDINGER (2008). *Institutional Features of Wage Bargaining in 23 European Countries, the US and Japan*, Working Paper Series n.º 974.
- DRUANT, M, S. FABIÁN, G. KEZDI, A. LAMO, F. MARTINS y R. SABBATINI (2008). «How Are Firm's Wages and Prices Linked: Survey Evidence in Europe», mimeo.
- EDIN, R.-A., y R. TOPEL (1997). «Wage policy and Restructuring: The Swedish Labor Market since 1960», en R. Freeman, R. Topel y B. Swedenborg, *The Welfare State in Transition: Reforming in the Swedish Model*, Chicago University Press, pp. 155-201.
- EUROPEAN COMMISSION (2009). «Labour Market Prospects and Policies to Soften the Impact of the Financial Crisis», ECFIN Economic Brief, Issue 1, mayo.
- IZQUIERDO, M., E. MORAL y A. URTASUN (2003). *El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios*, Documento Ocasional del Banco de España n.º 0302.
- JACOBI L., y J. KLUVE (2006). *Before and After the Hartz Reforms: The Performance of Active Labour Market Policy in Germany*, IZA Working Paper Series, vol. 2100.
- MARES, I. (2006). *Taxation, Wage Bargaining, and Unemployment*, Cambridge University Press.
- MORAL, E., y C. VACAS (2009). «Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006», *Boletín Económico*, enero, Banco de España, pp. 91-101.
- TOHARIA, L., e I. CEBRIÁN (2008). *La temporalidad en el empleo: Atrapamiento y trayectorias*, Colección Informes y Estudios, Ministerio de Trabajo e Inmigración.
- WARD-WARMEDINGER, M., K. MASUCH, R. GÓMEZ-SALVADOR, N. LEINER-KILLINGER, R. STRAUCH, J. TURUNEN, J. DE MULDER, H. STAHL, D. NICOLITSAS, A. LACUESTA, P. CIPOLLONE, A. STIGLBAUER, K. STOVICEK, A. BALLEER, K. MCQUINN, P. MONTANARO, A. ROSOLIA, E. VIVIANO y C. DUARTE (2008). *Labour Supply and Employment in the Euro Area Countries: Developments and Challenges*, ECB Occasional Paper n.º 87.

MEDICIONES ALTERNATIVAS DE LAS RENTAS DEL AUTOEMPLEO: IMPLICACIONES  
SOBRE LA RENTA LABORAL

## Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral

Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre y José Luis Fernández, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Desde finales de los años setenta, diversos análisis han detectado una caída de la participación de las rentas salariales en la renta total en un gran número de países, entre los que también se encuentran España y los demás miembros de la zona del euro<sup>1</sup>. Se ha sugerido que dicho descenso podría venir explicado por factores estructurales, como la creciente especialización de las economías en sectores más intensivos en capital, o fenómenos, como la globalización y la inmigración, que incrementan el entorno competitivo al que se enfrentan los trabajadores y favorecen la contención de las demandas salariales. Existe, no obstante, un debate sobre la verdadera importancia relativa de estos factores, alimentado, en parte, por algunos problemas de medición de la participación de los salarios y del capital en la renta.

Este artículo aborda uno de los principales problemas de medición de la participación de las rentas de los factores productivos, que se refiere a la consideración de los ingresos procedentes del autoempleo, es decir, los que obtienen los trabajadores por cuenta propia<sup>2</sup>. En España, este colectivo representa en torno al 15% del empleo total. La naturaleza mixta de sus ingresos —que constituyen una retribución tanto por el trabajo como por la utilización de los bienes de capital con los que desarrollan su actividad— plantea dudas a la hora de asignarlos, de modo que es necesario realizar hipótesis para disponer de estimaciones de la participación en la renta total de cada uno de los factores productivos. En este artículo, de carácter esencialmente metodológico, se examina la incidencia de varias hipótesis sobre la evolución de dichas participaciones en la economía española en un período histórico amplio. El análisis pone de manifiesto que, al menos en el caso español, la intensidad de la caída de la participación de los rendimientos del trabajo en la renta total depende, de manera importante, de tales hipótesis, lo que conduce a tomar con cautela las diversas explicaciones relativas a su evolución.

La asignación de las rentas mixtas de los trabajadores por cuenta propia constituye, además, un elemento clave para aproximar los ingresos de origen laboral de los hogares, que es una variable fundamental en la estimación de funciones de consumo. En la teoría del consumo, el consumidor planea su gasto en función de los ingresos que espera obtener a lo largo de su ciclo vital, los cuales, según la fuente de la que proceden, pueden ser de dos tipos: los que se obtienen como compensación por el trabajo realizado y los rendimientos que proporcionan los activos o riqueza del consumidor. Resulta, por tanto, necesario disponer de buenas mediciones de la renta laboral, la cual, además, presenta una correlación con los activos de las familias menor que la renta personal (que incorpora una parte de los rendimientos de la riqueza), favoreciendo, así, una estimación más precisa de las respuestas específicas del consumo a la renta y a la riqueza.

En este artículo se consideran y comparan tres opciones para aproximar las rentas del trabajo de los hogares españoles, que se distinguen por el criterio utilizado para estimar los ingresos de origen laboral de los autoempleados. Estos criterios se explican en la sección siguiente a esta introducción. A continuación, en la sección tercera, se examina la distribución factorial de la renta nacional que implica cada una de esas alternativas, desde una perspectiva histórica, y,

---

1. Véase Moral (2007). 2. Otros trabajos que también han señalado esta cuestión son Gollin (2002) y el anejo en BCE (2004).

en la cuarta, se exploran algunas implicaciones sobre la relación entre renta laboral y consumo. En la última sección se resumen las principales conclusiones.

### **Los ingresos procedentes del autoempleo**

La distribución de los ingresos de los trabajadores autoempleados entre rendimientos del trabajo y del capital es un elemento muy influyente en la aproximación de los ingresos de origen laboral que perciben las familias. Sin embargo, apenas se dispone de información para aproximar dicha distribución, siendo necesario acudir a información fragmentaria o anecdótica que permita establecer hipótesis razonadas. Así, en ocasiones se aplica la convención de que un tercio de las rentas de los trabajadores por cuenta propia son de la propiedad y en torno a dos tercios son rentas laborales. Esta estructura proviene de antiguas estimaciones obtenidas en Estados Unidos, a partir de información procedente del sector agrario, que suele concentrar un elevado porcentaje de trabajadores autónomos<sup>3</sup>. En España también se utiliza información relativa a los agricultores en las estimaciones incorporadas en las cuentas nacionales.

Por otra parte, la incidencia de los ingresos de los autónomos sobre la renta laboral en el conjunto de la economía depende no solo de la distribución entre rentas del trabajo y del capital en un empresario individual típico, sino también del peso relativo de este colectivo en el empleo total. Este puede cambiar a lo largo del tiempo, debido, por ejemplo, a variaciones en la estructura productiva. En la evolución de la economía española de las cuatro últimas décadas, la participación de los trabajadores por cuenta propia en el total había seguido una trayectoria descendente, como consecuencia del trasvase de trabajadores desde el sector agrario —en una gran parte, no asalariados— a otros sectores, a los que se han ido incorporando como asalariados, impulsando la tasa de asalarización. Más recientemente, sin embargo, el auge de la construcción residencial y la externalización de determinados servicios frenaron este proceso, aumentando el peso de los trabajadores no asalariados en el empleo de algunas ramas, como los servicios inmobiliarios y empresariales, desde el año 2000, y la construcción, desde 2005 (véase cuadro 1). Este cambio relativo en la evolución del autoempleo es perceptible también en su tasa de variación. Así, en los años transcurridos del siglo XXI el empleo no asalariado creció casi un 5%, frente a un descenso del 10% durante el período 1985-2000.

Existen, además, ciertas dificultades de índole conceptual para asignar determinados rendimientos entre factores productivos, como en el caso de los directivos o consejeros. Puesto que estos controlan las empresas y, en muchos casos, son propietarios de las mismas, la compensación que obtienen por su esfuerzo podría contemplarse como un rendimiento de la propiedad y del capital. De hecho, este era el tratamiento que se le daba en las cuentas nacionales elaboradas con la metodología del SEC 79. La implantación del SEC 95 modificó, sin embargo, este planteamiento, de modo que los directivos y consejeros pasaron a ser considerados asalariados, produciéndose un incremento de la tasa de asalarización debido a este cambio de criterio.

Ante las dificultades para asignar adecuadamente ciertos rendimientos entre factores productivos, en este artículo se contemplan tres posibles hipótesis en relación con los ingresos de los trabajadores autoempleados. La primera considera las rentas mixtas del autoempleo como rentas del capital. Una segunda hipótesis, que es habitual en los análisis sobre distribución factorial de la renta nacional y sobre participación salarial, reparte dichas rentas mixtas entre el trabajo y el capital, imputando, como ingreso laboral por trabajador autónomo, el salario medio de los trabajadores por cuenta ajena de la economía. Esta alternativa, que asume el mismo ingreso por trabajador para ambos colectivos, resulta discutible. De hecho, si la tasa de asalarización presenta una tendencia estructural creciente, puede deberse, en parte, a que los

---

3. Véase Johnson (1948), que estimó esta estructura para el sector agrario de Estados Unidos a principios del siglo XX y en la década de 1940.

Ratio sobre el empleo total de cada rama (variación, pp)	85-90	90-95	95-00	00-05	05-08	2005	
	CNE 86	CNE 86	CNE 95	CNE 00	CNE 00	CNE 00	
						(a)	(b)
Total economía	-4,3	-1,0	-2,2	-1,4	-0,7	14,1	14,1
1. Ramas agraria y pesquera	-1,5	0,6	-6,0	-6,3	-3,5	50,7	2,6
2. Industria y energía	0,0	2,0	-0,5	-1,3	0,2	5,3	0,9
3. Construcción	-7,9	2,6	-2,5	-0,5	0,3	13,7	1,8
4. Servicios de mercado	-2,6	-1,5	-2,2	-1,6	-1,1	18,9	8,8
Comercio y reparación	-4,6	-2,2	-4,9	-2,6		21,2	3,3
Hostelería	-4,4	-1,6	-1,0	-3,4		23,5	1,6
Transporte y comunicaciones	-0,7	0,3	-1,1	-2,1		18,4	1,0
Intermediación financiera	0,0	0,0	-0,2	-0,1		5,8	0,1
Inmobiliarias y servicios empresariales	-0,9	2,6	-1,8	1,7		16,6	1,5
Educación	0,3	-3,8	1,2	0,0		4,3	0,2
Actividades sanitarias y veterinarias; servicios sociales	2,9	-6,0	4,6	0,4		4,5	0,3
Otros servicios y actividades sociales; servicios personal	-3,3	0,3	-1,8	-1,0		16,3	0,7
PRO MEMORIA:							
Variación de la tasa de asalariación enlazada (c)	4,0	0,8	3,5	1,4	0,7		

FUENTE: INE.

a. % de ocupados no asalariados sobre el empleo total de cada rama.

b. % de ocupados no asalariados sobre el empleo total de la economía.

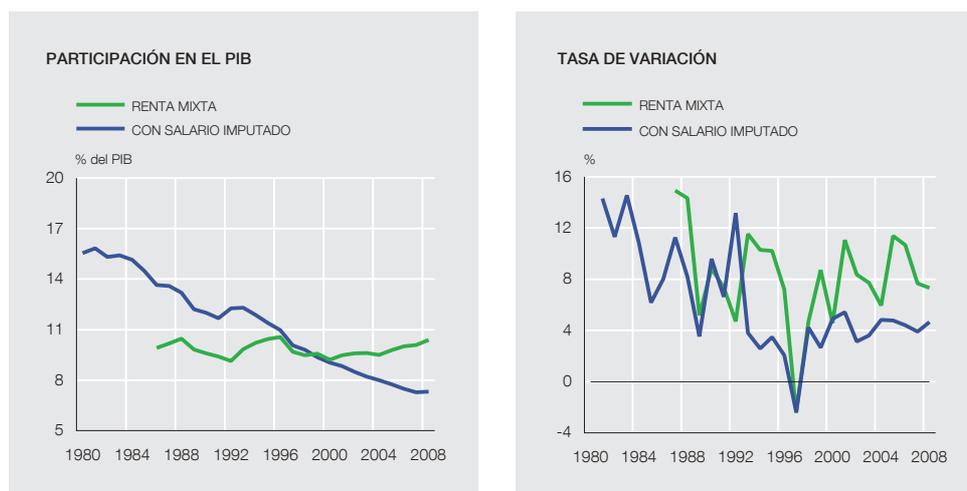
c. Los datos anteriores a 1996 están enlazados a partir de las series de la CNE 95.

trabajadores por cuenta propia perciben que la renta —ajustada por riesgo— que se obtiene en ambos estatus laborales no es equivalente.

Por supuesto, este argumento se basa en la hipótesis de que el trabajador es quien elige una modalidad u otra de situación laboral. Sin embargo, en un buen número de ocasiones, la situación de autoempleado puede ser un resultado, hasta cierto punto, sobrevenido. Por ejemplo, cuando se llega a esta situación tras una relación laboral como asalariado rescindida por el empleador, o cuando son los propios empleadores los que prefieren contratar trabajadores bajo la modalidad de autónomos. La tendencia de los últimos años a externalizar servicios que no guardan una estrecha relación con la actividad principal de las empresas ha podido incrementar el número de situaciones que pueden encuadrarse en este último tipo. Esto sugiere que tanto empleadores como trabajadores perciben cierto grado de sustituibilidad entre el autoempleo y el trabajo por cuenta ajena, al menos en el corto y medio plazo. Desde este punto de vista tiene sentido contemplar una tercera hipótesis que considere toda la renta mixta de los trabajadores autónomos como un ingreso de carácter laboral<sup>4</sup>. En la sección siguiente se examinan las implicaciones de estas tres hipótesis relativas a los ingresos de los autoempleados sobre la definición de rentas del trabajo y del capital.

Para aplicar estas hipótesis se han utilizado datos procedentes de las cuentas nacionales, que ha sido preciso enlazar para poder contar con un período temporal amplio<sup>5</sup>. Las rentas mixtas

4. Esta es la línea seguida por una parte de la literatura empírica sobre funciones de consumo. Véanse, por ejemplo, Chauvin y Damette (2008) y Fernández-Corugedo et ál. (2003), que estiman funciones de consumo para Francia y el Reino Unido empleando una definición de renta neta de rendimientos de la propiedad, que incluye la remuneración de asalariados, la renta mixta y las prestaciones y transferencias. 5. Las series homogéneas del PIB por el lado de las rentas y de la distribución sectorial del excedente conforme a los criterios metodológicos de la CNE 00 se han obtenido enlazando tres conjuntos de información de la Contabilidad Nacional de España, publicados por el Instituto Nacional de Estadística: el correspondiente al sistema de cuentas SEC 79 con base en 1986, las estimaciones posteriores del SEC 95 y las modificaciones que introdujo el cambio de base de la CNE 00.



FUENTES: INE y Banco de España.

del autoempleo se han estimado a partir del excedente neto de explotación del sector de hogares —sector que integra las actividades de los autónomos—, descontando el rendimiento imputado a las viviendas ocupadas por hogares que son sus propietarios y los alquileres<sup>6</sup>. La amortización de capital fijo tampoco se incluye, pues constituye el rendimiento del capital que el propietario del mismo destina a la reposición de sus bienes de producción. Por su parte, para imputar una renta laboral a los autónomos se han utilizado los datos de empleo no asalariado y la remuneración por asalariado. En el gráfico 1 se presentan estas estimaciones de ingresos correspondientes al colectivo de trabajadores autónomos.

Cuando se imputa al autónomo un ingreso medio igual a la remuneración media por asalariado, se observa una tendencia decreciente de la participación de esa renta laboral imputada en el PIB, con una caída de 8 puntos porcentuales (pp) entre 1980 y 2008 (véase gráfico 1). Este pronunciado descenso se explica por la progresiva desaceleración del ingreso por trabajador imputado —la remuneración por asalariado— y por la escasa aportación del empleo no asalariado, que disminuyó o creció muy poco, lo que da lugar a un crecimiento de la renta laboral imputada inferior al crecimiento del PIB nominal durante todo el período (véase cuadro 2). En cambio, las rentas mixtas de los autoempleados mantuvieron bastante más estable su participación en el PIB. A partir de la estimación de las rentas mixtas y del empleo no asalariado puede obtenerse un ingreso medio por trabajador autónomo implícito, que constituye un rendimiento por su trabajo y por el capital empleado. El aumento de este ingreso medio por autónomo ha sido siempre superior al de la remuneración por asalariado, observándose una ampliación progresiva de este diferencial desde la segunda mitad de los noventa, que, en principio, resulta coherente con el crecimiento del empleo por cuenta propia que tuvo lugar en el período 2000-2007 (véase, de nuevo, el cuadro 2).

### **Distribución funcional de la renta**

Se conoce como *distribución factorial de la renta* el reparto o asignación del valor de la producción o renta entre los factores productivos que contribuyen a su obtención. También se denomina *distribución funcional*, ya que el criterio de asignación de la renta atiende a la función que desempeña cada factor en el proceso productivo<sup>7</sup>. Los rendimientos que se obtienen

6. Pues constituyen rendimientos de bienes de capital residencial que son identificables con la información disponible y, por tanto, no deberían integrar la renta laboral. 7. El factor tierra engloba tanto la propiedad de la tierra como la de las materias primas y, en general, los recursos naturales, mientras que el capital está integrado por los medios físicos de producción y, también, por elementos intangibles como la gestión del riesgo asociado a la actividad empresarial. El factor trabajo se corresponde con el esfuerzo que desarrollan las personas implicadas en el proceso productivo.

## Tasa media de variación (%)

	1981-1985	1986-1991	1992-1994	1995-2000	2001-2004	2005-2008
1. Asalariados						
1.1. Remuneración de asalariados (a)	10,8	13,2	5,5	7,2	6,5	6,3
Empleo asalariado	-1,6	4,2	-1,8	4,3	3,0	2,5
Remuneración por asalariado	12,6	8,6	7,5	2,8	3,4	4,1
2. Trabajadores no asalariados						
2.1. Ingreso laboral imputado (b)	11,4	7,9	6,5	2,5	4,2	4,4
Empleo no asalariado	-1,0	-0,7	-0,9	-0,3	0,8	0,3
2.2. Rentas mixtas (c)	—	10,1	8,8	5,5	8,3	9,9
Ingreso medio por trabajador	—	10,7	10,0	5,8	7,4	9,3
PRO MEMORIA						
PIB (precios corrientes)	13,0	11,8	5,8	7,2	7,5	6,8

FUENTES: INE y Banco de España.

a. Incluye las cotizaciones sociales de empleadores y de empleados.

b. Producto de la remuneración por asalariado y del empleo no asalariado.

c. Excedente bruto de explotación de los hogares e ISFLSH menos alquileres reales e imputados a la vivienda en propiedad y menos el consumo de capital fijo del sector.

por el uso de dichos factores son las rentas de la propiedad y del capital y la renta laboral, que constituye la remuneración por el esfuerzo humano. Como se ha señalado ya, estos rendimientos pueden definirse de forma distinta, según la hipótesis que se adopte en relación con los ingresos de los trabajadores autoempleados. En el recuadro adjunto se resumen los conceptos de las cuentas nacionales que se incluirían como rentas del trabajo o del capital en cada una de las hipótesis contempladas en la sección anterior y se definen los distintos conceptos de renta que suelen utilizarse en los análisis sobre distribución factorial. En esta sección se examina la distribución de dos de estos conceptos: el PIB a precios de mercado y el producto interior neto al coste de los factores.

Durante el período 1980-2008, la participación en el PIB de las rentas del trabajo y la de las rentas del capital experimentaron oscilaciones que parecen haberse atenuado con el paso del tiempo, de acuerdo con la distribución que resulta al considerar la primera opción (en la que las rentas del trabajo están integradas solo por la renta de los empleados por cuenta ajena) (véase gráfico 2). Con la segunda alternativa, la participación de la renta laboral de los ocupados (que incluye, además de la remuneración por asalariados, los ingresos laborales imputados a los trabajadores por cuenta propia) presenta una tendencia decreciente a lo largo de todo el período, aunque con ciertas oscilaciones en la década de los ochenta y primera mitad de los noventa, mientras que los rendimientos del capital parecen mostrar un peso creciente en el PIB. La distribución factorial que corresponde a la renta laboral con toda la renta mixta neta de los trabajadores por cuenta propia ofrece una evolución bastante más estable de la participación de ambos factores productivos, si bien no se dispone de información para la primera mitad de los años ochenta, cuando estas registraron oscilaciones más intensas. A pesar de las diferencias que presentan, las tres alternativas señalan un descenso de la participación de las rentas del trabajo en el PIB a partir de la crisis económica de los primeros años noventa. Los rendimientos del capital, por su parte, mantuvieron su participación en el PIB algo más estable desde ese momento, en comparación con el período anterior, de acuerdo con la primera y tercera alternativas, registrando un claro incremento según la aproximación que imputa unos ingresos laborales a los autónomos.

La primera aproximación corresponde a la distribución factorial más estándar: las rentas del trabajo están integradas solo por la renta de los empleados por cuenta ajena —la *remuneración de asalariados*— y las del capital engloban tanto el excedente neto de las empresas constituidas en sociedad como las rentas mixtas de los trabajadores por cuenta propia, además del consumo de capital fijo (véase cuadro adjunto). En esta distribución, también forma parte de las rentas del capital el excedente que imputa la Contabilidad Nacional a la producción por cuenta propia de servicios de alquiler<sup>1</sup>. La segunda alternativa considera rentas del trabajo, además de la remuneración de asalariados, los ingresos laborales imputados a los trabajadores por cuenta propia conforme al salario medio de los asalariados. Esta definición se denomina, a efectos de este artículo, *renta laboral de ocupados*. Las rentas del capital que corresponden a esta segunda alternativa incluyen los mismos conceptos que la opción anterior, excepto la parte correspondiente a la renta laboral imputada a los autónomos. Por último, en la tercera alternativa, toda la renta mixta neta de los trabajadores por cuenta propia forma parte de las rentas del trabajo, además de la remuneración de asalariados. Esta definición de renta laboral se designa en el presente artículo *renta laboral*

1. Los servicios de alquiler que obtiene el propietario que habita en su propia vivienda constituyen el excedente o retribución del bien de capital que es dicha vivienda.

*con renta mixta*. Las rentas del capital estarían integradas solo por el excedente de las sociedades y por los alquileres —tanto los imputados a la vivienda en propiedad como los obtenidos por empresarios arrendadores—, junto con el consumo de capital fijo.

Para concretar empíricamente la distribución factorial de la renta es necesario precisar el concepto de renta que es objeto de distribución. Es bastante habitual examinar la participación de los factores productivos en el PIB a precios de mercado, dada la relevancia y amplia utilización de esta macromagnitud como variable de referencia. En tal caso, además de retribuir a los factores productivos, una parte de la producción se destina a las AAPP a través de los impuestos indirectos. Sin embargo, para realizar un análisis de la distribución factorial de la renta, la definición más relevante es la de *renta nacional*, que es el valor del producto nacional neto al coste de los factores, esto es, sin impuestos indirectos ni consumo de capital fijo. Si las rentas de los factores nacionales en el exterior y de los factores extranjeros en territorio nacional son poco significativas, la definición de renta nacional equivale, prácticamente, a la del *producto interior neto al coste de los factores*<sup>2</sup>.

2. En este artículo se denomina así al agregado que resulta de descontar del PIB a precios de mercado el consumo de capital fijo y los impuestos, netos de subvenciones, sobre productos, importaciones y sobre la producción. Se corresponde, también, con el concepto de valor añadido al coste de los factores.

#### DISTRIBUCIÓN FUNCIONAL DE LA RENTA A PARTIR DE LAS DEFINICIONES DE LAS CUENTAS NACIONALES (SEC 95)

	RENTAS DEL TRABAJO	RENTAS DEL CAPITAL
1.ª opción	Renta salarial de empleados por cuenta ajena (a)	Excedente neto de explotación - de empresas constituidas en sociedades (b) - de la producción por cuenta propia de servicios de alquiler (c) - de autónomos arrendadores (c) Renta mixta neta de empleados por cuenta propia (d) Consumo de capital fijo
2.ª opción	Renta salarial de empleados por cuenta ajena (a)  Renta laboral imputada a empleados por cuenta propia (e)	Excedente neto de explotación - de empresas constituidas en sociedades (b) - de la producción por cuenta propia de servicios de alquiler (c) - de autónomos arrendadores (c) Renta mixta neta de empleados por cuenta propia (excluyendo la renta laboral imputada) Consumo de capital fijo
3.ª opción	Renta salarial de empleados por cuenta ajena (a)  Renta mixta neta de empleados por cuenta propia (d)	Excedente neto de explotación - de empresas constituidas en sociedades (b) - de la producción por cuenta propia de servicios de alquiler (c) - de autónomos arrendadores (c) Consumo de capital fijo

FUENTE: Banco de España.

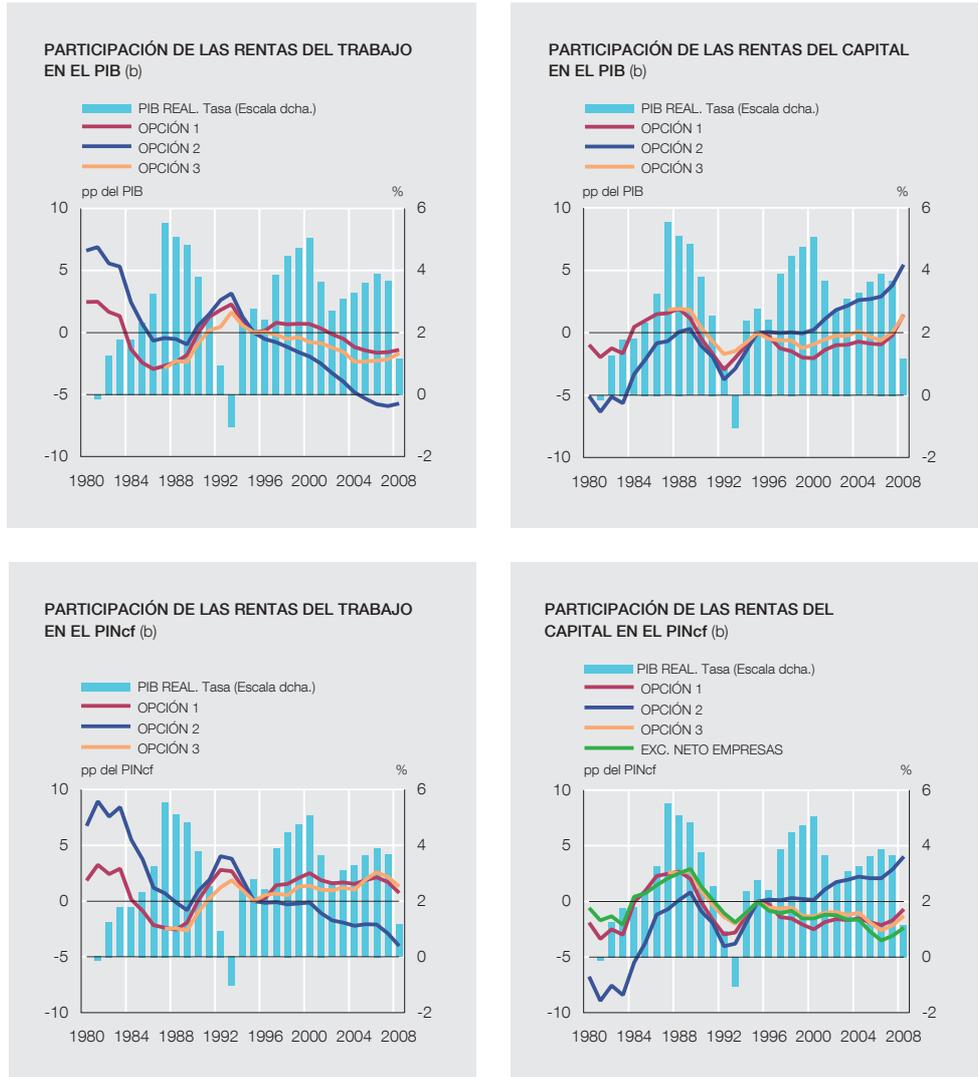
a. Remuneración de asalariados (CNE 00 enlazada).

b. Excedente neto de sociedades no financieras e instituciones financieras (CNE 00 enlazada).

c. Clasificación del gasto en consumo final de los hogares por finalidad (CNE 00 enlazada).

d. Excedente neto de los hogares e ISFLSH (CNE 00 enlazada) menos alquileres reales e imputados.

e. Producto de la remuneración por asalariado y del empleo no asalariado (CNE 00 enlazada).



FUENTES: INE y Banco de España.

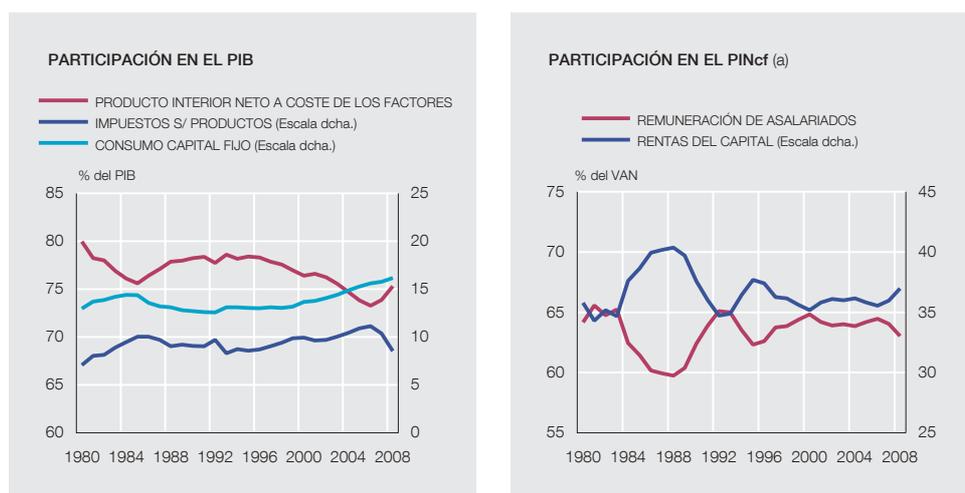
a. Opción 1: las rentas del trabajo corresponden a las rentas salariales de los empleados por cuenta ajena (remuneración de asalariados); las rentas del capital incluyen el excedente neto de explotación de las empresas constituidas en sociedades, la renta mixta de los empleados por cuenta propia, los alquileres y el consumo de capital fijo.

Opción 2: las rentas del trabajo son las de la opción 1 más las rentas salariales imputadas a los trabajadores autónomos; las rentas del capital son las mismas de la opción 1, excluyendo las rentas salariales imputadas a los autónomos.

Opción 3: las rentas del trabajo son las de la opción 1 más la renta mixta de los empleados por cuenta propia; las rentas del capital son las mismas de la opción 1, excluyendo la renta mixta de los empleados por cuenta propia.

b. Variación acumulada en puntos porcentuales del PIB o del PINcf respecto al nivel en 1995.

Cuando se atiende al reparto del producto interior neto al coste de los factores (PINcf), es decir, si se excluyen del PIB los impuestos indirectos y el consumo de capital fijo —cuyo peso creciente en el PIB (véase gráfico 3) puede distorsionar la imagen respecto a la evolución de la participación de los factores productivos—, la distribución que se obtiene tiene características algo distintas de las obtenidas a partir del PIB (véase, de nuevo, el gráfico 2). Así, desde esta perspectiva que aproxima mejor la distribución de la renta propiamente dicha, la tendencia decreciente que presentaba la participación de la renta laboral desde la segunda mitad de los noventa desaparece con la primera y tercera alternativas, observándose, de hecho, un ascenso moderado desde 1994-1995. En cambio, son ahora las rentas del capital —que ya no incluyen la depreciación— las que experimentan una tendencia suavemente descendente,



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Corresponde a la distribución factorial en el PINcf según la opción 1.

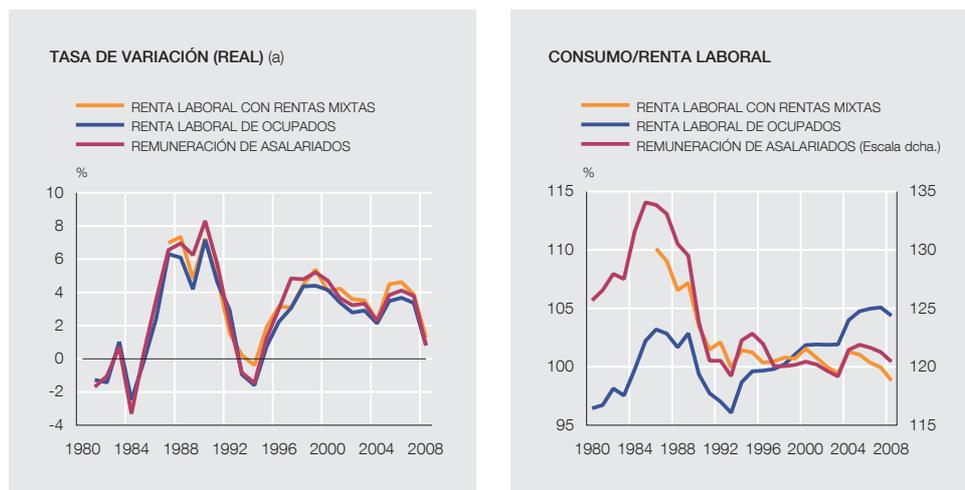
desde 1995 hasta el final del período examinado. Dicha tendencia decreciente apenas se modifica al excluir los alquileres —que representan una proporción muy estable del PINcf— y obtener el excedente empresarial neto, esto es, el de las sociedades no financieras e instituciones financieras.

Cabe plantearse si las hipótesis relativas a los ingresos de los autoempleados afectan también a la evolución de la participación de los factores productivos a lo largo del ciclo económico. En general, la evidencia empírica indica que la participación del factor trabajo en la renta nacional tiene un comportamiento anticíclico y que, por el contrario, la retribución al capital presenta una evolución procíclica<sup>8</sup>. En el caso de España, también se observa esta relación entre ciclo económico y participación relativa de los factores productivos hasta la primera mitad de la década de los noventa. Así, las rentas del trabajo, tras haber mantenido su peso en el PINcf durante los primeros años de la crisis de los ochenta, disminuyeron su participación en el período de expansión que tuvo lugar en la segunda mitad de la década, volviendo a recuperarse en la crisis de 1992-1993 (véase gráfico 2). Por su parte, los rendimientos del capital incrementaron su importancia relativa en la producción en los períodos de expansión, disminuyéndola durante las crisis de los ochenta y de los noventa<sup>9</sup>. Desde mediados de los noventa, estas regularidades se suavizaron notablemente e, incluso, cambiaron su sentido respecto a su pauta cíclica de años anteriores —por ejemplo, las rentas del capital perdieron peso en la segunda mitad de los noventa y lo ganaron durante la desaceleración de 2001-2003—. Esta evolución cíclica, sin embargo, es independiente de la hipótesis empleada en relación con los ingresos de los trabajadores por cuenta propia, que, como ya se ha señalado, afecta, principalmente, a la tendencia de las participaciones relativas del trabajo y del capital. Por último, se pone de manifiesto cierta disminución en la amplitud de las oscilaciones cíclicas de las retribuciones relativas de ambos factores (véase gráfico 3).

### Renta laboral y consumo

En la teoría del consumo, el consumidor planea su gasto en función de los ingresos que espera obtener a lo largo de su ciclo vital. Como se señaló en la introducción, estos ingresos pueden ser de dos tipos, en función de la fuente de la que proceden: renta laboral y rentas de

8. Véase Creamer (1956). 9. Un mayor detalle de los acontecimientos de este período se encuentra en García Perea (1994) y en Laborda (2001).



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Deflactado con el deflactor del consumo privado.

la propiedad y del capital. Aunque ambos tipos de rendimientos intervienen en la restricción de balance del consumidor, su distinción es relevante por varias razones.

En primer lugar, es posible resolver la restricción intertemporal a la que se enfrenta el consumidor de modo que su gasto en consumo sea una función de su renta laboral esperada durante el ciclo vital, del valor de sus activos iniciales y del rendimiento que esperan obtener por los mismos<sup>10</sup>, lo cual sitúa a la renta laboral y a la riqueza como variables fundamentales para explicar el gasto en consumo. Por otra parte, los rendimientos del trabajo y de la riqueza dependen de factores distintos. La renta laboral depende de aspectos que inciden sobre la demanda y la oferta de trabajo y, en cambio, las rentas de la propiedad varían en función de los tipos de interés y de los beneficios empresariales.

A la hora de estimar funciones de consumo, se plantea la cuestión de cuál de las tres definiciones de renta laboral que se han examinado en la sección anterior resulta más apropiada. Aunque, en principio, la evolución a corto plazo de las tres aproximaciones no es muy distinta (véase gráfico 4), su comportamiento en períodos amplios de tiempo se diferencia en mayor medida, como ya se ha puesto de manifiesto en las secciones anteriores. Para evaluar estas alternativas, una opción es calcular la ratio entre consumo y renta laboral, que es indicativa de la propensión media al consumo, y que cabe esperar que tienda a disminuir con el desarrollo económico y el nivel de vida. De nuevo, la definición de ingresos que imputa un salario a los trabajadores autónomos —la renta laboral de ocupados— es la que ofrece diferencias más significativas. De hecho, esta opción presenta una tendencia ligeramente creciente, frente al descenso y posterior estabilización que se observa en las ratios correspondientes a la remuneración de asalariados y a la renta laboral con rentas mixtas. Teniendo en cuenta esta circunstancia, la evolución decreciente que describen las dos últimas aproximaciones resultaría, en principio, más acorde con el proceso de convergencia de la economía española y con el incremento de la renta per cápita. Si bien la inmigración ha podido influir sobre esta ratio en los últimos años, elevando la propensión media a consumir, no parece razonable que llegue a situarse por encima de los valores alcanzados en los años ochenta, como indica la ratio con la renta laboral de ocupados.

10. Véanse, por ejemplo, Campbell y Mankiw (1989) y Muellbauer y Lattimore (1995).

## Conclusiones

La renta laboral está sujeta a ciertos problemas de medición, debido tanto a cuestiones relativas a los conceptos que debe incluir, especialmente aquellos que tienen que ver con la consideración de los ingresos de los empresarios individuales y de los trabajadores por cuenta propia, como a la disponibilidad de información para estimarla. Las tres aproximaciones que se han contemplado en este artículo para un período histórico amplio —gracias al enlace de varios conjuntos de información de la Contabilidad Nacional de España— presentan comportamientos distintos.

Posiblemente la aproximación más habitual a este problema es imputar un ingreso laboral a los trabajadores autoempleados a partir de la remuneración que obtienen los asalariados, pero esto conduce a un descenso de la participación de esas rentas en el PIB desde 1980, cuya magnitud puede resultar exagerada. Asimismo, implica una ratio consumo-renta creciente en el tiempo, que no es coherente con el aumento de la renta per cápita en la economía española. En cambio, los resultados obtenidos con las otras dos definiciones alternativas de renta laboral de los autónomos (excluyendo o incluyendo totalmente todas sus rentas) se comportan de forma más estable e implican una ratio consumo-renta más razonable.

Otro aspecto que resulta relevante es el agregado macroeconómico que se utiliza para examinar la distribución de la renta entre factores productivos. Así, las rentas del trabajo, que pierden peso en el PIB desde 1993-1994, incrementan su participación relativa cuando se aborda la distribución de la producción neta de la depreciación del capital y de la imposición indirecta, que es una definición más próxima al concepto de renta nacional. Por su parte, la participación de las rentas del capital en el PIB, que asciende moderadamente desde esos años, presenta un ligero descenso cuando la distribución se refiere a este concepto de renta nacional.

13.7.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2004). «Medición y análisis de la evolución de los beneficios en la zona del euro», *Boletín Mensual*, enero.
- CAMPBELL, J. Y., y N. G. MANKIW (1989). «Consumption, income and interest rates: Reinterpreting the time series evidence», en O. J. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 185-216.
- CHAUVIN, V., y O. DAMETTE (2008). *Wealth effects in France (first draft)*, mimeo, Banco de Francia.
- CREAMER, D. (1956). *Personal Income during Business Cycles*, Princeton University Press, Princeton.
- FERNÁNDEZ-CORUGEDO, E., S. PRICE y A. BLAKE (2003). *The dynamics of consumer's expenditure: the UK consumption ECM redux*, Bank of England Working Paper n.º 204.
- GARCÍA PEREA, P. (1994). «Análisis sectorial de la distribución factorial del producto interior bruto entre 1965 y 1993», *Revista de Economía y Sociología del Trabajo*, n.º 25/26, septiembre-diciembre, pp. 85-104.
- GOLLIN, D. (2002). «Getting income shares right», *Journal of Political Economy*, vol. 110, n.º 2, pp. 458-474.
- JOHNSON, G. (1948). «Allocation of Agricultural Income», *Journal of Farm Economics*, XXX, pp. 724-749.
- LABORDA, A. (2001). «La distribución funcional de la renta en España: una visión macroeconómica», *Papeles de Economía Española*, n.º 88, pp. 44-66.
- MORAL, E. (2007). «La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- MUELLBAUER, J., y R. LATTIMORE (1995). «The consumption function: A theoretical and empirical overview», en M. H. Pesaran y M. Wickens (eds.), *Handbook of Applied Econometrics*, Blackwell, pp. 221-311.

LOS EFECTOS MACROECONÓMICOS DE LAS DIFERENCIAS EN LAS CONDICIONES  
DE ACCESO AL CRÉDITO ENTRE SECTORES PRODUCTIVOS: UN ANÁLISIS TEÓRICO

## Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Gavilán, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Para el correcto funcionamiento de la economía, resulta crucial la eficiencia del sector financiero a la hora de canalizar fondos desde los ahorradores hacia los inversores. A este respecto, resulta relevante no solo el volumen total de fondos que este sector es capaz de intermediar, sino también cómo se distribuyen dichos fondos entre las diferentes ramas de actividad de la economía. Dado que la distribución sectorial del crédito condiciona la de la inversión, el patrón productivo de un país y la evolución de la productividad dependerán también, entre otros factores, de aquellos que determinan dicha distribución sectorial del crédito.

Uno de esos factores tiene que ver con la importancia de las garantías, o colateral, que los empresarios puedan aportar en sus demandas de préstamos. Las condiciones de financiación que las entidades ofrecerán a los distintos sectores de la economía serán más favorables cuanto mayor sea su capacidad para recuperar, aun parcialmente, los fondos prestados en caso de que los proyectos de inversión resulten fallidos y, por tanto, dependerán de la disponibilidad del prestatario de activos tangibles, como los inmobiliarios, que puedan servir como colateral. Es de esperar, pues, que las condiciones de acceso al crédito sean más propicias en sectores que, como el de la construcción, disponen de una mayor cantidad de activos tangibles como consecuencia de su especialización productiva.

En este artículo se resume un trabajo reciente<sup>1</sup> que analiza desde un punto de vista teórico cómo se distribuirían sectorialmente el crédito y la inversión en una economía con varios sectores que difieren en sus condiciones de acceso al crédito. Más concretamente, el análisis se fundamenta en un modelo de dos sectores, construcción y manufacturas, en el que el primero accede a la financiación externa en unas condiciones más favorables que el segundo.

Tras esta introducción, en la sección siguiente se aporta evidencia empírica que tiende a apoyar la idea de que las condiciones de acceso al crédito difieren por sectores. A continuación, se describen brevemente y de una forma no técnica los principales elementos del modelo teórico y se estudian los efectos sobre la distribución sectorial de la producción de distintos niveles de los tipos de interés. En particular, se muestra que, en estas condiciones, cuando el coste de la financiación es elevado, una contracción del tipo de interés produce una reasignación de la actividad hacia el sector de las manufacturas, mientras que, cuando ese coste es inicialmente más reducido, una disminución del tipo de interés desplaza la actividad hacia el sector de la construcción. Antes de cerrar el artículo con un resumen de las principales conclusiones, se presenta también evidencia empírica reciente para algunos países de la OCDE que resulta acorde con la relación entre la inversión y los tipos de interés que predice el modelo teórico.

### La distribución sectorial de la financiación

Los distintos sectores productivos de una economía difieren entre sí en múltiples dimensiones, algunas de las cuales son relevantes para establecer sus condiciones de acceso al crédito. Así, por ejemplo, el sector de la construcción, por su propia naturaleza, dispone de una mayor cantidad de activos tangibles que pueden ser usados como colateral en comparación con otros sectores de la economía como el manufacturero. Por ello, en general, cabría esperar unas mejores condiciones de acceso a la financiación externa en el caso de la construcción.

1. Véase Arce, Campa y Gavilán (2008).

Si bien no es posible observar de forma directa y sistemática en los datos las condiciones financieras a las que se enfrentan las empresas de los diferentes sectores, su estructura de capital, que depende de estas condiciones, puede proporcionar información indirecta sobre las mismas. En este sentido, el gráfico 1 recoge, para un conjunto de países del área del euro durante el período 1995-2004, la ratio de deuda sobre activos totales de las empresas de construcción y de manufacturas. Aunque en la determinación de esta ratio de endeudamiento confluyen elementos tanto de oferta como de demanda de préstamos, el hecho de que las sociedades constructoras hayan estado más apalancadas durante todo el período y para todos los países es coherente con la hipótesis considerada en este trabajo de que las primeras pueden tener un acceso más favorable a la deuda en relación con el valor de sus activos que las segundas.

**Un modelo teórico  
con distintas condiciones  
de acceso al crédito por  
sectores: principales  
elementos y resultados**

Para analizar el impacto que las diferencias sectoriales en el acceso al crédito tienen en la estructura productiva, se considera un modelo estilizado de una economía pequeña abierta al comercio internacional con dos sectores, construcción y manufacturas, y, de acuerdo con la evidencia mostrada en la sección anterior, se supone que en el sector de la construcción es posible desarrollar proyectos de inversión con un mayor grado de apalancamiento que en el sector de manufacturas<sup>2</sup>.

En este modelo, los empresarios deciden en qué sector desarrollan su actividad y el tamaño del proyecto que van a ejecutar, que debe superar, en todo caso, un tamaño mínimo de viabilidad (que se supone, sin pérdida de generalidad, que es igual en los dos sectores). Por simplicidad, también se asume que los recursos propios de los empresarios no son suficientes para alcanzar dicho tamaño mínimo, por lo que resulta indispensable el recurso a la financiación externa para desarrollar cualquier proyecto.

Los empresarios pueden obtener financiación externa hasta un determinado porcentaje del valor presente descontado (esperado) de sus proyectos. Este porcentaje se supone que es mayor para los proyectos en el sector de la construcción que para los proyectos en el sector de las manufacturas, como resultado de que los préstamos para los primeros pueden garantizarse en mayor medida. Por lo tanto, para cualquier empresario, las condiciones de acceso al crédito son más favorables si decide establecerse en el sector de la construcción<sup>3</sup>.

Una primera consecuencia de esta asimetría es que, para que exista actividad en ambos sectores, la rentabilidad unitaria de los proyectos de inversión en el sector manufacturero debe ser mayor que en la construcción, pues, en caso contrario, ningún empresario en la economía decidiría establecerse en el sector manufacturero. Es decir, tiene que existir una *prima de apalancamiento*, en el sentido de que los sectores donde la financiación es menos favorable deben ofrecer una mayor rentabilidad unitaria. Intuitivamente, esta prima es similar a la bien conocida *prima de liquidez*, que requiere que los activos menos líquidos ofrezcan una rentabilidad esperada mayor.

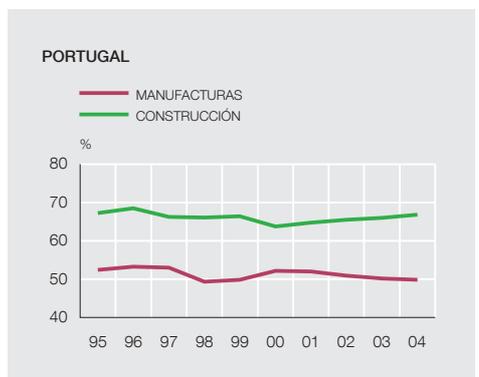
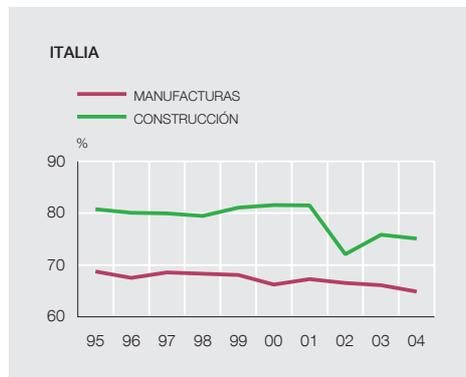
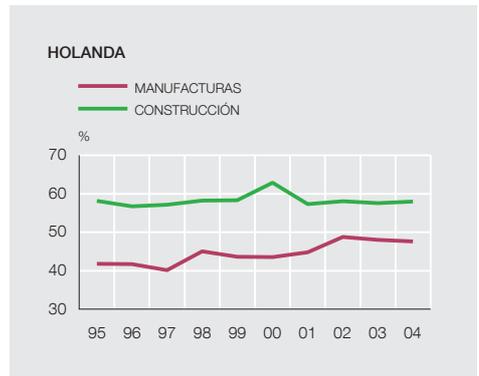
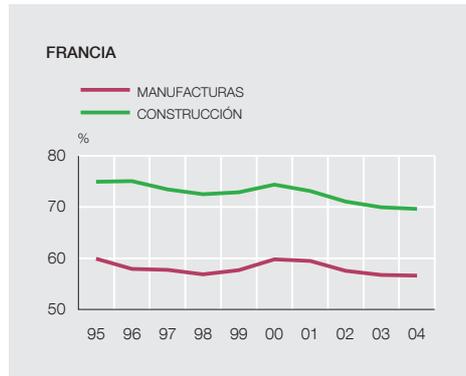
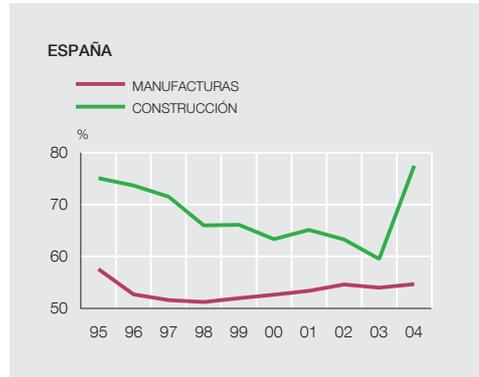
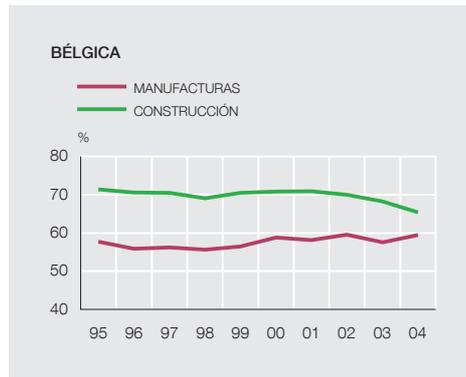
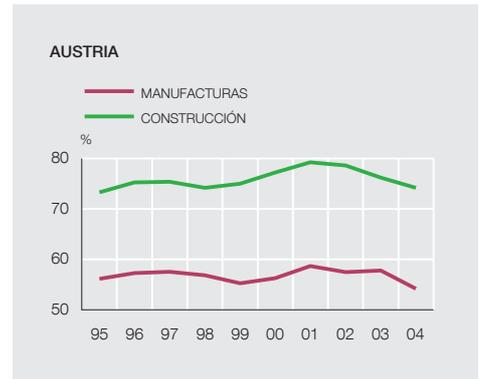
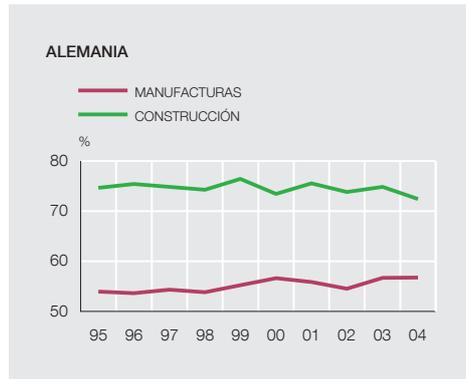
La existencia de esta prima de apalancamiento tiene implicaciones para la decisión que deben tomar los empresarios en esta economía sobre en qué sector desarrollar su actividad. En par-

---

2. En el modelo, el sector de la construcción produce bienes duraderos y no comercializables internacionalmente, mientras que el sector de manufacturas produce bienes no duraderos y comercializables internacionalmente. Para más detalles, véase el documento de trabajo original Arce et ál. (2008). 3. Para facilitar la exposición del mecanismo que se quiere ilustrar en este trabajo, se considera, además, que los empresarios son homogéneos en cuanto a la cantidad máxima de fondos que pueden obtener del sector financiero cuando deciden establecerse en el sector de la construcción (aunque son heterogéneos en cuanto a la cantidad máxima de fondos que pueden obtener si desarrollan su proyecto en el sector de las manufacturas). Asimismo, para enfatizar las implicaciones que estas distintas condiciones de financiación tienen en la distribución óptima de los empresarios entre sectores, se considera que la tecnología de producción es la misma en los dos sectores y que presenta retornos constantes en la cantidad de fondos invertidos.

RATIO DE DEUDA SOBRE TOTAL DE ACTIVOS PARA EMPRESAS  
MANUFACTURERAS Y DE CONSTRUCCIÓN

GRÁFICO 1



FUENTE: Base de datos BACH, Comisión Europea.  
Véase Banco Central Europeo (2007) para una descripción detallada de la misma.

ricular, como los beneficios totales de un proyecto de inversión serán el producto de su rentabilidad unitaria y de su tamaño (neto de los costes de financiación), los empresarios deben ponderar la posibilidad de obtener una rentabilidad unitaria mayor en el sector de las manufacturas, si bien a costa de desarrollar proyectos de un tamaño menor al que podrían desarrollar en el sector de la construcción, donde los proyectos de inversión pueden ser de mayor tamaño, debido a las más favorables condiciones de financiación en este último. Como se muestra a continuación, la distribución óptima de los empresarios entre los sectores de la economía va a depender críticamente del tipo de interés al que pueden obtener financiación externa.

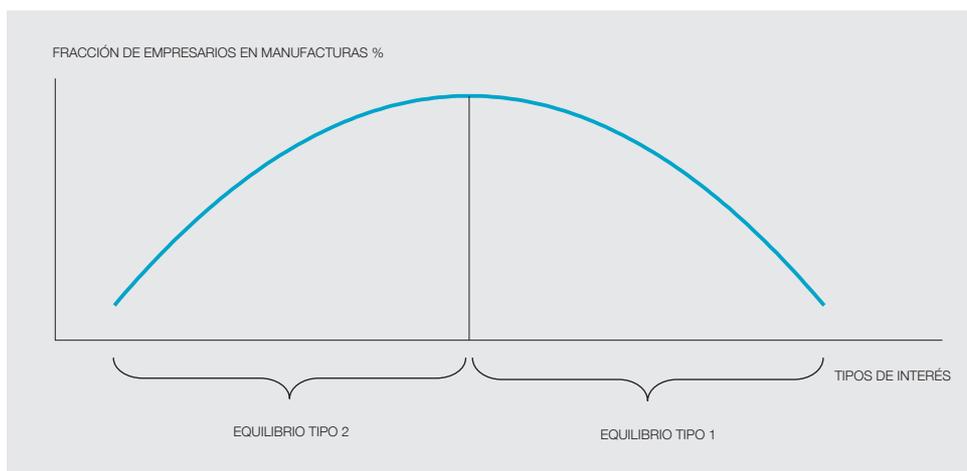
### ***Distribución sectorial de la actividad y tipos de interés***

En principio, es posible distinguir dos situaciones (de equilibrio) en la economía descrita en la sección anterior. En la primera, todos aquellos empresarios que son capaces de obtener financiación para desarrollar un proyecto con un tamaño superior al mínimo requerido en el sector de las manufacturas eligen invertir en este sector, mientras que el resto de empresarios invierten en el sector de la construcción. En este caso, algunos empresarios que invierten en el sector de la construcción, si dispusieran de financiación en las mismas condiciones, preferirían hacerlo en el de las manufacturas, porque obtendrían mayores beneficios; sin embargo, no lo hacen porque las condiciones de acceso al crédito externo no son lo suficientemente buenas para desarrollar proyectos en este sector. Por lo tanto, la distribución de los empresarios viene determinada por la posibilidad de desarrollar proyectos lo suficientemente grandes en el sector de las manufacturas y no por un criterio de rentabilidad.

En la segunda situación, sin embargo, algunos empresarios renuncian a desarrollar un proyecto viable en el sector de las manufacturas para desarrollarlo en el sector de la construcción, donde, al disponer de unas condiciones de financiación más favorables, pueden llevar a cabo proyectos de un mayor tamaño y disfrutar de mayores beneficios totales. En este caso, la distribución de los empresarios entre sectores ya no depende de la posibilidad de desarrollar proyectos lo suficientemente grandes en el sector de las manufacturas, sino que se determina exclusivamente por un criterio de beneficios.

Cuál de estas dos situaciones prevalece en un momento dado depende crucialmente del nivel del tipo de interés. Cuando este es elevado, las empresas encontrarán más costoso financiarse, por lo que el tamaño de los proyectos en ambos sectores será más reducido y la decisión sobre en qué sector invertir estará, así, dominada por las diferencias en rentabilidad unitaria entre los mismos. De esta manera, el sector de las manufacturas resulta más atractivo, y la economía presentará un equilibrio del primer tipo. Por el contrario, cuando el coste de financiación es reducido, las diferencias en el tamaño de los proyectos dominan a las diferencias de rentabilidad unitaria, por lo que la distribución de empresarios se resuelve a favor del sector de la construcción, y la economía presenta equilibrios del segundo tipo.

Ahora bien, el efecto de una caída de los tipos de interés sobre la proporción de empresarios que óptimamente deciden invertir en uno u otro sector dependerá del nivel inicial de partida. Cuando el tipo de interés es alto y el equilibrio de la economía es del tipo 1 (i. e., algunos empresarios de la construcción querrían pasarse al sector de las manufacturas), una reducción en el coste de financiación alivia la restricción financiera de aquellos empresarios que, en este tipo de equilibrio, prefieren invertir en manufacturas, pero que no pueden hacerlo al no conseguir suficiente financiación externa como para poder ejecutar el proyecto de tamaño mínimo, y desplaza a alguno de estos empresarios del sector de la construcción hacia el de las manufacturas. En cambio, cuando el coste de financiación es bajo y la economía se encuentra en el otro tipo de equilibrio (mayor atractivo de la construcción), reducciones sucesivas en el tipo de interés hacen aún más atractivo al sector de la construcción, que se beneficia de unas mejores condiciones de acceso al crédito, y desplazan a algunos empresarios hacia ese sec-

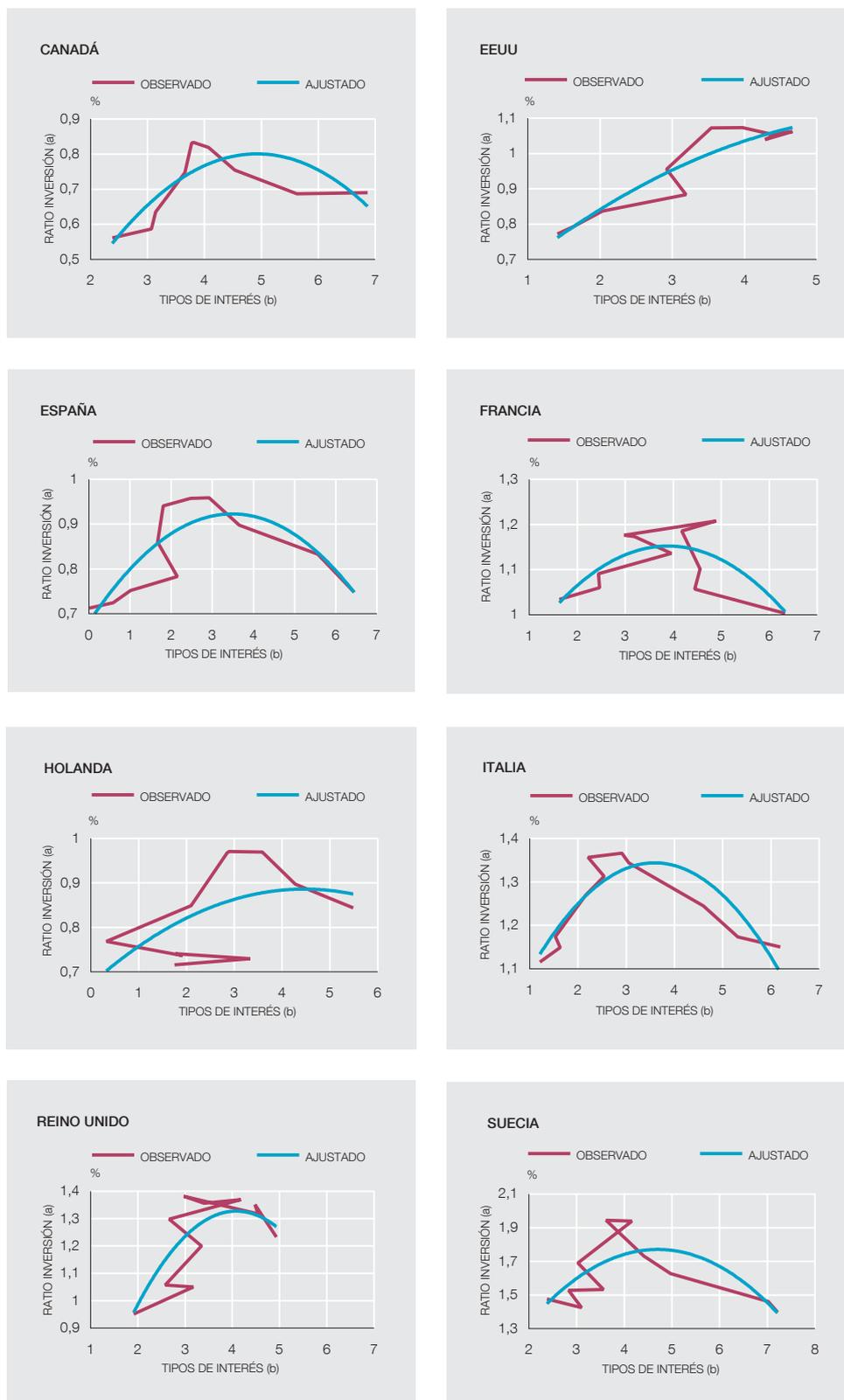


tor desde el de las manufacturas. El gráfico 2 ilustra este proceso de reasignación sectorial de los empresarios ante cambios en el tipo de interés.

La redistribución sectorial de los empresarios provocada por los movimientos en el tipo de interés produce, a su vez, cambios en otros agregados de la economía. En concreto, bajo ciertas condiciones, la relación entre la fracción de empresarios en el sector de las manufacturas y el tipo de interés en forma de U invertida del gráfico 2 propicia también una relación entre el tipo de interés y la ratio de inversión en manufacturas sobre inversión en construcción con la misma forma. Así, el peso del sector de la construcción en la economía, en términos de inversión, es más elevado cuando los tipos de interés son muy altos (porque para estos tipos es difícil financiar proyectos en el sector de las manufacturas) y cuando son muy bajos (porque las mejores condiciones de acceso al crédito en el sector de la construcción permiten desarrollar proyectos relativamente mucho más grandes en este sector que en el de las manufacturas). En cambio, para tipos de interés intermedios priman las diferencias en rentabilidad unitaria entre sectores y la economía en su conjunto invierte relativamente más en el sector de las manufacturas.

El gráfico 3 muestra para varios países de la OCDE, durante el período 1995-2005, la relación entre el tipo de interés real de largo plazo y la ratio de la inversión agregada de la economía (excepto en construcción) sobre la inversión del sector de construcción. En línea con lo argumentado en el párrafo anterior, es posible observar una relación en forma de U invertida entre ambas variables en la mayoría de los países considerados, lo que constituye evidencia empírica favorable para este modelo teórico de acceso asimétrico al crédito.

Por último, conviene destacar que en este marco teórico, la evolución de la productividad agregada, a precios constantes, reproduce exactamente la evolución de la ratio de inversión entre los sectores de las manufacturas y la construcción. De esta manera, puesto que existe una prima de apalancamiento y el sector de la construcción ofrece una rentabilidad unitaria menor que el de las manufacturas, desplazamientos de la actividad hacia ese sector conducen en el modelo a una caída en la productividad agregada de la economía. En línea con otros trabajos, este marco sirve también para enfatizar la importancia que tiene la diferente composición sectorial de la producción (y su comportamiento) para entender la evolución de la productividad agregada de la economía, lo que puede ayudar a explicar la conjunción de expansión del sector de la construcción y bajo crecimiento de la productividad observada recientemente en algunos países de la OCDE. Del mismo modo, siendo la tasa de crecien-



FUENTE: OCDE Economic Outlook y Banco de España.

- a. El eje vertical corresponde a la ratio de la inversión agregada de la economía excepto en el sector de la construcción sobre la inversión en el sector de la construcción.
- b. Los tipos de interés son a largo plazo.

to de la productividad en el medio y el largo plazo más baja en el sector de la construcción que en el de manufacturas, la reasignación sectorial de la actividad también tiene implicaciones sobre el crecimiento económico a dicho horizonte.

## Conclusiones

En este artículo se han resumido los principales resultados de un modelo teórico en el que las condiciones de acceso al crédito difieren entre sectores productivos como resultado de su diferente capacidad para aportar activos de garantía con los que colateralizar los préstamos que demandan para financiar sus inversiones. Más concretamente, el modelo predice una relación en forma de U invertida entre, por un lado, la ratio entre inversión en manufacturas e inversión en construcción y, por otro, el nivel de los tipos de interés, que es coherente con la evidencia empírica reciente sobre distribución sectorial de la actividad en varios países.

Dada dicha relación, cuando los tipos de interés comienzan a descender desde niveles elevados tiene lugar un trasvase de empresarios desde la construcción hacia las manufacturas, más rentables pero cuyas condiciones de acceso al crédito son menos favorables como resultado de la menor capacidad de esta actividad para generar activos de garantía. Esta reasignación sectorial hacia actividades más productivas eleva el nivel de productividad agregado de la economía.

Cuando los tipos de interés son, por el contrario, bajos, descensos adicionales favorecen al sector de la construcción, en el que resulta más fácil financiar proyectos de mayor tamaño gracias a que este tipo de actividad conlleva, por su propia naturaleza, una mayor disponibilidad de activos con los que garantizar créditos. Así, un mayor peso del sector de la construcción, menos productivo en términos relativos, produce un descenso de la productividad agregada.

El modelo, por tanto, resulta útil para entender la expansión del sector de la construcción y el bajo crecimiento de la productividad observados en algunos países de la OCDE en los últimos años, marcados por un contexto de reducidos tipos de interés reales.

10.6.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANTRÀS, P., y R. CABALLERO (2007). *Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective*, mimeo.
- ARCE, O., J. M. CAMPA y Á. GAVILÁN (2008). *Asymmetric Collateral Requirements and Output Composition*, Documentos de Trabajo, n.º 0837, Banco de España.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2007). *Corporate Finance in the Euro Area - Including Background Material*, Documento Ocasional n.º 63, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks.
- CORDEN, W. M. (1984). «Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation», *Oxford Economic Papers*, 36 (3), pp. 359-380.
- MATSUYAMA, K. (2007a). «Credit Traps and Credit Cycles», *American Economic Review*, 97 (1), pp. 503-516.
- (2007b). *Aggregate Implications of Credit Market Imperfections*, NBER Working Paper n.º 13209.



## El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Moreno García, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

El pasado 15 de noviembre de 2008 se celebró la primera cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de los países del G 20 para dar respuesta, al máximo nivel político, a la crisis financiera internacional y sus consecuencias sobre la actividad mundial. Tras un año de turbulencias en los mercados financieros internacionales, iniciadas en agosto de 2007, con el desencadenamiento de la crisis *subprime* en el mercado hipotecario norteamericano, la situación desembocó, en septiembre de 2008, en una crisis financiera de intensidad y amplitud no registradas desde la gran depresión. Los líderes del G 20 sentaron las bases para una acción coordinada, sustentada en tres pilares: políticas macroeconómicas expansivas, programas de rescate del sistema financiero y reforma de la arquitectura financiera internacional (AFI).

Las principales economías han instrumentado un fuerte impulso macroeconómico, mediante políticas monetarias y fiscales expansivas. Los bancos centrales, que ya habían aumentado la provisión de liquidez en condiciones muy favorables para hacer frente a las turbulencias previas, agotaron los márgenes de reducción de sus tipos de interés y adoptaron medidas no convencionales de expansión de sus balances y compras de activos. En política fiscal, el impulso instrumentado en el año 2009, en el conjunto de países del G 20, se estima en un 2% del PIB. En la práctica, la coordinación de las medidas puestas en marcha para incentivar el crecimiento económico ha consistido en un reconocimiento de su necesidad, dejando margen a cada país para adoptar las medidas oportunas. Los estímulos nacionales se complementan con el que se ha canalizado a través de la actuación de las instituciones financieras internacionales (IFI), para las que se ha habilitado un aumento de recursos de más de un billón de dólares.

En paralelo, algunas economías, sobre todo las desarrolladas, han debido proporcionar apoyo a sus sistemas bancarios, con voluminosos programas de rescate, que han sido utilizados para recapitalizar y facilitar la financiación de las instituciones financieras, y para dar salida del balance a los activos más afectados por la crisis<sup>1</sup>. El G 20 ha hecho explícito el compromiso firme de mantener las medidas que sean necesarias para restablecer el flujo normal del crédito a través del sistema financiero y garantizar la solidez de las instituciones sistémicamente importantes.

Conforme han ido apareciendo los primeros síntomas de estabilización de la situación económica y financiera, sostenidos por el propio impulso macroeconómico y las medidas de rescate, la atención ha empezado a desplazarse hacia las estrategias de salida de estas políticas. A medida que se consolide la recuperación económica y se normalice el sistema financiero, deberán abordarse los problemas de sostenibilidad fiscal, el riesgo de presiones inflacionistas por el exceso de liquidez, y las distorsiones derivadas de las medidas de intervención del sector público en los mercados financieros (y reales).

Este artículo se centra en el tercer pilar mencionado al principio, esto es, los cambios en la AFI, iniciados con el Plan de Acción aprobado por el G 20 en noviembre de 2008. Estos cambios se están materializando en una reforma gradual —y potencialmente profunda— ar-

---

1. Para un análisis detallado de las medidas de apoyo financiero y los planes de estímulo fiscal en los países del G 20 más España. Véase E. Alberola y F. Gutiérrez del Arroyo (2009): «Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

ticulada en tres frentes<sup>2</sup>: (i) establecimiento de un nuevo marco institucional; (ii) fortalecimiento de la regulación financiera, y (iii) fortalecimiento de la financiación multilateral. A continuación se analizarán los principales cambios previstos en cada uno de ellos, tal como se contemplan en los comunicados del G 20. Sin embargo, conviene considerar previamente el papel del G 20 como impulsor de este proceso y como foro de referencia para la toma de decisiones.

### **El papel del G 20 en la reforma de la AFI**

El carácter global de la crisis y la intensidad y rapidez con la que se ha extendido han puesto de manifiesto las limitaciones del G 7/G 8 como foro de coordinación y toma de decisiones en materia económica a nivel internacional, y la necesidad de alcanzar una concertación entre un grupo más amplio de países, que incluya a las economías emergentes. En estas circunstancias, el G 20 —un grupo que ya existía—<sup>3</sup> ha aparecido como un foro con una composición apropiada y con capacidad para tomar decisiones con agilidad, en un contexto que exige dar respuestas rápidas.

Para afrontar este reto, el G 20 se ha dotado de una serie de estructuras nuevas. La más relevante son las cumbres de jefes de Estado y de Gobierno, que se están institucionalizando con carácter semestral. Tras las celebradas en Washington y Londres, los pasados 15 de noviembre y 2 de abril, respectivamente, hay una tercera programada para finales de septiembre en Pittsburg (Estados Unidos). El G 20 eleva, por tanto, su rango, que hasta noviembre era el de ministros de Economía y gobernadores de bancos centrales, y con ello adquiere mucha más capacidad de impulso político.

Adicionalmente, el G 20 ha utilizado las reuniones de alternos para preparar el trabajo de las cumbres y ha activado cuatro grupos de trabajo, que han desarrollado el trabajo técnico entre la primera y la segunda cumbre. Cada grupo se ha especializado en un ámbito: regulación, cooperación internacional e integridad de mercados financieros, Fondo Monetario Internacional, y bancos de desarrollo<sup>4</sup>. La coordinación de todos estos esfuerzos resulta fundamental y, en este sentido, ha cobrado especial relevancia la labor realizada por la llamada troika, actualmente formada por Reino Unido, Brasil y Corea (presidencias del G 20 de turno, anterior y posterior), a la que se ha sumado Estados Unidos como anfitrión de la próxima cumbre. Conviene señalar también el importante papel jugado por las instituciones multilaterales, en particular el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB, por sus siglas en inglés<sup>5</sup>) —cuya creación, a partir del ya existente FSF, se decidió en la cumbre del G 20 de abril— y el FMI, que producen informes técnicos para el trabajo de las cumbres, configurándose como un secretariado informal para labores de análisis.

Esta estructura ha dotado al G 20 de una capacidad de respuesta rápida y eficaz. El resultado ha sido que las cumbres han ido más allá de establecer meras directrices, y han fijado progra-

---

2. En la Declaración del 15 de noviembre, el Plan del G 20 se desarrolla en torno a cinco principios: fortalecer la transparencia y la asunción de responsabilidades; promover una regulación sólida; promover la integridad de los mercados financieros; reforzar la cooperación internacional, y reformar las instituciones financieras internacionales. Estos principios se traducen en acciones y medidas concretas en los tres frentes señalados. 3. La emergencia del G 20 probablemente responde a que era el foro existente que combinaba economías emergentes y avanzadas. De hecho, ya antes de la crisis, la gobernabilidad de la AFI se estaba orientando más bien hacia un G 8 ampliado a los BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Sea cual fuera el origen, el G 20 se ha consolidado como el grupo que está dictando el orden económico internacional. Si bien España no es miembro del G 20, nuestro país ha sido invitado a participar en este proceso en reconocimiento a su peso en la economía mundial y a la importancia de su sistema financiero. Forman parte del G 20 la Unión Europea (representada por la Presidencia del Consejo) y los siguientes diecinueve países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía. 4. Cada Grupo ha estado copresidido por un representante de un país emergente y de uno desarrollado, señalizando la importancia que las economías emergentes deben tener en la arquitectura financiera internacional. También han participado en los grupos representantes de las instituciones financieras internacionales. 5. En general, se utilizan las siglas en inglés para las instituciones cuando son la referencia habitual incluso en los textos en español.

mas de trabajo y medidas concretas con un alto grado de garantía en cuanto a su implementación, al haber sido refrendadas al máximo nivel político.

Como contrapartida, el G 20 plantea un problema de legitimidad, que posiblemente se acentúe a medio plazo. En efecto, hay un déficit de representatividad de países, que es más de carácter político que económico, puesto que el G 20 agrupa el 80% del PIB mundial y el 62% de la población. Sin embargo, no puede obviarse el hecho de que no son miembros del G 20 más que una pequeña fracción de los países representados en las instituciones económicas multilaterales (más de 180, en el caso del FMI), siendo particularmente notoria la ausencia de los países menos avanzados. Además, como modelo de toma de decisiones de arriba hacia abajo, el G 20 está imponiendo en la práctica sus criterios a los organismos multilaterales, eludiendo los procedimientos de decisión establecidos. Baste señalar que las reuniones del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI (IMFC) y del Comité de Desarrollo del Banco Mundial de la pasada primavera han hecho poco más que refrendar las decisiones ya tomadas por el G 20.

Ahora bien, el problema de legitimidad no es exclusivo del G 20, también afecta a las propias IFI. De hecho, el G 20 está impulsando una reforma de la gobernabilidad de las IFI, especialmente en el caso del FMI, que incluye el objetivo explícito de dar más representación a los países emergentes y a las economías más pobres para el año 2011. Este es un debate muy complejo, que arrastra ya varios lustros, pero en esta ocasión hay un elemento nuevo: la involucración y aparente voluntad política de los jefes de Gobierno para alcanzar un compromiso. La reforma de la gobernabilidad del FMI apunta en la dirección de una mayor autonomía operativa para la Gerencia y de un Directorio con una composición más equilibrada entre economías avanzadas, emergentes y en desarrollo.

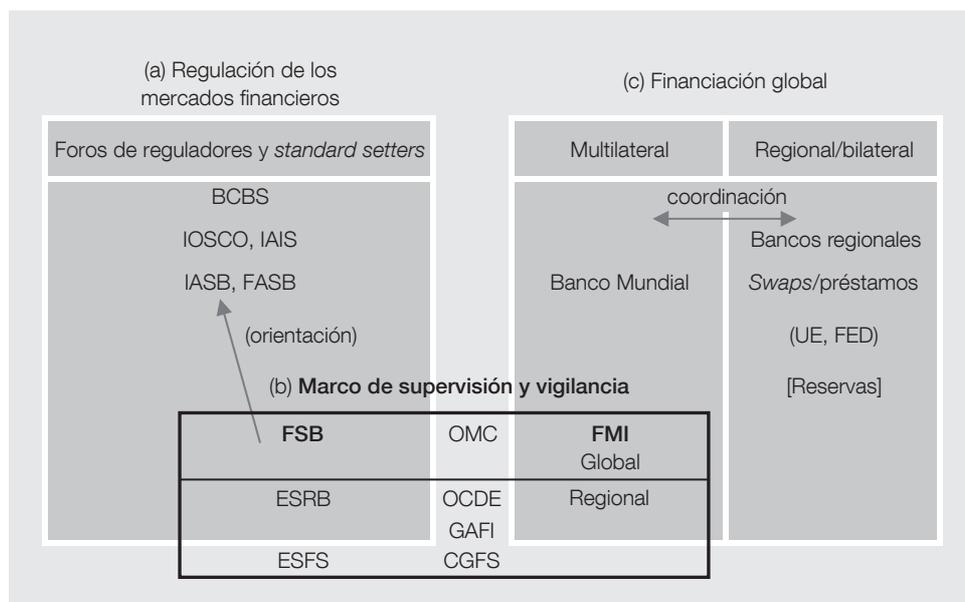
En el marco de Naciones Unidas, el grupo de expertos liderado por Stiglitz ha propuesto la creación de un Consejo Global de Coordinación Económica sobre temas económicos, sociales y ecológicos, con reuniones anuales de jefes de Gobierno y un trabajo continuo a partir de un Panel Internacional, con representación de los países por grupos (un esquema parecido al del FMI, pero llegando a nivel de jefes de Gobierno). El G 20 podría seguir un camino parecido a largo plazo.

### ***Un nuevo marco institucional para la AFI***

La crisis internacional ha puesto de manifiesto las carencias y limitaciones institucionales del orden económico internacional, especialmente en el ámbito financiero. Los cambios derivados del rápido ritmo de globalización e innovación financieras han dejado obsoletas las actuales estructuras de coordinación y las competencias de las instituciones. El G 20 está estableciendo las bases de un nuevo marco institucional, que supone la redefinición de las competencias de las instituciones financieras internacionales existentes y la creación de otras nuevas. Esta reforma se manifiesta en los tres ámbitos interrelacionados que se ilustran en el esquema adjunto: (a) la regulación de los mercados financieros; (b) el marco de supervisión y vigilancia<sup>6</sup>, y (c) la financiación global (este punto se trata en la cuarta sección).

Conceptualmente, existe una distinción clara entre regulación —elaboración de normas— y supervisión —vigilancia de su cumplimiento—, aunque en la práctica resulte más difusa, especialmente cuando ambas funciones confluyen en una misma institución. Por otro lado, en algunos casos las deficiencias que ha evidenciado el sistema financiero internacional no se han debido tanto un problema de ausencia de normas o guías internacionales (tarea regulato-

6. Se utiliza el término «vigilancia» como traducción del término *surveillance*, del inglés.



ria) como a la falta de aplicación a nivel nacional<sup>7</sup>, o de control sobre su implementación (tarea supervisora).

#### INSTITUCIONES PARA LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad urgente de fortalecer la coordinación y armonización de la regulación financiera a nivel internacional. El actual marco regulatorio está excesivamente compartimentado y resulta ineficaz frente a la realidad de unos sistemas financieros altamente interconectados y crecientemente globalizados. La principal respuesta del G 20 —que se recoge en la parte izquierda del esquema— ha sido la creación del FSB como institución de referencia para la regulación financiera internacional, que complementa a los foros de reguladores ya existentes, fundamentalmente el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS)<sup>8</sup>.

El Consejo nace como heredero del antiguo Foro de Estabilidad Financiera, con nuevas funciones y con una composición más inclusiva, al ampliarse a los países emergentes del G 20 que aún no eran miembros<sup>9</sup>, además de a la Comisión Europea y a España. La participación de España supone un reconocimiento de la importancia del sistema financiero de nuestro país y de la solidez de nuestra regulación y supervisión financieras. El FSB nace con el objetivo de desarrollar e implementar una política regulatoria y supervisora que fortalezca los sistemas financieros nacionales y asegure la estabilidad del sistema financiero global. En cumplimiento de esta misión, asume amplias funciones ligadas a la evaluación de los riesgos y vulnerabilidades que afectan al sistema financiero, y a la identificación y promoción de las medidas necesarias para enfrentarlos.

El FSB ha aprobado su estructura organizativa en la reunión inaugural del 26 y 27 de junio, estableciéndose con un formato de Consejo multilateral compuesto por las autoridades fi-

7. Un ejemplo es la consolidación en balance de los vehículos especiales de inversión (SIV) y, por tanto, su sujeción a exigencias de capital y provisiones. Los principios contables internacionales exigían su consolidación, así lo contemplan los estándares internacionales de la IASB (los *international financial reporting standards*, ISRF); sin embargo, la norma solo se ha llegado a implementar en pocos países, incluida España. 8. Otros foros de reguladores relevantes son la IOSCO (International Organization of Securities Commissions) y la IAIS (International Association of Insurance Supervisors). 9. Los nuevos miembros del FSB son Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, África del Sur y Turquía, todos ellos miembros del G 20, y España y la Comisión Europea.

nancieras al más alto nivel, que mantendrán reuniones plenarias al menos dos veces al año<sup>10</sup>. La dirección del Consejo estará asistida por el trabajo desarrollado a través de una estructura de comités, que incluyen un Comité Permanente y tres comités, dedicados a análisis de vulnerabilidades, cooperación regulatoria e implementación de estándares. El Banco de Pagos Internacionales (BIS) ejercerá de secretariado operativo. Se trata, por tanto, de una institución dotada de la capacidad para tomar decisiones e impulsar su implementación entre sus países miembros, donde se desarrolla la mayor parte de la actividad de los mercados financieros internacionales.

Junto a la labor regulatoria del FSB, se mantiene el papel de los órganos encargados de la fijación de estándares contables internacionales (*standard setters*), como la IASB o la FASB<sup>11</sup>. Se introduce, sin embargo, un elemento nuevo, porque se dota al FSB de una labor de orientación estratégica del trabajo de estas instituciones. Esta labor se está viendo también a nivel regional con la creciente interacción de las autoridades económicas europeas y americanas con los *standard setters*.

La mayor coordinación en la regulación debe complementarse con un esquema institucional reforzado de supervisión y vigilancia que permita velar por la implementación de las políticas de regulación adoptadas (véase el cuadro inferior del esquema).

En este contexto, el FSB juega también un importante papel como incipiente órgano internacional de coordinación de la supervisión y vigilancia financiera. En este sentido, cabe destacar tres actividades; en primer lugar, una función de vigilancia, con el desarrollo —en colaboración con el FMI— de un ejercicio de alerta temprana para señalar los riesgos macroprudenciales del sistema financiero internacional. Este ejercicio se lanzará en las próximas reuniones anuales del FMI en octubre (tras la puesta en marcha de un ejercicio piloto desde abril) e identificará y priorizará vulnerabilidades sistémicas macrofinancieras, recomendando a los gestores de política económica opciones concretas sobre cómo gestionarlas. En segundo lugar, la determinación por parte del FSB de directrices para el desarrollo de colegios de supervisores, cuya función será facilitar la supervisión de grupos financieros transfronterizos de importancia sistémica. Los colegios de supervisores permiten una mayor cooperación supervisora, pero no tienen capacidad de decisión ni constituyen instituciones independientes de las autoridades nacionales, que siguen manteniendo la responsabilidad legal. Finalmente, el FSB realiza un ejercicio de intercambio de información y de vigilancia inter pares en el seno del Consejo.

La agenda del G 20 también incluye el fortalecimiento de la función de vigilancia del FMI, incluyendo un nuevo mandato para que presente informes regulares (en principio, trimestrales) con su valoración de las acciones tomadas por los gobiernos en respuesta a la crisis. El Fondo reforzará también su Programa de Evaluación del Sector Financiero (conocido como FSAP) —una vez que los países del FSB han asumido el compromiso de someterse al programa—, y potenciará el seguimiento de entidades financieras sistémicamente importantes<sup>12</sup>. El reto para el FMI será presentar de una manera más contundente los riesgos de cada país y priorizar con más claridad los mensajes de política económica.

En relación con otras instituciones multilaterales, se impulsa la vigilancia del cumplimiento de las normas internacionales de comercio de servicios financieros por parte de la Organización

---

10. Mario Draghi, gobernador del Banco de Italia, ejerce la presidencia del FSB, manteniendo la que ya ejercía en el Foro de Estabilidad Financiera. 11. *International Accounting Standards Board (IASB), Financial Accounting Standards Board (FASB)*. 12. Las grandes entidades financieras internacionales mueven recursos que superan el PIB de muchos países sometidos a una supervisión estrecha del FMI, y tienen más relevancia para la función del Fondo de velar por la estabilidad del sistema económico internacional.

Mundial del Comercio (OMC) y se llama al Grupo de Acción Financiera (GAFI) para que revigore el proceso de evaluación de cumplimiento de los estándares sobre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. En el marco del BIS, el Comité del Sistema Financiero Internacional (CGFS) y el Comité de Mercados han incorporado entre sus tareas regulares un seguimiento de los programas de rescate financiero. La OCDE mantiene un papel central como foro de análisis y examen de políticas económicas.

En paralelo con estas iniciativas multilaterales, se están realizando también cambios profundos en los esquemas de regulación y supervisión regionales y nacionales. En el caso de la UE, se está impulsando la creación de dos nuevas instituciones, la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (ESRB) y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS), que constituyen una iniciativa regional similar al FSB pero más ambiciosa. La Junta tendrá la función de identificar y priorizar riesgos macroprudenciales, y, en su caso, fijar recomendaciones de política económica (por tanto, también con un cierto componente normativo)<sup>13</sup>. El ESFS se establecerá a partir de los comités europeos de supervisores bancarios, de seguros y pensiones, y el de reguladores de valores<sup>14</sup>, que serán elevados al rango de «Autoridad», con más poderes y mayores competencias para armonizar estándares y promover la aplicación de la legislación europea y, en su caso, contribuir a resolver disputas entre supervisores nacionales cuando sea necesario.

Entre las iniciativas nacionales, son especialmente relevantes los cambios en Estados Unidos. En este país, la estructura regulatoria se caracteriza por un entramado complejo y segmentado de entidades regulatorias, con funciones que a veces se solapan. Además de los reguladores bancarios y de seguros de cada Estado, existen varias agencias federales con funciones de supervisión de los bancos comerciales, la Reserva Federal entre ellas<sup>15</sup>. La idea inicial de la Administración Obama era consolidar y simplificar el mapa de agencias reguladoras, pero, ante las dificultades encontradas en el Congreso, se ha optado por proponer el establecimiento de un Consejo de Reguladores que vigilará los riesgos del sistema, presidido por el Tesoro y del que formarán parte las personas que encabezan las principales agencias, entre las que también estará la Security and Exchange Comisión que regula el mercado de valores. La Reserva Federal tendrá funciones supervisoras de las entidades de riesgo sistémico. En el caso del Reino Unido, el Gobierno ha propuesto un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera, que reunirá al Banco de Inglaterra, la FSA (Financial Services Authority) y el Tesoro, para vigilar la estabilidad global del sistema financiero. Todos estos cambios deberían favorecer el ensamblaje de la estructura institucional doméstica en la multilateral potenciando su efectividad.

Se trata, en definitiva, de dar una respuesta institucional ambiciosa para fortalecer la regulación y supervisión financiera a distintos niveles, internacional, regional y nacional. Habrá que esperar a su concreción definitiva y a su rodaje posterior para contrastar su efectividad y evaluar el grado de armonización regulatoria internacional que se alcanza. Los nuevos esquemas de control y vigilancia a nivel internacional están basados en la transparencia, el intercambio de información y la vigilancia inter pares, y operarían mediante mecanismos blandos de sanción consistentes en la mención explícita de infractores o el requerimiento de explicar o rever-

---

**13.** El ESRB también estará dotado de una fuerte capacidad de implementación, al estar formado por los gobernadores de los bancos centrales, los presidentes de los comités de supervisores europeos y los representantes de autoridades supervisoras (estos últimos, sin voto). El Banco Central Europeo ejercerá de Secretaría analítica y operativa. **14.** Los Comités Europeos de Supervisores Bancarios (CEBS), Supervisores de Seguros y de Pensiones (CEIOPS), y de Reguladores de Valores (CESR). **15.** También tienen funciones supervisoras sobre los bancos las siguientes agencias federales: la OTS (Office of the Thrift Supervision), la OCC (Office of the Comptroller of the Currency), la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) y la NCUA (National Credit Union Administration).

tir ciertas actuaciones (*name & shame, act or explain*). Estos mecanismos probablemente representan un primer paso necesario en un proceso de creciente vigilancia global que debe ser gradual. En este sentido, la UE ya ha lanzado el mensaje de la necesidad de establecer mecanismos duros de sanción<sup>16</sup>. Sin embargo, estamos aún lejos de que la principal institución creada, el FSB, se configure como la cuarta institución del orden económico internacional junto con las originadas en la conferencia de Bretton Woods<sup>17</sup>, una suerte de Organización Mundial del Sistema Financiero.

### **Fortalecimiento de la regulación financiera**

Junto al marco institucional, el G 20 ya ha iniciado la tarea regulatoria, proponiendo medidas concretas que estos organismos deben poner en marcha. En la cumbre del 2 de abril en Londres, el G 20 emitió una Declaración sobre fortalecimiento del sistema financiero, en la que destacan iniciativas regulatorias que cabe reunir en tres áreas: perímetro de la regulación, regulación prudencial y regulación macroprudencial.

En relación con el perímetro, la crisis ha revelado que no todas las instituciones con potenciales efectos sistémicos estaban reguladas, o que algunas que sí lo estaban lo hacían sujetas a una regulación insuficiente, como es el caso de los bancos de inversión norteamericanos. La regulación pre-crisis no ha calibrado bien la importancia del riesgo sistémico derivado de la actividad de un amplio grupo de intermediarios no regulados —que son, por otro lado, un motor importante de la intermediación financiera— en la confianza de que entre sus clientes, los bancos, que sí estaban en el ámbito regulatorio, velarían por su solvencia. En la práctica, ese control del mercado no ha existido y se ha generado, además, un arbitraje regulatorio, de forma que muchos de los derivados financieros asociados a los procesos de titulización han permitido a los bancos participar en actividades de intermediación en mercados no regulados.

En este terreno se inscriben las distintas iniciativas para reforzar o incluir en el marco regulatorio a las agencias de calificación de riesgos o los *hedge funds*. Como mínimo, se está estableciendo para estas instituciones compromisos nacionales de registro y requisitos informativos a reguladores y supervisores. En algunos casos (*hedge funds*), se establece también el compromiso de cooperación e intercambio de información internacional en el seno del FSB. Otro aspecto importante relacionado con el perímetro de la regulación es la llamada a los paraísos fiscales a que adopten la normativa internacional sobre estándares impositivos y sobre blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, bajo la amenaza de represalias en acuerdos económicos con países del G 20.

La crisis también ha destapado algunas deficiencias regulatorias en relación con los riesgos que han estado en el centro de la crisis, como los asociados con las operaciones fuera de balance, o los riesgos de evento extremo (cisnes negros). En este terreno, el G 20 está impulsando el establecimiento de nuevas medidas de gestión prudencial de los recursos, incluyendo iniciativas como la generación de colchones de liquidez, o requerimientos vinculados a la exposición fuera de balance y a la protección del capital frente al ciclo. En estas áreas, la experiencia regulatoria del Banco de España está atrayendo especial atención, en particular, las provisiones dinámicas y el requerimiento a las instituciones financieras a consolidar en el balance los vehículos especiales de inversión (SIV).

---

16. En el anejo 1 de las Conclusiones del Consejo Europeo de marzo de 2009 sobre mensajes comunes de cara al G 20, el Consejo incluye una posición en este sentido: «Prever una aplicación estricta de la normativa financiera y de transparencia, complementada con sanciones efectivas, proporcionadas y disuasorias, con el fin de fomentar la integridad de los mercados financieros. Revisar las normas que regulan el ejercicio de la actividad con el fin de proteger los mercados y a los inversores en la medida adecuada en función de los diferentes sectores y mercados.» 17. El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Organización Mundial del Comercio.

Una tercera área es la de la regulación macro-prudencial. La regulación se ha centrado en la solidez de las entidades individuales, pero la crisis ha demostrado que la suma del riesgo de las entidades no es equivalente a la del sistema. La regulación y supervisión de cada entidad por separado no es suficiente para controlar el apalancamiento y las interconexiones entre entidades. La caída de Lehman Brothers dio la voz de alarma por las inesperadas repercusiones generadas en otras instituciones. El G 20 está impulsando mecanismos para incorporar un enfoque macroprudencial de la regulación y la supervisión, de forma que se tengan en cuenta, por un lado, el posible riesgo sistémico que pueda producir la entidad (más allá de su posición financiera y contable) y, por otro, los puntos de presión macroeconómicos y canales de transmisión entre países que se estén acumulando en el sistema (asociados, por ejemplo, a excesos de liquidez, desequilibrios sectoriales, riesgos cambiarios o caídas en los precios de los activos). En este terreno, adquiere especial importancia el ejercicio conjunto de alerta temprana del FMI y el FSB<sup>18</sup>.

Junto a la regulación, el G 20 está fomentando medidas específicas en el marco de la disciplina de mercado. Entre ellas, destaca la llamada a los *standard setters* para que revisen los estándares de contabilidad y tomen iniciativas antes de finales de 2009 para mejorar la contabilidad de actividades de fuera de balance y avanzar hacia un marco unificado de estándares internacionales. Por otro lado, el FSB ha elaborado unos principios aplicables a los esquemas de remuneración de los directivos, de forma que se adapten mejor al horizonte temporal de los riesgos asumidos. Los supervisores nacionales evaluarán las políticas de remuneración como parte de la solidez global de la entidad.

El principal reto en torno a la regulación está en establecer los límites para no caer en la sobrerregulación. El marco teórico del debate está fijado en el sentido de que las nuevas medidas deben estar diseñadas para corregir fallos de mercado y se debe optar por las respuestas menos perjudiciales. Para ello, el armazón teórico no es nuevo, los fallos de mercado que se están observando se inscriben en problemas bien conocidos de la teoría económica, como los de principal y agente, las externalidades o los comportamientos erráticos (*mood swings*), si bien los académicos deberán trabajar en el perfeccionamiento de los modelos que recogen el funcionamiento de los mercados financieros, tras las lecciones aprendidas con la crisis.

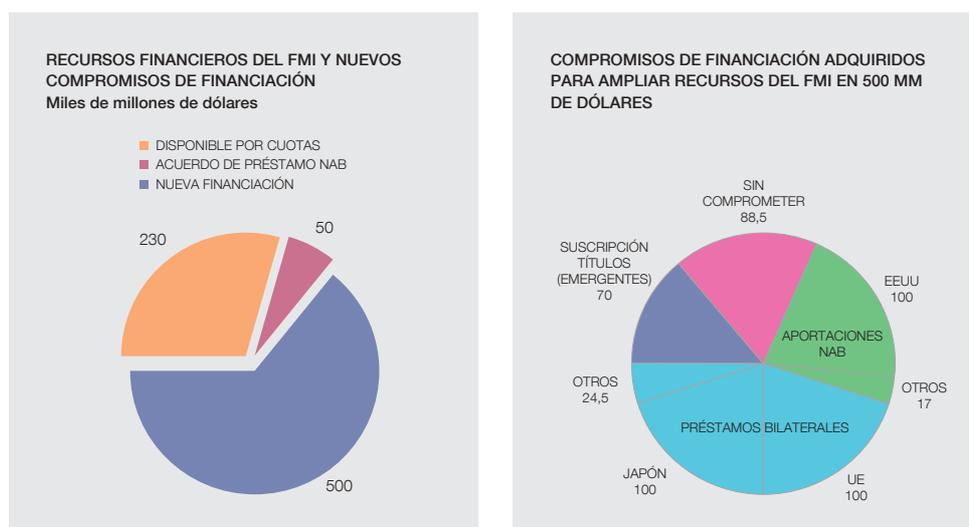
Para los reguladores, el problema —partiendo de un análisis de coste-beneficio— es generar los incentivos adecuados en el mercado y minimizar las consecuencias no intencionadas de la regulación. Otro problema relacionado es el de la efectividad de la regulación y cómo la propia regulación puede generar incentivos a la creación de nuevos instrumentos para soslayarla que automáticamente amplían el potencial perímetro regulatorio. Se desencadena, así, una carrera entre el regulador y los agentes financieros en la que el primero tiende a quedarse atrás. En otras palabras, el regulador se enfrenta a un reto de maximizar la efectividad de las nuevas regulaciones, minimizando el coste en términos de pérdida de eficiencia y de capacidad de innovación del sistema financiero. La repuesta debe seguir siendo doble, regulación más disciplina de mercado, buscando la complementariedad entre ambas y manteniendo la confianza en que las políticas regulatorias que apuntalan la disciplina de mercado pueden funcionar mejor que las que restringen la actividad de las instituciones financieras.

### **Fortalecimiento de la financiación multilateral**

El G 20 está impulsando un fortalecimiento de las IFI, con el fin de dotarlas del músculo necesario para contribuir con un papel más relevante en la gestión de la crisis. Como hemos visto, se están fomentando reformas de gobernabilidad de las instituciones y de sus funcio-

---

<sup>18</sup>. Se están barajando como posibles nombres para este ejercicio: Ejercicio de Alerta Temprana o Ejercicio de Riesgo Sistémico.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

nes de vigilancia (sobre todo la del FMI). Pero el G 20 también está promoviendo un fortalecimiento de la financiación multilateral por dos vías, a través de una mayor dotación de recursos para las IFI, y mediante la revisión de sus políticas de préstamos para hacerlos más atractivos.

En relación con los recursos, el G 20 está apoyando una ampliación significativa cifrada en 1,1 billones de dólares distribuidos de la siguiente manera: hasta 500.000 millones en contribuciones bilaterales al FMI<sup>19</sup>; un aumento de hasta 100.000 (en tres años) en el volumen de préstamos concedidos de los Bancos Multilaterales de Desarrollo a partir de su recapitalización; un esfuerzo global para movilizar hasta 250.000 millones para la financiación del comercio internacional (incluida la movilización de 50.000 millones a través del programa específico de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial); y una asignación extraordinaria de derechos especiales de giro (DEG), por valor de 250.000 millones<sup>20</sup>, como vía para aumentar la liquidez internacional.

Se trata de un aumento sin precedentes que se concentra fundamentalmente en el FMI. Como se observa en el gráfico 1 (panel izquierdo), los 500.000 millones de dólares adicionales para el Fondo supondrían triplicar los recursos de los que dispone el FMI para préstamos a partir de sus cuotas, unos 230.000 millones (a los que habría que sumar los 50.000 disponibles a través de los acuerdos NAB<sup>21</sup>). Además, también se contempla la posibilidad de que el FMI acuda al mercado para obtener recursos adicionales en caso de que sea necesario.

Hasta ahora se han asumido compromisos por valor de unos 410.000 millones de dólares (véase el panel derecho del gráfico 1). Destacan las aportaciones de Japón, Estados Unidos y la UE, que han comprometido 100.000 millones cada uno (España contribuye con 5.600

19. A esta cantidad hay que sumar el compromiso de aumentar en 6.000 millones la financiación concesional del Fondo. 20. Se recupera el recurso a los DEG tras haber estado aparcado durante casi treinta años. La primera emisión de DEG se distribuye en 1970-1972 (9.300 millones de DEG), y la segunda, en 1979-1981 (12.100 millones de DEG). En 1997, la cuarta enmienda establecía la duplicación del número de DEG (21.400 millones adicionales), pero el Congreso americano no la aprobó. Ahora se aprueban unos 167.000 millones de DEG adicionales (250.000 millones de dólares). 21. *New Arrangements to Borrow*, NAB.

como parte de la aportación europea). También son importantes las contribuciones de las economías emergentes como China (50.000 millones), Corea, Brasil y Rusia (10.000 millones cada una)<sup>22</sup> —estos tres últimos países eran hace pocos años deudores del FMI—. Los países están realizando sus aportaciones con distintos formatos: préstamos bilaterales (Japón o la UE), contribuciones al NAB (destacando el de Estados Unidos) o suscripción de títulos del FMI, que es la vía por la que están optando en su mayoría las economías emergentes<sup>23</sup>.

El aumento de recursos se complementa con una flexibilización de las condiciones de préstamo del FMI. El Fondo ha reformado el marco de utilización de sus recursos, ampliando los límites de acceso y acotando la condicionalidad a un número reducido de criterios de ejecución, centrándolos en aquellos que se consideren críticos para la resolución de la crisis. El FMI ha aprobado, además, una nueva facilidad financiera de aseguramiento, la FCL (*Flexible Credit Line*), que incrementa aún más su capacidad de actuación al permitir un acceso rápido a un volumen no predeterminado de recursos —con presunción de que sea en torno al 1.000 % de la cuota del país— con base en un esquema de condicionalidad ex ante, de forma que el país puede acceder a los recursos si cumple una precalificación basada en la aplicación de políticas económicas robustas y en la existencia de buenos fundamentos. En paralelo, los bancos multilaterales están acentuando el papel anticíclico de sus préstamos, con mayores recursos para necesidades a corto plazo, más allá de los objetivos tradicionales de crecimiento y desarrollo a largo plazo (lo que exigirá una mayor coordinación con el FMI).

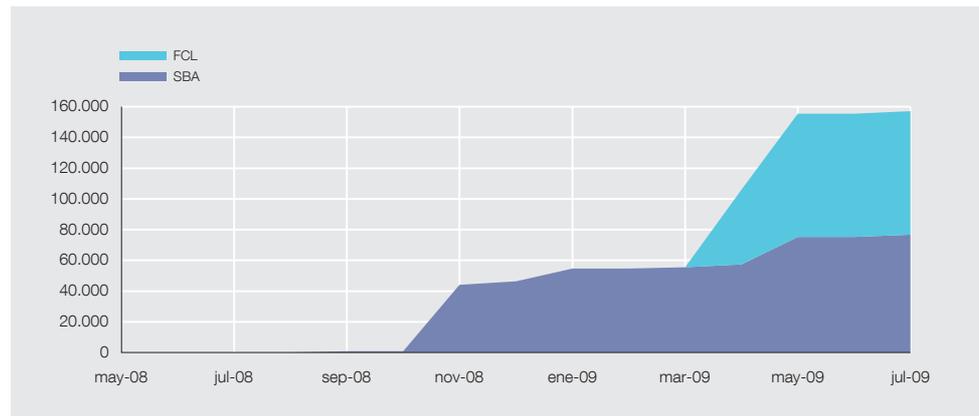
Un frente de flexibilización adicional es el que ha abierto el IMFC, en su reunión del pasado 25 de abril, al aceptar la posibilidad de que el FMI conceda préstamos en apoyo de las necesidades fiscales de los países, incluidas las derivadas de las reestructuraciones del sistema bancario. Esto supone una ruptura significativa con el criterio tradicional que vincula los préstamos del Fondo a las necesidades de balanza de pagos, y puede aumentar sustancialmente los préstamos que esta institución conceda.

En definitiva, el G 20 ha puesto a disposición de las economías emergentes y en desarrollo un amplio volumen de recursos en condiciones más favorables, lo que debe permitir al FMI recuperar su papel como prestamista de última instancia. Esta rápida y contundente respuesta parte del reconocimiento de la necesidad de un enfoque multilateral de apoyo financiero a unos países que se verán afectados por una crisis global con origen en las economías avanzadas y que están más limitados en la capacidad de proveer apoyo financiero interno en situaciones de alteración de mercados como las actuales. Este apoyo multilateral se complementa con otros esfuerzos bilaterales como la apertura de líneas *swap* entre economías avanzadas y emergentes o entre emergentes<sup>24</sup>. En conjunto, estas fuentes de financiación proporcionan un aseguramiento adicional a la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes.

Está aún por ver el uso que se va a dar a esos recursos. De momento, la cartera de préstamos del FMI ha registrado ya un notable incremento a partir de finales del año pasado, como se observa en el gráfico 2.

---

22. La lista de países que ya han anunciado contribuciones la completan Canadá y Suiza (10.000 millones cada una), Australia (7.000 millones) y Noruega (4.500 millones). 23. El formato no es un tema menor y está generando importantes discusiones técnicas porque es un asunto vinculado al debate de gobernabilidad del FMI, en concreto, a la revisión de cuotas prevista para 2011. Según el convenio constitutivo, las cuotas deben ser la fuente principal de recursos del FMI y, dependiendo del formato, las distintas contribuciones podrían tener un carácter sustitutivo. 24. Es el caso, por ejemplo, de la línea abierta por el banco central de China con Argentina por 10.000 millones de dólares; o de las líneas de *swap* de Brasil, México, Corea y Singapur con la Reserva Federal de Estados Unidos por un importe individual de 30.000 millones de dólares.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Esta evolución supone un cambio de tendencia notable respecto a los últimos años. Al iniciar el verano de 2008, el crédito vivo del FMI se situaba en apenas 8.000 millones de dólares. Dada la favorable situación financiera de los últimos años, muchos países habían adelantado la devolución de los préstamos que habían recibido previamente del FMI y apenas había países que acudieran al Fondo a solicitar nuevos préstamos. A partir de noviembre, en un contexto de paralización de los flujos de capitales hacia economías emergentes y de deterioro de su situación económica, se produce un notable y continuo aumento en la cantidad y el volumen de préstamos del Fondo. Entre noviembre de 2008 y junio de 2009, el Fondo ha suscrito programas con quince países por valor de más de 150.000 millones de dólares. Entre ellos destacan por volumen los acuerdos *Stand-By* (SBA) concedidos a los países de Europa del Este y los tres préstamos FCL concedidos con carácter preventivo —por tanto, no desembolsados— a México (47.000 millones de dólares), Colombia (10.000 millones) y Polonia (20.000 millones).

### Conclusión

La crisis financiera internacional ha sorprendido por su profundidad, rapidez de difusión y ámbito global, y, con la perspectiva actual, resulta difícil explicar cómo una crisis de estas características no había generado más señales de alarma. Si bien es cierto que varios organismos multilaterales y bancos centrales habían subrayado que los desequilibrios financieros y externos eran difícilmente sostenibles, las llamadas a la cautela se quedaron en un segundo plano. En este sentido, la persistencia del ciclo expansivo, la notable resistencia de las economías a las perturbaciones de los últimos años y la posibilidad de justificar esta evolución en función de cambios estructurales trascendentales (globalización, innovación financiera, etc.) reforzaron la percepción dominante entre los agentes económicos de confianza en la marcha de la economía global.

Esta falta de previsión inicial contrasta con la rapidez y energía de la respuesta para combatirla. Aunque los primeros síntomas se remontan al año 2007, cuando surge la crisis de las hipotecas *subprime*, puede decirse que hasta la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 no se revela la gravedad y amplitud de la crisis. En apenas dos meses, el 15 de noviembre, se reúne por primera vez la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del G 20, es decir, con bastante rapidez, teniendo en cuenta la inercia que caracteriza a las negociaciones internacionales.

El G 20 se ha centrado en poner en marcha las medidas de impulso macroeconómico y de rescate del sistema financiero necesarias para sostener la actividad económica y la estabili-

dad del sector financiero, y ha empezado el diseño de un sistema que permita prevenir la ocurrencia de episodios de esta naturaleza en el futuro. En este sentido, se está estableciendo una hoja de ruta que apunta en la dirección de una mayor coordinación internacional en la supervisión y regulación de los mercados financieros.

El término «mayor» adquiere en este contexto diferentes connotaciones. Por una parte, la regulación debe ampliar su perímetro, abarcando el denominado «sistema bancario en la sombra», que hasta ahora quedaba al margen de la misma. Es también mayor en cuanto a la propia naturaleza de la supervisión, porque exige vigilar no solamente la solvencia de las instituciones financieras, sino también la solvencia del sistema en su conjunto (el riesgo sistémico). Y lo es también por cuanto implica la participación de numerosos países.

Una reforma de esta naturaleza no puede hacerse al margen de las instituciones actualmente existentes, aunque sus funciones puedan redefinirse y sus competencias reforzarse, como ha sido el caso del FMI o del Consejo de Estabilidad Financiera, sustancialmente reforzado desde su anterior formato de Foro. Con ello, el G 20 no hace sino dar los primeros pasos en un proceso cuyos resultados tardarán años en concretarse y con un destino final que resulta difícil de vislumbrar. Debe tenerse presente que el G 20 es un órgano político, por lo que las directrices que pueda imprimir al proceso de reforma vendrán condicionadas por los fuertes intereses existentes en el sector financiero, así como por los no siempre coincidentes intereses de los países que participan en el proceso.

De momento, existe una clara voluntad política para llevar a cabo reformas en profundidad, porque, retomando las palabras de uno de los padres fundadores de la Unión Europea, Jean Monet, «los hombres solo aceptan el cambio resignados por la necesidad y solo ven la necesidad durante las crisis».

16.7.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- G 20 (2008). *Washington Declaration*, 15 de noviembre.
- (2009a). *Leaders Statement, The Global Plan for Recovery and Reform*, 2 de abril, Londres.
  - (2009b). *Declaration on strengthening the financial system*, 2 de abril, Londres.
  - (2009c). *Declaration on delivering resources through the international financial institutions*, 2 de abril, Londres.
  - (2009d). *Progress Report on the actions of the Washington Action Plan*, 2 de abril.
  - (2009e). *Communiqué UK*, 14 de marzo.
  - (2009f). *Communiqué Annex - Restoring lending: a framework for financial repair and recovery*, 14 de marzo.
- Todos los comunicados del G 20 están disponibles en [http://www.g20.org/pub\\_communique.aspx](http://www.g20.org/pub_communique.aspx).
- IMFC (2009). *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund*, 25 de abril. Disponible en <http://www.imf.org/external/np/cm/2009/042509.htm>.
- UE (2009a). *Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo*, 19 y 20 de marzo, Bruselas. Disponible en: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/106815.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/106815.pdf).
- (2009b). *Conclusiones de la Presidencia del Consejo Europeo*, 18 y 19 de junio, Bruselas. Disponible en: [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/es/ec/108642.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/es/ec/108642.pdf).

LAS ENTIDADES DE TASACIÓN. ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2008

### Introducción

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

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

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

En este artículo se da cuenta de la evolución y la actividad en 2008 de las ET<sup>4</sup>, mientras que en el apéndice estadístico se recoge la información anual agregada de las que han estado activas en cada uno de los cuatro últimos años.

La evolución de la actividad tasadora está ligada básicamente a la evolución del mercado inmobiliario y a la financiación hipotecaria. Tras el fuerte crecimiento de actividad de años anteriores, las tasadoras empezaron a experimentar síntomas de desaceleración en 2006 y registraron un retroceso en su actividad a partir del año 2007, retroceso que se agudizó en 2008. Así, en los cuatro últimos años, la actividad del sector ha caído casi un 40% respecto al número de valoraciones realizadas y un 36% en lo relativo a la superficie tasada, habiendo retrocedido solo un 8% el importe de los bienes tasados.

En el último ejercicio, el número de las tasaciones realizadas descendió el 28%, con una disminución en el importe de las valoraciones del 19%. Esta caída de las tasaciones efectuadas

---

1. Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, y RD 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación. 2. La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OM ECO 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 3/98 (adaptada por la CBE 5/2003), sobre la información que han de rendir al Banco de España las ET. 3. El sector lo forman las ST y dos pequeños servicios de tasación de otras tantas EC. Estos últimos están autorizados para valorar, exclusivamente, bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. 4. La información recogida, en lo relativo a actividad, se refiere al conjunto de las ET e incluye, por tanto, la de los servicios de tasación, si bien la producción de estos últimos en los últimos años ha sido absolutamente marginal. Los datos de balance, cuenta de resultados, dependencia de la clientela y otra información complementaria corresponden exclusivamente a las ST. Véase también *Boletín Estadístico*, capítulo 9: Instituciones Financieras no Monetarias. Subsector «auxiliares financieros»: agente sociedades de tasación, <http://www.bde.es/infoest/htmls/capit09.htm>.

se concentró en las principales tipologías: edificios completos de uso residencial (43%) y viviendas individuales (34%). En ambas hay que resaltar las disminuciones registradas en los valores medios por metro cuadrado tasado, que fueron del 5,2% y 5,8%, respectivamente, y, especialmente, la caída del 18,2% experimentada en los valores medios de los edificios de segunda residencia.

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

Las ET (56 ST y 1 servicio de tasación) que mantuvieron actividad en 2008 realizaron 1,09 millones de tasaciones de bienes inmuebles, con una disminución del 28% respecto al año anterior, por un importe valorado total de 682,8 mm de euros, que supuso un retroceso interanual del 18%. Sin embargo, la superficie total tasada, 538.585 hectáreas, aumentó el 3% en ese período, debido al incremento registrado en la superficie de los terrenos tasados, en concreto, en las tipologías de suelo urbano (22%) y suelo no urbanizable (152%) (véanse el panel A del gráfico 1 y el cuadro A.1).

El final del ciclo expansivo del mercado inmobiliario afectó a casi todas las tipologías de bienes tasados, y, de forma más destacada, a las viviendas individuales y a los edificios completos de uso residencial. Por el contrario, las tasaciones de fincas rústicas y de edificios de uso terciario experimentaron crecimientos, tanto en número como en importe.

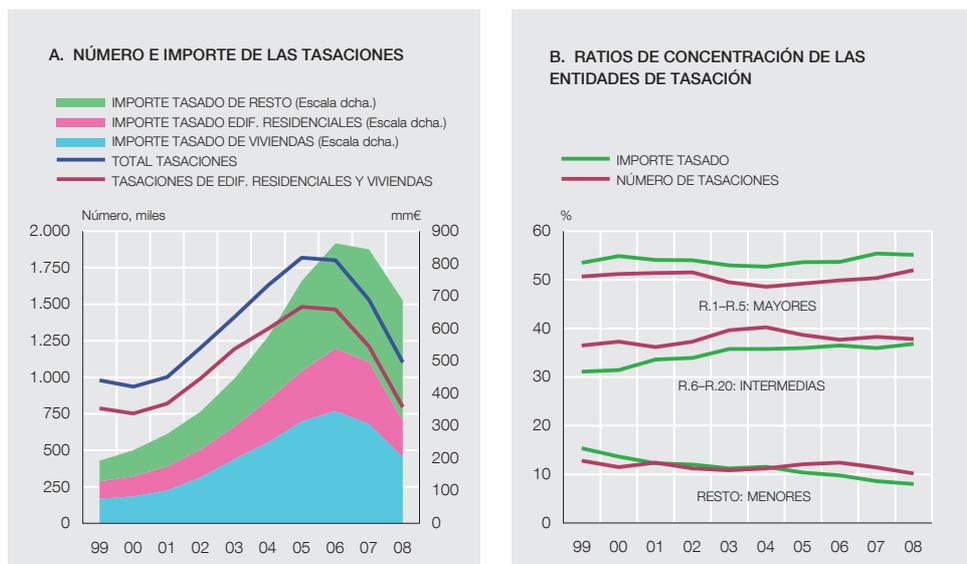
Por otra parte, las *tasaciones no inmobiliarias* continuaron aumentando por tercer año consecutivo en lo relativo al número de tasaciones (44%), pero registraron un retroceso importante en cuanto al importe (67%) y se mantuvieron como marginales en la actividad del sector, representando solo el 1,1% y el 0,5% del número y del importe, respectivamente, de todas las valoraciones realizadas en el año.

Aunque con pérdida de peso respecto al alcanzado en años anteriores, el grueso del negocio del sector está centrado en la *valoración de bienes inmuebles de uso residencial*, tanto edificios como viviendas individuales, que representaron más del 72% del número y casi el 46% del valor tasado. Los terrenos supusieron el 7% del número y el 30% del importe total, y, dentro de estos, la categoría de suelo urbano, el 4% y el 25%, respectivamente. Como ya se ha señalado, estas dos tipologías incrementaron claramente su peso en la actividad del sector en 2008.

Las *tasaciones de viviendas individuales*, en edificios o bloques y unifamiliares, registraron en el ejercicio una caída superior a 6 puntos porcentuales en su peso relativo, tanto en el número como en el importe, hasta situarse en un 70% del número y un 30% del importe del conjunto de las valoraciones del año. De esta tipología de viviendas individuales se realizaron 768.800 tasaciones por un importe de 203,8 mm de euros, con retrocesos del 34% en ambas variables respecto al ejercicio anterior. Esta caída afectó de forma bastante similar a las viviendas situadas en edificios y a las unifamiliares, si bien fue ligeramente más acentuada, tanto en número como en importe, en las primeras.

El valor medio tasado por vivienda sita en edificio fue de 228.500 euros, inferior al registrado en 2007 en un 1,8%. Es el resultado de un incremento de la superficie media tasada del 4%, hasta alcanzar los 98,5 m<sup>2</sup>, y de un descenso del precio medio por metro cuadrado del 5,7%, que se situó en 2.319 euros (véase cuadro A.2)<sup>5</sup>.

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



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

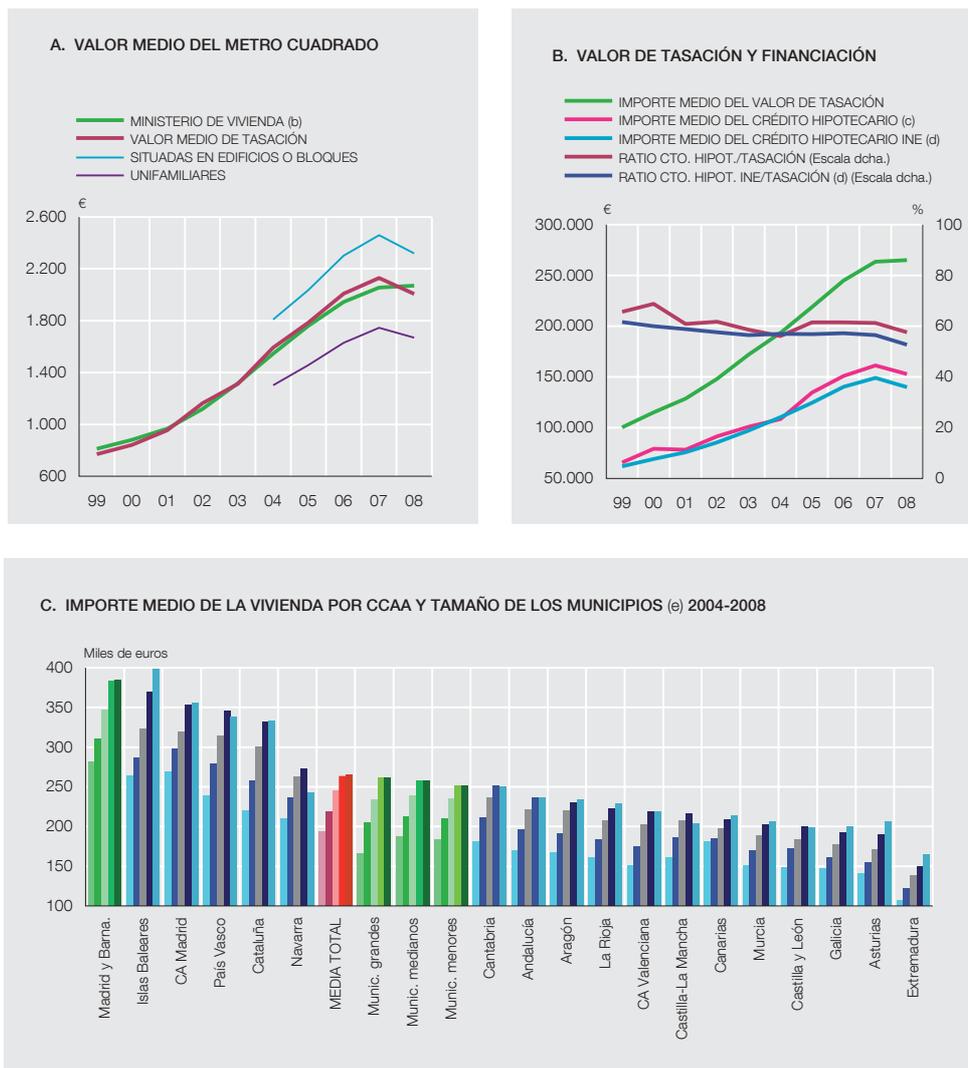
a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

Respecto a la *metodología de valoración* utilizada en las tasaciones de las viviendas individuales en 2008, el método de comparación fue el elegido en el 94% de los casos. En el 8,4% de estas viviendas tasadas por comparación, los tasadores emitieron advertencias específicas que produjeron una reducción media del «valor hipotecario» de dichas viviendas del 7,7%, al incorporar la valoración la posibilidad de una bajada de los precios<sup>6</sup>.

Los *valores medios del metro cuadrado de las viviendas* situadas en edificios, los de las unifamiliares y el promedio de ambos se representan en el panel A del gráfico 2. También se recoge a efectos comparativos el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el BE en función de la información del Ministerio de Vivienda<sup>7</sup>. En 2008, se produjo un cambio de tendencia en la evolución del valor medio atribuido al metro cuadrado en las tasaciones realizadas de viviendas individuales, que descendió tanto en las sitas en edificios como en las unifamiliares (5,7% y 4,4%, respectivamente), tras las sucesivas elevaciones de los últimos años. Los precios medios recogidos por el Ministerio de Vivienda todavía no manifiestan ningún retroceso en las medias anuales representadas (0,7% de incremento respecto a 2007), si bien la evolución trimestral de dichos precios medios sí reflejan esos descensos de precios desde el segundo trimestre de 2008.

Las viviendas unifamiliares y adosadas, con más del doble de superficie media utilizable que los pisos sitos en edificios (209 m<sup>2</sup>, frente a 99 m<sup>2</sup>), fueron tasadas en un valor medio del metro cuadrado inferior en un 28% al de estos (1.668 euros y 2.319 euros, respectivamente). El valor medio del piso tasado ascendió a 228.500 euros, y alcanzó los 348.800 euros en el

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



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

- a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.
- b. La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre de 1995 a 2008, base 2005, del Ministerio de Vivienda.
- c. El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.
- d. Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.
- e. Los grupos de municipios de los que se dispone de información, coloreados en verde, son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes. Las barras se corresponden con el importe de las viviendas individuales tasadas en cada año, 2004, 2005, 2006 y 2007, de izquierda a derecha, respectivamente.

caso de las viviendas unifamiliares. Un año más, los pisos siguen siendo el grueso de las viviendas individuales tasadas en el ejercicio (70% del número y 60% del importe).

Los comportamientos reflejados en la información de los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda facilitada por el INE y en la obtenida por el BE de las ST han continuado estando muy próximos. Así, en ambas fuentes, el préstamo medio para adquisición de vivienda por particulares en 2008 ha registrado por primera vez, tras años de sucesivos crecimientos, un descenso en el entorno del 6%. Como el importe medio del valor de tasación se ha man-

tenido prácticamente estable (incremento del 0,6% en 2008), se ha producido un descenso de unos 3 puntos porcentuales (pp) en la *relación entre el importe del préstamo medio otorgado por las EC para la adquisición de vivienda por particulares y el valor medio de las viviendas tasadas* en el año, situándose entre el 53% (INE) y el 58% (BE) (véase el panel B del gráfico 2)<sup>8</sup>.

Los *edificios completos destinados a uso residencial* tasados en 2008 fueron 27.700 y su valoración total alcanzó los 110,5 mm de euros, con una caída en ambos parámetros del 43% y el 42%, respectivamente. El peso de esta última variable descendió más de 6 pp, hasta el 16% del importe de todas las tasaciones realizadas en 2008. El valor resultante del metro cuadrado en los edificios completos destinados a uso residencial disminuyó a una tasa media del 5,2%, registrándose un descenso del 4% en los destinados a primera residencia y un destacado 18,2% en los de segunda residencia.

La actividad de valoración de *suelo urbano*<sup>9</sup> se redujo en relación con la del año anterior el 6,4% en lo relativo al número de tasaciones, pero se incrementó algo más del 20% tanto en la superficie como en el importe tasado. Su peso ascendió hasta el 25% de la actividad del sector en cuanto al valor tasado (170 mm de euros). El tamaño medio de los solares se incrementó el 30% y el valor medio del metro cuadrado de suelo tasado se mantuvo prácticamente estable, no reflejando las disminuciones de valor registradas en otras tipologías de carácter urbano, tales como los edificios de uso residencial, comercial o los elementos de edificios. Dicho valor medio se situó en 184 euros por metro cuadrado, con una variación del -0,8%.

Las tasaciones de *edificios de uso terciario* continuaron creciendo con fuerza por segundo año consecutivo, alcanzando un peso respecto al importe total tasado del 4,1% y casi duplicando su relevancia en los dos últimos años. Aunque disminuyeron de tamaño medio en un 9%, crecieron en cuanto al importe un 32,5%. Respecto a la valoración del metro cuadrado, mientras que en la categoría de los edificios de uso comercial se registró un retroceso del 7,8%, en los destinados a oficinas se experimentó una subida del 7,9% respecto al año anterior, situándose los valores medios por metro cuadrado en 2.817 y 1.527 euros, respectivamente.

Las *valoraciones de los elementos de edificios destinados a oficinas* disminuyeron con mayor intensidad en número (6,9%) que en importe (1,1%), como consecuencia de un descenso del valor del metro cuadrado en promedio del 6% y la elevación de su superficie en el 13%. El precio medio tasado por metro cuadrado descendió hasta los 2.861 euros, solo un 1,5% superior al estimado para los edificios completos destinados a oficinas, frente al 16,5% de diferencia registrado en 2007.

Los *locales comerciales* tuvieron en 2008 una evolución bastante similar a la de las oficinas, un descenso del 7,8% en el número y un aumento del 2,4% en el importe, situándose el valor medio estimado por metro cuadrado en 2.199 euros, un 4% inferior al registrado en 2007 y un 44% por encima del correspondiente a los edificios de uso comercial.

Finalmente, las *actualizaciones de tasaciones*<sup>10</sup> realizadas en el ejercicio descendieron un 23% en número, con un ligero aumento en el importe (2,8%). Las valoraciones intermedias de

---

8. Esta aproximación al porcentaje promedio del valor de la vivienda financiado por las EC (*loan to value*) se basa en la hipótesis de que la media de todo lo tasado en el año debe aproximar correctamente la valoración de las tasaciones que realmente concluyeron en una financiación hipotecaria facilitada por una entidad de crédito. 9. Se trata de suelo urbano de nivel I, según se define en el artículo 4 de la OM ECO 805/2003. 10. Se trata de toda revisión de una tasación anterior, emitida por la misma entidad tasadora antes de transcurrir dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. Dicho plazo es de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros; véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003.

obra de edificios en construcción efectuadas cayeron el 10,6% en el número, aumentando su valor un 6,3%.

En los cuadros del apéndice, las *actualizaciones y las valoraciones intermedias de obra* se presentan en un epígrafe separado, como *pro memoria*, ya que no se incluyen en los totales de la actividad ordinaria, pero hay que tener en cuenta que tienen cada vez más importancia en la producción del sector, ya que estas dos actividades representaron en 2008 el 25% del número de tasaciones ordinarias.

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

La distribución de las tasaciones realizadas según el petionario o demandante y según la finalidad de los servicios de tasación, que se muestra en el cuadro A.3, confirma la dedicación prioritaria de estas entidades a la *tasación de inmuebles para facilitar las operaciones de financiación con garantía hipotecaria*, que, al amparo de la Ley 2/1981, son requeridas mayoritariamente por las EC para el respaldo de las garantías crediticias. Si embargo, es de resaltar la pérdida de peso de esta finalidad registrada en los dos últimos años. En concreto, en 2008, disminuyó 7 pp en el número de tasaciones y 10 pp en el importe tasado, hasta situarse en unos pesos del 86,5% y del 73,1%, respectivamente.

El retroceso de la actividad tasadora en 2008 se concentró en este núcleo central, con caídas en las tasaciones destinadas a constituir hipotecas del 33,9% en número y del 27,9% en importe. Por el contrario, el resto de finalidades: las requeridas por las normas contables de las EC, las exigidas a las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones e instituciones de inversión colectiva, y las destinadas a otras finalidades registraron fuertes incrementos, tanto en número (55%) como en importes (30%). Aunque su peso es marginal, es de destacar el alto crecimiento registrado por las valoraciones requeridas por las normas contables de las EC, que se cuadruplicaron en número y duplicaron su importe.

Al analizar la distribución de las *tasaciones por tipología de los petionarios*, hay que resaltar que el número de tasaciones solicitadas por las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones casi se cuadruplicó, si bien su importe aumentó el 39%, lo que contrasta con el retroceso de las solicitadas por las EC (31% en número y 28% en importe).

La distribución de las *tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas* y agrupaciones de municipios según su tamaño, que se presenta en el cuadro A.4, refleja que el peso de la actividad en las cuatro CCAA más pobladas, con el 58% del total de la población (Andalucía, Cataluña, Madrid y Comunidad Valenciana), representa casi dos tercios de la actividad de tasación de bienes inmuebles en 2008 (61,4% del número y 65,5% del importe). En todas las CCAA se realizaron menos tasaciones que en 2007, destacando, por un retroceso superior a la media del 28,5%, Cataluña (-34,9%), e inferior, la Rioja y Navarra, con descensos por debajo del 20%. Respecto al importe de los inmuebles tasados, cuyo total disminuyó un 18,2%, solo en dos comunidades, Madrid y País Vasco, se registraron crecimientos del 4,6% y 4,2%, respectivamente. Caídas bastante superiores a la media se registraron en Canarias (-26%), Castilla-La Mancha (-32,6%) y Cataluña (-28%). Por municipios y agregando estos por el tamaño de su población, hay que destacar el comportamiento de los de Madrid y Barcelona, cuyos importes crecieron ligeramente por encima del 8%, y el del resto de municipios de más de 500.000 habitantes, cuyos importes disminuyeron el 26%.

En el panel C del gráfico 2 se representa el valor medio de todas las viviendas individuales tasadas distribuidas por CCAA y por conjuntos de municipios agrupados según su tamaño, para los últimos 5 años.

Tras años de sucesivos incrementos, el *valor medio de la vivienda individual* a nivel nacional casi no registró variación en 2008 (0,6%). Un comportamiento similar, con valores medios estables, se registró en las 4 agrupaciones realizadas de los municipios según su tamaño: Madrid y Barcelona, grandes, intermedios y menores. De la evolución por CCAA, es de resaltar los crecimientos importantes de Extremadura, Asturias y Baleares, entre el 8% y el 10%, y el retroceso de los valores medios de Navarra (10,7%) y Castilla-La Mancha (5,6%).

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

El número de ET registradas a finales de 2008 era de 56 ST y dos servicios de tasación de entidades de depósito. En el último año se produjeron un alta y dos bajas en las sociedades de tasación y la baja de un servicio de tasación de una caja de ahorros.

En todas las CCAA operaron 21 ST, mientras que 8 ST tienen exclusivamente carácter local o regional, concentrando sus tasaciones en 3 o menos CCAA, normalmente contiguas. El resto de las ST tienen una implantación geográfica muy diversa.

La elevada concentración del sector ha continuado aumentando un año más. En 2008, el 30% del número de tasaciones y el 34% del importe tasado correspondió a la actividad de las dos tasadoras más grandes; y más de la mitad de la actividad del sector fue realizada por las cinco mayores, tanto en el número (52%) como en el importe (53%). Este grupo de las tasadoras de mayor tamaño concentra, además, las tasaciones de mayor cuantía (véase el panel B del gráfico 1).

Las 15 ST de tamaño intermedio realizaron el 40% de las tasaciones y les correspondió el 38% del importe. Así, las 36 entidades restantes representaron el 9% del importe total y realizaron el 8% de las tasaciones, perdiendo importancia absoluta y relativa en ambos parámetros.

Las 12 tasadoras participadas por EC<sup>11</sup>, por ser éstas accionistas relevantes, concentran un importante volumen de la actividad del sector, el 44% del número de tasaciones, el 46% del importe tasado y casi el 49% de los ingresos ordinarios obtenidos (véase el cuadro A.5). El 40% de los ingresos de este grupo de ST procedió de su cliente principal. Aun así, hay que resaltar que todas estas magnitudes han perdido peso en 2008 (entre 3 pp y 6 pp).

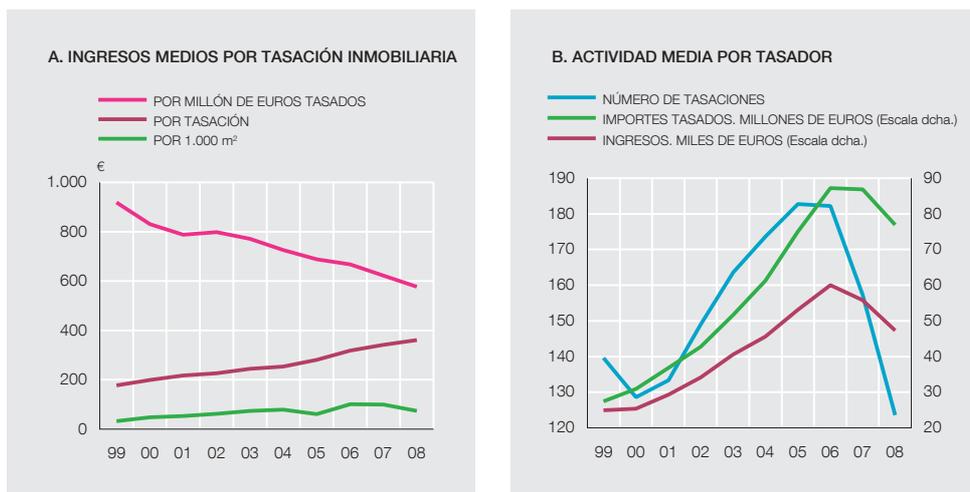
Respecto al conjunto de ST no participadas por EC, un año más ha disminuido el peso que los ingresos provenientes de sus clientes principales e importantes (facturación igual o superior al 15% del total de los ingresos) tienen en los ingresos totales, hasta situarse en el 26%. Dentro de ellas, un conjunto de 16 ST tuvo una completa dependencia de los ingresos provenientes de sus clientes significativos, el 80% de media, si bien su peso en los ingresos totales y en el número de tasaciones realizadas es irrelevante (el 4% en ambas magnitudes).

El grupo de ST con un peso intermedio del cliente principal —entre el 25% y el 50% de sus ingresos— se mantuvo estable en el número de componentes (12), disminuyendo su importancia en los ingresos totales en 3 pp, hasta el 22%, y su dependencia respecto a sus clientes principales e importantes (=> 15%), en 4 pp, hasta situarse en el 28,2% de sus ingresos.

Como consecuencia de todo ello, el grado de dependencia general de las ST de los clientes con gran peso en sus ingresos se situó en el 33,4%, con una caída de casi 5 pp, continuando así un año más esta favorable evolución.

---

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



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

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

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

El descenso de la actividad de las ST se reflejó en el volumen total del balance, 237 millones de euros, con un retroceso del 6,5%. Más importante fue la caída de los ingresos (21,9%), que alcanzaron los 431 millones de euros, y más aún la de los resultados, con una disminución del 39,3% y 31 millones. Los fondos propios, un año más, continuaron reforzándose, con un incremento del 18,1%, mientras que las inversiones en inmovilizado disminuyeron el 17,1%.

El retroceso del 21,9% de los ingresos totales fue ligeramente mayor que el registrado en el importe total de las tasaciones realizadas (18,7%). La realización de las tasaciones de inmuebles aportó el 91% de los ingresos; dentro de estas, las ligadas a la financiación con garantía hipotecaria, el 77%, con una pérdida interanual de 9 pp.

Los ingresos distintos de los procedentes de tasaciones de inmuebles para constituir garantías hipotecarias crecieron en 2008 el 14%, pasando a aportar casi una cuarta parte del total de los ingresos. Este comportamiento permitió moderar el retroceso de los ingresos totales.

Los ingresos medios por operación han seguido avanzando hasta alcanzar los 362 euros por tasación en 2008, mientras que continuó reduciéndose en relación con el valor de los bienes tasados, situándose en 577 euros por cada millón de euros (véase panel A del gráfico 3). Los ingresos en relación con la superficie de los bienes inmuebles valorados retrocedieron de forma importante, situándose en 73 euros por cada 1.000 m<sup>2</sup>, frente a los 99 euros registrados en 2007, como consecuencia del crecimiento del peso de las tasaciones de suelo.

Los gastos totales de las ST cayeron a un ritmo ligeramente inferior al registrado en los ingresos (18,8%), consumiendo casi el 90% de los mismos, 3,4 pp por encima de los del año 2007. La reducción de gastos fue muy importante en su principal componente, el gasto de los servicios profesionales externos, que descendió el 25,1% (-82,8 m€), en su mayor parte por la caída de la contratación de tasadores externos en un 26,2%. El menor gasto en tasadores externos se debió a la disminución del número de tasaciones encargadas a cada tasador (21,5%) y, en menor proporción, al retroceso de los ingresos medios por tasador contratado (15,2%), mientras que la reducción de la cuantía media de los importes valorados por cada tasador fue del 11,5%. Ello significó que la reducción de la actividad tasadora, medida en número de tasaciones (28%), en importes (18,7%) y en ingresos (24,2%), fue de mayores

proporciones que la reducción de los tasadores utilizados (8,3%), ajustando el gasto mediante la redistribución de la carga de trabajo (véanse panel B del gráfico 3 y cuadro A.6).

Esta evolución de ingresos y gastos llevó, por segundo año consecutivo y tras ocho de fuertes y continuados crecimientos, a un importante descenso de los resultados ordinarios (41,4%) y a una caída similar de los resultados contables (39,3%), con un retroceso de impuestos del 44,5%. El resultado contable alcanzó los 31,1 millones de euros y representó el 7,2% de los ingresos totales, lo que implica una pérdida de 2,1 pp respecto al nivel alcanzado en 2007. En lo relativo al conjunto de los fondos propios medios del ejercicio, dicho resultado contable supuso el 29,8%, frente al 57% de 2007.

15.7.2009.

## APÉNDICE

Cuadros:

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

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, millones de euros y %

A. NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>TOTAL</b>	<b>1.819,6</b>	<b>1.802,1</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>1.813,9</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>99,7</b>	<b>99,6</b>	<b>99,5</b>	<b>98,9</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>
Terrenos total	76,1	84,3	73,5	72,1	4,2	4,7	4,8	6,5	15,4	10,7	-12,8	-1,8
Suelo urbano	54,6	62,3	51,6	48,3	3,0	3,5	3,4	4,4	28,4	14,1	-17,2	-6,4
Fincas rústicas	20,0	20,3	19,1	20,7	1,1	1,1	1,2	1,9	-1,1	1,8	-6,0	8,5
Suelo no urbanizable (b)	1,5	1,6	2,7	3,1	—	—	0,2	0,3	-52,5	6,1	67,0	11,5
Edificios completos (c)	89,5	93,3	92,4	70,0	4,9	5,2	6,0	6,4	15,2	4,3	-1,0	-24,2
De uso residencial	47,7	52,6	48,6	27,7	2,6	2,9	3,2	2,5	13,1	10,4	-7,6	-43,0
— De primera residencia	44,4	49,3	45,9	25,9	2,4	2,7	3,0	2,3	14,4	10,9	-6,9	-43,6
— De segunda residencia	3,2	3,3	2,7	1,8	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,4	3,0	-17,6	-32,6
De uso terciario	5,8	5,0	8,4	12,2	0,3	0,3	0,5	1,1	24,3	-14,1	68,3	45,3
— De oficinas	1,5	1,5	3,5	5,9	—	—	0,2	0,5	19,2	-0,7	128,1	71,2
— De uso comercial	4,3	3,4	4,9	6,2	0,2	0,2	0,3	0,6	26,2	-19,0	41,9	26,9
Industriales	25,8	25,8	25,6	22,4	1,4	1,4	1,7	2,0	4,9	0,2	-0,9	-12,5
Otros	10,3	9,9	9,9	7,8	0,6	0,6	0,6	0,7	61,7	-3,2	-0,8	-21,3
Elementos de edificios	1.636,3	1.606,2	1.347,8	940,6	89,9	89,1	88,1	85,4	11,5	-1,8	-16,1	-30,2
Viviendas	1.433,6	1.411,2	1.161,9	768,8	78,8	78,3	75,9	69,8	11,2	-1,6	-17,7	-33,8
— Situadas en edificios o bloques	1.037,9	1.021,0	820,6	534,9	57,0	56,7	53,6	48,5	10,5	-1,6	-19,6	-34,8
— Unifamiliares	395,7	390,2	341,3	233,9	21,7	21,7	22,3	21,2	12,9	-1,4	-12,5	-31,5
Oficinas	9,7	10,1	10,3	9,6	0,5	0,6	0,7	0,9	14,0	4,3	1,9	-6,9
Locales comerciales	90,0	77,5	69,1	63,7	4,9	4,3	4,5	5,8	17,9	-13,9	-10,8	-7,8
Otros	103,1	107,4	106,5	98,2	5,7	6,0	7,0	8,9	10,0	4,2	-0,8	-7,8
Explotación económica (d)	5,6	6,0	6,7	6,6	0,3	0,3	0,4	0,6	5,8	6,5	11,4	-1,2
Otros bienes inmuebles (e)	6,3	5,3	1,7	1,3	0,3	0,3	0,1	0,1	19,2	-16,4	-67,5	-21,6
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>5,7</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>11,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>-21,2</b>	<b>24,1</b>	<b>13,9</b>	<b>43,6</b>
PRO MEMORIA:												
Otras valoraciones	255,8	290,8	325,1	277,1	14,1	16,1	21,2	25,1	18,6	13,7	11,8	-14,7
Actualizaciones (g)	87,3	107,3	107,1	82,3	4,8	6,0	7,0	7,5	39,2	22,9	-0,2	-23,1
Valoraciones intermedias (i)	168,5	183,5	218,0	194,8	9,3	10,2	14,2	17,7	10,1	8,9	18,8	-10,6
Patrimonios (h)	9,0	2,3	2,5	1,5	0,5	0,1	0,2	0,1	87,1	-74,0	7,3	-41,4
B. SUPERFICIE												
	Hectáreas				Estructura				Variación anual			
<b>TOTAL BIENES INMUEBLES</b>	<b>841.257,0</b>	<b>565.646,0</b>	<b>523.671,0</b>	<b>538.585,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>59,9</b>	<b>-32,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>2,8</b>
Terrenos total	786.769,0	500.582,0	478.770,0	498.063,0	93,5	88,5	91,4	92,4	65,0	-36,4	-4,4	4,0
Suelo urbano	73.850,0	82.557,0	75.672,0	92.124,0	8,8	14,6	14,5	17,1	63,5	11,8	-8,3	21,7
Fincas rústicas	704.968,0	409.972,0	388.674,0	369.555,0	83,8	72,5	74,2	68,6	66,4	-41,8	-5,2	-4,9
Suelo no urbanizable (b)	7.951,0	8.053,0	14.424,0	36.384,0	0,9	1,4	2,8	6,8	-1,1	1,3	79,1	152,2
Edificios completos (c)	19.286,0	20.669,0	17.882,0	13.701,0	2,3	3,7	3,4	2,5	23,8	7,2	-13,5	-23,4
De uso residencial	10.082,0	11.510,0	10.308,0	6.325,0	1,2	2,0	2,0	1,2	7,6	14,2	-10,4	-38,6
— De primera residencia	9.203,0	10.576,0	9.508,0	5.801,0	1,1	1,9	1,8	1,1	9,3	14,9	-10,1	-39,0
— De segunda residencia	879,0	934,0	800,0	525,0	0,1	0,2	0,2	—	-7,8	6,3	-14,3	-34,5
De uso terciario	999,0	938,0	953,0	1.258,0	0,1	0,2	0,2	0,2	11,8	-6,2	1,6	32,0
— De oficinas	535,0	497,0	547,0	668,0	—	—	0,1	0,1	13,7	-7,0	10,0	22,2
— De uso comercial	464,0	440,0	406,0	589,0	—	—	—	0,1	9,7	-5,2	-7,8	45,3
Industriales	4.852,0	5.760,0	4.320,0	4.126,0	0,6	1,0	0,8	0,8	23,4	18,7	-25,0	-4,5
Otros	3.353,0	2.461,0	2.302,0	1.992,0	0,4	0,4	0,4	0,4	41,6	-26,6	-6,5	-13,5
Elementos de edificios	20.849,0	20.137,0	16.983,0	12.932,0	2,5	3,6	3,2	2,4	14,0	-3,4	-15,7	-23,9
Viviendas	17.593,0	17.216,0	14.380,0	10.162,0	2,1	3,0	2,7	1,9	12,3	-2,1	-16,5	-29,3
— Situadas en edificios o bloques	9.931,0	9.686,0	7.788,0	5.269,0	1,2	1,7	1,5	1,0	11,0	-2,5	-19,8	-32,2
— Unifamiliares	7.663,0	7.531,0	6.611,0	4.893,0	0,9	1,3	1,3	0,9	13,9	-1,7	-12,2	-26,0
Oficinas	185,0	197,0	188,0	198,0	—	—	—	—	3,1	6,0	-4,4	5,2
Locales comerciales	1.622,0	1.299,0	1.115,0	1.189,0	0,2	0,2	0,2	0,2	19,9	-19,9	-14,2	6,6
Otros	1.448,0	1.425,0	1.301,0	1.383,0	0,2	0,3	0,2	0,3	33,1	-1,6	-8,7	6,4
Explotación económica (d)	14.352,0	24.259,0	10.036,0	13.888,0	1,7	4,3	1,9	2,6	-7,9	69,0	-58,6	38,4

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, miles de millones de euros y %												
C. IMPORTE	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>TOTAL</b>	<b>747,0</b>	<b>862,3</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>30,0</b>	<b>15,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>
<b>Bienes inmuebles</b>	<b>740,4</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>99,1</b>	<b>99,0</b>	<b>98,8</b>	<b>99,5</b>	<b>30,4</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>
Terrenos total	140,0	168,0	179,3	206,8	18,7	19,5	21,2	30,1	58,2	20,1	6,7	15,3
Suelo urbano	125,2	147,9	140,5	169,7	16,8	17,1	16,6	24,7	68,2	18,1	-5,0	20,8
Fincas rústicas	10,1	13,4	11,3	11,9	1,3	1,6	1,3	1,7	28,3	32,7	-15,3	5,3
Suelo no urbanizable (b)	4,6	6,8	27,5	25,2	0,6	0,8	3,3	3,7	-24,7	46,7	303,8	-8,4
Edificios completos (c)	223,6	272,5	277,9	199,2	29,9	31,6	32,9	29,0	23,6	21,9	2,0	-28,3
De uso residencial	155,1	192,8	190,1	110,5	20,8	22,4	22,5	16,1	19,4	24,3	-1,4	-41,8
— De primera residencia	140,0	176,0	173,6	101,7	18,7	20,4	20,6	14,8	21,6	25,7	-1,4	-41,4
— De segunda residencia	15,0	16,8	16,5	8,9	2,0	2,0	2,0	1,3	2,0	12,0	-1,9	-46,4
De uso terciario	18,3	18,4	21,0	27,8	2,4	2,1	2,5	4,1	27,9	0,8	14,0	32,5
— De oficinas	11,7	11,2	14,3	18,8	1,6	1,3	1,7	2,7	28,9	-4,1	27,6	31,8
— De uso comercial	6,6	7,2	6,7	9,0	0,9	0,8	0,8	1,3	26,2	9,4	-7,0	34,0
Industriales	25,4	29,4	32,6	29,8	3,4	3,4	3,9	4,3	19,9	15,8	10,9	-8,5
Otros	24,9	31,9	34,2	31,0	3,3	3,7	4,1	4,5	60,0	28,2	7,2	-9,4
Elementos de edificios	353,9	385,8	346,8	245,4	47,4	44,7	41,1	35,8	26,5	9,0	-10,1	-29,2
Viviendas	314,0	345,8	306,3	203,8	42,0	40,1	36,3	29,7	25,9	10,1	-11,4	-33,5
— Situadas en edificios o bloque	202,2	223,1	191,0	122,2	27,1	25,9	22,6	17,8	25,0	10,3	-14,4	-36,0
— Unifamiliares	111,8	122,8	115,3	81,6	15,0	14,2	13,7	11,9	27,6	9,8	-6,0	-29,3
Oficinas	4,3	4,8	5,7	5,7	0,6	0,6	0,7	0,8	23,3	13,1	18,9	-1,1
Locales comerciales	28,9	25,3	25,5	26,1	3,9	2,9	3,0	3,8	36,9	-12,4	0,9	2,4
Otros	6,7	9,9	9,2	9,8	0,9	1,1	1,1	1,4	16,5	47,2	-7,0	6,2
Explotación económica (d)	21,1	25,3	27,7	29,8	2,8	2,9	3,3	4,3	33,8	20,2	9,3	7,9
Otros bienes inmuebles (e)	1,9	2,1	2,4	1,6	0,3	0,2	0,3	0,2	-35,9	8,0	13,5	-33,2
<b>Tasaciones no inmobiliarias (f)</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>10,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>29,8</b>	<b>16,7</b>	<b>-66,9</b>
PRO MEMORIA:												
Actualizaciones (g)	95,9	144,3	173,7	178,5	12,8	16,7	20,6	26,0	33,8	50,4	20,4	2,8
Patrimonios (h)	16,7	10,7	6,2	15,0	2,2	1,2	0,7	2,2	238,5	-36,1	-41,7	141,3

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

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

b. Se trata de los terrenos no urbanizables, excluidos los ligados a una explotación económica permitida por la legislación vigente y los incluidos en fincas rústicas. Véase nota d.

c. Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.

d. Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.

e. Incluye obras de urbanización, etc.

f. Activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.

g. Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.

h. Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.

i. Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.

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

CUADRO A.2

Datos del ejercicio

	Miles de euros				Variación anual			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>A. IMPORTES MEDIOS</b>								
Suelo urbano	2.293,8	2.372,7	2.721,8	3.511,6	31,0	3,4	14,7	29,0
Fincas rústicas	504,4	657,5	592,0	574,5	29,8	30,4	-10,0	-2,9
Edificios completos	2.499,1	2.919,8	3.006,7	2.844,5	7,3	16,8	3,0	-5,4
<i>De uso residencial</i>	3.253,7	3.664,5	3.909,4	3.985,8	5,5	12,6	6,7	2,0
— <i>De primera residencia</i>	3.150,7	3.569,0	3.781,7	3.926,9	6,3	13,3	6,0	3,8
— <i>De segunda residencia</i>	4.679,1	5.085,2	6.056,2	4.814,6	3,5	8,7	19,1	-20,5
<i>De uso terciario</i>	3.159,3	3.707,1	2.511,7	2.290,3	2,9	17,3	-32,2	-8,8
— <i>De oficinas</i>	7.607,3	7.347,2	4.111,0	3.165,7	8,1	-3,4	-44,0	-23,0
— <i>De uso comercial</i>	1.553,9	2.097,4	1.374,7	1.451,0	—	35,0	-34,5	5,5
Industriales	986,1	1.139,6	1.275,0	1.333,2	14,3	15,6	11,9	4,6
Elementos de edificios (b)	226,4	250,8	272,0	279,8	13,6	10,8	8,4	2,9
Viviendas	219,0	245,1	263,6	265,1	13,3	11,9	7,6	0,6
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	194,8	218,5	232,7	228,5	13,1	12,1	6,5	-1,8
— <i>Unifamiliares</i>	282,4	314,6	338,0	348,8	13,0	11,4	7,4	3,2
Oficinas	440,2	477,4	556,9	591,6	8,2	8,5	16,7	6,2
Locales comerciales	321,2	326,7	369,7	410,4	16,1	1,7	13,2	11,0
<b>B. SUPERFICIES MEDIAS</b>								
Suelo urbano	13.525,4	13.248,5	14.662,8	19.065,9	27,3	-2,0	10,7	30,0
Fincas rústicas	352.819,4	201.579,3	203.228,2	178.107,4	68,3	-42,9	0,8	-12,4
Edificios completos	2.155,3	2.214,4	1.934,6	1.956,3	7,4	2,7	-12,6	1,1
<i>De uso residencial</i>	2.115,5	2.187,6	2.119,9	2.280,7	-4,9	3,4	-3,1	7,6
— <i>De primera residencia</i>	2.070,8	2.145,1	2.071,5	2.240,2	-4,4	3,6	-3,4	8,1
— <i>De segunda residencia</i>	2.733,4	2.820,3	2.932,2	2.850,6	-6,5	3,2	4,0	-2,8
<i>De uso terciario</i>	1.727,4	1.887,5	1.139,5	1.035,1	-10,0	9,3	-39,6	-9,2
— <i>De oficinas</i>	3.485,7	3.265,0	1.574,5	1.123,8	-4,6	-6,3	-51,8	-28,6
— <i>De uso comercial</i>	1.092,8	1.278,3	830,3	950,2	-13,1	17,0	-35,0	14,4
Industriales	1.883,5	2.231,8	1.688,4	1.843,3	17,6	18,5	-24,3	9,2
Elementos de edificios (b)	126,5	124,8	126,3	137,1	1,1	-1,3	1,2	8,6
Viviendas	122,7	122,0	123,8	132,2	1,0	-0,6	1,4	6,8
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	95,7	94,9	94,7	98,5	0,5	-0,9	-0,2	4,0
— <i>Unifamiliares</i>	193,6	193,0	193,7	209,2	0,9	-0,3	0,4	8,0
Oficinas	192,0	195,2	183,0	206,8	-9,6	1,7	-6,2	13,0
Locales comerciales	180,3	167,6	161,4	186,7	1,7	-7,0	-3,7	15,7
<b>C. VALORES MEDIOS DEL M<sup>2</sup></b>								
Suelo urbano	169,6	179,1	185,6	184,2	2,9	5,6	3,6	-0,8
Fincas rústicas	1,4	3,3	2,9	3,2	-22,9	128,2	-10,7	10,7
Edificios completos	1.159,5	1.318,5	1.554,2	1.454,0	-0,1	13,7	17,9	-6,4
<i>De uso residencial</i>	1.538,0	1.675,1	1.844,2	1.747,6	11,0	8,9	10,1	-5,2
— <i>De primera residencia</i>	1.521,5	1.663,8	1.825,6	1.752,9	11,2	9,4	9,7	-4,0
— <i>De segunda residencia</i>	1.711,8	1.803,1	2.065,4	1.689,0	10,6	5,3	14,5	-18,2
<i>De uso terciario</i>	1.828,9	1.964,1	2.204,2	2.212,6	14,4	7,4	12,2	0,4
— <i>De oficinas</i>	2.182,4	2.250,3	2.611,1	2.817,1	13,4	3,1	16,0	7,9
— <i>De uso comercial</i>	1.422,0	1.640,8	1.655,8	1.527,2	15,0	15,4	0,9	-7,8
Industriales	523,6	510,6	755,1	723,3	-2,8	-2,5	47,9	-4,2
Elementos de edificios (b)	1.789,3	2.009,2	2.152,6	2.040,1	12,4	12,3	7,1	-5,2
Viviendas	1.784,7	2.008,7	2.130,2	2.005,6	12,1	12,6	6,0	-5,8
— <i>Situadas en edificios o bloques</i>	2.036,4	2.303,1	2.458,4	2.319,2	12,6	13,1	6,7	-5,7
— <i>Unifamiliares</i>	1.458,4	1.630,1	1.744,6	1.667,8	12,0	11,8	7,0	-4,4
Oficinas	2.292,8	2.445,4	3.042,6	2.860,7	19,7	6,7	24,4	-6,0
Locales comerciales	1.781,9	1.949,0	2.290,7	2.198,8	14,2	9,4	17,5	-4,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

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

b. Se han seleccionado los objetos inmobiliarios cuyos valores medios son de mayor significación e interés. La información completa disponible para la obtención de los valores medios se presenta en el cuadro A.1 (véanse las notas al mismo).

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y %)

	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.819,5</b>	<b>1.802,1</b>	<b>1.530,1</b>	<b>1.102,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,1</b>	<b>-28,0</b>
Entidades de crédito	1.637,4	1.608,8	1.353,8	938,6	90,0	89,3	88,5	85,2	11,2	-1,7	-15,9	-30,7
<i>Bancos (b)</i>	554,9	526,4	480,6	366,6	30,5	29,2	31,4	33,3	1,2	-5,1	-8,7	-23,7
<i>Cajas de ahorros</i>	905,8	915,5	729,9	480,3	49,8	50,8	47,7	43,6	17,6	1,1	-20,3	-34,2
<i>Cooperativas de crédito</i>	110,2	108,1	95,3	67,2	6,1	6,0	6,2	6,1	7,1	-1,8	-11,9	-29,5
<i>EFC</i>	66,6	58,8	48,0	24,4	3,7	3,3	3,1	2,2	28,4	-11,7	-18,3	-49,1
Otros peticionarios	182,1	193,3	176,3	163,4	10,0	10,7	11,5	14,8	16,6	6,1	-8,8	-7,3
<i>Seguros, IIC y FF</i>	7,0	6,9	7,3	27,6	0,4	0,4	0,5	2,5	31,4	-0,8	4,9	280,8
<i>Organismos públicos (c)</i>	16,4	17,7	20,6	22,9	0,9	1,0	1,3	2,1	-28,9	7,7	16,4	10,9
Otros (d)	158,7	168,7	148,4	112,9	8,7	9,4	9,7	10,2	24,2	6,3	-12,0	-23,9
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>NÚMERO TOTAL</b>	<b>1.813,8</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	1.718,9	1.712,9	1.428,6	946,2	94,8	95,4	93,9	86,8	11,8	-0,3	-16,6	-33,8
<i>De las que: Por Ley 2/81 (f)</i>	1.704,1	1.709,9	1.426,9	943,4	94,0	95,3	93,8	86,5	12,5	0,3	-16,6	-33,9
Exigidas a EC (g)	13,4	1,8	2,0	8,1	0,7	—	0,1	0,7	53,1	-86,9	14,4	304,5
Seguros, IIC y FF (h)	2,1	3,1	6,3	23,8	0,1	0,2	0,4	2,2	48,3	48,8	103,0	279,6
Otros fines	79,4	77,3	85,0	112,3	4,4	4,3	5,6	10,3	-1,7	-2,7	10,0	32,0
<b>TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO</b>												
	Importe				Estructura				Variación anual			
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>747,0</b>	<b>862,3</b>	<b>844,0</b>	<b>686,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>30,1</b>	<b>15,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-18,7</b>
Entidades de crédito	585,9	661,8	621,3	447,5	78,4	76,7	73,6	65,2	26,2	12,9	-6,1	-28,0
<i>Bancos (b)</i>	193,7	215,8	211,1	176,5	25,9	25,0	25,0	25,7	16,1	11,4	-2,2	-16,4
<i>Cajas de ahorros</i>	347,0	398,8	367,5	242,2	46,5	46,3	43,5	35,3	31,3	15,0	-7,9	-34,1
<i>Cooperativas de crédito</i>	34,2	35,6	32,7	23,3	4,6	4,1	3,9	3,4	35,0	4,2	-8,3	-28,7
<i>EFC</i>	11,0	11,5	10,0	5,5	1,5	1,3	1,2	0,8	44,1	4,3	-13,0	-45,5
Otros peticionarios	161,0	200,6	222,8	238,6	21,6	23,3	26,4	34,8	46,4	24,5	11,1	7,1
<i>Seguros, IIC y FF</i>	5,8	9,8	13,2	18,3	0,8	1,1	1,6	2,7	16,0	68,7	34,6	39,0
<i>Organismos públicos (c)</i>	14,2	5,5	6,7	5,7	1,9	0,6	0,8	0,8	50,4	-61,3	22,2	-15,5
Otros (d)	141,1	185,3	202,9	214,7	18,9	21,5	24,0	31,3	42,0	31,4	9,5	5,8
<b>TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD</b>												
<b>IMPORTE TOTAL</b>	<b>740,4</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>30,3</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>
Constituir garantías hipotecarias (e)	634,6	747,0	695,5	502,3	85,7	87,5	83,4	73,6	25,5	17,7	-6,9	-27,8
<i>De las que: Por Ley 2/81 (f)</i>	602,0	737,8	692,7	499,5	81,3	86,4	83,1	73,1	28,1	22,6	-6,1	-27,9
Exigidas a EC (g)	11,0	1,0	1,9	3,9	1,5	0,1	0,2	0,6	295,4	-90,8	85,0	111,9
Seguros, IIC y FF (h)	4,2	9,0	9,4	14,4	0,6	1,1	1,1	2,1	5,2	115,5	4,1	54,1
Otros fines	90,6	96,8	127,3	162,1	12,2	11,3	15,3	23,7	55,6	6,8	31,5	27,3

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

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

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

CUADRO A.4

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y %)

NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
<b>TOTAL</b>	<b>1.813,8</b>	<b>1.795,0</b>	<b>1.522,0</b>	<b>1.090,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-15,2</b>	<b>-28,4</b>
Andalucía (b)	345,6	340,4	297,2	207,3	19,1	19,0	19,5	19,0	14,3	-1,5	-12,7	-30,2
Aragón	39,9	41,5	35,7	26,7	2,2	2,3	2,3	2,4	11,6	3,8	-13,9	-25,3
Asturias	30,5	30,7	28,4	20,1	1,7	1,7	1,9	1,8	11,9	0,6	-7,6	-29,0
Baleares	50,8	51,3	43,8	30,4	2,8	2,9	2,9	2,8	12,6	0,9	-14,6	-30,6
Canarias	85,3	89,5	76,8	51,9	4,7	5,0	5,0	4,8	14,2	4,9	-14,2	-32,4
Cantabria	21,6	20,1	17,0	12,8	1,2	1,1	1,1	1,2	12,7	-6,8	-15,5	-25,0
Castilla-La Mancha	71,0	77,2	72,4	52,0	3,9	4,3	4,8	4,8	19,2	8,8	-6,3	-28,2
Castilla y León	70,4	70,5	65,1	50,7	3,9	3,9	4,3	4,7	7,8	—	-7,6	-22,2
Cataluña	365,8	349,8	262,4	170,9	20,2	19,5	17,2	15,7	13,3	-4,4	-25,0	-34,9
Comunidad Valenciana	261,8	260,8	218,4	151,5	14,4	14,5	14,4	13,9	16,0	-0,4	-16,3	-30,6
Extremadura	26,9	27,8	24,5	19,4	1,5	1,5	1,6	1,8	9,9	3,3	-11,8	-21,0
Galicia	66,1	65,9	61,1	47,7	3,6	3,7	4,0	4,4	11,0	-0,3	-7,2	-22,0
La Rioja	10,3	11,0	9,4	7,7	0,6	0,6	0,6	0,7	14,1	7,0	-14,0	-18,5
Madrid	220,7	214,3	182,3	140,1	12,2	11,9	12,0	12,8	3,6	-2,9	-14,9	-23,2
Murcia	66,7	67,1	57,6	42,4	3,7	3,7	3,8	3,9	13,6	0,5	-14,2	-26,4
Navarra	19,9	21,8	18,8	16,8	1,1	1,2	1,2	1,5	0,7	9,8	-13,6	-10,6
País Vasco	58,9	54,1	49,7	40,6	3,2	3,0	3,3	3,7	0,2	-8,2	-8,0	-18,4
Extranjero	1,5	1,4	1,4	1,5	—	—	—	0,1	-18,4	-4,3	-2,9	8,5
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	149,2	143,6	122,2	92,7	8,2	8,0	8,0	8,5	-1,5	-3,8	-14,9	-24,2
Otros de más de 500.000 hab.	125,3	118,4	98,6	52,9	6,9	6,6	6,5	4,9	28,8	-5,5	-16,7	-46,3
Otros de más de 100.000 hab.	425,5	415,1	360,9	250,4	23,5	23,1	23,7	23,0	9,6	-2,5	-13,0	-30,6
Resto de municipios	1.112,3	1.116,6	938,9	692,9	61,3	62,2	61,7	63,5	13,0	0,4	-15,9	-26,2
IMPORTE												
	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
<b>TOTAL</b>	<b>740,4</b>	<b>853,8</b>	<b>834,0</b>	<b>682,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>30,3</b>	<b>15,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-18,1</b>
Andalucía (b)	140,3	161,3	151,2	114,7	18,9	18,9	18,1	16,8	30,3	15,0	-6,3	-24,1
Aragón	15,3	22,6	20,3	18,1	2,1	2,6	2,4	2,7	33,0	47,5	-10,2	-10,8
Asturias	8,3	9,7	12,1	9,2	1,1	1,1	1,5	1,3	18,2	16,8	25,2	-24,2
Baleares	22,7	26,2	26,1	20,9	3,1	3,1	3,1	3,1	26,9	15,9	-0,4	-20,0
Canarias	30,0	34,3	33,2	24,6	4,1	4,0	4,0	3,6	19,6	14,4	-3,3	-26,0
Cantabria	8,3	9,7	8,0	6,5	1,1	1,1	1,0	1,0	36,7	16,7	-18,1	-17,8
Castilla-La Mancha	30,8	37,9	41,2	27,8	4,2	4,4	4,9	4,1	53,6	22,9	8,7	-32,6
Castilla y León	25,2	29,6	32,0	25,9	3,4	3,5	3,8	3,8	26,8	17,2	8,2	-19,1
Cataluña	141,8	168,9	150,2	108,0	19,1	19,8	18,0	15,8	32,2	19,2	-11,1	-28,0
Comunidad Valenciana	84,5	102,7	95,9	72,5	11,4	12,0	11,5	10,6	35,3	21,5	-6,6	-24,4
Extremadura	6,5	8,0	7,9	7,1	0,9	0,9	0,9	1,0	32,1	22,6	-1,5	-10,0
Galicia	21,5	24,4	25,6	19,6	2,9	2,9	3,1	2,9	40,3	13,5	4,9	-23,3
La Rioja	4,6	5,2	5,0	4,6	0,6	0,6	0,6	0,7	36,1	13,4	-4,2	-7,2
Madrid	139,0	139,5	145,2	151,9	18,8	16,3	17,4	22,3	25,1	0,4	4,0	4,7
Murcia	25,9	34,3	35,9	28,1	3,5	4,0	4,3	4,1	29,9	32,5	4,6	-21,6
Navarra	11,3	9,2	9,2	7,4	1,5	1,1	1,1	1,1	48,8	-18,5	0,2	-19,2
País Vasco	22,8	27,2	25,9	27,4	3,1	3,2	3,1	4,0	13,9	19,1	-4,7	5,6
Extranjero	1,5	2,9	9,1	8,3	0,2	0,3	1,1	1,2	45,2	93,9	211,6	-9,1
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	98,3	98,2	106,6	115,4	13,3	11,5	12,8	16,9	24,5	-0,2	8,5	8,3
Otros de más de 500.000 hab.	46,7	54,8	51,7	38,5	6,3	6,4	6,2	5,6	65,2	17,5	-5,6	-25,5
Otros de más de 100.000 hab.	162,5	181,4	185,2	151,0	21,9	21,2	22,2	22,1	27,3	11,7	2,1	-18,4
Resto de municipios	431,4	516,4	481,3	369,5	58,3	60,5	57,7	54,1	29,8	19,7	-6,8	-23,2

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

- a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.  
 b. Incluye Ceuta y Melilla.

Número y % Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ST				Ingresos ordinarios, en %				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15%			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
	<b>Total ST activas</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>42,9</b>	<b>41,1</b>	<b>38,2</b>
Relacionadas con EC (c)	12	13	13	12	47,8	51,3	51,8	48,8	50,4	50,4	46,4	40,9
Cliente principal => 50%	23	20	18	16	13,9	8,4	3,9	4,0	65,8	68,8	86,2	80,0
Cliente principal => 25% y < 50%	9	9	12	12	19,3	18,7	25,0	26,0	34,4	34,0	32,3	28,2
Cliente principal => 15% y < 25%	8	7	7	7	13,8	14,3	7,8	4,9	18,1	17,5	19,3	23,8
Resto	5	7	5	9	5,2	7,3	11,5	16,4	10,0	10,2	10,9	10,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de julio de 2009.

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

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

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



LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIA DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2008

## Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008

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

La crisis económica se ha reflejado en los datos remitidos por estos establecimientos al cierre del ejercicio de 2008, en el que se registró un crecimiento negativo de la actividad, por primera vez desde 2002. Los cuadros de este artículo, que dan una visión general de la situación de este sector de actividad y su evolución respecto de años anteriores, principalmente 2007, se han desglosado en agrupaciones que reflejan los diferentes tipos de riesgos asociados con las operaciones a las que están autorizados los distintos tipos de establecimientos.

El número de establecimientos registrados sigue la línea de años anteriores (véase cuadro A.1); disminuyó el número de aquellos que solo tienen autorización para comprar billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros (grupo COMP), como lo viene haciendo desde la implantación del euro, y aumentó ligeramente el de los establecimientos que tienen una autorización más amplia (grupo CVT).

Dentro del grupo COMP, el número de los establecimientos en los que la compra de moneda constituye su actividad principal aumentó de 202 a 209, mientras que los que solo se dedican a ello como actividad complementaria de la principal pasaron de 2.048 a 2.027. Las comunidades que registraron mayor número de bajas que de altas fueron Baleares, Canarias y Cataluña, a pesar de lo cual entre las tres acumulaban el 66% del total de establecimientos de este grupo.

El grupo CV, que, además de comprar está autorizado a vender billetes extranjeros o cheque de viajero contra euros u otros billetes de banco extranjeros, lo forman 12 establecimientos, uno menos que al cierre de 2007. El grupo autorizado a la gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España (transferencias restringidas) fue el que registró más movimientos, con dos bajas por revocación de la autorización por el Consejo de Gobierno del Banco de España y la creación de 6 nuevos, llegando a 43 establecimientos. El grupo Resto, que está autorizado a todos los tipos de operaciones de los demás grupos pero sin restricciones en las transferencias, se mantuvo en 7 establecimientos.

### **Actividad del sector en 2008**

El volumen representativo de la actividad de estos establecimientos está formado por la suma del volumen de compras y ventas de divisas a clientes y el volumen gestionado de transferencias emitidas y recibidas. Al cierre de 2008 se situó en 7,4 mm de euros (véase cuadro A.2). La implantación del euro ha sido la causa principal de que las compraventas hayan tenido un crecimiento negativo desde 2002 (-41,4% entre 2002 y 2008). Las transferencias gestionadas presentaron un fuerte crecimiento positivo entre 2002 y 2007 (150%), pero en 2008 el crecimiento interanual se tornó negativo (-2,1%), claro reflejo de la situación económica (véase cuadro A.2).

Las ventas a clientes han sido siempre muy inferiores a las compras (no llegan al 8%). Además, la mayor parte de las compras las lleva a cabo el grupo COMP (el 91% de las compras y el 85% del total de compraventas). En 2008, las compraventas alcanzaron 1,2 mm de euros, con un crecimiento interanual negativo del 4,4%.

	%															
	Compras a clientes										Transferencias emitidas					
	Total establecimientos		CVT		CV		COMP				CVT		Transferencias restringidas		Resto transferencias	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	Act. principal		Act. complem.		2007	2008	2007	2008	2007	2008
R1	4,1	4,5	62,0	61,4	29,4	43,8	11,0	11,3	5,1	5,3	10,6	12,0	16,6	18,4	27,3	29,0
R5	16,2	16,7	92,7	94,5	84,3	91,0	35,9	33,6	18,0	20,9	48,4	48,8	52,0	51,4	98,8	98,9
R10	25,8	26,9	100,0	100,0	100,0	100,0	52,1	47,2	26,2	28,8	69,0	68,2	69,6	70,1	100,0	100,0
R20	36,4	36,8	100,0	100,0	100,0	100,0	68,9	65,7	37,7	40,5	87,7	87,8	89,7	90,3	100,0	100,0
R50	54,5	55,7	100,0	100,0	100,0	100,0	91,7	90,1	54,2	58,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009. Establecimientos existentes a cada fecha.

En el caso de las transferencias gestionadas, las recibidas del exterior apenas pasan del 4% de las emitidas desde España. En 2008, el volumen total transferido fue de 6,2 mm de euros, inferior al de 2007 en 134 m€.

La ratio de ingresos por comisiones y diferencias de cambio se mantuvo en una línea relativamente estable, muy superior en el grupo CV (13,2%, frente a 3,8% en el grupo CVT en 2008), que no tiene autorización para gestionar transferencias. Se trata de un grupo pequeño cuyos datos pueden verse afectados por esta circunstancia. El hecho de que la comisión media por transferencias en el grupo CVT se haya mantenido siempre por debajo de la que incluye las compraventas apunta también al posible mayor importe de las comisiones por compraventa que por transferencias. La diferencias entre ambas ratios son pequeñas, pero también lo es el volumen de compraventas en este grupo.

A pesar de la caída en la actividad en 2008, en el grupo CVT se incrementó tanto el número de empleados (de 1.556 a 1.783) como el de agentes (de 13.486 a 15.248) y el de oficinas o locales (de 210 a 258 las oficinas y de 23.365 a 25.576 los locales de los agentes). Del grupo COMP solo se tiene información del número de locales, que también subió, pasando de 2.492 a 2.588.

En el cuadro A.3 se desglosan las compras de las ventas y las transferencias emitidas de las recibidas y se destacan las monedas más importantes en las que se han llevado a cabo las operaciones. Como viene siendo habitual, la moneda más usada en las compras fue la libra esterlina (917 m€), seguida de lejos por el dólar USA (94 m€) y el euro (65 m€). En el caso de las transferencias, la mayor parte estuvo denominada en euros (3.754 m€), seguida por el dólar USA (2.187 m€). La proporción sobre el total de ambas monedas se mantiene bastante estable desde 2002 (aproximadamente de 6 a 4).

La distribución geográfica de los países de destino y de origen de las transferencias se mantiene similar a la de 2007 (véase cuadro A.4). Los países de destino son los mismos y solo destaca la consolidación de Bolivia como tercer país en importancia. El grueso de las transferencias recibidas viene de Estados Unidos (8,67%) y la Unión Europea (33,3%), siguiendo la línea habitual.

### Concentración de operaciones

Las filas del cuadro A.1 representan, respectivamente, el porcentaje sobre el total correspondiente del establecimiento que realiza el mayor volumen (R1), el acumulado por los cinco mayores (R5), por los 10 mayores (R10), etc. Las diez primeras columnas muestran el volumen

**Balance y cuenta  
de resultados del  
grupo CV/IGT**

acumulado de compras a clientes. Lo más destacable es el fuerte aumento de la concentración en el grupo CV, pues todos los establecimientos del mismo han disminuido su volumen, excepto uno de ellos, que lo ha aumentado en un 42%. El grupo que realiza compras como actividad complementaria de la principal presenta también una media de unos 3 puntos porcentuales (pp) de aumento de la concentración. En cuanto a las transferencias emitidas, solo el grupo con autorización restringida presenta un ligero aumento global de la concentración.

El total activo del balance agregado se situó en 222,4 m€, con un crecimiento negativo del 1,9% por primera vez desde 2002 (véase cuadro A.5). Las tres agrupaciones tuvieron crecimientos negativos, aunque no de la misma magnitud (0,6% el de transferencias restringidas, 2,8% el resto de transferencias y 6,6% el CV). El inmovilizado no financiero presentó un fuerte crecimiento debido fundamentalmente a que varios establecimientos compraron activos de otros establecimientos que desaparecieron o redes de agentes. El crecimiento del inmovilizado financiero no es generalizado, prácticamente se debe a dos establecimientos. A pesar de los establecimientos desaparecidos en 2008, los fondos propios aumentaron, no solo por los que aportaron los nuevos establecimientos, sino también por un considerable aumento de los correspondientes a algunas entidades ya establecidas.

Los resultados del agregado fueron negativos por primera vez, con una pérdida de 1,6 m€, más de 14 m€ inferiores a los de 2007. El grupo que tuvo peores resultados fue el de transferencias restringidas (-7,1 m€), pues solo en una docena de estos establecimientos los resultados fueron positivos. Los del resto de transferencias lograron 4,1 m€ y todos sus integrantes cerraron con beneficios. En el grupo CV, aunque el resultado agregado fue positivo, de 1,4 m€, prácticamente todos sus establecimientos acabaron con pérdidas.

Las comisiones netas, 45,7 m€, crecieron un 12% gracias a que se controló el gasto en comisiones pagadas. No obstante, solo el grupo de transferencias restringidas obtuvo un crecimiento positivo, que fue del 23,5% (-6,4% el grupo Resto y -14,8% el grupo CV). Para valorar el crecimiento del grupo hay que tener en cuenta que el grupo de transferencias restringidas acumula el 51% del activo. Los ingresos por diferencias de cambio tuvieron una evolución contraria a las comisiones, el crecimiento negativo del 13,7% del grupo Transferencias restringidas (el grupo que más ajusta sus ingresos por comisiones y diferencias de cambio sobre el total de su actividad con clientes) arrastró a un crecimiento negativo al conjunto. Todo ello llevó a un mínimo crecimiento positivo del margen ordinario (1,1%), que se situó en 106,4 m€.

El neto de ingresos y gastos financieros y el resto de ingresos no financieros crecieron fuertemente en 2007, situación que no continuó en 2008; esto, unido a que los gastos de explotación se elevaron un 18% (en el grupo Transferencias restringidas, el 31%), llevó a una fuerte caída del margen de explotación, que se situó en 7,2 m€, frente a 26,4 m€ en 2007.

El capítulo de saneamientos e insolvencias es bastante errático en estos establecimientos; nuevamente, el fuerte crecimiento en el grupo Transferencias restringidas (39%) llevó a un crecimiento del agregado del 24%. Una ligera recuperación de ingresos por el resto de partidas situó los resultados antes de impuestos en 2,5 m€; el grupo Transferencias restringidas presentó una pérdida de 5,5 m€; el grupo Resto, un beneficio de 6,4 m€, y el grupo CV, un beneficio de 1,6 m€. Tras la deducción por el impuesto de sociedades, el resultado final del conjunto de establecimientos de compraventa de divisas y gestión de transferencias registró una pérdida de 1,6 m€.

9.7.2009.

## APÉNDICE

Cuadros:

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

	Situación al 31.12.2005	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2006	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2007	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2008
<b>Total establecimientos</b>	<b>2.334</b>	<b>153</b>	<b>158</b>	<b>2.329</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>2.309</b>	<b>107</b>	<b>118</b>	<b>2.298</b>
I. TOTAL GRUPO CVGT (a)	57	4	2	59	4	4	59	6	3	62
I.a. Total grupo CVT (b)	43	3	1	45	4	3	46	6	2	50
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	38	3	1	40	2	3	39	6	2	43
I.a.2. Resto (d)	5	—	—	5	2	—	7	—	—	7
I.b. Total grupo CV (e)	14	1	1	14	—	1	13	—	1	12
II. TOTAL GRUPO COMP (f)	2.277	149	156	2.270	101	121	2.250	101	115	2.236
II.a. Actividad principal (g)	198	25	25	198	21	17	202	20	13	209
II.b. Actividad complementaria (h)	2.079	124	131	2.072	80	104	2.048	81	102	2.027
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP										
Andalucía (i)	327	23	17	333	17	21	329	28	19	338
Aragón	2	—	—	2	—	—	2	1	—	3
Asturias	4	1	1	4	—	—	4	—	—	4
Baleares	623	71	64	630	32	30	632	28	40	620
Canarias	513	30	38	505	32	33	504	23	29	498
Cantabria	11	—	—	11	—	—	11	—	1	10
Castilla-La Mancha	4	1	—	5	—	1	4	—	—	4
Castilla y León	15	1	2	14	2	—	16	—	1	15
Cataluña	392	10	13	389	3	17	375	4	13	366
Extremadura	6	—	1	5	—	1	4	—	—	4
Galicia	12	—	—	12	2	1	13	1	—	14
La Rioja	4	1	1	4	—	—	4	—	—	4
Madrid	157	5	11	151	2	9	144	6	2	148
Murcia	10	—	2	8	2	—	10	—	—	10
Navarra	5	1	—	6	1	1	6	—	—	6
País Vasco	15	2	—	17	1	—	18	—	1	17
Valencia	177	3	6	174	7	7	174	10	9	175

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009.

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

Millones de € y %

	Actividad						Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/ total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%)		Establecimientos informantes s/ total registrados (%)	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias							
	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	7.602	7.412	1.256	1.201	6.345	6.211	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	6.529	6.398	183	188	6.345	6.211	3,8	3,8	2,7	2,8	89,8	91,9
I.a. Total grupo CVT (b)	6.496	6.372	150	162	6.345	6.211	3,8	3,8	2,7	2,8	91,5	94,0
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	3.960	4.023	20	21	3.940	4.002	3,5	3,6	2,5	2,8	90,0	93,0
I.a.2. Resto (d)	2.536	2.349	131	140	2.405	2.209	4,1	4,0	3,0	2,8	100,0	100,0
I.b. Total grupo CV (e)	33	26	33	26	0,0	0,0	10,9	13,2	—	—	83,3	83,3
II. Total grupo COMP (f)	1.073	1.013	1.073	1.013	—	—	—	—	—	—	67,9	64,0
II.a. Actividad principal (g)	413	393	413	393	—	—	—	—	—	—	70,3	63,2
II.b. Actividad complementaria (h)	660	620	660	620	—	—	—	—	—	—	67,7	64,0

	Número de empleados						Número de agentes					
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales	
	2007	2008 p	2007	2008 p	2007	2008 p	2007	2008 p	2007	2008 p	2007	2008 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	...	...	...	...	2.875	—	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	1.533	1.745	23	38	210	258	9.135	11.050	4.351	4.234	23.365	25.576
I.a. Total grupo CVT (b)	1.424	1.673	23	38	184	243	9.135	11.050	4.351	4.234	23.365	25.576
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	772	954	2	15	89	133	6.237	8.107	2.628	2.517	14.053	16.421
I.a.2. Resto (d)	652	719	21	23	95	110	2.898	2.943	1.723	1.717	9.312	9.155
I.b. Total grupo CV (e)	109	72	0	0	26	15	—	—	—	—	—	—
II. Total grupo COMP (f)	...	...	...	...	2.492	2.588	—	—	—	—	—	—
II.a. Actividad principal (g)	...	...	...	...	174	200	—	—	—	—	—	—
II.b. Actividad complementaria (h)	...	...	...	...	2.318	2.388	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009. Establecimientos existentes a cada fecha.

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

Contravalor en m€

Denominación de la moneda	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes	
	2007	2008 (P)	2007	2008 (P)	Emitidas		Recibidas		2007	2008 (P)
<b>Total establecimientos</b>	<b>1.179</b>	<b>1.113</b>	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>6.124</b>	<b>5.952</b>	<b>222</b>	<b>258</b>	<b>7.602</b>	<b>7.412</b>
Euro	79	65	1	2	3.778	3.754	220	257	4.079	4.078
Dólar USA	111	94	46	55	2.327	2.187	1	2	2.486	2.337
Libra esterlina	950	917	15	15	—	—	—	—	965	932
Franco suizo	10	9	2	2	—	—	—	—	12	11
Resto de monedas	29	29	13	14	19	11	—	—	60	53
<b>I. Grupo CVGT</b>	<b>107</b>	<b>100</b>	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>6.124</b>	<b>5.952</b>	<b>222</b>	<b>258</b>	<b>6.529</b>	<b>6.398</b>
Euro	16	19	1	2	3.778	3.754	220	257	4.016	4.033
Dólar USA	66	58	46	55	2.327	2.187	1	2	2.441	2.301
Libra esterlina	20	17	15	15	—	—	—	—	34	32
Franco suizo	3	3	2	2	—	—	—	—	5	5
Resto de monedas	2	4	13	14	19	11	—	—	33	28
<b>II. Grupo COMP</b>	<b>1.073</b>	<b>1.013</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>1.073</b>	<b>1.013</b>
Euro	63	46	—	—	—	—	—	—	63	46
Dólar USA	45	36	—	—	—	—	—	—	45	36
Libra esterlina	930	900	—	—	—	—	—	—	930	900
Franco suizo	8	6	—	—	—	—	—	—	8	6
Resto de monedas	27	25	—	—	—	—	—	—	27	25

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009. Establecimientos existentes a cada fecha.

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

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s/ total ordenado		País de origen (a)	% s/ total recibido	
	2007	2008 (P)		2007	2008 (P)
<b>TOTAL</b>	<b>75,06</b>	<b>74,48</b>	<b>TOTAL</b>	<b>55,46</b>	<b>52,89</b>
Colombia	18,84	18,30	Italia	12,45	12,50
Ecuador	15,34	13,54	Reino Unido	10,74	9,68
Bolivia	9,30	9,32	Estados Unidos	11,49	8,67
Rumanía	5,72	5,25	Francia	6,38	6,14
Marruecos	5,44	5,01	Alemania	6,40	4,98
Brasil	4,42	4,98	Guinea Ecuatorial	1,83	2,50
Paraguay	3,27	3,97	Rumanía	1,56	2,28
República Dominicana	3,60	3,70	Venezuela	0,04	1,24
Perú	2,21	2,65	Perú	1,17	1,17
Senegal	2,22	2,34	Colombia	1,20	1,00

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009. Establecimientos existentes a cada fecha.

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

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

CUADRO A.5

Miles de euros y %

	Balance (diciembre)											
	Importe				% s/ t. act.				% Δ			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
<b>Total activo = Total pasivo</b>	<b>170.403</b>	<b>210.845</b>	<b>226.581</b>	<b>222.362</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>23,7</b>	<b>7,5</b>	<b>-1,9</b>	
<b>ACTIVO</b>												
Caja y entidades de crédito	62.887	86.881	93.851	87.082	36,9	41,2	41,4	39,2	38,2	8,0	-7,2	
Deudores	45.491	43.891	58.819	44.870	26,7	20,8	26,0	20,2	-3,5	34,0	-23,7	
Inversiones financieras temporales	28.545	41.248	37.729	39.100	16,8	19,6	16,7	17,6	44,5	-8,5	3,6	
Inmovilizado no financiero	21.213	22.156	22.297	32.722	12,5	10,5	9,8	14,7	4,4	0,6	46,8	
Inmovilizado financiero	8.472	8.412	9.380	10.679	5,0	4,0	4,1	4,8	-0,7	11,5	13,8	
Otras partidas	3.790	8.259	4.505	7.909	2,2	3,9	2,0	3,6	117,9	-45,5	75,6	
<b>PASIVO</b>												
Acreedores a corto plazo	76.067	99.842	109.842	105.006	44,6	47,4	48,5	47,2	31,3	10,0	-4,4	
Transferencias pendientes de pago	17.000	25.423	19.523	15.615	10,0	12,1	8,6	7,0	49,5	-23,2	-20,0	
Otros acreedores no comerciales	18.203	15.300	21.441	18.328	10,7	7,3	9,5	8,2	-15,9	40,1	-14,5	
Otros	40.864	59.120	68.875	71.065	24,0	28,0	30,4	32,0	44,7	16,5	3,2	
Otras partidas	10.920	12.532	12.317	11.418	6,4	5,9	5,4	5,1	14,8	-1,7	-7,3	
Fondos propios	80.417	90.505	92.404	97.653	47,2	42,9	40,8	43,9	12,5	2,1	5,7	
Resultados	2.998	7.968	12.018	8.285	1,8	3,8	5,3	3,7	165,8	50,8	-31,1	
<b>Cuenta de resultados acumulada (diciembre)</b>												
	Importe				% s/ comisiones percibidas				% Δ			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008	
Comisiones percibidas	144.367	173.521	183.476	181.876	100,0	100,0	100,0	100,0	20,2	5,7	-0,9	
Comisiones pagadas	94.654	121.611	142.647	136.163	65,6	70,1	77,7	74,9	28,5	17,3	-4,5	
Comisiones netas	49.713	51.910	40.829	45.713	34,4	29,9	22,3	25,1	4,4	-21,3	12,0	
Diferencias de cambio netas	34.619	45.925	64.379	60.660	24,0	26,5	35,1	33,4	32,7	40,2	-5,8	
Margen ordinario	84.332	97.835	105.208	106.373	58,4	56,4	57,3	58,5	16,0	7,5	1,1	
Ingresos y gastos financieros	74	1.093	2.398	2.202	0,1	0,6	1,3	1,2	1.377,0	119,4	-8,2	
Otros ingresos	2.804	4.093	8.217	4.207	1,9	2,4	4,5	2,3	46,0	100,8	-48,8	
Gastos de explotación	69.950	79.255	89.427	105.569	48,5	45,7	48,7	58,0	13,3	12,8	18,1	
Margen de explotación	17.260	23.766	26.396	7.213	12,0	13,7	14,4	4,0	37,7	11,1	-72,7	
Sanearios e insolvencias	3.486	4.992	5.306	6.595	2,4	2,9	2,9	3,6	43,2	6,3	24,3	
Otras partidas	519	635	-2.069	1.877	0,4	0,4	-1,1	1,0	22,4	—	—	
Resultados antes de impuestos	14.293	19.409	19.021	2.495	9,9	11,2	10,4	1,4	35,8	-2,0	-86,9	
Impuesto sobre beneficios	6.249	4.978	6.460	4.058	4,3	2,9	3,5	2,2	-20,3	29,8	-37,2	
Resultados después de impuestos	8.046	14.431	12.558	-1.566	5,6	8,3	6,8	-0,9	79,4	-13,0	—	
<b>PRO MEMORIA</b>												
ROE (%)	—	—	—	—	10,0	15,9	13,6	-1,6	—	—	—	

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 19 de junio de 2009. Establecimientos existentes a última fecha.



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

### Introducción

Durante el segundo trimestre de 2009 se han promulgado nuevas disposiciones de cierta relevancia en distintos ámbitos del sistema financiero.

El Banco Central Europeo (BCE) ha revisado los criterios generales de selección de las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria, y, como consecuencia de dicha actualización, ha modificado las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2). Además, ha reformado las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias (IFM) aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Dentro del área comunitaria, se han modificado las directivas sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores y sobre acuerdos de garantía financiera.

En el ámbito de las entidades financieras, se ha reformado el régimen de las participaciones significativas con el objeto de adecuarlo a la normativa comunitaria, se ha aprobado un modelo de reestructuración bancaria y de reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, y se han actualizado las normas para la elaboración y presentación de la información contable de las sociedades de garantía recíproca (SGR), con el fin de adaptarlas a los principios y criterios establecidos en el actual marco contable.

En el terreno del mercado de valores, se han desarrollado ciertas cuestiones relacionadas con la comunicación de la información relevante, y se ha determinado el contenido y el modelo al que habrá de ajustarse el informe semestral que los depositarios de las instituciones de inversión colectiva (IIC) deben remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Además, se ha modificado la normativa reguladora del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, y se ha regulado la contratación con los consumidores de préstamos hipotecarios y otros servicios de intermediación ofertados por parte de empresas no financieras.

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

Se han publicado la *Orientación BCE/2009/10, de 7 de mayo de 2009* (DOUE del 19), que modifica la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, y la *Resolución de 21 de mayo de 2009* (BOE del 3 de junio), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica a la de 11 de diciembre de 1998, en la que se establecen las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España, para adaptarla a la *Orientación BCE/2009/10*.

La finalidad de estas normas es la actualización de los criterios generales de selección de las entidades de contrapartida para dar acceso a determinadas entidades solventes<sup>1</sup> a las operacio-

1. La primera entidad que va a empezar a funcionar como entidad de contrapartida al amparo de esta normativa es el Banco Europeo de Inversiones (BEI) a partir del 8 de julio de 2009. Véase nota de prensa del BCE de 7 de mayo de 2009.

nes de política monetaria (operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes del Euro-sistema), dada su especial naturaleza institucional en el derecho comunitario. Estas entidades, sin ser estrictamente entidades de crédito conforme a la normativa comunitaria<sup>2</sup>, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes.

Ambas normas entraron en vigor el 11 de mayo.

**Sistema TARGET2:  
actualización de su  
normativa**

Se han publicado la *Orientación BCE/2009/9, de 7 de mayo de 2009* (DOUE del 19), que modifica a la *Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre TARGET2*, y la *Resolución de 21 de mayo de 2009* (BOE del 3 de junio), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica a la de 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2, para adaptarla a la *Orientación BCE/2009/9*.

En primer lugar, se permite el acceso en TARGET2 a determinadas entidades solventes que, sin ser estrictamente entidades de crédito, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes, en los términos establecidos en la *Orientación BCE/2009/10, de 7 de mayo de 2009*, comentada en el epígrafe anterior.

En segundo lugar, se introduce en el anexo IV, «Procedimientos de liquidación para sistemas vinculados», la liquidación entre sistemas<sup>3</sup>, y se actualizan determinados apartados de dicho anexo, como las relaciones entre los bancos centrales, los sistemas vinculados (SV) y los bancos liquidadores; los procedimientos de liquidación, y las instrucciones de pago que cursen los SV, entre otros.

Ambas normas entraron en vigor el 11 de mayo.

**Instituciones financieras  
monetarias: estadísticas  
de los tipos de interés**

Se ha publicado el *Reglamento 290/2009 del Banco Central Europeo (BCE/2009/7), de 31 de marzo* (DOUE del 8 de abril), que modifica al *Reglamento 63/2002 (BCE/2001/18)*, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las IFM aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Las novedades del Reglamento son las siguientes:

- 1 Un desglose general de nuevos préstamos, identificando por separado los tipos de interés aplicados a los respaldados con activos de garantía o avales y el volumen de estos.
- 2 Un desglose por cuantía de los nuevos préstamos a sociedades no financieras con el fin de ampliar la información sobre la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME).
- 3 Un desglose por período inicial de fijación del tipo de interés de los nuevos préstamos que contemplen un mayor número de categorías de período de fijación.
- 4 Información separada sobre los tipos de interés cargados a los saldos de tarjetas de crédito.

---

2. Véase la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición). 3. La liquidación entre sistemas se define como la liquidación en tiempo real de instrucciones de adeudo de manera que se ejecutan los pagos de un banco liquidador de un SV a un banco liquidador de otro SV que utiliza los mismos procedimientos de liquidación.

- 5 El establecimiento de una categoría adicional de nuevos préstamos a empresarios individuales, a fin de ampliar la información sobre la financiación de entidades sin personalidad jurídica.
- 6 Información adicional de nuevos préstamos a sociedades no financieras según su vencimiento.
- 7 Clarificación y redefinición de los préstamos renovables y los descubiertos.

Finalmente, se adoptan normas más claras relativas a la estratificación y selección de los agentes informadores por los bancos centrales nacionales (BCN) y se faculta al Consejo de Gobierno del BCE para verificar esas normas.

El Reglamento entró en vigor el 29 de abril.

**Modificación  
de la Directiva sobre la  
firmeza de la liquidación  
en los sistemas de pagos  
y de liquidación  
de valores, y de la  
Directiva sobre acuerdos  
de garantía financiera**

Se ha publicado la *Directiva 2009/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009* (DOUE del 10 de junio), por la que se modifican la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito.

El principal cambio en relación con la Directiva 98/26/CE se deriva del creciente número de conexiones entre los sistemas, los cuales, en el momento en que se elaboró la norma, solían operar casi exclusivamente de forma independiente y a escala nacional. La nueva directiva define el concepto de *sistemas interoperables* y la responsabilidad de los operadores de los sistemas. Así, los sistemas interoperables son dos o más sistemas cuyos operadores han celebrado un acuerdo que entraña la ejecución entre sí de las órdenes de transferencia. A su vez, los operadores del sistema podrán actuar en calidad de agente de liquidación, contraparte central o cámara de compensación.

En el caso de los sistemas interoperables, cada sistema determinará en sus propias normas el momento de la consignación. Para limitar el riesgo sistémico, las autoridades o los supervisores nacionales competentes deberán asegurarse de que las normas relativas al momento de consignación de todos los sistemas interoperables estén coordinadas, en la medida en que sea posible, de modo que se elimine toda inseguridad jurídica en caso de fallo de uno de los sistemas participantes.

Cabe reseñar que los Estados miembros podrán establecer que la incoación de un procedimiento de insolvencia contra un participante o un operador de un sistema interoperable no impida que se utilicen los fondos o valores disponibles en la cuenta de liquidación de dicho participante para cumplir con las obligaciones de este en el citado sistema durante la jornada en que se haya incoado el procedimiento de insolvencia. También podrán disponer que un instrumento de crédito de dicho participante relacionado con el sistema se utilice frente a garantías existentes y disponibles para cumplir con las obligaciones del participante.

Por otro lado, la nueva directiva amplía el ámbito de aplicación de la Directiva 2002/47/CE para incluir dentro de las garantías financieras los derechos de crédito<sup>4</sup>. Los Estados miembros

4. La directiva define los derechos de crédito como «los derechos pecuniarios derivados de un acuerdo en virtud del cual una entidad de crédito otorga un crédito en forma de préstamo».

bros podrán disponer que la inclusión en una lista de los derechos de crédito, presentada por escrito o de forma jurídicamente equivalente al beneficiario de la garantía, sea suficiente para identificar el derecho de crédito y para demostrar la aportación del crédito como garantía financiera contra el deudor o frente a terceros<sup>5</sup>.

Para facilitar la utilización de los derechos de crédito cuando se aporten como garantía financiera, los Estados miembros no exigirán que estén supeditadas a la realización de un acto formal como el registro o la notificación al deudor del derecho de crédito en cuestión. Asimismo, los Estados miembros velarán para que el deudor de los derechos de crédito pueda renunciar válidamente, por escrito o por cualquier otro medio jurídicamente equivalente, a: 1) sus derechos de compensación frente a los acreedores del derecho de crédito y frente a las personas en favor de las cuales el acreedor haya cedido, pignorado o movilizado de cualquier otro modo el derecho de crédito como garantía, y 2) los derechos que le amparan en virtud de las normas sobre secreto bancario. De lo contrario, impedirían al acreedor del derecho de crédito facilitar información sobre este último o sobre el deudor o restringirían su capacidad para hacerlo a la hora de utilizar el derecho de crédito como garantía financiera.

Los Estados miembros adoptarán y publicarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la directiva, a más tardar el 30 de diciembre de 2010, y lo aplicarán a partir del 30 de junio de 2011.

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

Se ha publicado la *Ley 5/2009, de 29 de junio* (BOE del 30), por la que se modifican determinadas disposiciones financieras<sup>6</sup> para reformar el régimen hasta ahora vigente de participaciones significativas en las entidades financieras (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras). Su objetivo es la transposición parcial a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007, por la que se modificaron ciertas directivas comunitarias<sup>7</sup> en lo que atañe a las normas procedimentales y a los criterios de evaluación aplicables en las adquisiciones y en los incrementos de participaciones en el sector financiero, quedando pendiente al desarrollo reglamentario posterior de sus extremos más técnicos.

Las aportaciones más importantes de la Ley son las siguientes: el diseño de un nuevo procedimiento de evaluación más claro y con plazos más ajustados; el establecimiento de los criterios sobre cuyo análisis deberán sustentar los supervisores financieros su oposición a las adquisiciones propuestas, y el reforzamiento de la colaboración entre el supervisor de la entidad adquirente y el de la adquirida durante el procedimiento de evaluación.

A continuación se exponen las principales novedades de la norma, que, de forma resumida, se recogen en el cuadro 1.

---

5. Los Estados miembros podrán excluir del ámbito de aplicación de la Directiva los derechos de crédito en los que el deudor sea un consumidor, una microempresa o una pequeña empresa, salvo en el caso de que el beneficiario o el prestador de la garantía de tales derechos de crédito sea un banco central nacional, el BCE, el Banco de Pagos Internacionales o un banco multilateral de desarrollo. 6. La Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre. 7. La Directiva 92/49/CEE del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida; la Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida; la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo; la Directiva 2005/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, sobre el reaseguro y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2002/83/CE, y la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

Régimen anterior (a)	Régimen actual (b)
<b>Definición</b>	
Límite cuantitativo: se entenderá por participación significativa cuando se alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 5% del capital o de los derechos de voto de la entidad.	Límite cuantitativo: cuando se alcanza, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad.
Límite cualitativo: también tendrá la consideración de participación significativa aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la entidad.	Sin cambios.
<b>Notificación al supervisor por incrementos o reducciones de participaciones</b>	
No se contempla la comunicación de participaciones no significativas.	Cuando se alcance o supere el umbral del 5% del capital o de los derechos de voto (participación no significativa). Este nuevo deber no activa el procedimiento de evaluación hasta que no alcanza el 10%.
Cuando se alcance o supere el 5% (participación significativa) y ante incrementos o reducciones de las participaciones significativas siguientes: 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% y 75%.	Cuando se alcance o supere el 10% (participación significativa) y ante incrementos o reducciones de las participaciones significativas siguientes: 20%, 30% o 50%.
<b>Procedimiento de evaluación del adquirente de la participación significativa</b>	
No se contemplan.	Se establece una relación explícita de los criterios prudenciales que los supervisores deben tener en cuenta a la hora de evaluar la idoneidad del adquirente.
El plazo máximo para que los supervisores finalicen su evaluación se fija en tres meses. Se puede suspender el plazo sin especificar el tiempo de interrupción.	El plazo máximo para que los supervisores finalicen su evaluación se fija en sesenta días hábiles. Solo se permite una única suspensión en el cómputo del citado plazo por un máximo de 20 días hábiles en el caso de que el supervisor solicite información adicional.
Se consulta, en su caso, al supervisor de la entidad adquirente.	Se refuerza la cooperación entre el supervisor de la entidad adquirente y el de la adquirida, tanto dentro de España como entre supervisores de los diferentes Estados miembros de la Unión Europea.

FUENTES: BOE y Banco de España.

a. La Ley 26/1988, de 29 de julio (entidades de crédito), la Ley 24/1988, de 28 de julio (ESI), y el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre (entidades aseguradoras).

b. La Ley 5/2009, de 29 de junio.

Desde el punto de vista cuantitativo, la participación significativa surgirá al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad (el anterior porcentaje era del 5%), aunque se mantiene el aspecto cualitativo que identifica la participación significativa con la posibilidad de ejercer una influencia notable en la entidad adquirida.

Se establece un nuevo deber de comunicación al supervisor de las participaciones que, no siendo significativas, supongan alcanzar o superar el umbral del 5% del capital o de los derechos de voto (esta nueva obligación no activa el procedimiento de evaluación hasta que no alcanza el 10%, pero permite a los supervisores obtener información de este tipo de participaciones).

Se simplifican los diferentes umbrales que determinan el deber de notificación de las entidades ante incrementos o reducciones de las participaciones significativas: 20%, 30% o 50%, frente al 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% y 75% anteriores.

Se introducen una serie de novedades en el proceso de evaluación del potencial adquirente de la participación significativa. Así, se establece una relación explícita de los criterios estrictamente prudenciales que los supervisores<sup>8</sup> deben tener en cuenta a la hora de evaluar su idoneidad, bien a la hora de adquirir una participación significativa, bien para superar con su nueva participación los umbrales antes mencionados. Los criterios más relevantes son, entre otros, los siguientes: la honorabilidad y solvencia del adquirente; la honorabilidad de los futuros administradores de la entidad; la capacidad y la solvencia de la entidad para cumplir con las obligaciones normativas que les resulten exigibles, y la inexistencia de indicios racionales de la realización de operaciones de blanqueo o financiación del terrorismo<sup>9</sup>.

Los supervisores solo podrán oponerse a una adquisición o incremento de la participación significativa sobre la base de estos criterios, o en el caso de que la información remitida resulte incompleta.

Se definen plazos más claros y transparentes en el proceso de evaluación. Así, el plazo total máximo para que los supervisores finalicen su evaluación y notifiquen la existencia o no de oposición se fija en sesenta días hábiles (antes eran tres meses), manteniéndose el régimen de silencio administrativo positivo. Solo se permite una única suspensión en el cómputo del citado plazo, que es en el caso de que el supervisor solicite información adicional para evaluar convenientemente la adquisición propuesta. Por este motivo, se podrá interrumpir durante el período que medie entre la fecha de la solicitud de información adicional y la fecha de recepción de la misma, que deberá tener una duración máxima de veinte días hábiles<sup>10</sup>. Al finalizar el procedimiento, se introduce la posibilidad de que el supervisor, a petición del adquirente potencial o de oficio, haga públicos los motivos que justifican su decisión (oposición o no a la adquisición), siempre que la información revelada no afecte a terceros ajenos a la operación.

Se refuerza de manera importante la cooperación entre el supervisor de la entidad adquirente y el de la adquirida, tanto dentro de España como entre supervisores de los diferentes Estados miembros de la Unión Europea. Se pretende, principalmente, que las autoridades competentes trabajen en estrecha cooperación cuando se trate de verificar la idoneidad de un adquirente potencial que sea una entidad autorizada en otro Estado miembro o, dentro de España, regulada en otro sector de actividad.

Por último, se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, para incorporar el nuevo régimen de participaciones significativas en las sociedades gestoras.

La Ley entró en vigor el 1 de julio.

### **Reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio* (BOE del 27), sobre la reestructuración bancaria y el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (en adelante, el Real Decreto Ley), con el objeto de reforzar la solvencia y el funcionamiento de las entidades de crédito que se encuentren en una situación de dificultad o vean comprometida su viabilidad a medio plazo.

El modelo de reestructuración bancaria recogido en el Real Decreto Ley se articula en torno a los Fondos de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito (FGD) y a la utilización de

---

8. Los supervisores son el Banco de España, la CNMV o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, según la naturaleza de la participación de la entidad adquirida. 9. Para obtener una valoración adecuada de este último criterio, se introduce la solicitud preceptiva de un informe del Servicio Ejecutivo de la Comisión para la Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias. 10. Podrá prolongarse hasta treinta días, en los supuestos que reglamentariamente se determinen.

una nueva institución creada al efecto: el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

FONDO DE REESTRUCTURACIÓN  
ORDENADA BANCARIA (FROB)

El FROB tiene un régimen jurídico similar al de los FGD<sup>11</sup>, y asume básicamente dos funciones: la gestión de los procesos de reestructuración de las entidades de crédito y el reforzamiento de los recursos propios en determinados procesos de integración. En cuanto a su sistema de financiación, cuenta con una dotación de 9.000 millones de euros, de los que 2.250 millones de euros serán aportados por los FGD<sup>12</sup> y los 6.750 millones de euros restantes serán con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Podrá captar financiación ajena en los mercados de valores y de crédito con garantía del Estado, por un montante que no supere los 27.000 millones de euros (tres veces su dotación inicial). No obstante, el Ministerio de Economía y Hacienda podrá autorizar que se sobrepase dicho límite con posterioridad al 1 de enero de 2010, sin que, en ningún caso, la financiación ajena del FROB pueda suponer más de 90.000 millones de euros (10 veces su dotación inicial).

Por lo que se refiere a su gobierno, se rige y administra por una *comisión rectora* compuesta por ocho miembros: cinco, propuestos por el Banco de España (uno de ellos es el subgobernador, que la preside), y tres, que corresponden a cada uno de los FGD. Todos ellos son nombrados por el Ministerio de Economía y Hacienda, con un mandato de cuatro años renovable y con unas causas de cese iguales que las de los miembros de los FGD. Asimismo, asistirá a las sesiones de la comisión rectora, con voz pero sin voto, un representante de la Intervención General de la Administración del Estado designado por el Ministerio de Economía y Hacienda a propuesta del interventor general. Dicha comisión elevará al Ministerio de Economía y Hacienda un informe cuatrimestral sobre la gestión del FROB. Por lo que se refiere al control parlamentario, con periodicidad trimestral, el secretario de Estado de Economía comparecerá ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados, con el fin de informar sobre la evolución agregada del crédito, la situación del sector bancario y la evolución de las actividades del FROB.

PROCESOS DE  
REESTRUCTURACIÓN  
DE ENTIDADES DE CRÉDITO

Una entidad de crédito (o un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito) deberá acometer un proceso de reestructuración cuando presente debilidades en su situación económico-financiera que pudieran poner en peligro su funcionamiento. El proceso está diseñado, básicamente, en dos fases: 1) la búsqueda de una solución (plan de actuación) a iniciativa de la propia entidad o de oficio por el Banco de España, y, en caso de que no fuera viable, 2) el inicio de un proceso de reestructuración de la entidad con la intervención del FROB.

En la primera fase, la entidad deberá presentar al Banco de España, en el plazo de un mes, un *plan de actuación* en el que se concreten las acciones previstas para superar la situación de debilidad financiera, que deberán ir encaminadas a asegurar la viabilidad de la entidad. El plan puede contemplar tres actuaciones: el reforzamiento del patrimonio y la solvencia de la entidad, su fusión o absorción y el traspaso total o parcial del negocio o unidades del mismo. Transcurrido el plazo de un mes desde su presentación sin pronunciamiento expreso, el plan de actuación se entenderá aprobado, aunque el Banco de España puede modificarlo en lo que considere necesario.

11. Véase el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. 12. Este importe se distribuirá entre el FGD en Establecimientos Bancarios, el FGD en Cajas de Ahorro y el FGD en Cooperativas de Crédito en función del porcentaje que representen los depósitos existentes en las entidades adscritas a cada uno de ellos al final del ejercicio 2008 respecto del total de depósitos en entidades de crédito a esa fecha.

El FGD correspondiente<sup>13</sup> apoyará el plan presentado por la entidad en cuestión, adoptando las medidas preventivas y de saneamiento que considere adecuadas. Asimismo, el FROB podrá otorgar financiación, en condiciones de mercado, al FGD a fin de que pueda acometer las funciones de apoyo financiero a los planes de actuación de la entidad de crédito.

La segunda fase del proceso de reestructuración se realiza con la intervención del FROB y se inicia si persistiera la situación de debilidad de la entidad y, en concreto, si se produjera alguno de los siguientes supuestos: a) la entidad de crédito afectada no presentara el plan de actuación citado anteriormente o hubiera manifestado al Banco de España la imposibilidad de encontrar una solución viable para su situación; b) el plan presentado no fuera viable a juicio del Banco de España, o estuviese condicionado a la intervención de un FGD en unos términos que dicho Fondo no hubiera aceptado; c) la entidad de crédito incumpliera el plazo de ejecución o las medidas concretas contempladas en un plan de modo que se ponga en peligro la consecución de sus objetivos, y d) la entidad de crédito incumpliera alguna de las medidas concretas contempladas en el plan de modo que se ponga en peligro la consecución de sus objetivos. En esta fase, se procede a la sustitución de administradores de la entidad por parte del Banco de España, que designará como administrador provisional al FROB. Este deberá elaborar un informe de situación y someter a la aprobación del Banco de España un *plan de reestructuración* en el plazo de un mes, que puede ampliarse hasta un máximo de seis meses.

El plan de reestructuración tiene por objeto bien la fusión de la entidad, bien el traspaso total o parcial del negocio mediante la cesión global o parcial de activos y pasivos mediante procedimientos que aseguren la competencia (entre otros, el sistema de subasta). Mientras se elabora el plan de reestructuración, el FROB podría suministrar temporalmente los apoyos financieros que se precisaran de acuerdo con el principio de la utilización más eficiente de los recursos públicos.

El plan de reestructuración detallará las medidas de apoyo en que se concretará la intervención del FROB, que podrán ser, entre otras, las siguientes:

- a) Medidas de apoyo financiero, que podrán consistir, entre otras, en concesión de garantías, préstamos en condiciones favorables, financiaciones subordinadas, adquisición de cualquier tipo de activos que figuren en el balance de la entidad, suscripción o adquisición de valores representativos de recursos propios y cualesquiera otros apoyos financieros tendentes a facilitar procesos de fusión o de absorción con otras entidades de reconocida solvencia o el traspaso total o parcial del negocio a otra entidad mediante procedimientos que aseguren la competencia.
- b) Medidas de gestión que mejoren la organización y los sistemas de procedimiento y control interno de la entidad.

Las inversiones que realice el FROB como consecuencia de la ejecución de un plan de reestructuración no estarán sujetas a las limitaciones u obligaciones legales establecidas y que también son aplicables en las ayudas a cargo de los FGD<sup>14</sup>.

---

**13.** El FGD de bancos, de cajas de ahorro o de cooperativas de crédito, según la naturaleza de la entidad. **14.** En concreto, no estará sujeto a las limitaciones siguientes: las estatutarias derivadas del derecho de asistencia a las Juntas Generales o del derecho a voto respecto de las acciones que el FROB adquiera o suscriba; las derivadas de la tenencia de cuotas participativas establecidas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo; las limitaciones a la adquisición de aportaciones al capital social de cooperativas de crédito por parte de personas jurídicas; las que la Ley establece en la computabilidad de los recursos propios respecto de los valores que el FROB adquiera o suscriba, así como las derivadas de la obligación de presentar OPA con arreglo a la normativa sobre mercados de valores.

En el caso de las cajas de ahorros, la adquisición de acciones o cuotas participativas por el FROB requerirá que se acuerde la supresión del derecho de suscripción preferente de los accionistas o cotaparticipes existentes en el momento de la adopción del acuerdo de ampliación de capital o de emisión de cuotas. Asimismo, gozará de un derecho de representación en la Asamblea General igual al porcentaje que aquellas supongan sobre el patrimonio neto de la caja emisora, que se mantendrá exclusivamente mientras el FROB conserve la titularidad de los citados valores, no siendo transmisible a posteriores adquirentes.

En el caso de las cooperativas de crédito, si el FROB suscribe aportaciones al capital social, su derecho de voto en la Asamblea de la cooperativa será proporcional al importe de dichas aportaciones respecto al capital social de la misma.

En lo referente a las operaciones concretas de fusión de entidades de crédito, ya sea por absorción, mediante la creación de una nueva entidad de crédito, o por escisión o cesión global o parcial de activos y pasivos, no requerirán ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito, salvo aquellas exigidas por la legislación en materia de defensa de la competencia.

Con carácter previo a la aprobación del plan, el Banco de España solicitará un informe al Ministerio de Economía y Hacienda (en el caso de bancos) o a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en que tengan su domicilio las cajas de ahorros y, en su caso, las cooperativas de crédito involucradas.

### **Reforzamiento de los recursos propios**

Además de la función relativa a los procesos de reestructuración, la norma prevé la posibilidad de que el FROB apoye procesos de integración entre entidades de crédito dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. En este sentido, el FROB podrá adquirir títulos emitidos por entidades de crédito residentes en España<sup>15</sup> que, sin encontrarse en una situación que exija llevar a cabo un proceso de reestructuración, necesiten reforzar sus recursos propios con el fin exclusivo de llevar a cabo entre sí procesos de integración. Las entidades involucradas en tales procesos deberán elaborar un *plan de integración* que comporte, entre otros elementos, una mejora de su eficiencia, la racionalización de su administración y gerencia, así como un redimensionamiento de su capacidad productiva, con el fin de mejorar sus perspectivas futuras. Este plan deberá ser aprobado por el Banco de España, bajo el principio de la utilización más eficiente de los recursos públicos.

La emisión de los títulos se considera excepcional y deberá llevarse a efecto en unas condiciones en las que se tengan en cuenta, en todo caso, el plazo y riesgo de la operación, la necesidad de evitar el riesgo de una distorsión competitiva, así como el aseguramiento de que tal adquisición facilita e incentiva la ejecución y cumplimiento del plan de integración.

Por su parte, los emisores deberán comprometerse a recomprarlos tan pronto como puedan en los términos comprometidos en el plan de integración. Transcurridos cinco años desde el desembolso sin que las participaciones preferentes hayan sido recompradas por la entidad, el FROB podría solicitar su conversión en acciones (bancos), en cuotas participativas (cajas de ahorros) o en aportaciones sociales (cooperativas de crédito). No obstante, en el acuerdo de emisión se contemplará la convertibilidad a instancias del FROB si, antes del transcurso de los cinco años, el Banco de España considerara improbable la recompra en ese plazo.

<sup>15</sup>. Pueden ser participaciones preferentes convertibles en acciones (bancos), cuotas participativas (cajas de ahorros) o aportaciones al capital social (cooperativas de crédito).

La desinversión por el FROB de los títulos suscritos se realizará mediante su recompra por la entidad emisora o su enajenación a terceros. En este último caso, la operación deberá realizarse a través de procedimientos que aseguren la competencia y dentro de un plazo no superior a los cinco años a contar desde la fecha del cumplimiento del plan de integración.

La norma contempla mecanismos específicos de seguimiento y control de la ejecución de los planes de integración. Así, con periodicidad trimestral, la entidad designada por las entidades involucradas en el proceso de integración o, en su caso, la entidad resultante del mismo remitirá al Banco de España un informe sobre el grado de cumplimiento de las medidas contempladas en el plan de integración aprobado. En caso de que se advirtiera que no pudiera cumplirse, en una primera instancia, la entidad podrá solicitar al FROB una modificación de los términos del proceso, que incluiría, entre otros aspectos, una ampliación del plazo de recompra de hasta dos años más. En última instancia, si no fuera viable, se aplicaría el proceso de reestructuración descrito en el apartado anterior.

#### OTRAS DISPOSICIONES

El Real Decreto Ley contiene una previsión en materia de derecho concursal en el sentido de que no se proveerán por el juzgado competente las solicitudes de concurso referidas a una entidad de crédito con dificultades financieras si ha presentado al Banco de España un plan de actuación encaminado a asegurar la viabilidad de la entidad. La legitimación para solicitar el concurso corresponderá exclusivamente al FROB.

La norma contiene varias disposiciones finales, entre las que cabe destacar la modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que recoge dos aspectos importantes: en primer lugar, se añade la figura del FROB (ya ocurría con el FGD) entre las instituciones que pueden superar el límite del 5% de cuotas participativas emitidas por una caja de ahorros en situaciones de excepcional gravedad. Además, en estos supuestos tampoco será de aplicación el límite relativo a que el volumen de cuotas participativas en circulación no pueda superar el 50% del patrimonio de la caja. En segundo lugar, se amplía a los administradores provisionales designados por el Banco de España en los casos de reestructuración contemplados en este Real Decreto Ley la competencia de acordar emisiones de cuotas participativas<sup>16</sup>.

Finalmente, se modifica la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, para agregar como infracción muy grave la falta de remisión al Banco de España por parte de los administradores de una entidad de crédito del plan de actuación previsto en esta norma encaminado a garantizar la viabilidad de la entidad.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 28 de junio.

#### **Sociedades de garantía recíproca: información contable**

Conforme a las prerrogativas establecidas en el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre<sup>17</sup>, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las SGR<sup>18</sup>, se ha publicado la *Orden EHA/1327/2009, de 26 de mayo* (BOE del 28), sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las SGR, con el fin de adaptarlas a los principios y criterios establecidos en el actual marco

<sup>16</sup>. Actualmente estaba establecido que el órgano competente para acordar cada emisión de cuotas participativas fuera la Asamblea General, que podrá delegar esta competencia en el Consejo de Administración de la caja de ahorros. <sup>17</sup>. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1996», *Boletín Económico*, enero de 1997, Banco de España, pp. 109 y 110. <sup>18</sup>. El artículo 4 del Real Decreto 2345/1996 establece que las SGR ajustarán su información contable a los principios contenidos en el Plan General de Contabilidad, con las adaptaciones que se establezcan mediante orden del ministro de Economía y Hacienda.

contable<sup>19</sup>. Asimismo, se deroga la Orden de 12 de febrero de 1998 que recogía la normativa anterior.

La Orden, al igual que su antecesora, se estructura en dos apartados: por un lado, las normas de valoración, presentación de estados, públicos y reservados, y contenido de la memoria, y, por otro, los estados contables que deben confeccionar las SGR y remitir al Banco de España.

#### NORMAS DE VALORACIÓN Y CONTENIDO DE LA MEMORIA

Se establecen los criterios de contabilización de los avales y de las demás garantías otorgadas, del fondo de provisiones técnicas, de la cobertura del riesgo de crédito específico, de los activos adquiridos o adjudicados en pagos de deudas, del capital social y de los fondos reintegrables recibidos para cobertura del riesgo de crédito.

La concesión de avales y garantías constituye la actividad básica de estas sociedades, siendo los criterios de reconocimiento y valoración similares a los contemplados en la normativa contable de las entidades de crédito<sup>20</sup>. Los contratos de garantía financiera<sup>21</sup> se valorarán inicialmente por su valor razonable, que será la comisión o prima recibida más el valor actual de las comisiones o primas que se van a recibir, salvo evidencia en contrario. El valor de las primas pendientes de recibir se reconocerá como un crédito en el activo. Posteriormente, el valor de dichos contratos, no calificados como dudosos, será el importe inicialmente reconocido en el pasivo menos la parte imputada a la cuenta de pérdidas y ganancias. El resto de avales y garantías seguirán el mismo tratamiento a efectos de valoración y presentación que las garantías financieras, aunque con ciertas particularidades.

El fondo de provisiones técnicas estará integrado por el fondo dotado por la sociedad y por las aportaciones no reintegrables y similares recibidas para la cobertura del riesgo de crédito específico y del conjunto de sus operaciones, cuyos criterios de valoración y contabilización figuran detallados en la norma.

Respecto a la cobertura del riesgo de crédito específico, se aplicarán los mismos criterios que los establecidos en la normativa contable de las entidades de crédito para la cobertura del riesgo de insolvencia, con las precisiones específicas que se establecen en la norma.

Los activos adquiridos o adjudicados en pago de deudas (activos adjudicados) son los que la SGR recibe de sus deudores para la satisfacción, total o parcial, de sus deudas, con independencia del modo de adquirir la propiedad. La clasificación y presentación en balance de los activos adjudicados se llevará a cabo tomando en consideración el fin al que se destinen.

El capital social estará formado únicamente por las aportaciones realizadas por los socios cuando la SGR tiene un derecho incondicional a rehusar su reembolso por prohibiciones legales o estatutarias. El importe de las aportaciones que no se pueda registrar como capital se registrará en una partida de pasivo financiero.

---

**19.** La Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, y el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. **20.** Véanse la CBE 6/2008, de 26 de noviembre, de modificación de la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. **21.** Los contratos de garantía financiera son aquellos en los que se exige que el emisor efectúe pagos específicos para reembolsar al tenedor por la pérdida en la que incurre cuando un deudor específico incumpla su obligación de pago de acuerdo con las condiciones, originales o modificadas, de un instrumento de deuda. Este concepto comprende los avales en los que se garantizan, directa o indirectamente, deudas, tales como créditos, préstamos, operaciones de arrendamiento financiero y aplazamientos de pago de todo tipo de deudas.

Los fondos recibidos en garantía del conjunto de operaciones, reintegrables a las personas y entidades que los han aportado si no son necesarios para la cobertura de dichas operaciones, se registrarán como fianzas y depósitos y no se darán de baja hasta que se devuelvan a sus aportantes, estos renuncien a su cobro a la sociedad avalista o se apliquen para dar de baja del activo el riesgo que cubran por su calificación como fallido.

Finalmente, en la memoria se deberán indicar, además de los criterios de valoración que se detallan en el modelo establecido en el PGC, los específicos en la operativa de estas sociedades.

PRESENTACIÓN DE LOS ESTADOS  
FINANCIEROS PÚBLICOS  
Y RESERVADOS

Las SGR reflejarán su información contable a través de las cuentas anuales, de los estados de carácter reservado y de los de cierre del ejercicio.

Las cuentas anuales comprenderán los cinco estados financieros que recoge el PGC: el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto (que consta de dos partes, el estado de ingresos y gastos reconocidos y el estado total de cambios en el patrimonio neto), el estado de flujos de efectivo y la memoria. Se remitirán al Banco de España en el plazo máximo de quince días hábiles, contados desde la fecha de su aprobación por la Junta General, e irán acompañados del correspondiente informe de auditoría, así como de los demás documentos complementarios que depositen en el Registro Mercantil.

Los estados de carácter reservado estarán constituidos por el balance reservado, la cuenta de pérdidas y ganancias reservada, la cobertura del riesgo de crédito y la clasificación de los avales y garantías otorgados. Asimismo, los estados de cierre del ejercicio son el estado de ingresos y gastos reconocidos, el estado total de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo correspondientes al 31 de diciembre que se incluyen en las cuentas anuales.

El Banco de España podrá exigir a las SGR, con carácter general o particular, cuanta información precise para aclarar o ampliar los datos de los documentos remitidos.

La Orden entró en vigor el 29 de mayo, aunque se aplicarán sus criterios, con carácter retroactivo, a las cuentas anuales de 2008 y a los estados que se deben rendir al cierre de 2008. No obstante, se amplía el plazo de remisión al Banco de España para los estados de carácter reservado y de cierre de ejercicio correspondientes a 31 de diciembre de 2008 y a 31 de marzo de 2009 hasta el 30 de junio.

**Mercado hipotecario:  
modificación  
de la normativa**

Se ha publicado el *Real Decreto 716/2009, de 24 de abril* (BOE del 2 de mayo), por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, reformada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre<sup>22</sup> (en adelante, el Real Decreto). Asimismo, sustituye al Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, que queda derogado.

En los siguientes apartados se detallan las reformas que introduce el Real Decreto en el mercado hipotecario. El cuadro 2 ofrece, de manera resumida, una comparación de los principa-

22. Véanse los comentarios a la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria, en «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 133-139.

Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo	Real Decreto 716/2009, de 24 de abril
<b>Entidades participantes en el mercado hipotecario</b>	
Las entidades de crédito.	Las entidades de crédito, y las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.
<b>Condiciones de los préstamos y créditos hipotecarios</b>	
Finalidad de los préstamos hipotecarios: la financiación de la construcción, rehabilitación y adquisición de viviendas, obras de urbanización y equipamiento social, construcción de edificios agrarios, turísticos, industriales y comerciales, y cualquier otra obra o actividad.	Desaparece.
La relación entre préstamo hipotecario y valor de tasación del bien hipotecado es del 70%, salvo para la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, en las que puede alcanzar el 80%.	Sin cambios significativos, salvo que la relación entre préstamo hipotecario y valor de tasación del bien hipotecado pasa del 70% al 60%.
No se contempla.	Posibilidad de elevar del 80% al 95% si el préstamo hipotecario cuenta con aval bancario prestado por entidad de crédito distinta de la acreedora o se halla cubierto por un seguro de crédito.
No se contempla.	Se establecen las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos garantizados por inmuebles situados en otros países de la Unión Europea para poder formar parte de la cartera de garantía de títulos hipotecarios emitidos en el mercado español.
Ampliación de la hipoteca con otros bienes en el caso de que el bien hipotecado se depreciara en más de un 20% de la tasación inicial.	Ampliación de la hipoteca con otros bienes en el caso de que el bien hipotecado se depreciara en más de un 20% de la tasación inicial. No obstante, si el deudor hipotecario es una persona física, esa desvalorización debe haberse mantenido durante un año para que esté obligado a realizar dicha ampliación.
<b>Condiciones de los títulos hipotecarios</b>	
Garantías de los tenedores de los títulos hipotecarios: la afectación de los préstamos y créditos hipotecarios reseñados en la escritura pública, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora.	Garantías de los tenedores de los títulos hipotecarios: además de los reseñados, se añaden los activos de sustitución también afectados en escritura pública, y los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.
Obligación de publicar en el BOE las emisiones de títulos y la necesidad de efectuar anotación marginal en el registro de la propiedad para afectar los préstamos o créditos hipotecarios a las emisiones de bonos.	Desaparece.
No se contempla.	Regulación del registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios y de los activos de sustitución que respaldan las cédulas y bonos hipotecarios, así como de los instrumentos financieros derivados vinculados a ellos.
Límites de emisión de los bonos hipotecarios: las entidades no podrán emitir bonos hipotecarios por importe superior al 90% de los capitales no amortizados de los créditos afectados.	Límites de emisión de los bonos hipotecarios: el valor actualizado de los bonos hipotecarios deberá ser inferior, al menos en un 2%, al valor actualizado de los préstamos y créditos hipotecarios afectos a la emisión.
Límites de emisión de las cédulas hipotecarias: no podrá superar el 90% de una base de cómputo formada por la suma de los capitales no amortizados de todos los créditos hipotecarios de la cartera de la entidad, aptos para servir de cobertura.	Límites de emisión de las cédulas hipotecarias: no podrán superar el 80% de una base de cómputo formada por la suma de los capitales no amortizados de todos los préstamos y créditos hipotecarios de la cartera de la entidad que resulten elegibles.
Régimen fiscal y financiero los títulos del mercado hipotecario están exentos del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, y son considerados aptos para la inversión de ciertas entidades con régimen de inversión regulada.	Sin cambios significativos.
Mercado secundario: los títulos del mercado hipotecario son transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor.	Mercado secundario: igual que el régimen anterior. Se añade la posibilidad de admisión en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación.
Operaciones de las entidades emisoras con valores propios: pueden negociar sus propios títulos. Podrán amortizar anticipadamente dichos valores siempre que hubiera transcurrido, al menos, un año desde su emisión. El volumen de títulos hipotecarios propios que pueden mantener en cartera, sin limitación de permanencia, no podrá sobrepasar el 5% del total emitido.	Operaciones de las entidades emisoras con valores propios, similares al régimen anterior. Podrán amortizar anticipadamente dichos valores, sin necesidad de que hubiera transcurrido un año desde su emisión. Podrán mantener en cartera títulos hipotecarios propios que, en el caso de emisiones cuya distribución se haya realizado entre el público, no podrán exceder del 50% de cada emisión.

FUENTES: BOE y Banco de España.

los elementos contemplados en esta norma con el tratamiento otorgado a los mismos en el Real Decreto 685/1982.

ENTIDADES PARTICIPANTES EN  
EL MERCADO HIPOTECARIO

Como entidades participantes, además de las entidades de crédito españolas, se incluyen las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, cuya capacidad para emitir participaciones hipotecarias que tengan por objeto préstamos y créditos concedidos por ellas, garantizados por hipotecas sobre inmuebles situados en España, ya venía siendo reconocida de facto.

CONDICIONES DE LOS  
PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS  
HIPOTECARIOS

Respecto a las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios para poder servir de base a la emisión de títulos del mercado hipotecario (cédulas hipotecarias, bonos y participaciones hipotecarias), se introducen las siguientes novedades:

Se elimina el requisito de finalidad de los préstamos y créditos hipotecarios para que puedan garantizar las emisiones de bonos y cédulas hipotecarias (véase cuadro 2).

Se concretan los requisitos que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios concedidos por entidades de crédito para resultar elegibles a efectos de servir de cobertura a las emisiones de títulos hipotecarios. Dentro de estos requisitos, cabe reseñar el endurecimiento de la relación entre el préstamo y el valor de tasación del bien hipotecado, que pasa del 70% al 60%, salvo para la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, en las que puede alcanzar el 80%, como estaba establecido anteriormente.

Se establece la posibilidad de elevar ese porcentaje hasta el 95% si el préstamo hipotecario cuenta con aval bancario prestado por entidad de crédito distinta de la acreedora o se halla cubierto por un seguro de crédito. El pago del aval o del seguro corresponderá únicamente a la entidad de crédito y en ningún caso deberá recaer directa o indirectamente sobre el deudor hipotecario.

Se detallan las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos garantizados por inmuebles situados en otros países de la Unión Europea, de modo que puedan ser considerados equivalentes al régimen de garantía hipotecaria nacional, y así formar parte de la cartera de garantía de títulos hipotecarios emitidos en el mercado español.

Por otro lado, se introducen determinados ajustes con el fin de incorporar en esta normativa las últimas novedades introducidas por la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras. En concreto, los bienes inmuebles sobre los que recaiga la hipoteca deberán ser tasados por los servicios de tasación de la entidad financiera prestamista o de entidades homologadas con anterioridad a la emisión de los títulos hipotecarios. Asimismo, el informe técnico de tasación deberá estar firmado por determinados profesionales según el régimen competencial profesional marcado por la naturaleza del objeto de la tasación. Finalmente, se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para establecer, entre otros, los criterios de valoración y los contenidos mínimos de los informes y de los correspondientes certificados de tasación.

Por último, se mantiene la obligación del deudor de ampliar la hipoteca con otros bienes en el caso de que el bien hipotecado se depreciara de la tasación inicial en más de un 20%. Como novedad, se establece que, si el deudor hipotecario es una persona física, esa desvalorización debe haberse mantenido durante un año para que esté obligado a realizar dicha ampliación.

CONDICIONES DE LOS TÍTULOS  
HIPOTECARIOS

La norma introduce una serie de mejoras que refuerzan la seguridad del inversor y permite una mayor flexibilidad a las entidades a la hora de diseñar las condiciones de la emisión de títulos hipotecarios, que se relatan a continuación.

Se mantienen las garantías de las que gozan los tenedores de estos títulos por la afectación de los préstamos y créditos hipotecarios, a las que se añaden los activos de sustitución también afectados, y los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión<sup>23</sup>, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal de la entidad emisora, que se recoge explícitamente en la norma.

Se eliminan la obligación de publicar en el BOE las emisiones de títulos y la necesidad de efectuar anotación marginal en el registro de la propiedad para afectar los préstamos o créditos hipotecarios a las emisiones de bonos.

Se desarrolla la regulación del registro contable especial<sup>24</sup> que deberán llevar las entidades emisoras de los préstamos y créditos hipotecarios, de los activos de sustitución que respalden las cédulas y bonos hipotecarios, y de los instrumentos financieros derivados vinculados a ellos. Los objetivos principales de dicho registro consisten en incrementar la seguridad jurídica ante el concurso, garantizar una mayor transparencia sobre la calidad de los títulos y aumentar la eficacia de la supervisión de este mercado.

Se establecen unos límites de emisión para las cédulas y para los bonos hipotecarios más estrictos que en la normativa anterior (véase cuadro 2), y una serie de obligaciones de las entidades emisoras a fin de que adopten las medidas necesarias para que no se produzcan desequilibrios entre los flujos derivados de la cartera de garantía y los necesarios para atender los pagos a los tenedores de cédulas y de bonos hipotecarios.

Se introducen ciertas aclaraciones del régimen de las participaciones hipotecarias. Así, la entidad de crédito que emite las participaciones hipotecarias traslada la totalidad del riesgo de la parte del crédito que se cede, y cada uno de los títulos de participación hipotecaria representa una participación en un crédito particular, no en un grupo de créditos.

OTRAS CUESTIONES

Respecto al régimen fiscal y financiero, al igual que en la normativa anterior, los títulos del mercado hipotecario están exentos del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, y son considerados aptos para la inversión de ciertas entidades con régimen de inversión regulada.

En cuanto al mercado secundario, los títulos son transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público, ni notificación al deudor, y se añade la posibilidad de admisión en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación, conforme establece la Ley del mercado de valores<sup>25</sup>.

Se mantiene la posibilidad de que las entidades emisoras puedan operar con títulos hipotecarios propios, si bien se han incrementado los requisitos de transparencia. Cabe reseñar que se podrán amortizar anticipadamente sin necesidad de que hubiera transcurrido un año des-

<sup>23</sup>. Contemplado en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre. Los activos de sustitución que respalden emisiones de cédulas o bonos hipotecarios lo harán hasta el límite establecido (máximo del 5% o 10%, respectivamente, del principal de cada emisión), deberán vincularse a una determinada emisión en el momento en que dicha emisión se produzca y quedarán identificados en el registro contable especial. <sup>24</sup>. Contemplado en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre. <sup>25</sup>. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

de su emisión, como estaba contemplado en el régimen anterior. También podrán mantenerse en cartera, con la novedad de que, en el caso de emisiones cuya distribución se haya realizado entre el público, el límite máximo se amplía del 5% al 50% de cada emisión<sup>26</sup>. Cuando se lleven a cabo adquisiciones para este propósito, deberán informar al mercado, con carácter previo, de las compras que prevean realizar, siendo considerada dicha información como relevante.

Se actualiza el régimen de supervisión del mercado de títulos hipotecarios, especificando el contenido de las competencias del Banco de España y de la CNMV, de modo que no pueda producirse ningún solapamiento en este ámbito. Al primero le corresponde, entre otras atribuciones, el control e inspección de las condiciones exigibles a los préstamos y créditos hipotecarios, y a sus garantías, y a los demás activos que pueden servir de cobertura a la emisión de los títulos hipotecarios, incluido el control e inspección del registro contable en que deben constar y del cumplimiento de las normas de tasación que los afecten. A la CNMV le corresponde la supervisión de los requisitos exigibles para las ofertas públicas de títulos hipotecarios, así como los aspectos referentes al mercado secundario de los títulos de esa naturaleza que se negocien en mercados oficiales.

En las disposiciones adicionales se introducen dos aclaraciones importantes. Por un lado, se clarifica el régimen aplicable a los certificados de transmisión de hipoteca<sup>27</sup>, que se configuran como una cesión de crédito, al igual que las participaciones hipotecarias, pero no se definen estrictamente como título del mercado hipotecario, ya que no tienen garantizada una calidad mínima. Podrán emitirse exclusivamente para su colocación entre inversores profesionales, o para su agrupación en fondos de titulización de activos, y, en ningún caso, podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de los mismos.

Por otro lado, se realizan ciertas matizaciones al régimen de la subrogación de préstamos hipotecarios, recogido en la Ley 2/1994, de 30 de marzo<sup>28</sup>, de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios. En concreto, la entidad financiera dispuesta a subrogarse deberá incluir la oferta vinculante aceptada por el deudor dentro de la notificación que ha de realizar a la entidad acreedora. Por su parte, la entidad acreedora que ejerza su derecho a enervar la subrogación (es decir, dejarla sin efecto) no solo deberá comparecer por medio de apoderado de la misma ante el notario que haya efectuado la notificación, manifestando, con carácter vinculante, su disposición a formalizar con el deudor una modificación de las condiciones del préstamo o crédito que igualen o mejoren la oferta vinculante, sino que también, y a tal efecto, deberá trasladar por escrito al deudor, en el plazo de 10 días hábiles, una oferta vinculante que efectivamente iguale o mejore las condiciones financieras de la otra entidad.

El Real Decreto entró en vigor el 3 de mayo.

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

Se ha publicado la *Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio* (BOE del 2), por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio<sup>29</sup>, del Mercado de Valores, en materia de información relevante<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup>. En la normativa anterior, el volumen de títulos hipotecarios propios que las citadas entidades podían mantener en cartera, sin limitación de permanencia, no podía sobrepasar el 5% del total emitido. <sup>27</sup>. Los certificados de transmisión de hipoteca fueron regulados por la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. <sup>28</sup>. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 96 y 97. <sup>29</sup>. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. <sup>30</sup>. La normativa comunitaria en materia de información privilegiada y abuso de mercado se encuentra recogida en las Directivas 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la defi-

La Orden concreta determinadas cuestiones relacionadas con la comunicación de información relevante, que estaban pendientes de desarrollo en la Ley 24/1988. Así, se establecen los criterios para la identificación de hechos, decisiones o conjunto de circunstancias que tengan la consideración de información relevante. En este sentido, se habilita a la CNMV para detallar una relación indicativa y no exhaustiva de los supuestos que se consideran información relevante, que podrá realizarse por tipología de instrumentos financieros. En dicha lista, podrán incluirse, entre otros, los supuestos relacionados con acuerdos estratégicos y operaciones corporativas, la información relativa a estados financieros del emisor o de su grupo consolidado, la información sobre convocatorias y asuntos oficiales, y la información sobre alteraciones significativas de factores relacionados con las actividades del emisor y su grupo.

Por otro lado, se fijan los principios y deberes de actuación de los emisores cuando publican y comunican información relevante; se establecen los requisitos del contenido de la comunicación, y se concretan ciertas condiciones aplicables a los casos en los que la información relevante esté relacionada con proyecciones, previsiones o estimaciones de magnitudes contables, financieras u operativas. Cabe resaltar la obligación del emisor de designar, al menos, a un interlocutor, al que la CNMV podrá consultar o solicitar información relacionada con la difusión de la información relevante.

Por último, se precisan algunos casos en los que se considera que se está incumpliendo la obligación de hacer pública y difundir la información relevante. Entre otros, cabe señalar la difusión de información relevante, sin comunicación simultánea a la CNMV, en reuniones con inversores o accionistas, en presentaciones a analistas de inversiones o a profesionales de los medios de comunicación.

La Orden entró en vigor el 3 de junio.

**Instituciones de inversión colectiva: informe semestral de los depositarios**

Se ha publicado la *CCNMV 3/2009, de 25 de marzo* (BOE del 20 de abril), sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de IIC<sup>31</sup>.

Los depositarios de IIC elaborarán un informe cada semestre natural, que recogerá el resultado de las funciones de supervisión y vigilancia<sup>32</sup>. El informe se estructura en cuatro modelos más otro de información complementaria, recogidos en los anejos de la norma. En los cuatro primeros, los depositarios informarán de las incidencias en la valoración de activos, las diferencias en conciliaciones de títulos y saldos, otras incidencias en el valor liquidativo y los incumplimientos de coeficientes y límites legales, tanto resueltos como pendientes de resolución a último día del semestre de referencia. Se cumplimentarán para cada IIC, salvo en el caso de las IIC por compartimentos, en las que la información se cumplimentará a nivel de compartimento.

---

nición y revelación de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado, que han sido transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico mediante la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero; el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (modificado por el Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo), y la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. **31.** Conforme a la habilitación otorgada por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, a la CNMV para determinar el contenido y el modelo al que habrá de ajustarse el informe semestral que deben remitir los depositarios de IIC, así como el plazo y forma para su remisión. **32.** Sin perjuicio de que el depositario tiene la obligación de informar sin tardanza y por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en sus funciones de supervisión y vigilancia en la gestión o administración de las IIC (tanto financieras como inmobiliarias) y que revistan una especial relevancia.

En la información complementaria se recogerán datos de contacto del depositario, con el objeto de aportar información actualizada que facilite las labores de supervisión de la CNMV. La remisión del informe semestral deberá realizarse por vía telemática, mediante el servicio CIFRADO/CNMV, antes del último día natural del segundo mes posterior al período de referencia.

Por otra parte, se recogen dos precisiones referentes a las funciones de supervisión y vigilancia de los depositarios descritas en la Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de IIC: en primer lugar, en relación con la verificación por parte del depositario de la exactitud, calidad y suficiencia de la información pública periódica, se entenderá cumplida esta función cuando se revisen, como mínimo, la coincidencia de la cartera de inversiones y tesorería con la información de los registros internos del depositario, el contenido de los hechos relevantes, las comisiones establecidas y la información sobre operaciones vinculadas entre gestora y depositario.

En segundo lugar, se matiza el alcance del concepto *anomalías de especial relevancia*. Así, se consideran como tales, entre otras, aquellas que pudieran tener un impacto apreciable sobre el valor liquidativo de las participaciones de los fondos de inversión y de las acciones de las sociedades de inversión, así como determinados actos u omisiones específicos detallados en la norma, siempre y cuando se correspondan con la función de vigilancia y supervisión del depositario.

La Circular entró en vigor el 1 de julio, y la primera información que se debe remitir será la correspondiente al segundo semestre de 2009.

**Contratación de créditos y préstamos hipotecarios y otros servicios de intermediación por empresas no financieras**

Se ha publicado la *Ley 2/2009, de 31 de marzo* (BOE del 1 de abril), que regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y otros servicios de intermediación por parte de empresas no financieras, con el objeto de mejorar la protección de aquellos.

La Ley extiende a las personas físicas o jurídicas (en adelante, las empresas) que ofrecen contratos de préstamo o crédito hipotecario, distintas de las entidades de crédito, obligaciones hasta ahora exigibles en exclusiva a estas últimas. En particular, se establecen ciertas normas de transparencia y se articula un régimen jurídico específico al que quedan sometidas las empresas que realicen servicios de intermediación, incluyendo los supuestos de reunificación de créditos o préstamos.

**ÁMBITO DE APLICACIÓN**

Será de aplicación a las empresas distintas de las entidades de crédito —al estar ya estas sometidas a las normas de ordenación y disciplina de crédito, y ser supervisadas por el Banco de España— que, de manera profesional, realicen con los consumidores<sup>33</sup> las actividades siguientes:

- a) La concesión de préstamos o créditos hipotecarios bajo la forma de pago aplazado, apertura de crédito o cualquier otro medio equivalente de financiación, sin perjuicio de la normativa específica de determinados productos como el crédito al consumo o la venta a plazos de bienes muebles.
- b) La prestación de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito con cualquier finalidad, incluida, en su caso, la puesta a disposición de tales contratos a los consumidores para su suscripción.

<sup>33</sup>. Tienen la consideración de consumidores las personas físicas y jurídicas que, en los contratos a que se refiere la Ley, actúan en un ámbito ajeno a su actividad empresarial o profesional.

REQUISITOS DE LAS EMPRESAS  
PARA EL EJERCICIO  
DE LA ACTIVIDAD

Antes de su inscripción en los registros oficiales creados al efecto, las empresas deberán contratar un seguro de responsabilidad civil o un aval bancario que cubra las responsabilidades en que puedan incurrir frente a los consumidores por los perjuicios derivados de la realización de los servicios propios de la actividad de intermediación o concesión de préstamos o créditos hipotecarios.

Asimismo, con carácter previo al inicio del ejercicio de su actividad, deberán inscribirse en los registros que se creen en las Comunidades Autónomas correspondientes a su domicilio social. Las empresas que desarrollan sus actividades en territorio español domiciliadas fuera de España se inscribirán en el registro estatal que se cree en el Instituto Nacional del Consumo<sup>34</sup>.

El registro estatal —que se nutrirá de la información que le faciliten las Comunidades Autónomas y de las inscripciones de las empresas extranjeras— será accesible, de forma gratuita, por medios electrónicos, figurando, entre otros: los datos identificativos de las empresas, la actividad desarrollada y su ámbito territorial, los datos identificativos de la entidad aseguradora o bancaria con la que hayan contratado el seguro de responsabilidad civil o el aval bancario exigido y los demás extremos que reglamentariamente se establezcan.

OBLIGACIONES GENERALES  
DE TRANSPARENCIA DE LAS  
EMPRESAS

La Ley contempla determinadas obligaciones de transparencia en relación con los contratos y con los precios. Respecto a los primeros, las empresas pondrán gratuitamente a disposición de los consumidores las condiciones generales de la contratación que utilicen. Esta información precontractual, además, deberá figurar en los sitios web, si disponen de ellos, y en los establecimientos abiertos al público u oficinas en los que presten sus servicios. En relación con los precios, las empresas podrán establecer libremente, si bien observando ciertas limitaciones legales, sus tarifas de comisiones, condiciones y gastos repercutibles a los consumidores, que se recogerán en un folleto que remitirán a los registros en el que figuren inscritos antes de su aplicación. Dichas empresas no podrán aplicar cantidades superiores a las que se deriven de las tarifas correspondientes. Además, las comisiones y los gastos repercutidos deberán responder a servicios efectivamente prestados o gastos ocasionados. En ningún caso podrán cargarse comisiones o gastos por servicios no aceptados o solicitados en firme y de forma expresa por el consumidor.

Dispondrán en todos los establecimientos abiertos al público de un tablón de anuncios permanente, que se situará en lugar destacado, en el que se recogerá toda la información que deban poner en conocimiento de los consumidores, tal como se detalla en la norma.

Adicionalmente, se exige a las empresas que prestan estos servicios la carga de la prueba sobre el cumplimiento de las obligaciones que les impone la Ley, y se regula el acceso a los sistemas de resolución extrajudicial de conflictos y las acciones de cesación frente a las conductas contrarias a la Ley que lesionen los intereses generales, colectivos o difusos, de los consumidores.

En cuanto al régimen sancionador, el incumplimiento de sus obligaciones constituye infracción en materia de consumo, sancionándose por las autoridades competentes conforme a lo previsto en la legislación autonómica.

CONTRATACIÓN DE PRÉSTAMOS  
O CRÉDITOS HIPOTECARIOS

En las comunicaciones comerciales y en la publicidad, si se hace referencia al importe del crédito o préstamo ofrecido, al tipo de interés o a cifras relacionadas con el coste del mismo,

---

34. La Ley prevé la creación de dicho Registro en el plazo de seis meses desde su entrada en vigor.

las empresas deberán mencionar la TAE (tasa anual equivalente), mediante un ejemplo representativo, así como aquellos otros extremos que reglamentariamente determinen las Comunidades Autónomas.

En el caso de que la comunicación comercial se refiera a la agrupación de distintos créditos o préstamos en uno solo, deberá facilitarse información de forma clara, concisa y destacada de cualquier tipo de gastos relacionados con la citada agrupación. Además, se prohíbe hacer referencia a la reducción de la cuota mensual, sin mencionar de forma expresa el aumento del capital pendiente y el plazo de pago del nuevo préstamo o crédito.

Por otro lado, deberán entregar a los consumidores un folleto informativo y gratuito con un contenido mínimo, que indicará con claridad los gastos preparatorios de la operación, tales como asesoramiento, tasación, comprobación de la situación registral del inmueble u otros que sean a cargo del consumidor aun cuando el préstamo o crédito no llegue a otorgarse.

Se establecen las informaciones que las empresas deberán facilitar de forma gratuita al consumidor con una antelación mínima de cinco días a la firma del contrato. Asimismo, estarán obligadas a efectuar una oferta vinculante de préstamo o crédito al consumidor o, en su caso, a notificarle la denegación del mismo. La oferta tendrá un plazo de validez no inferior a diez días hábiles desde su fecha de entrega.

Los contratos de préstamo o crédito hipotecario concedidos por las empresas deberán cumplir las condiciones previstas en la Orden de 5 de mayo de 1994<sup>35</sup>, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, con las especificaciones establecidas en la norma.

#### ACTIVIDAD DE INTERMEDIACIÓN

Respecto de la actividad de intermediación, la Ley regula el régimen jurídico de la transparencia de los propios contratos de intermediación celebrados por las empresas<sup>36</sup>.

En materia de comunicaciones comerciales y publicidad, si se indican tipos de interés o cifras relacionadas con el coste del préstamo o crédito para cuya contratación se ofrezcan servicios de intermediación, la publicidad deberá cumplir las exigencias establecidas por la normativa aplicable al préstamo o crédito de que se trate. Además, las empresas deberán concretar el alcance de sus funciones, precisando si trabajan en exclusiva con una o varias entidades de crédito o como intermediarios independientes. En el caso de que la comunicación comercial se refiera a la agrupación de distintos créditos o préstamos en uno solo, deberán indicarse los gastos relacionados con la citada agrupación.

Asimismo, se detallan las informaciones que la empresa debe facilitar de forma gratuita al consumidor, con una antelación mínima de quince días a la firma del contrato, sobre ella misma, sobre el servicio ofrecido y sobre el contrato de intermediación. Esta información previa incluye elementos esenciales, como la existencia del derecho de desistimiento en los catorce días naturales siguientes a la formalización del contrato sin alegación de causa alguna y sin penalización.

Por su parte, los intermediarios independientes estarán obligados a seleccionar, entre los productos que se ofrecen en el mercado, los que mejor se adapten a las características

---

<sup>35</sup>. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1994, Banco de España, pp. 96 y 97. <sup>36</sup>. La Ley no aborda, en cambio, el régimen jurídico de los contratos sobre los que se intermedia. Así pues, si la intermediación recae sobre un préstamo al consumo, este continúa rigiéndose por la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de Crédito al Consumo.

que el consumidor les haya manifestado, presentándole, al menos, tres ofertas vinculantes de entidades de crédito sobre cuyas condiciones jurídicas y económicas asesorarán al consumidor.

Por último, se establece un régimen transitorio de adaptación a los requisitos exigidos en esta Ley a partir de su entrada en vigor, que fue el 2 de abril.

15.7.2009.

## INDICADORES ECONÓMICOS

## ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro	7*
	1.2	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle	8*
	1.3	PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España	9*
	1.4	PIB. 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 <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
	MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)
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 plazo<sup>1</sup> (BE) 62\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 63\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65\*

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

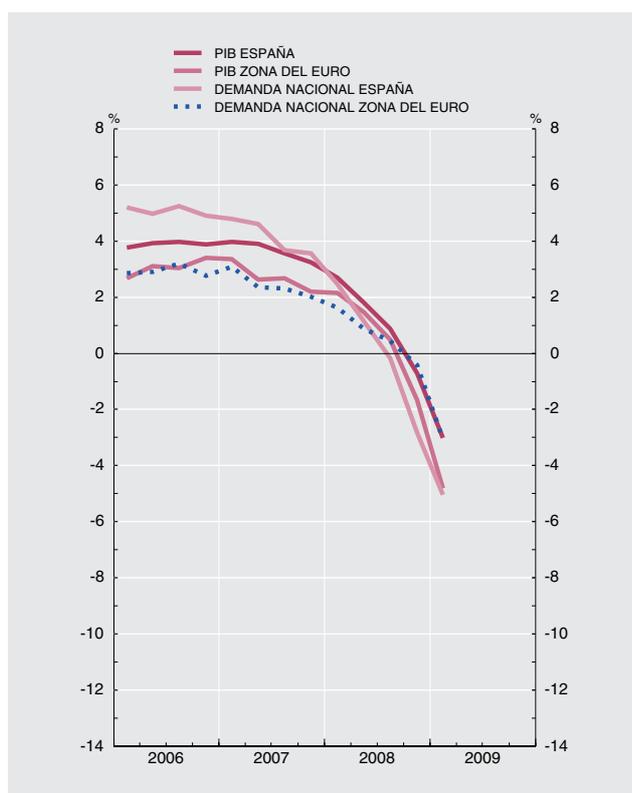
### 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

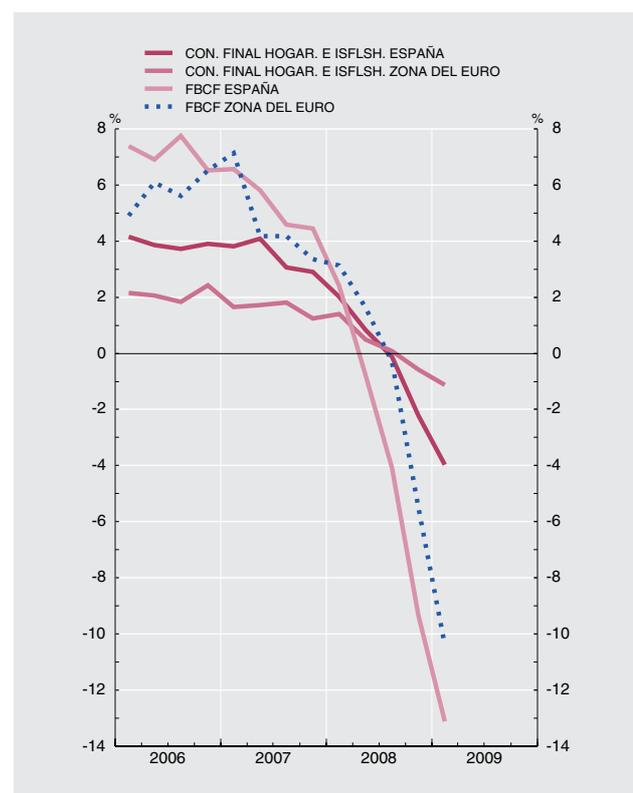
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)		
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (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	
<b>06</b>	P	3,9	3,1	3,9	2,1	4,6	1,9	7,1	5,8	5,1	2,9	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 558	
<b>07</b>	P	3,7	2,7	3,5	1,6	4,9	2,2	5,3	4,7	4,2	2,4	4,9	5,9	6,2	5,3	1 051	8 999	
<b>08</b>	P	1,2	0,6	0,1	0,4	5,3	1,9	-3,0	-0,3	0,2	0,6	0,7	0,9	-2,5	1,0	1 095	9 266	
<b>06</b>	II	P	3,9	3,1	3,9	2,1	4,3	1,5	6,9	6,1	5,0	3,1	7,4	8,6	10,4	8,3	243	2 130
	III	P	4,0	3,0	3,7	1,8	4,6	1,5	7,8	5,6	5,2	3,0	5,6	7,0	9,6	7,6	248	2 152
	IV	P	3,9	3,4	3,9	2,4	4,5	2,3	6,5	6,5	4,9	3,4	7,2	9,4	10,0	7,9	252	2 181
<b>07</b>	I	P	4,0	3,4	3,8	1,6	5,3	2,2	6,6	7,1	4,8	3,4	3,3	6,8	6,1	6,2	257	2 216
	II	P	3,9	2,6	4,1	1,7	5,0	2,3	5,8	4,2	4,6	2,6	3,9	6,0	6,2	5,4	261	2 238
	III	P	3,6	2,7	3,1	1,8	4,8	2,4	4,6	4,2	3,7	2,7	8,2	6,9	7,6	6,1	264	2 262
	IV	P	3,2	2,2	2,9	1,2	4,4	2,0	4,5	3,4	3,6	2,2	4,0	3,9	3,5	268	2 283	
<b>08</b>	I	P	2,7	2,2	2,0	1,4	3,7	1,5	2,4	3,1	2,5	2,2	4,8	5,1	3,6	3,9	272	2 312
	II	P	1,8	1,5	0,8	0,5	5,0	2,0	-0,8	1,6	1,2	1,5	4,4	3,8	1,8	2,4	274	2 325
	III	P	0,9	0,5	-0,1	0,1	6,1	2,0	-4,1	-0,3	-0,2	0,5	1,5	1,4	-2,0	1,4	276	2 328
	IV	P	-0,7	-1,7	-2,2	-0,6	6,3	2,1	-9,3	-5,5	-2,8	-1,7	-7,9	-6,5	-13,2	-3,7	273	2 301
<b>09</b>	I	P	-3,0	-4,8	-4,0	-1,1	5,4	1,7	-13,1	-10,4	-5,0	-4,8	-19,0	-15,5	-22,3	-11,7	267	2 239

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.

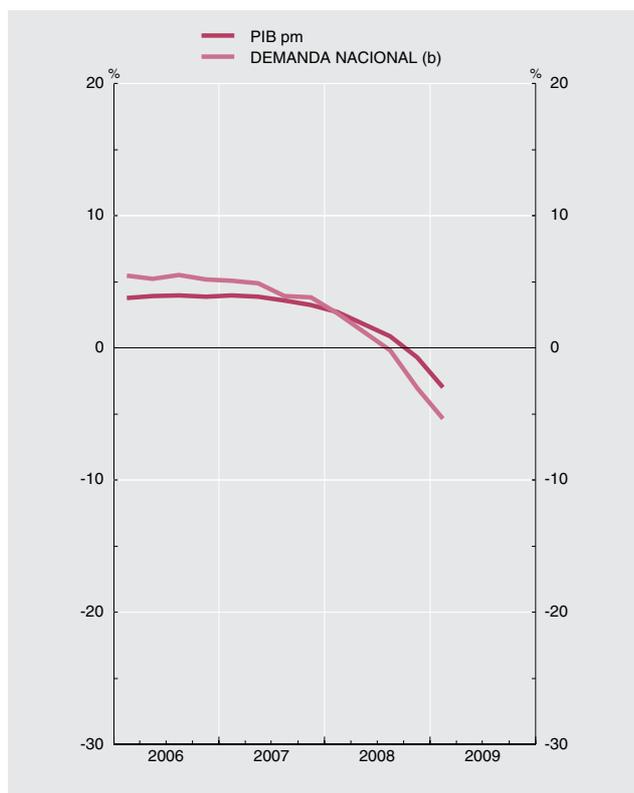
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

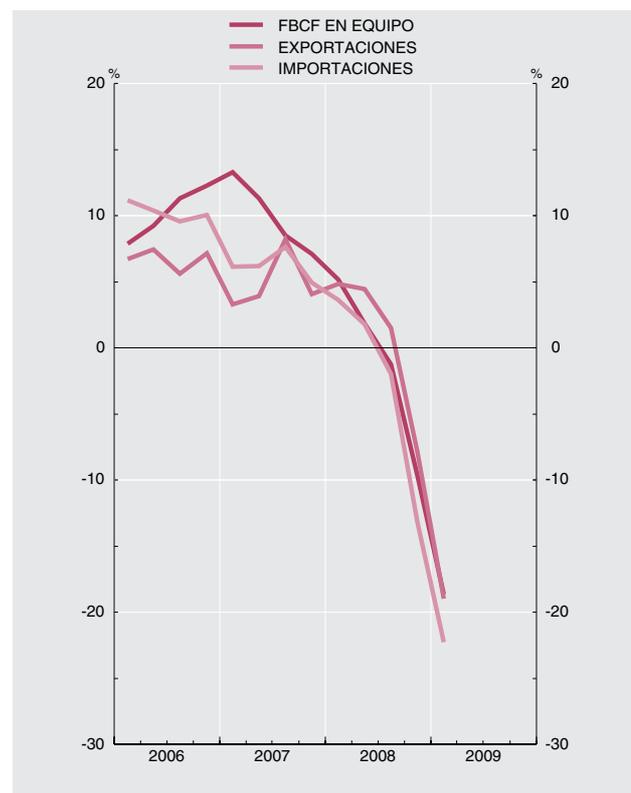
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	P	-3,0	-1,1	-5,3	1,9	0,0	0,7	0,9	-4,9	4,6	-2,5	-2,7	-4,5	-1,2	0,2	1,2
<b>06 //</b>	P	6,9	9,2	6,1	6,4	0,2	7,4	7,7	2,8	10,9	10,4	10,0	6,9	13,3	5,2	3,9
<b>///</b>	P	7,8	11,3	6,1	8,4	0,5	5,6	6,2	1,0	7,6	9,6	10,6	7,6	5,3	5,5	4,0
<b>IV</b>	P	6,5	12,3	4,7	4,6	0,2	7,2	5,6	0,0	21,6	10,0	9,5	5,6	13,7	5,2	3,9
<b>07 /</b>	P	6,6	13,3	5,1	2,4	-0,1	3,3	2,5	0,3	9,6	6,1	5,3	10,0	9,2	5,1	4,0
<b>II</b>	P	5,8	11,3	4,2	3,7	-0,1	3,9	4,0	-0,4	7,7	6,2	4,9	8,2	12,0	4,9	3,9
<b>III</b>	P	4,6	8,5	3,3	3,6	-0,1	8,2	6,0	-0,1	26,2	7,6	5,7	6,1	17,8	3,9	3,6
<b>IV</b>	P	4,5	7,1	2,9	6,0	-0,0	4,0	4,6	0,4	5,2	4,9	3,5	4,5	12,1	3,8	3,2
<b>08 /</b>	P	2,4	5,2	0,2	5,9	0,1	4,8	4,9	-1,1	9,7	3,6	4,1	2,8	1,5	2,6	2,7
<b>II</b>	P	-0,8	1,8	-3,1	3,2	0,1	4,4	5,3	-2,1	6,8	1,8	2,0	-4,7	2,0	1,2	1,8
<b>III</b>	P	-4,1	-1,3	-7,3	2,5	0,0	1,5	3,4	-4,6	-0,7	-2,0	-2,4	-3,9	0,2	-0,2	0,9
<b>IV</b>	P	-9,3	-9,7	-10,9	-3,7	-0,0	-7,9	-10,0	-11,8	3,6	-13,2	-14,4	-12,1	-8,1	-3,0	-0,7
<b>09 /</b>	P	-13,1	-18,6	-12,4	-7,4	-0,1	-19,0	-20,5	-18,7	-13,6	-22,3	-23,9	-21,7	-14,7	-5,3	-3,0

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

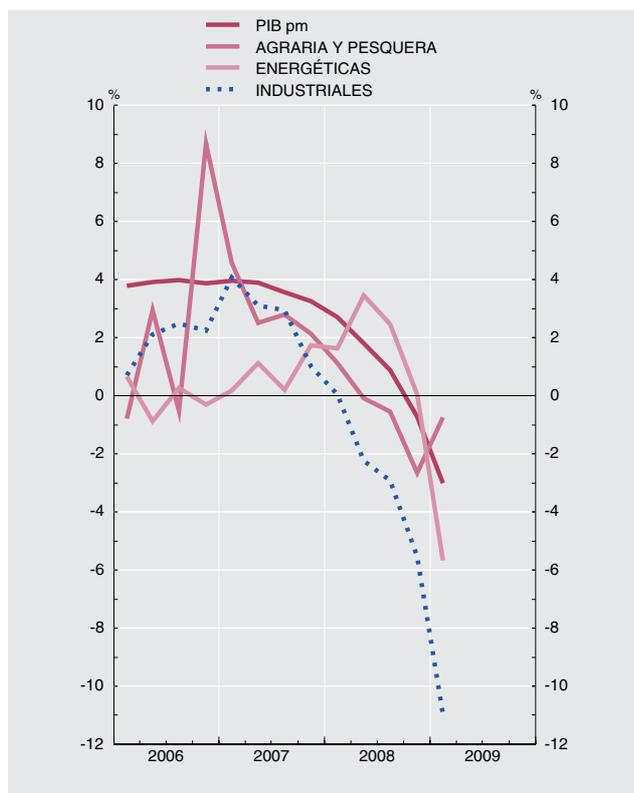
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

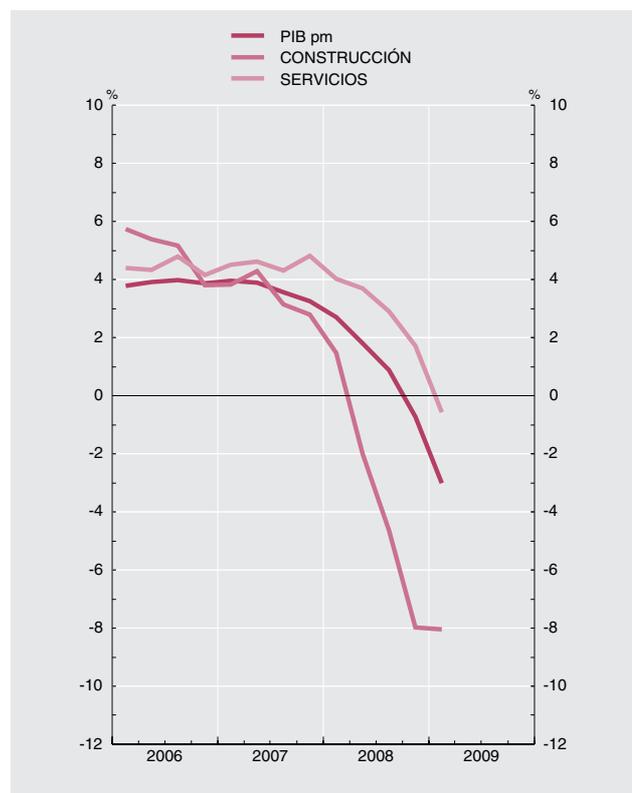
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
<b>06</b>	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8
<b>07</b>	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3
<b>08</b>	P	1,2	-0,6	1,9	-2,7	-3,3	3,1	2,6	4,8	0,6	-10,4	-0,5
<b>06</b>	II	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
	III	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
	IV	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,1	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
<b>07</b>	I	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
	II	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
	III	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
	IV	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
<b>08</b>	I	2,7	1,1	1,6	0,0	1,5	4,0	4,0	4,0	1,6	-1,3	-1,0
	II	1,8	-0,1	3,5	-2,2	-2,0	3,7	3,4	4,7	1,2	-5,1	-0,9
	III	0,9	-0,5	2,5	-2,9	-4,6	2,9	2,3	5,1	0,2	-14,3	0,2
	IV	-0,7	-2,7	0,0	-5,5	-8,0	1,7	0,7	5,5	-0,8	-20,9	-0,3
<b>09</b>	I	-3,0	-0,7	-5,7	-11,0	-8,0	-0,6	-1,7	3,5	-2,1	-21,7	0,7

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).

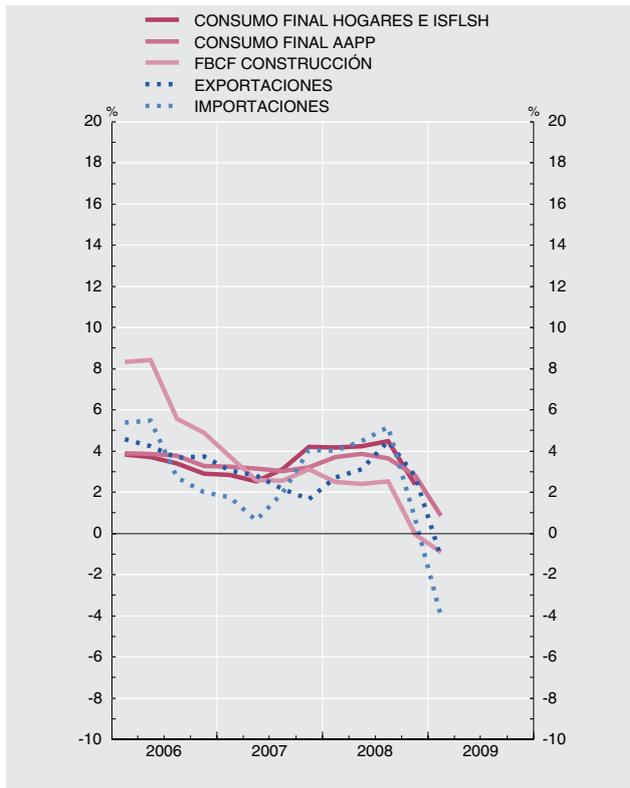
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

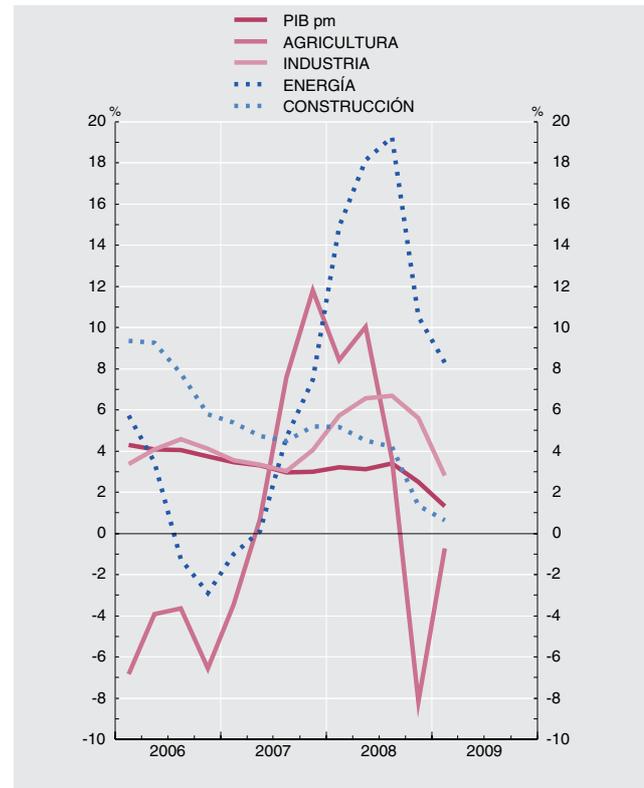
Tasas de variación interanual

		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
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	P	3,8	3,5	1,7	1,9	1,4	3,3	3,6	3,0	3,1	15,7	6,1	3,8	4,8	5,1
<b>06</b>	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
<b>06</b>	III	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
<b>06</b>	IV	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
<b>07</b>	I	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
<b>07</b>	II	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
<b>07</b>	III	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
<b>07</b>	IV	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
<b>08</b>	I	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
<b>08</b>	II	4,2	3,9	1,8	2,4	1,4	3,1	4,5	3,1	10,0	18,1	6,6	4,5	4,9	5,2
<b>08</b>	III	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
<b>08</b>	IV	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
<b>09</b>	I	0,7	0,9	0,6	-0,9	0,4	-1,1	-4,0	1,3	-0,7	8,3	2,8	0,7	3,3	3,7

#### 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.

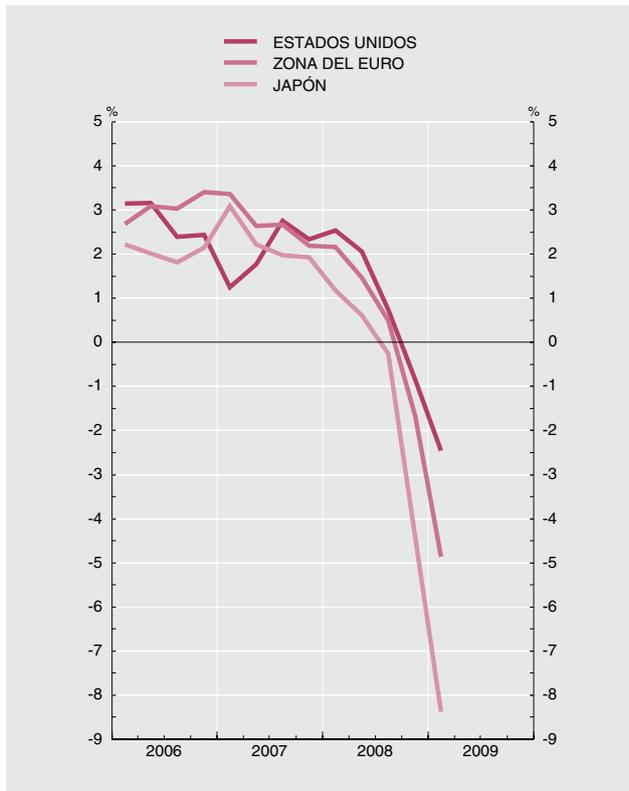
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

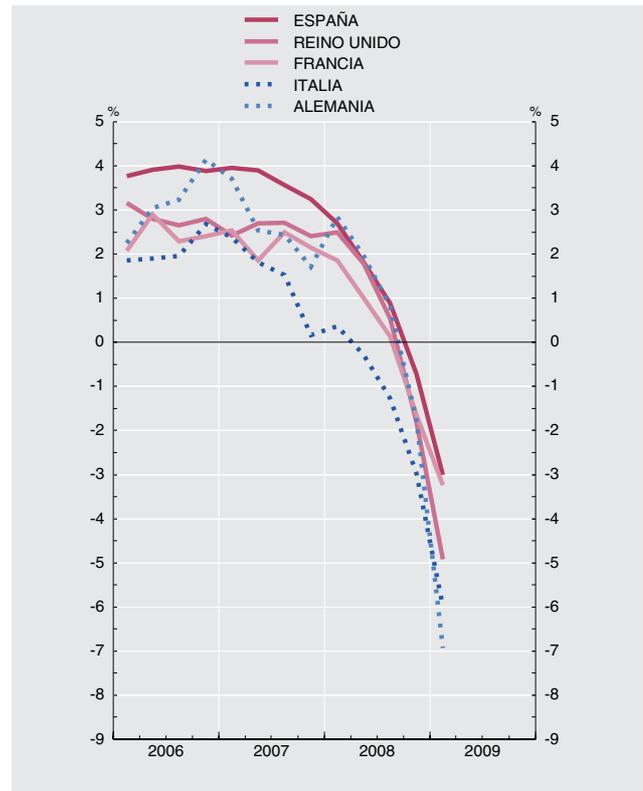
Tasas de variación interanual

	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
<b>06</b>	3,1	3,2	3,1	3,2	3,9	2,8	2,4	2,1	2,0	2,9
<b>07</b>	2,7	2,8	2,7	2,6	3,7	2,0	2,3	1,5	2,3	2,6
<b>08</b>	0,9	0,8	0,6	1,0	1,2	1,1	0,3	-1,0	-0,7	0,7
<b>06 I</b>	3,2	3,0	2,7	2,2	3,8	3,1	2,1	1,9	2,2	3,2
<b>II</b>	3,4	3,3	3,1	3,0	3,9	3,2	2,9	1,9	2,0	2,8
<b>III</b>	2,9	3,2	3,0	3,2	4,0	2,4	2,3	2,0	1,8	2,7
<b>IV</b>	3,0	3,5	3,4	4,1	3,9	2,4	2,4	2,7	2,1	2,8
<b>07 I</b>	2,7	3,3	3,4	3,7	4,0	1,3	2,5	2,4	3,1	2,4
<b>II</b>	2,5	2,8	2,6	2,5	3,9	1,8	1,9	1,8	2,2	2,7
<b>III</b>	2,9	2,8	2,7	2,4	3,6	2,8	2,5	1,5	2,0	2,7
<b>IV</b>	2,7	2,4	2,2	1,7	3,2	2,3	2,2	0,2	1,9	2,4
<b>08 I</b>	2,6	2,4	2,2	2,8	2,7	2,5	1,9	0,4	1,2	2,5
<b>II</b>	1,8	1,7	1,5	2,0	1,8	2,1	1,0	-0,3	0,6	1,8
<b>III</b>	0,7	0,7	0,5	0,8	0,9	0,7	0,1	-1,3	-0,3	0,5
<b>IV</b>	-1,7	-1,6	-1,7	-1,8	-0,7	-0,8	-1,7	-3,0	-4,4	-1,8
<b>09 I</b>	...	-4,7	-4,9	-6,9	-3,0	-2,5	-3,2	-6,0	-8,4	-4,9

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.

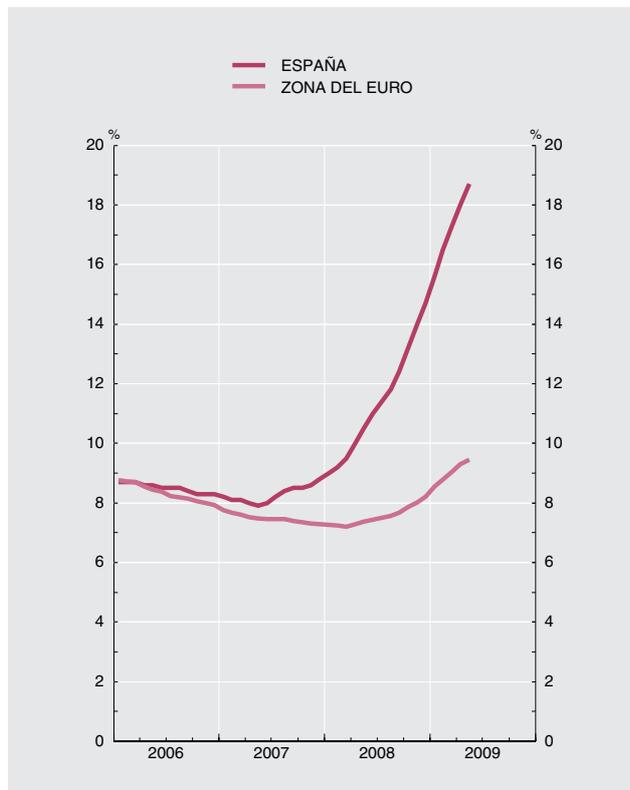
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

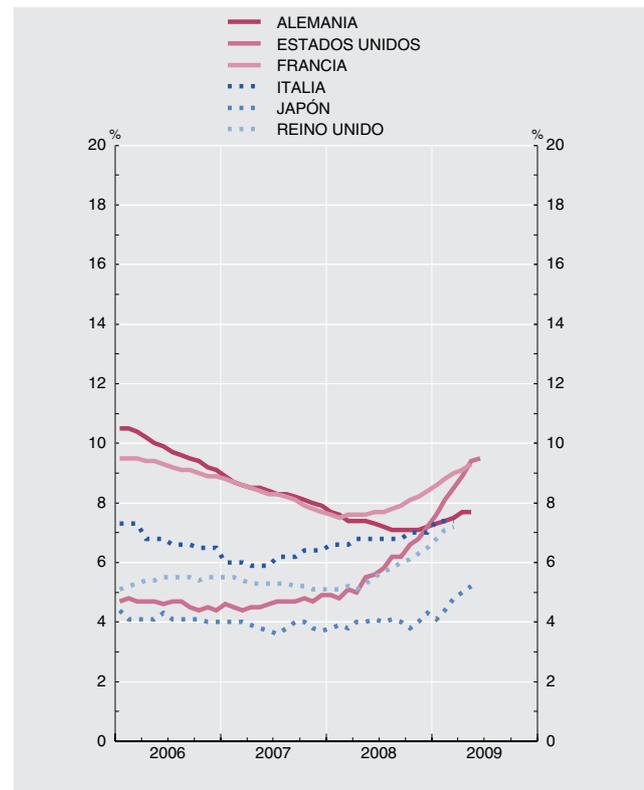
Porcentajes

	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
<b>06</b>	6,2	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4
<b>07</b>	5,7	7,1	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,9	5,3
<b>08</b>	6,0	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
<b>07 Dic</b>	5,6	6,9	7,3	7,9	8,8	4,9	7,7	6,4	3,7	5,1
<b>08 Ene</b>	5,6	6,8	7,3	7,7	9,0	4,9	7,6	6,6	3,8	5,1
<i>Feb</i>	5,6	6,7	7,2	7,6	9,2	4,8	7,5	6,6	3,9	5,1
<i>Mar</i>	5,6	6,7	7,2	7,4	9,5	5,1	7,6	6,6	3,8	5,2
<i>Abr</i>	5,6	6,8	7,3	7,4	10,0	5,0	7,6	6,8	4,0	5,1
<i>May</i>	5,8	6,8	7,4	7,4	10,5	5,5	7,6	6,8	4,0	5,3
<i>Jun</i>	5,9	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,5
<i>Jul</i>	6,0	7,0	7,5	7,2	11,4	5,8	7,7	6,8	4,0	5,7
<i>Ago</i>	6,2	7,0	7,6	7,1	11,8	6,2	7,8	6,8	4,1	5,8
<i>Sep</i>	6,2	7,1	7,7	7,1	12,4	6,2	7,9	6,8	4,0	6,0
<i>Oct</i>	6,4	7,3	7,9	7,1	13,2	6,6	8,1	7,0	3,8	6,1
<i>Nov</i>	6,6	7,5	8,0	7,1	14,0	6,8	8,2	7,0	4,0	6,3
<i>Dic</i>	6,9	7,6	8,2	7,2	14,7	7,2	8,4	7,0	4,3	6,5
<b>09 Ene</b>	7,2	8,0	8,6	7,3	15,6	7,6	8,6	7,4	4,1	6,8
<i>Feb</i>	7,5	8,3	8,8	7,4	16,5	8,1	8,8	7,4	4,4	7,1
<i>Mar</i>	7,8	8,5	9,0	7,5	17,3	8,5	9,0	7,4	4,8	7,2
<i>Abr</i>	8,0	8,7	9,3	7,7	18,0	8,9	9,1	...	5,0	...
<i>May</i>	8,3	8,9	9,5	7,7	18,7	9,4	9,3	...	5,2	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

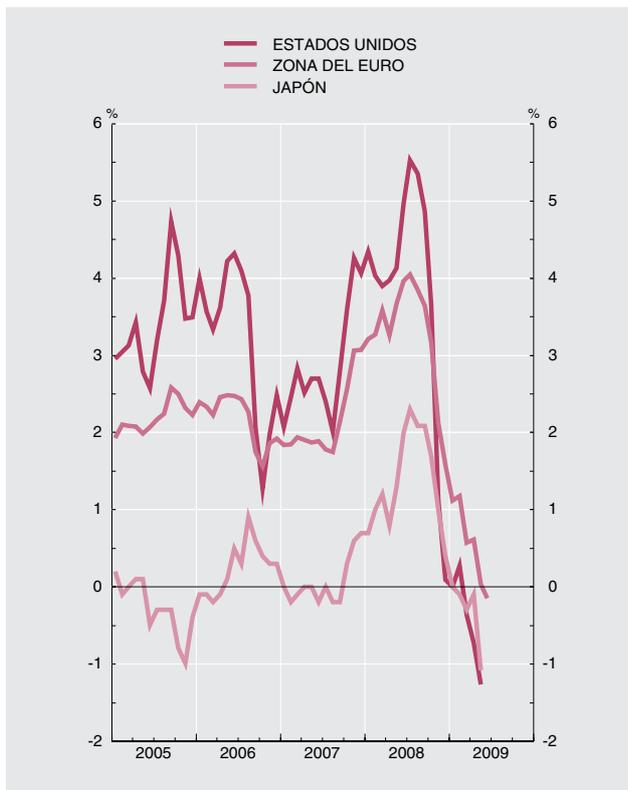
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

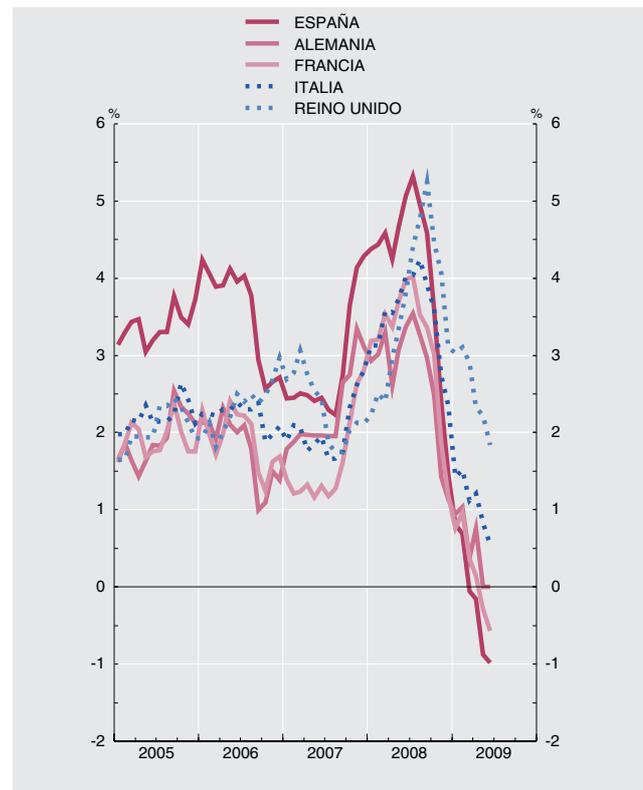
Tasas de variación interanual

	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
<b>05</b>	2,6	2,3	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
<b>06</b>	2,6	2,3	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>07</b>	2,5	2,4	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
<b>08</b>	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
<b>08 Ene</b>	3,6	3,4	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
<b>Feb</b>	3,5	3,5	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
<b>Mar</b>	3,6	3,7	3,6	3,3	4,6	3,9	3,5	3,6	1,2	2,4
<b>Abr</b>	3,5	3,6	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0
<b>May</b>	3,9	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
<b>Jun</b>	4,5	4,2	4,0	3,4	5,1	5,0	4,0	4,0	2,0	3,8
<b>Jul</b>	4,9	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4
<b>Ago</b>	4,6	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8
<b>Sep</b>	4,4	4,2	3,6	3,0	4,6	4,9	3,4	3,9	2,1	5,2
<b>Oct</b>	3,8	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5
<b>Nov</b>	2,2	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
<b>Dic</b>	1,6	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
<b>09 Ene</b>	1,2	1,7	1,1	0,9	0,8	-	0,8	1,4	-	3,0
<b>Feb</b>	1,3	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3	1,0	1,5	-0,1	3,1
<b>Mar</b>	0,8	1,4	0,6	0,4	-0,1	-0,4	0,4	1,1	-0,3	2,9
<b>Abr</b>	0,6	1,3	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,1	1,2	-0,1	2,3
<b>May</b>	0,1	0,8	0,0	-	-0,9	-1,3	-0,3	0,8	-1,1	2,2
<b>Jun</b>	...	0,6	-0,1	-	-1,0	...	-0,6	0,6	...	1,8

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por 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	
<b>06</b>	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,7	93,6	105,0	94,8	76,5	103,9	97,4	74,3
<b>07</b>	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,8	93,8	69,0
<b>08</b>	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,8	91,8	75,7
<b>08 E-J</b>	1,5311	160,55	104,93	114,5	75,3	95,1	115,2	84,5	74,3	113,0	88,7	71,9
<b>09 E-J</b>	1,3328	127,28	95,48	112,5	84,3	114,1	112,5	95,1	90,4	107,8	97,5	89,7
<b>08 Abr</b>	1,5751	161,56	102,66	116,3	74,3	96,2	117,0	83,5	74,8	114,7	87,5	72,4
<i>May</i>	1,5557	162,31	104,34	115,8	74,6	94,9	116,5	83,9	73,9	113,8	88,9	71,1
<i>Jun</i>	1,5553	166,26	106,91	115,8	75,4	92,7	116,4	85,2	72,0	113,2	90,2	69,1
<i>Jul</i>	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,6	85,0	71,6	113,2	90,5	69,0
<i>Ago</i>	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,9	92,9	70,2
<i>Sep</i>	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,3	75,5	108,8	95,0	73,3
<i>Oct</i>	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,3	93,5	84,4	105,2	97,7	82,3
<i>Nov</i>	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,6	94,9	89,6	104,2	98,3	88,6
<i>Dic</i>	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,8	92,0	93,9	109,2	94,5	93,7
<b>09 Ene</b>	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	93,1	94,9	108,1	95,9	93,4
<i>Feb</i>	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,7	95,5	93,3	106,3	98,0	92,5
<i>Mar</i>	1,3050	127,65	97,84	113,3	87,1	112,9	113,5	96,5	87,7	108,8	98,5	87,3
<i>Abr</i>	1,3190	130,25	98,74	112,5	85,8	110,8	112,8	95,2	85,9	107,6	97,6	85,6
<i>May</i>	1,3650	131,85	96,61	113,0	82,3	110,8	113,3	...	...	107,9	...	...
<i>Jun</i>	1,4016	135,39	96,60	114,0	80,5	109,1	...	...	...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

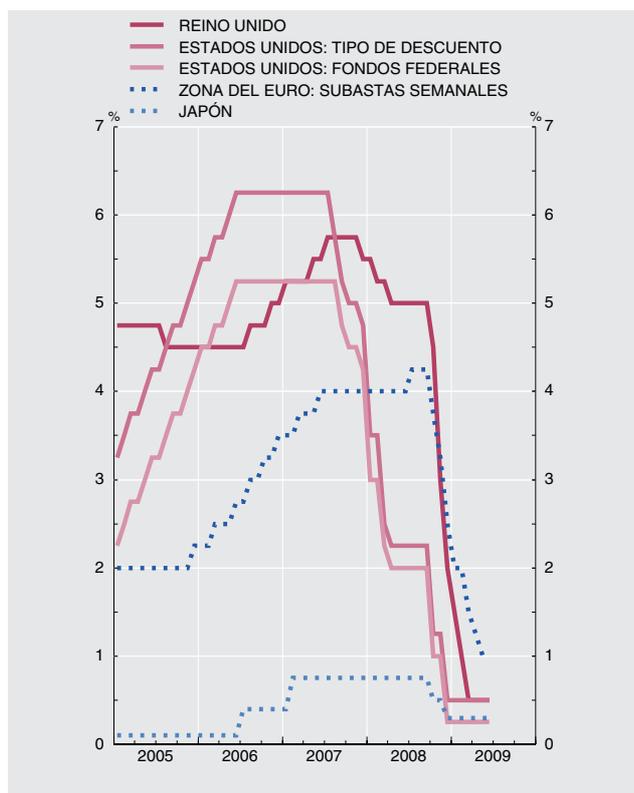
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

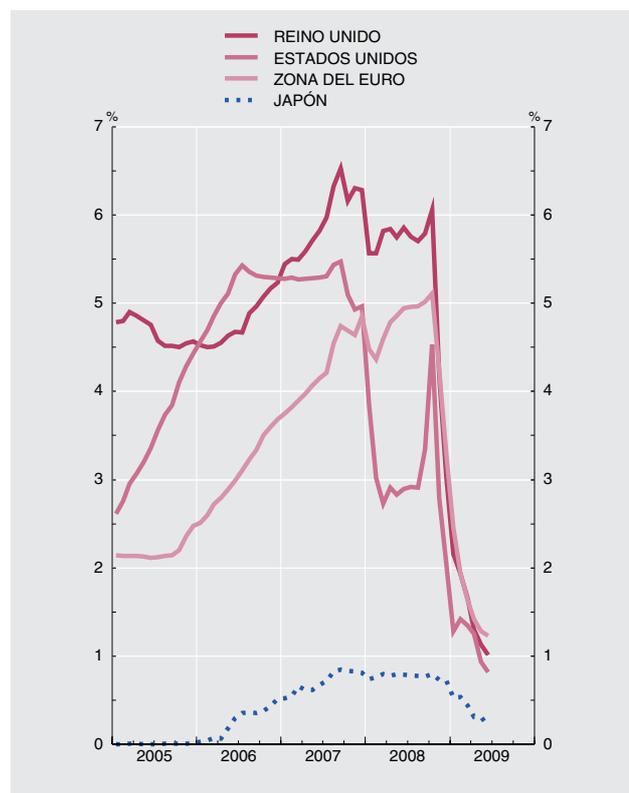
Porcentajes

	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)	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>06</b>	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
<b>07</b>	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
<b>08</b>	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
<b>08 Ene</b>	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
<b>08 Feb</b>	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
<b>08 Mar</b>	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
<b>08 Abr</b>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
<b>08 May</b>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
<b>08 Jun</b>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
<b>08 Jul</b>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
<b>08 Ago</b>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
<b>08 Sep</b>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
<b>08 Oct</b>	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
<b>08 Nov</b>	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
<b>08 Dic</b>	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04
<b>09 Ene</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
<b>09 Feb</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
<b>09 Mar</b>	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
<b>09 Abr</b>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<b>09 May</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<b>09 Jun</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01

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).

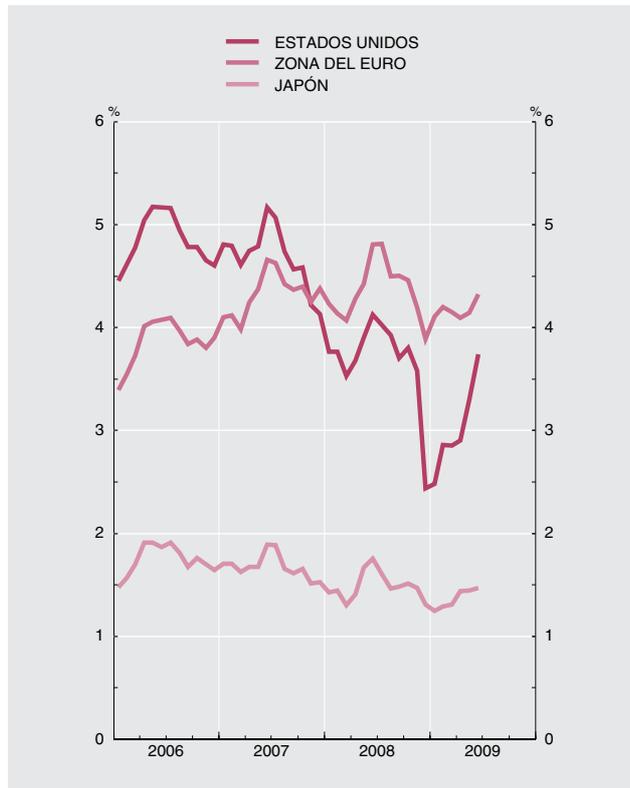
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>06</b>	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
<b>07</b>	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>08 Ene</b>	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
<b>08 Feb</b>	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
<b>08 Mar</b>	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
<b>08 Abr</b>	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
<b>08 May</b>	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
<b>08 Jun</b>	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
<b>08 Jul</b>	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
<b>08 Ago</b>	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
<b>08 Sep</b>	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
<b>08 Oct</b>	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
<b>08 Nov</b>	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
<b>08 Dic</b>	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
<b>09 Ene</b>	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
<b>09 Feb</b>	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59
<b>09 Mar</b>	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22
<b>09 Abr</b>	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
<b>09 May</b>	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66
<b>09 Jun</b>	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

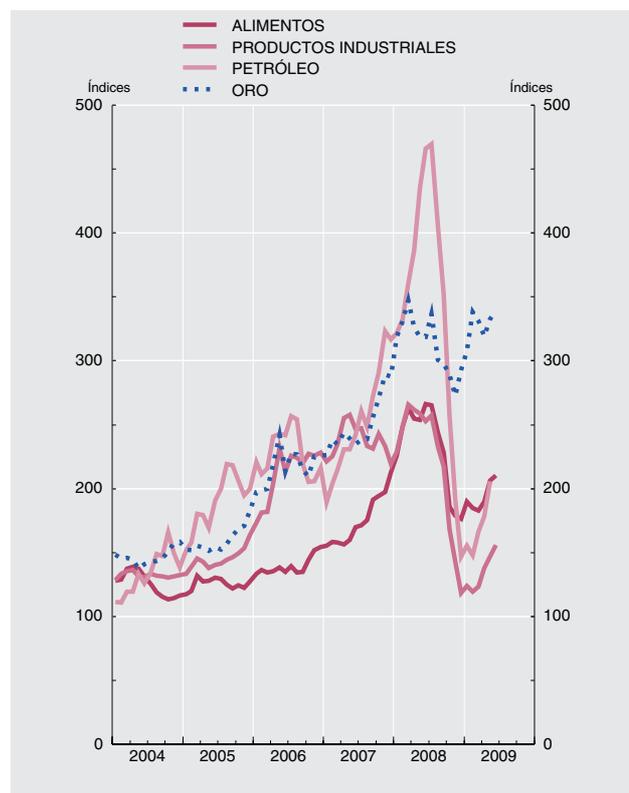
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
08 E-J	152,5	252,3	252,0	252,7	193,5	285,1	383,6	109,4	326,7	911,4	19,15
09 E-J	116,6	168,2	194,1	134,6	118,6	143,2	...	51,6	327,9	914,7	22,08
08 May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39
Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17
Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	191,4	52,7	272,7	760,9	19,20
Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	147,1	40,5	292,5	816,1	19,54
09 Ene	113,0	161,1	190,0	123,8	114,9	128,0	155,5	42,9	307,8	858,7	20,85
Feb	112,6	156,2	184,8	119,2	111,2	123,2	147,9	43,3	338,1	943,2	23,72
Mar	111,3	156,8	182,7	123,3	108,2	131,5	166,3	46,8	331,3	924,3	22,78
Abr	117,4	167,3	189,9	138,0	120,0	147,8	178,3	50,2	319,1	890,2	21,70
May	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	206,0	57,5	332,9	928,6	21,87
Jun	122,9	186,7	210,4	155,9	128,4	170,9	...	68,8	339,2	946,2	21,71

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

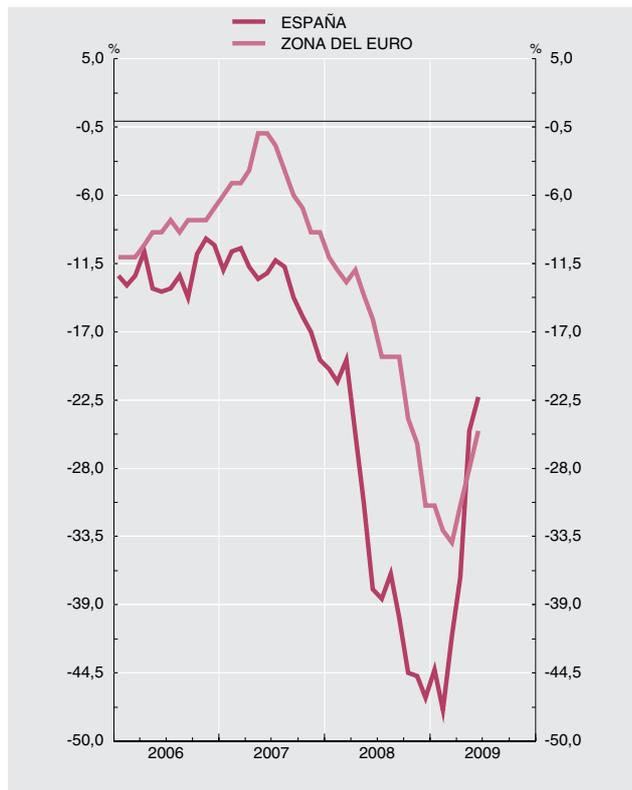
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

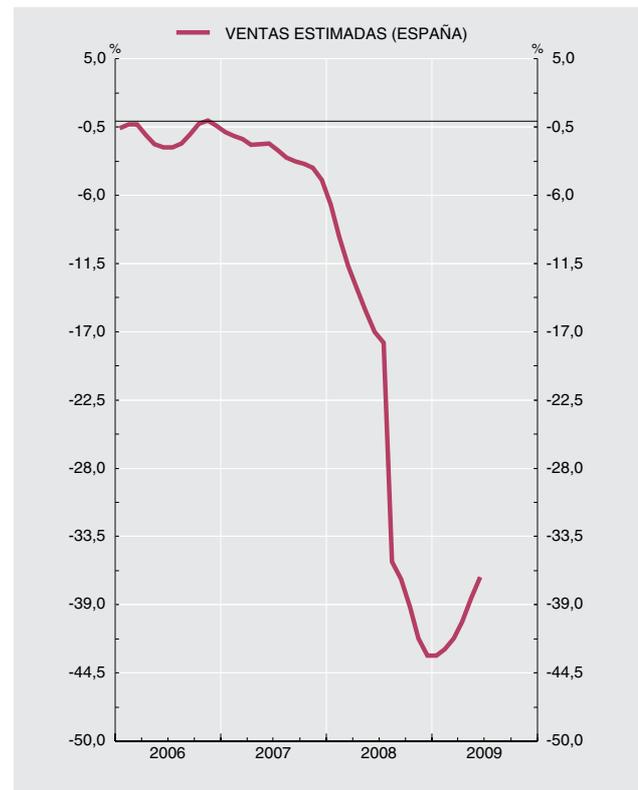
Tasas de variación interanual

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

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. Índice corregido de efecto calendario.

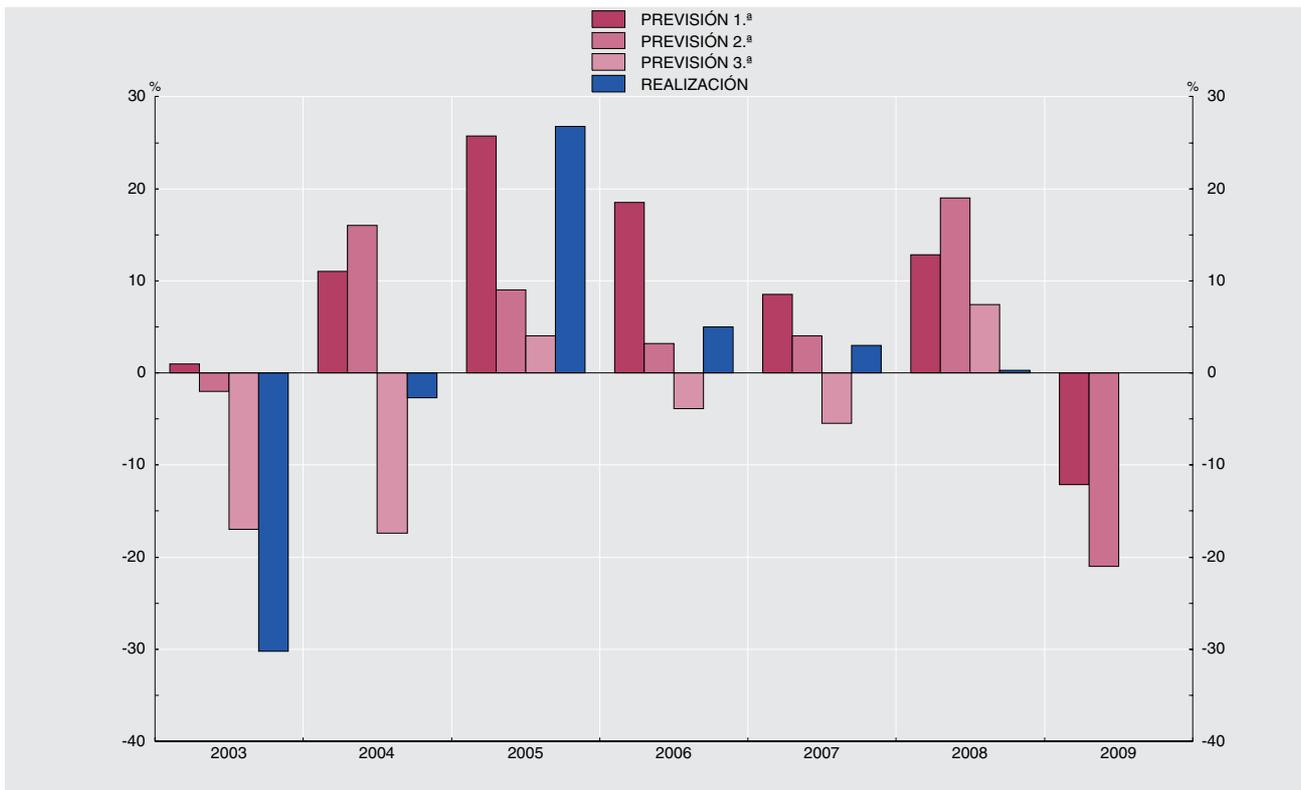
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4
	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
03				
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		5	19	3
08		3	9	4
09		0	13	19
09	...	...	-12	-21

#### 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.

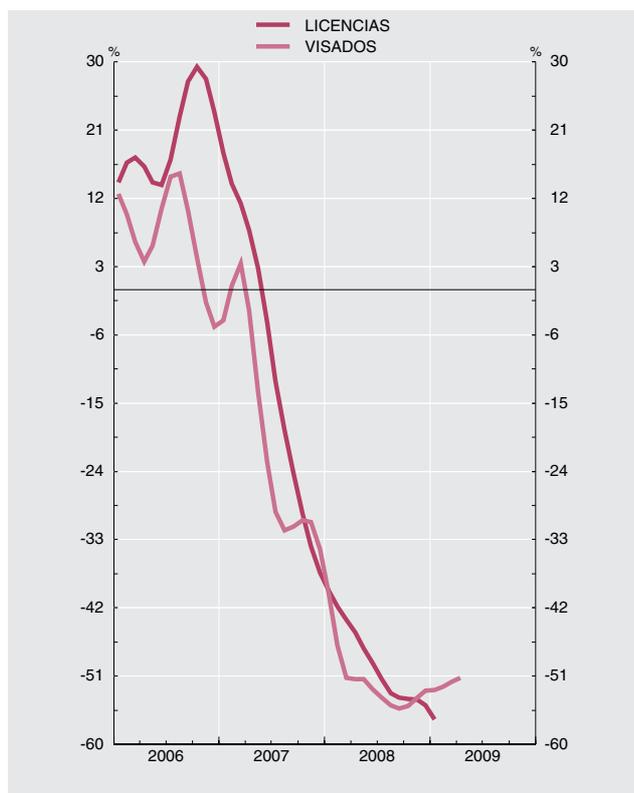
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

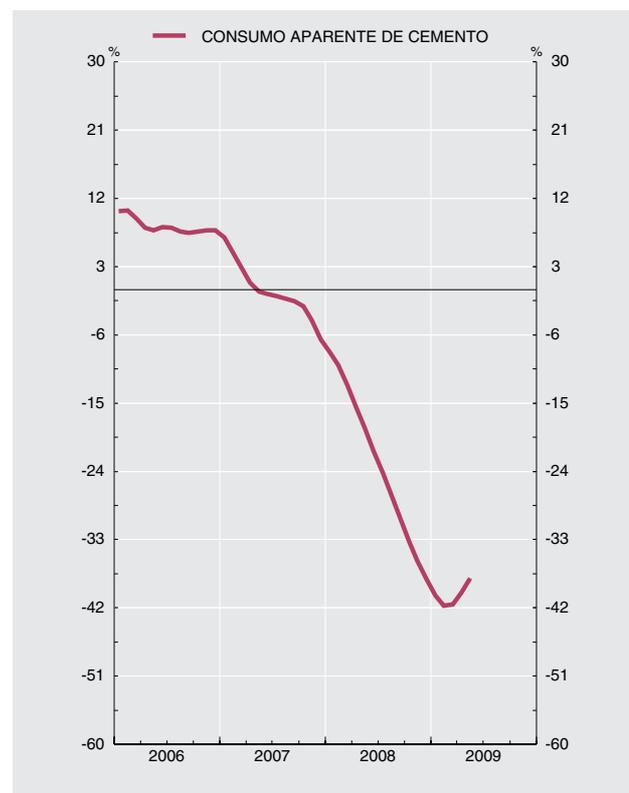
Tasas de variación interanual

	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			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	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
08	P -48,5	P -53,1	P -53,8	P -29,8	P -52,1	P -56,6	3,0	3,0	-7,4	8,6	13,4	-11,4	7,3	-23,8
08 E-M	P -45,2	P -49,7	P -50,9	P -24,9	P -50,8	P -54,8	12,3	12,3	-9,2	-17,4	-26,0	-7,0	23,0	-12,9
09 E-M	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-43,7
08 Feb	P -39,3	P -46,4	P -48,4	0,4	P -39,3	P -46,9	15,1	4,7	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,4	-5,1
Mar	P -50,6	P -51,3	P -53,9	-48,3	P -67,3	P -70,5	70,5	27,7	-33,9	-52,0	-64,0	-27,2	135,8	-25,2
Abr	P -33,5	P -38,7	P -40,1	-10,0	P -38,6	P -40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P -54,8	P -59,6	P -60,2	-35,3	P -55,5	P -58,7	-66,8	12,3	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
Jun	P -45,5	P -51,8	P -51,0	-12,5	P -52,3	P -59,2	-66,7	-2,2	-58,2	43,8	-47,3	-69,1	-70,3	-33,1
Jul	P -49,4	P -55,6	P -56,2	-20,5	P -52,0	P -54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
Ago	P -62,3	P -69,6	P -69,7	-27,0	P -60,3	P -64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
Sep	P -49,4	P -50,3	P -50,0	-47,4	P -50,7	P -57,5	41,3	0,0	17,5	30,7	230,2	13,9	50,9	-24,6
Oct	P -53,5	P -59,2	P -59,9	-28,2	P -56,8	P -62,1	-12,4	-1,2	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,1
Nov	P -58,0	P -61,7	P -62,7	-44,9	P -57,9	P -63,6	29,5	1,0	45,7	227,9	377,2	4,7	22,8	-41,1
Dic	P -41,3	P -41,8	P -42,4	-40,4	P -44,5	P -46,3	22,0	3,0	-14,7	-18,0	-44,3	-13,7	33,8	-39,6
09 Ene	P -61,6	P -63,1	P -63,4	-56,9	P -55,9	P -63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,1	-51,9
Feb	...	...	...	...	P -56,2	P -65,3	57,3	13,8	87,3	28,1	30,0	101,0	47,4	-45,2
Mar	...	...	...	...	P -42,0	P -57,4	-26,7	-5,1	49,4	7,5	8,5	59,7	-40,1	-36,5
Abr	...	...	...	...	P -59,0	P -66,5	-47,5	-17,0	-55,8	-39,2	-21,7	-60,2	-43,0	-45,2
May	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-39,1

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



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



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

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

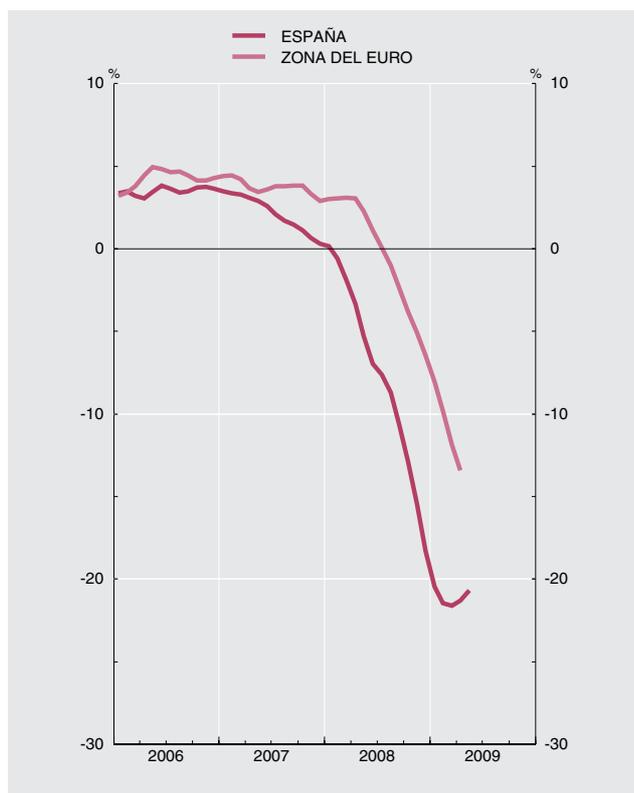
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

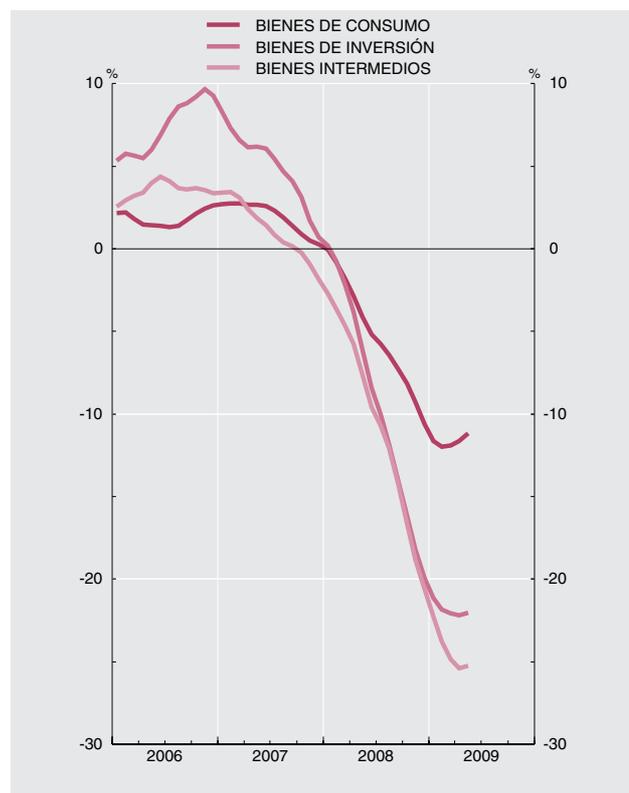
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	MP	103,7	3,7	2,1	7,7	3,6	0,9	2,9	4,0	0,6	4,2	4,4	2,9	5,9	4,9
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,7	3,8
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,8	-2,0	-2,0	-0,2	-3,4
08 E-M	MP	106,2	-2,3	-1,4	-2,0	-5,1	3,7	-4,9	-2,8	3,5	2,4	2,0	-0,4	5,3	1,4
09 E-M	MP	82,0	-22,8	-13,7	-29,4	-30,5	-9,4	-32,1	-24,0	-9,5	-18,4	...	-6,9	-23,8	-25,2
08 Feb	P	108,8	3,8	4,4	5,8	0,1	10,2	6,3	3,3	8,5	3,5	3,3	0,7	6,3	2,6
Mar	P	98,7	-15,3	-16,9	-18,4	-17,7	3,2	-15,2	-16,7	1,9	1,2	0,9	-1,9	3,2	0,7
Abr	P	111,4	12,0	15,0	16,6	9,2	5,1	11,8	12,4	6,0	4,5	4,1	0,2	8,5	3,1
May	P	105,4	-8,4	-8,7	-9,6	-9,9	-0,9	-20,1	-9,0	0,2	-0,8	-0,7	-3,2	1,6	-1,4
Jun	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,6	-0,4	-0,8	0,9	-1,3
Jul	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-1,2	-1,1	-1,7	-0,6	-1,2
Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,9	-0,9	-2,7	0,6	-0,7
Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,4	-2,5	-2,4	-1,6	-4,2
Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,9	-6,0	-4,5	-5,7	-7,5
Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-8,9	-9,3	-4,9	-8,8	-12,7
Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,2	-13,2	-4,8	-11,5	-21,5
09 Ene	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,6	-18,7	-6,3	-22,1	-23,8
Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,2	-21,1	-8,6	-25,2	-25,7
Mar	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-18,7	-20,2	-7,5	-22,5	-25,9
Abr	P	79,8	-28,4	-20,8	-33,6	-36,4	-11,2	-38,3	-29,5	-13,2	-20,5	-21,8	-7,3	-26,8	-27,0
May	P	81,9	-22,3	-13,1	-28,4	-28,9	-11,0	-28,0	-23,4	-9,0	-17,0	-18,3	-5,0	-22,1	-23,4

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.

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

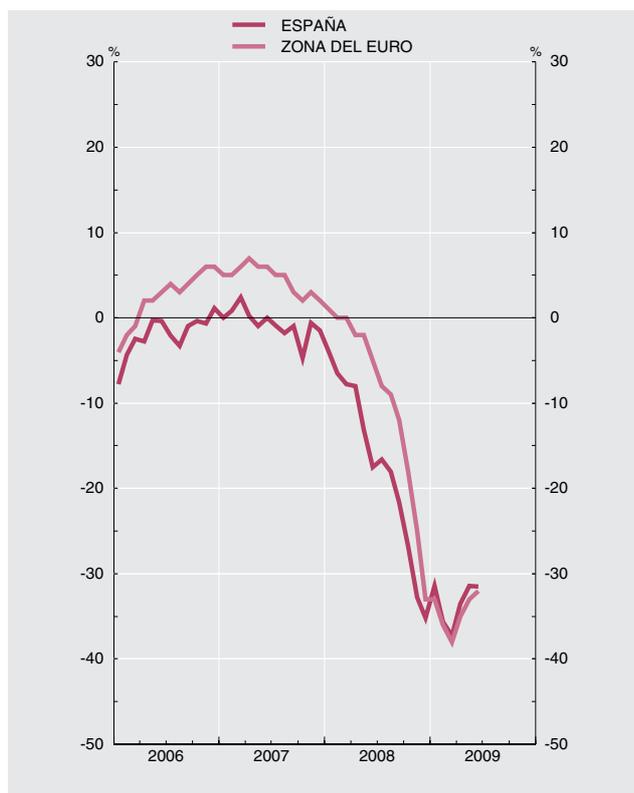
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

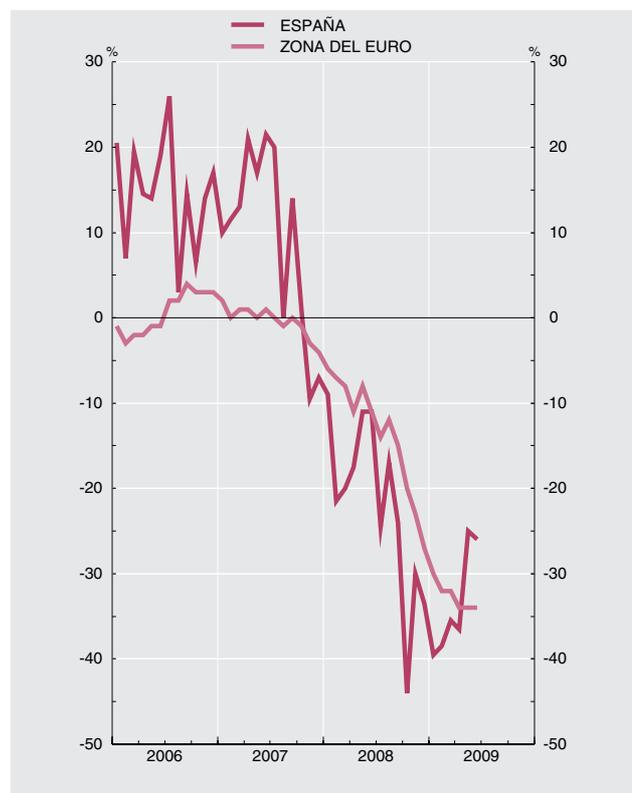
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
<b>06</b>	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
<b>07</b>	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0
<b>08</b>	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
<b>08 E-J</b>	M	-9	-6	-1	-11	-11	17	-7	3	-19	-5	-15	6	-14	-9	-13	-1	-4	-9
<b>09 E-J</b>	M	-33	-44	-18	-55	-55	27	-20	-31	-46	-32	-34	-21	-33	-11	-22	-35	-59	-33
<b>08 Mar</b>		-8	-6	-0	-7	-10	16	-5	5	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-8
<b>08 Abr</b>		-8	-4	1	-10	-10	15	-6	4	-16	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-11
<b>08 May</b>		-13	-6	-6	-16	-13	17	-7	-2	-25	-6	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-8
<b>08 Jun</b>		-18	-10	-10	-20	-19	23	-13	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11
<b>08 Jul</b>		-17	-16	-7	-29	-19	14	-10	-9	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
<b>08 Ago</b>		-18	-10	-8	-25	-20	21	-13	-8	-25	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12
<b>08 Sep</b>		-22	-20	-11	-33	-27	21	-16	-6	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
<b>08 Oct</b>		-27	-20	-17	-37	-32	27	-16	-27	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
<b>08 Nov</b>		-33	-40	-21	-47	-38	31	-19	-26	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
<b>08 Dic</b>		-35	-47	-23	-53	-48	29	-22	-34	-50	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
<b>09 Ene</b>		-31	-41	-21	-47	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
<b>09 Feb</b>		-36	-54	-23	-55	-57	29	-22	-31	-53	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32
<b>09 Mar</b>		-37	-55	-26	-58	-60	28	-21	-38	-52	-31	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
<b>09 Abr</b>		-34	-42	-16	-59	-58	27	-21	-33	-43	-47	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
<b>09 May</b>		-31	-41	-13	-56	-57	25	-21	-31	-39	-51	-25	-26	-37	2	-18	-33	-61	-34
<b>09 Jun</b>		-32	-32	-11	-57	-54	26	-18	-25	-43	-58	-26	-24	-35	-3	-34	-32	-63	-34

#### CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



#### CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

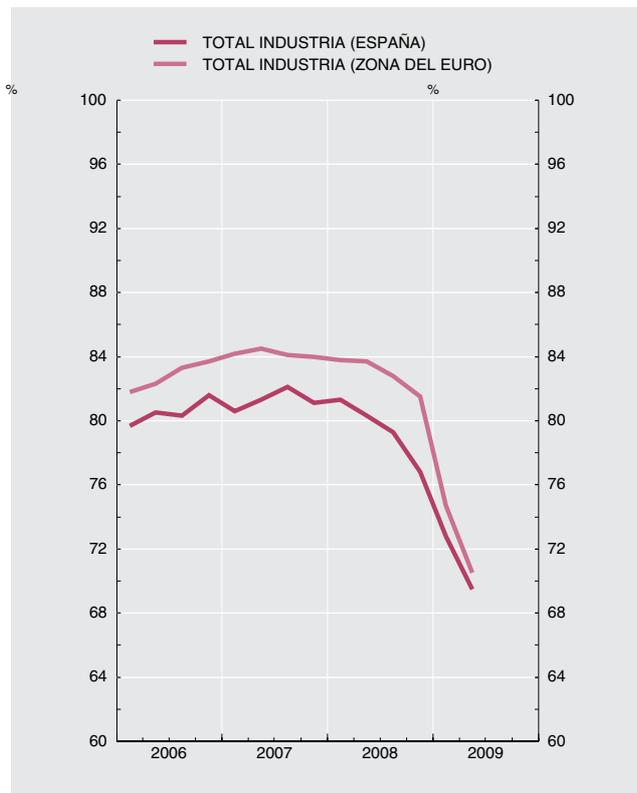
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

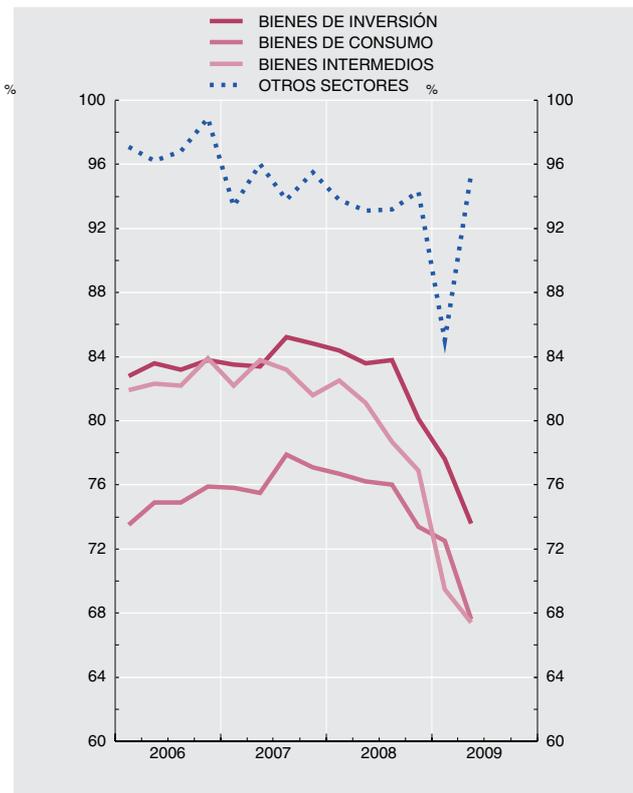
Porcentajes y saldos

	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		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada					
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	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
<b>08 I-II</b>	80,8	81,8	5	76,5	78,2	9	84,0	84,7	4	81,8	82,5	3	93,5	94,2	-	83,8
<b>09 I-II</b>	71,2	71,1	24	70,1	70,3	13	75,6	74,4	19	68,5	68,6	35	90,2	91,1	-	72,6
<b>06 IV</b>	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
<b>07 I</b>	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
<b>II</b>	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
<b>III</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>08 I</b>	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
<b>II</b>	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
<b>III</b>	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
<b>IV</b>	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
<b>09 I</b>	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	85,0	86,1	-	74,7
<b>II</b>	69,5	69,7	27	67,6	68,6	18	73,6	73,2	23	67,4	67,3	39	95,4	96,0	-	70,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

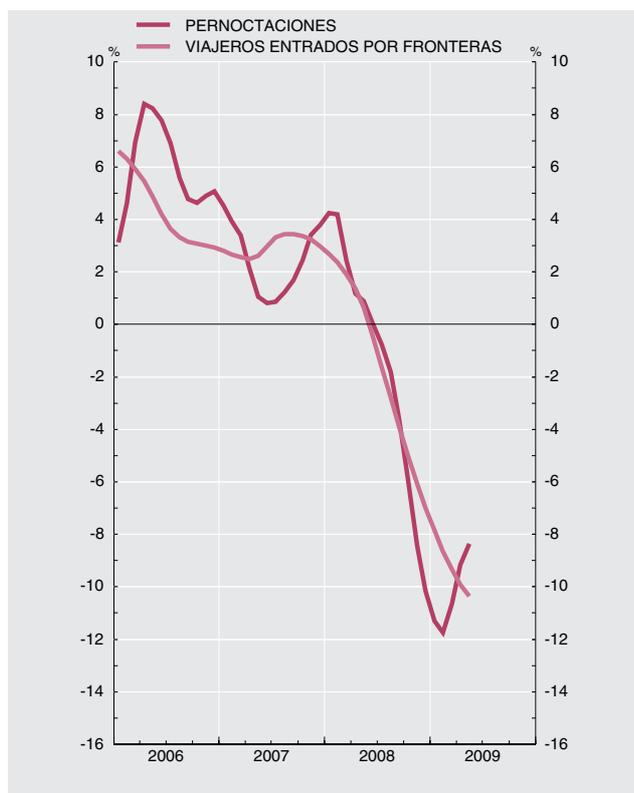
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

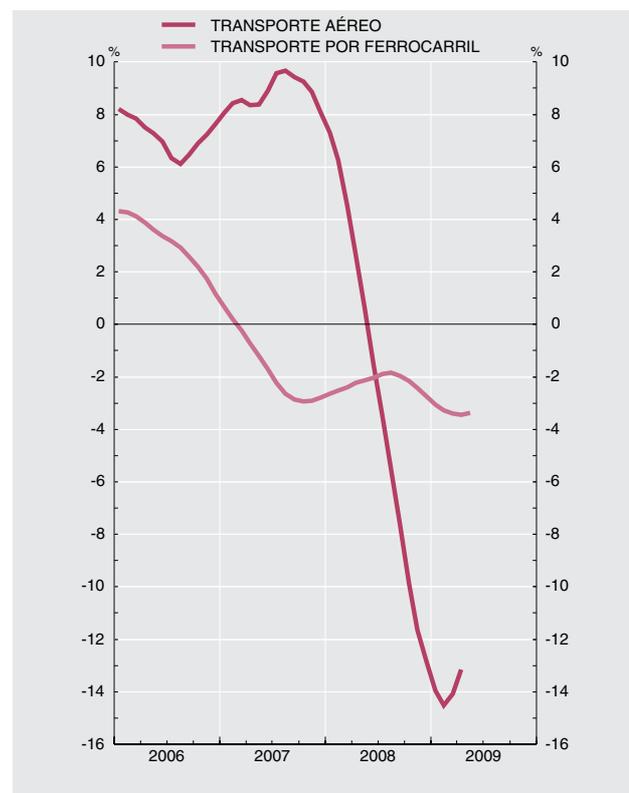
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,9	3,7	4,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1	
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5	
08	-1,6	0,1	-1,1	0,3	-1,1	-2,4	0,7	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-1,1	-10,3	
08 E-M	P	2,5	5,0	2,9	4,2	4,1	3,3	5,3	4,3	1,8	6,3	1,8	3,3	4,4	-1,7	-5,3
09 E-M	P	-10,9	-13,4	-10,2	-11,5	-9,8	-11,8	-7,0	...	...	...	...	...	...	-6,3	...
08 Feb		8,0	8,6	9,4	9,6	5,9	6,3	5,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,6	3,6
Mar		7,5	5,6	10,3	3,9	6,6	6,5	6,7	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
Abr	P	-10,0	-1,1	-11,0	-1,7	-2,8	-2,2	-3,5	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
May	P	6,2	7,2	6,7	6,3	9,7	4,7	18,5	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	1,7	0,8	3,2	-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	-4,2	-7,1	1,0	-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	-0,1	-2,7	3,2	-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	-5,8	-5,4	-6,5	-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	-5,8	-4,9	-7,2	-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	-7,9	-11,5	-3,5	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	0,3	-26,8
Dic	P	-9,6	-12,6	-10,6	-10,9	-10,3	-12,9	-7,6	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	-2,9	-27,8
09 Ene	P	-13,3	-14,8	-12,0	-11,6	-5,2	-9,8	-0,0	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	-5,1	-23,1	-6,5	-38,7
Feb	P	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-11,8	-15,9	-6,6	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-32,9
Mar	P	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,3	-20,8	-12,5	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-12,6
Abr	P	-1,2	-8,3	2,0	-5,9	-2,6	-1,7	-3,9	-5,0	-9,3	-1,6	-23,0	23,5	-19,6	-6,1	-40,5
May	P	-8,2	-10,4	-8,9	-10,2	-11,1	-11,7	-10,3	...	...	...	...	...	...	-3,8	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

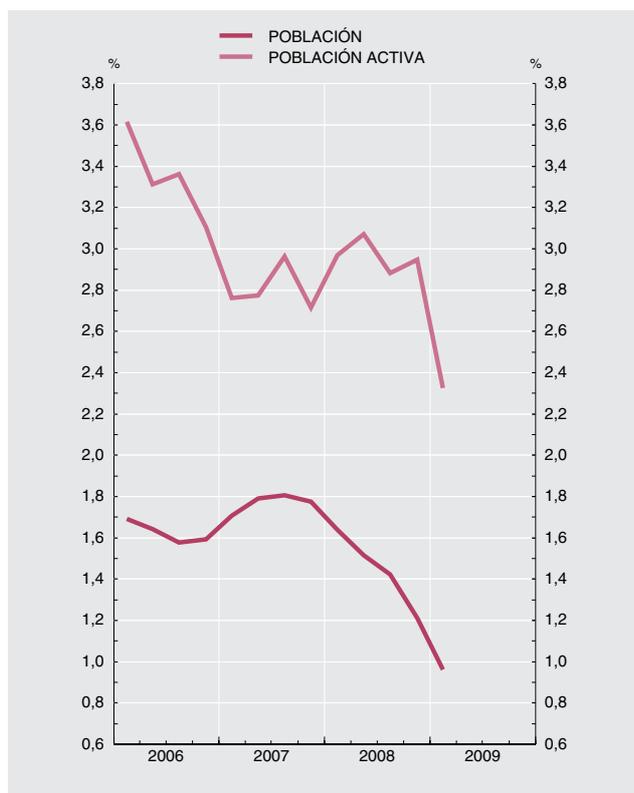
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

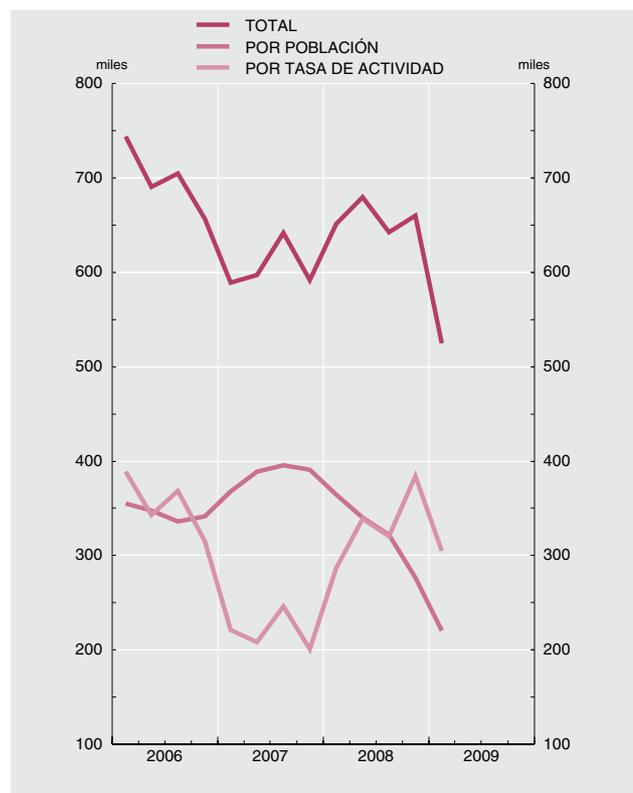
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				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
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0
08	I-I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
09	I-I	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
06	III	37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
	IV	37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07	I	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
	II	37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
	III	37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
	IV	37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08	I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
	II	38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
	III	38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
	IV	38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9
09	I	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3

#### ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



#### POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

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

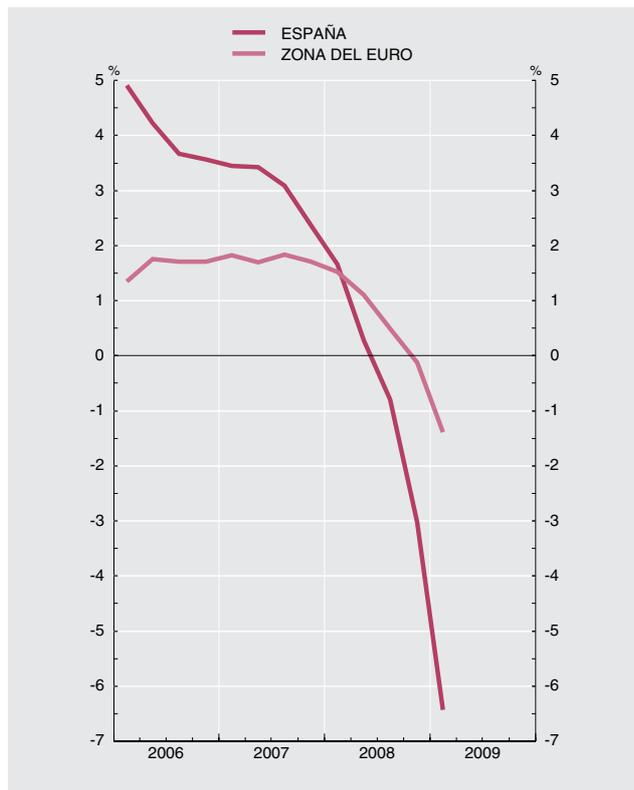
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

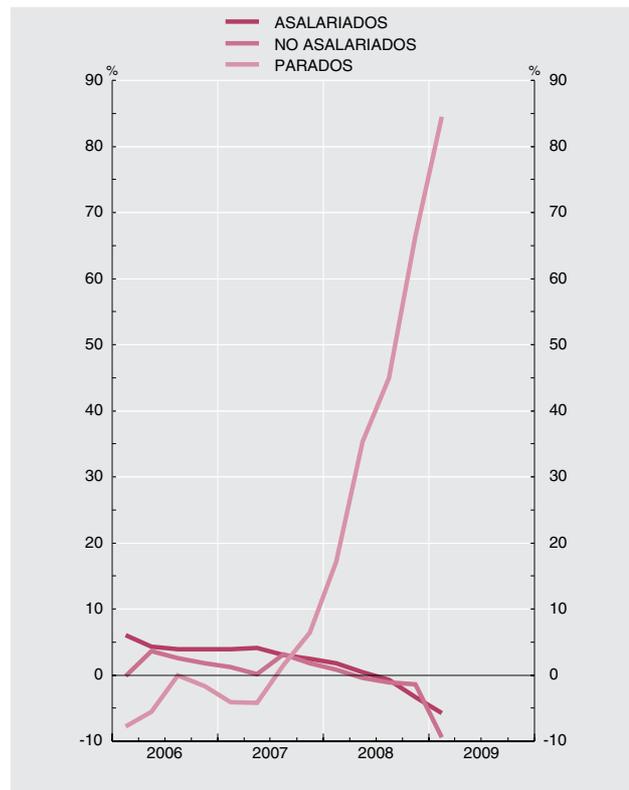
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
<b>06</b>	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,34
<b>07</b>	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	7,48
<b>08</b>	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,7	7,56
<b>08 I-I</b>	M	20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,24
<b>09 I-I</b>	M	19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,4	8,80
<b>06 III</b>		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,19
<b>IV</b>		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	7,99
<b>07 I</b>		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,68
<b>II</b>		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,48
<b>III</b>		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,8	7,44
<b>IV</b>		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,32
<b>08 I</b>		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,24
<b>II</b>		20 425	58	0,3	16 853	74	0,4	3 572	-16	-0,4	2 382	622	35,3	10,44	1,1	7,37
<b>III</b>		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,5	7,59
<b>IV</b>		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	8,03
<b>09 I</b>		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,4	8,80

**OCUPADOS**  
Tasas de variación interanual



**POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE**  
Tasas de variación interanual



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

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

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

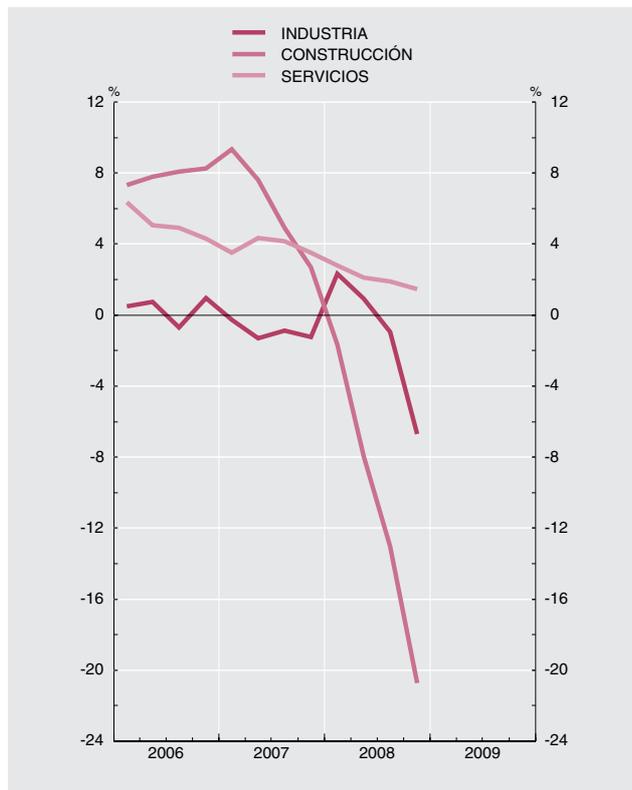
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

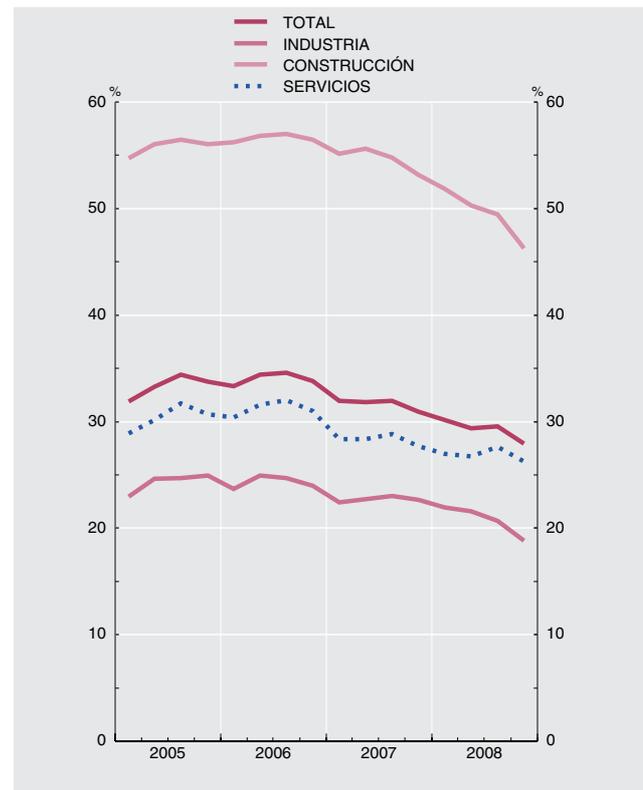
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,2	59,0	0,4	0,5	24,5	8,0	8,1	56,2	5,0	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,2	3,8	3,9	28,4	3,3
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,2	-1,2	20,7	-10,5	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
08 I-I	M	1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,2	21,9	-1,5	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
09 I-I	M	-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
06 III		3,7	3,9	34,6	-7,9	-5,8	57,2	-0,9	-0,7	25,0	8,3	8,5	56,6	4,8	4,8	32,0	4,3
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,1	59,0	0,8	0,9	24,2	8,1	8,0	56,1	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,2	63,1	-0,4	-0,2	22,7	9,3	10,0	54,7	3,5	3,8	28,4	3,6
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,3	58,6	-1,2	-0,8	22,8	7,5	8,9	55,2	4,3	4,7	28,4	3,8
07 III		3,1	3,1	31,9	-3,1	0,3	55,6	-0,9	-0,7	23,2	4,8	5,3	54,4	4,1	3,7	28,9	3,4
07 IV		2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,3	27,8	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,2	21,9	-1,5	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
08 II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,9	1,1	21,4	-7,6	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
08 III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,5	20,8	-12,6	-14,2	48,7	1,9	2,4	27,7	-0,6
08 IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,6	-7,6	18,7	-20,3	-23,9	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

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

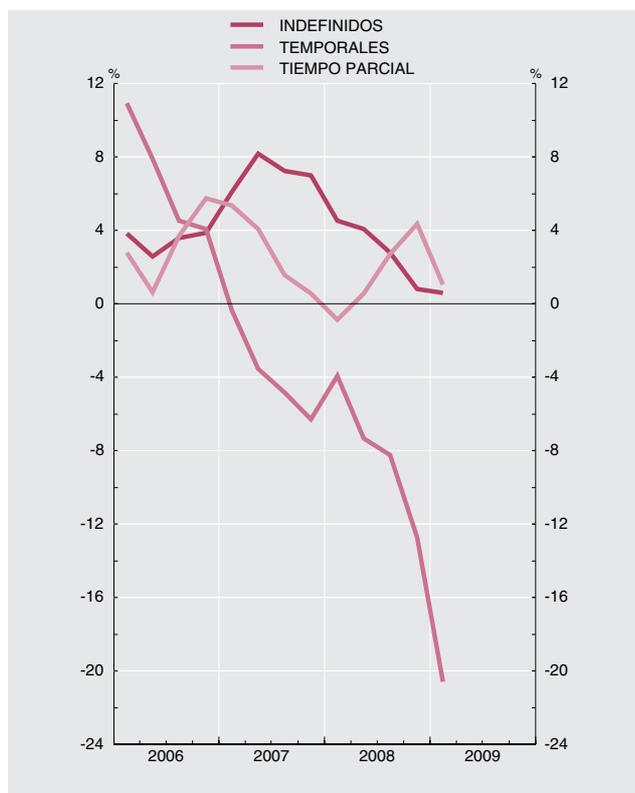
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

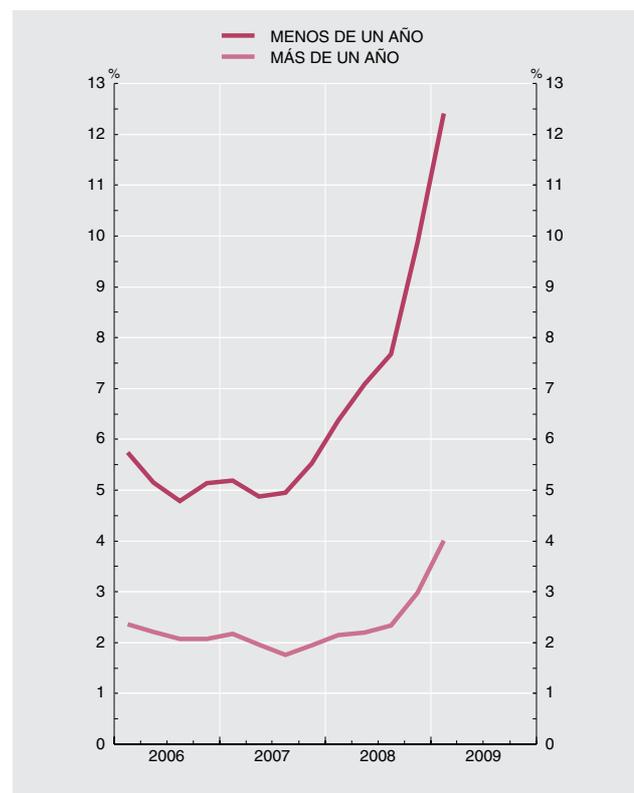
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
08 I-I	M	509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
09 I-I	M	70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
06 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
06 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
07 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
07 III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
07 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
08 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
08 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
08 IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

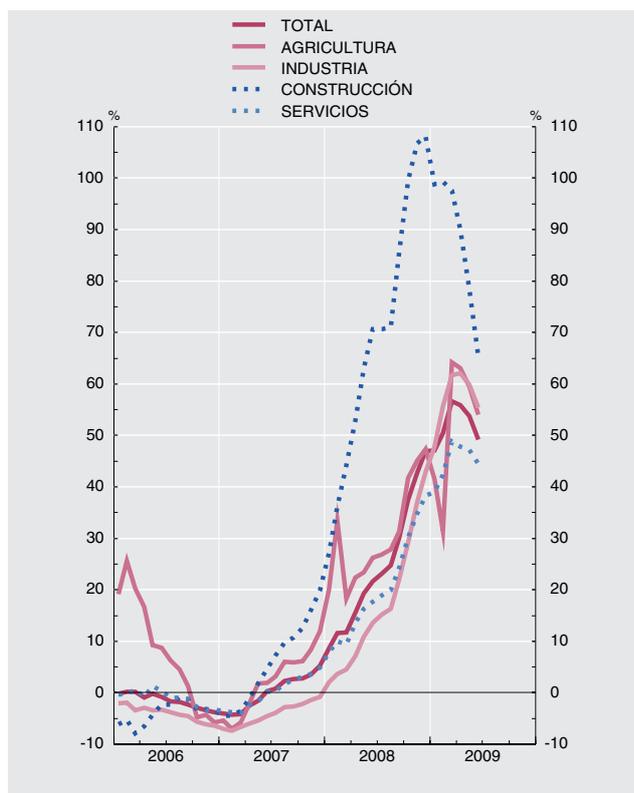
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

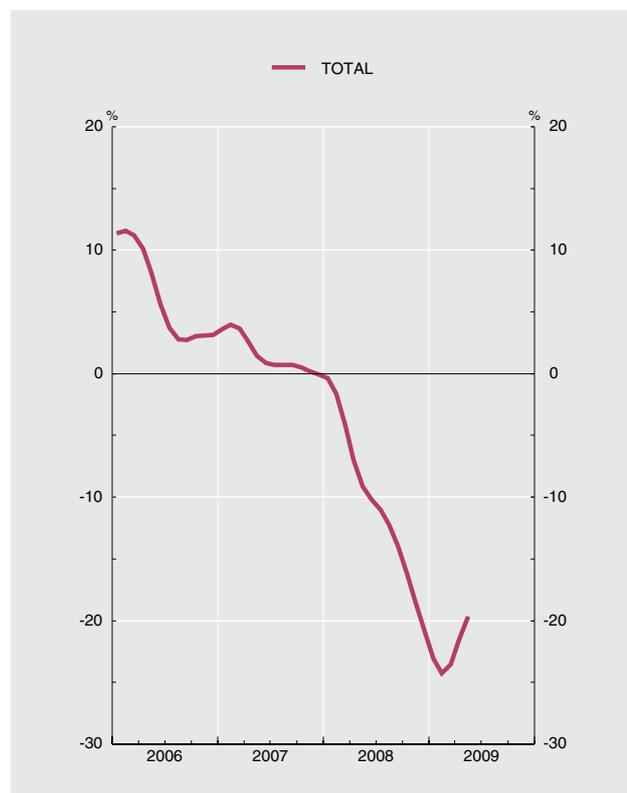
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
						Total	Agricultura	No agrícola										Total
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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-J	M	2 327	297	14,6	0,8	16,4	24,0	16,1	6,9	48,7	12,4	1 426	-7,2	12,38	23,62	87,62	1 397	-5,8
09 E-J	M	3 541	1 214	52,2	26,1	54,3	52,3	54,4	57,1	88,3	45,0	1 103	-22,7	10,41	26,13	89,59	...	...
08 May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,4	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
Dic		3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09 Ene		3 328	1 066	47,1	10,6	50,1	41,5	50,4	47,8	98,9	39,0	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
Feb		3 482	1 167	50,4	14,5	53,4	31,4	54,1	55,7	99,3	42,4	1 017	-28,8	11,38	25,22	88,62	999	-30,3
Mar		3 605	1 304	56,7	23,9	59,5	64,2	59,4	61,7	97,6	48,8	1 061	-17,5	11,42	26,47	88,58	1 047	-16,8
Abr		3 645	1 306	55,9	33,3	57,7	63,1	57,6	62,1	90,0	47,8	1 031	-29,3	10,81	27,08	89,19	1 031	-27,2
May		3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	47,2	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2
Jun		3 565	1 174	49,1	35,7	50,3	54,0	50,1	55,3	65,3	44,5	1 275	-10,2	8,45	27,70	91,55	...	...

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

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

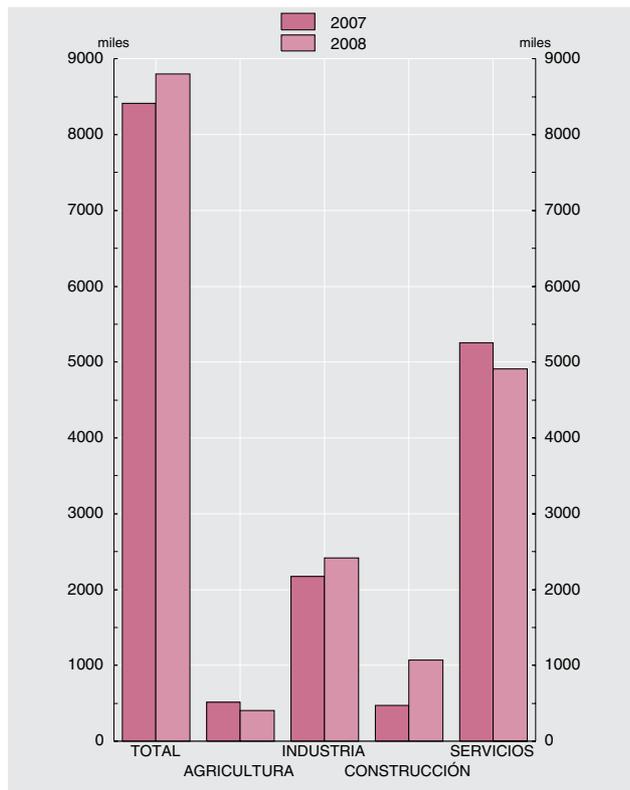
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

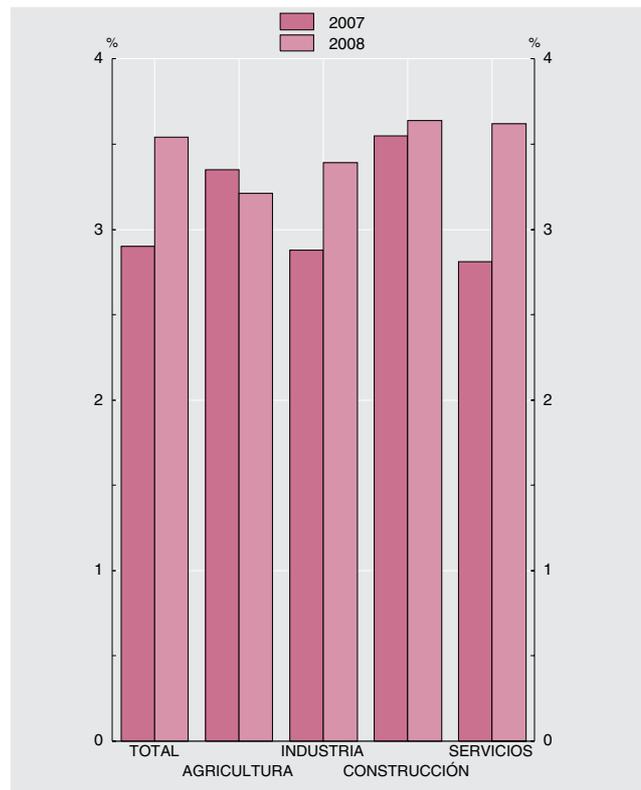
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>06</b>	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
<b>07</b>	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
<b>08</b>	10 916	3,58	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
<b>08 Ene</b>	10 335	3,51	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
<b>08 Feb</b>	10 363	3,51	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
<b>08 Mar</b>	10 405	3,51	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
<b>08 Abr</b>	10 691	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
<b>08 May</b>	10 697	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
<b>08 Jun</b>	10 747	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
<b>08 Jul</b>	10 754	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
<b>08 Ago</b>	10 755	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
<b>08 Sep</b>	10 877	3,57	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
<b>08 Oct</b>	10 913	3,58	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
<b>08 Nov</b>	10 914	3,58	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
<b>08 Dic</b>	10 916	3,58	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
<b>09 Ene</b>	7 247	2,68	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
<b>09 Feb</b>	7 253	2,68	5 977	6	5 983	689	189	1 827	841	3 125	2,68	1,86	2,68	2,81	2,52	3,59	2,53
<b>09 Mar</b>	7 254	2,68	6 215	19	6 234	610	193	1 862	939	3 240	2,70	2,73	2,70	2,85	2,52	3,58	2,55
<b>09 Abr</b>	7 380	2,67	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
<b>09 May</b>	7 380	2,67	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53
<b>09 Jun</b>	7 381	2,67	7 042	343	7 385	135	440	1 913	1 114	3 918	2,66	2,99	2,67	2,45	2,51	3,56	2,52

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-Diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-Diciembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2008, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2009 no incorpora tales revisiones.

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

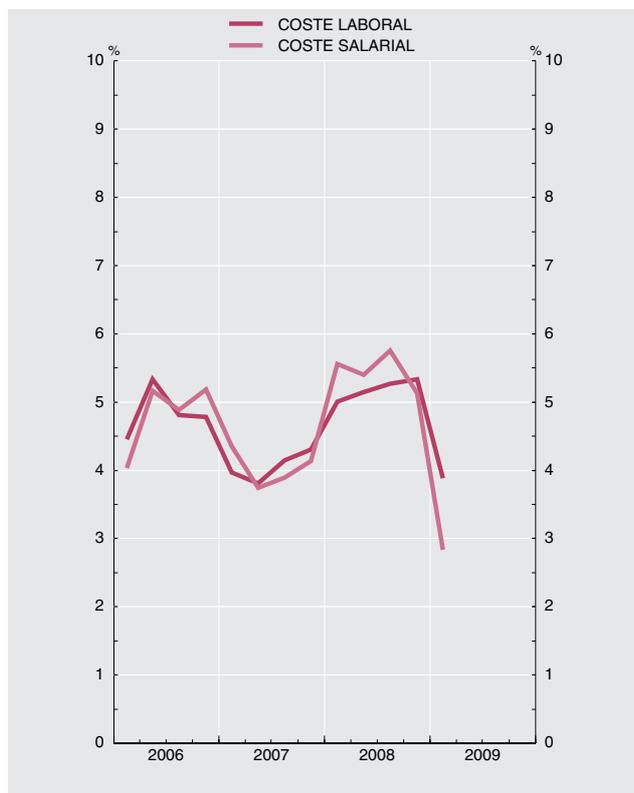
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

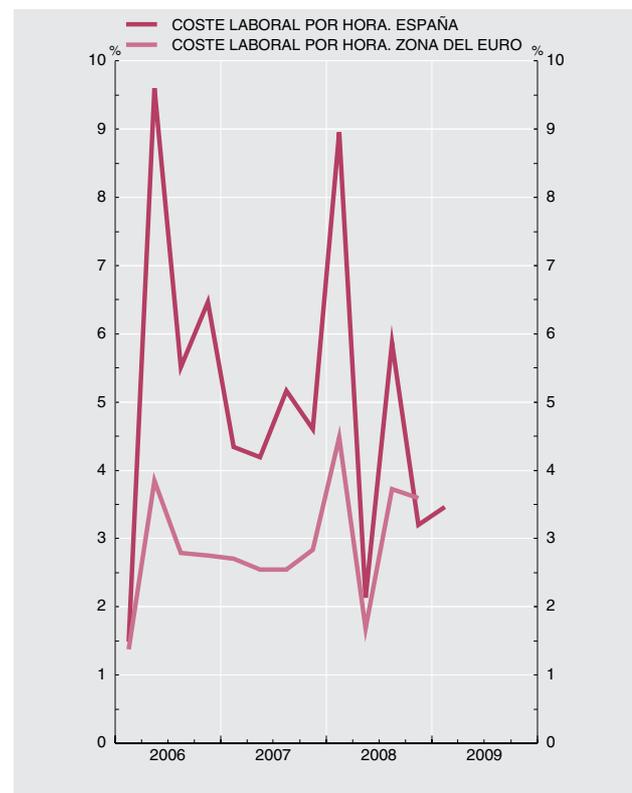
Tasas de variación interanual

		Coste laboral				Por hora efectiva	Coste salarial				Por hora efectiva	Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes					Por trabajador y mes						
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
06	MP	4,8	3,8	3,1	6,3	5,8	4,8	3,5	2,5	6,3	5,8	4,9	2,7
07	MP	4,1	3,6	4,8	4,1	4,6	4,0	3,4	4,5	4,2	4,6	4,1	2,7
08	MP	5,2	5,1	6,3	5,1	4,9	5,4	5,6	6,3	5,1	5,1	4,5	3,3
08 I-I	MP	5,0	4,3	5,6	5,1	9,0	5,6	6,1	5,4	5,2	9,6	3,5	4,5
09 I-I	MP	3,9	3,8	6,2	3,7	3,5	2,8	1,1	4,3	2,9	2,5	6,8	...
06 III	P	4,8	3,7	3,4	6,2	5,5	4,9	3,7	3,6	6,1	5,6	4,6	2,8
06 IV	P	4,8	3,4	2,5	6,5	6,5	5,2	3,4	2,0	7,0	6,8	3,6	2,7
07 I	P	4,0	4,2	4,7	3,9	4,3	4,4	4,0	4,9	4,5	4,7	2,9	2,7
07 II	P	3,8	2,6	4,2	4,1	4,2	3,7	3,5	3,6	3,9	4,2	4,0	2,5
07 III	P	4,1	3,7	4,9	4,2	5,2	3,9	2,9	4,0	4,2	5,0	4,8	2,5
07 IV	P	4,3	3,9	5,3	4,3	4,6	4,1	3,3	5,4	4,1	4,4	4,8	2,8
08 I	P	5,0	4,3	5,6	5,1	9,0	5,6	6,1	5,4	5,2	9,6	3,5	4,5
08 II	P	5,1	6,2	6,0	4,8	2,1	5,4	5,6	7,0	4,9	2,3	4,4	1,7
08 III	P	5,3	4,5	5,7	5,6	5,9	5,8	5,2	6,1	5,8	6,3	3,9	3,7
08 IV	P	5,3	5,2	7,8	5,0	3,2	5,1	5,3	6,6	4,8	3,0	6,0	3,6
09 I	P	3,9	3,8	6,2	3,7	3,5	2,8	1,1	4,3	2,9	2,5	6,8	...

**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.

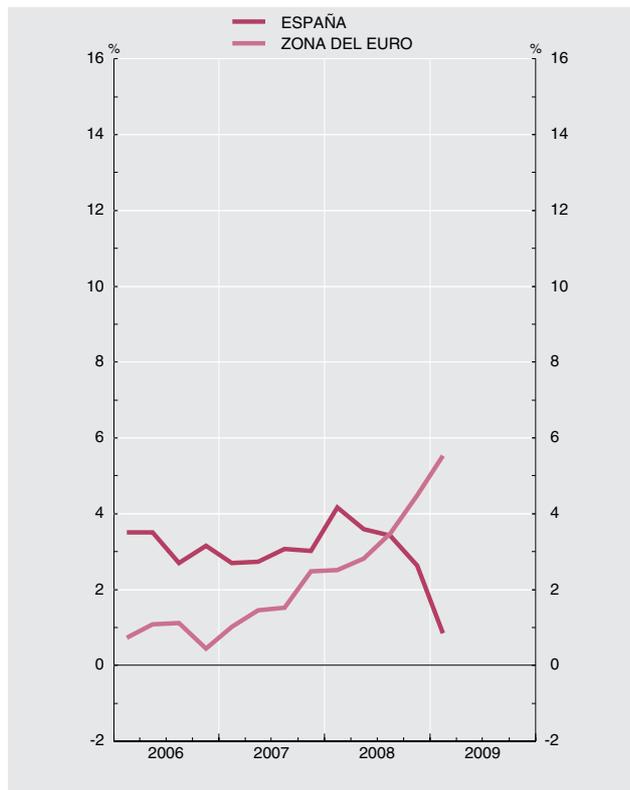
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

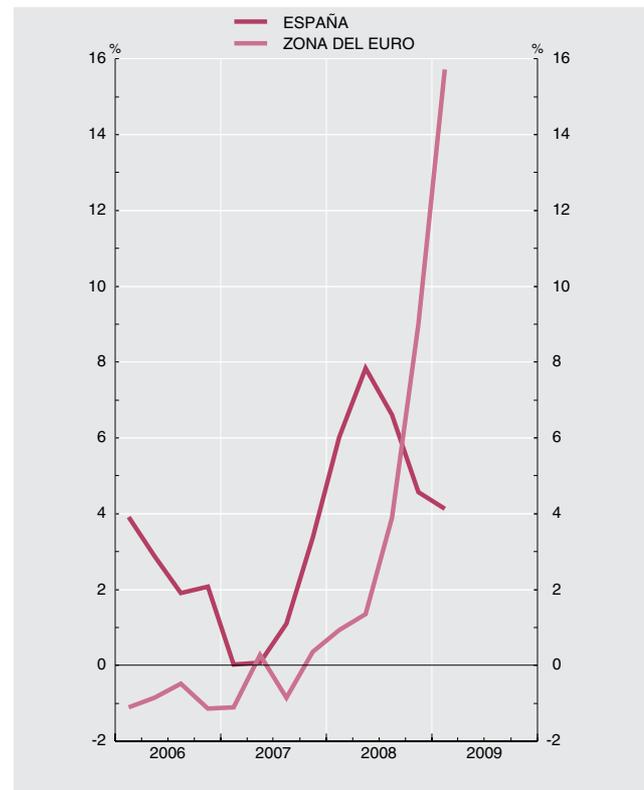
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Remuneración por asalariado		Productividad				Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		Total economía						Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
												1	2
<b>06</b>	P	3,2	0,8	3,9	2,2	0,7	1,4	3,9	3,1	3,2	1,6	2,7	-0,9
<b>07</b>	P	2,9	1,6	3,7	2,5	0,8	0,9	3,7	2,7	2,9	1,8	1,1	-0,3
<b>08</b>	P	3,4	3,3	5,3	3,1	1,8	-0,2	1,2	0,6	-0,6	0,7	6,2	3,8
<b>06 //</b>	P	3,5	1,1	3,8	2,4	0,3	1,3	3,9	3,1	3,6	1,8	2,9	-0,9
<b>06 ///</b>	P	2,7	1,1	3,9	2,4	1,2	1,3	4,0	3,0	2,8	1,7	1,9	-0,5
<b>06 IV</b>	P	3,2	0,4	4,1	2,1	0,9	1,7	3,9	3,4	2,9	1,7	2,1	-1,1
<b>07 /</b>	P	2,7	1,0	3,4	2,5	0,7	1,5	4,0	3,4	3,2	1,8	0,0	-1,1
<b>07 //</b>	P	2,7	1,5	3,5	2,4	0,7	0,9	3,9	2,6	3,2	1,7	0,1	0,3
<b>07 ///</b>	P	3,1	1,5	3,8	2,3	0,7	0,8	3,6	2,7	2,8	1,8	1,1	-0,9
<b>07 IV</b>	P	3,0	2,5	4,1	2,9	1,0	0,4	3,2	2,2	2,2	1,7	3,4	0,4
<b>08 /</b>	P	4,2	2,5	5,2	3,1	1,0	0,6	2,7	2,2	1,6	1,5	6,0	0,9
<b>08 //</b>	P	3,6	2,8	5,4	3,2	1,7	0,3	1,8	1,5	0,1	1,1	7,8	1,4
<b>08 ///</b>	P	3,4	3,5	5,3	3,4	1,8	-0,1	0,9	0,5	-0,9	0,5	6,6	3,9
<b>08 IV</b>	P	2,6	4,5	5,2	2,8	2,5	-1,6	-0,7	-1,7	-3,1	-0,1	4,6	9,0
<b>09 /</b>	P	0,8	5,5	4,0	1,8	3,1	-3,6	-3,0	-4,9	-6,0	-1,4	4,1	15,7

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

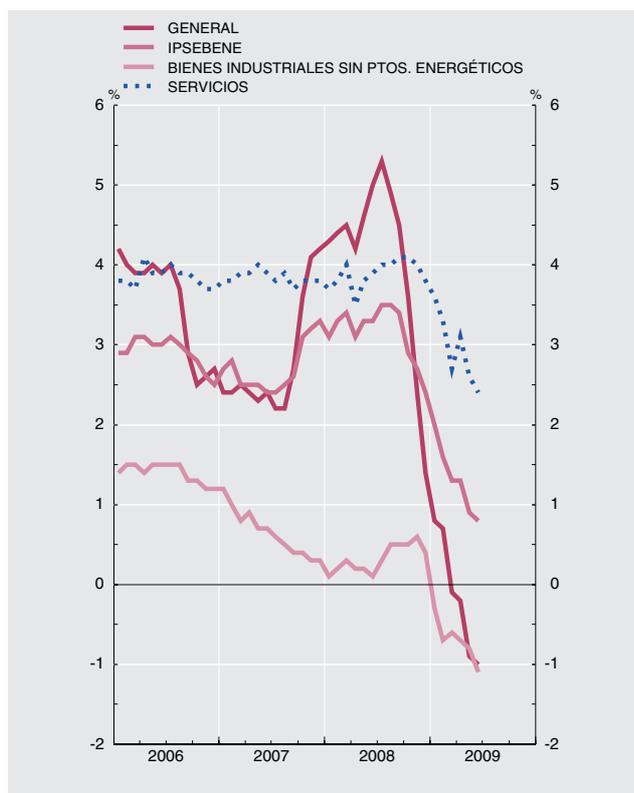
### 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

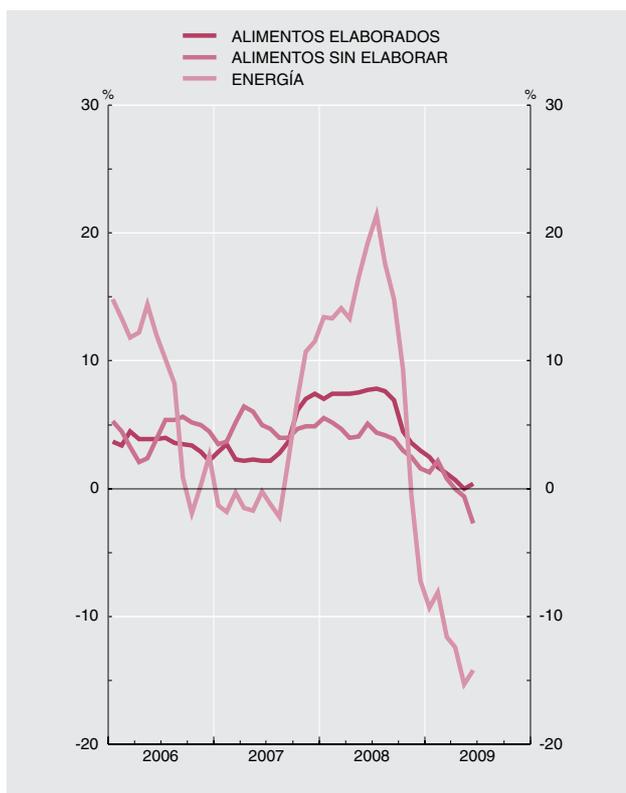
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	118,8	2,9
08 E-J	M	106,4	0,5	4,5	1,0	4,8	7,4	0,2	15,0	3,8	3,3	127,5	10,3
09 E-J	M	106,3	0,1	-0,1	-0,6	0,1	1,1	-0,7	-11,9	2,9	1,3	...	...
08 Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5
Abr		107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	3,1	130,6	8,5
May		107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	3,3	133,9	15,2
Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	3,3	126,3	8,6
Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	3,5	121,0	14,1
Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	3,5	115,4	6,9
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	110,1	-2,3
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	106,4	-8,2
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	110,4	-11,4
Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	113,7	-9,7
09 Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	...	...
Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	1,6	...	...
Mar		105,8	0,2	-0,1	-1,1	0,8	1,2	-0,6	-11,6	2,7	1,3	...	...
Abr		106,8	1,0	-0,2	-0,1	-	0,7	-0,7	-12,4	3,1	1,3	...	...
May		106,8	-	-0,9	-0,1	-0,6	-	-0,8	-15,3	2,6	0,9	...	...
Jun		107,2	0,4	-1,0	0,3	-2,7	0,4	-1,1	-14,2	2,4	0,8	...	...

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.

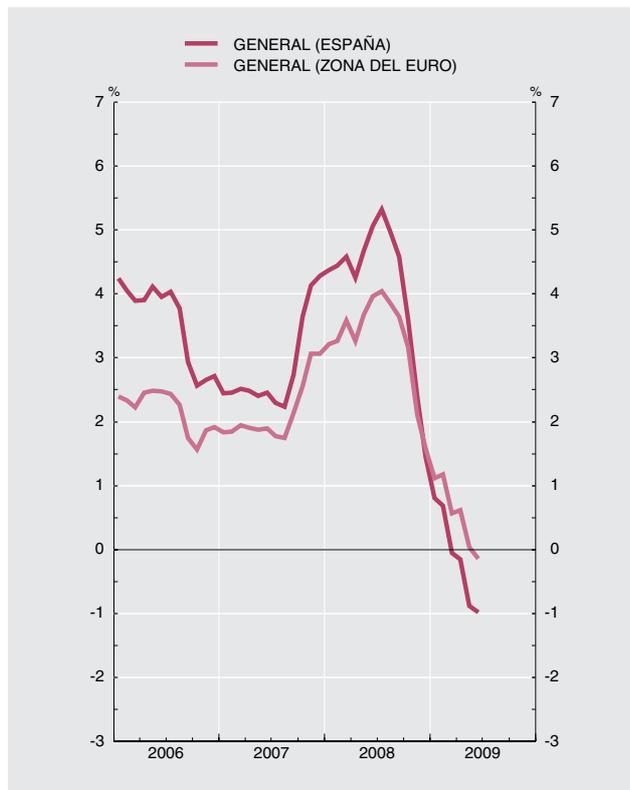
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

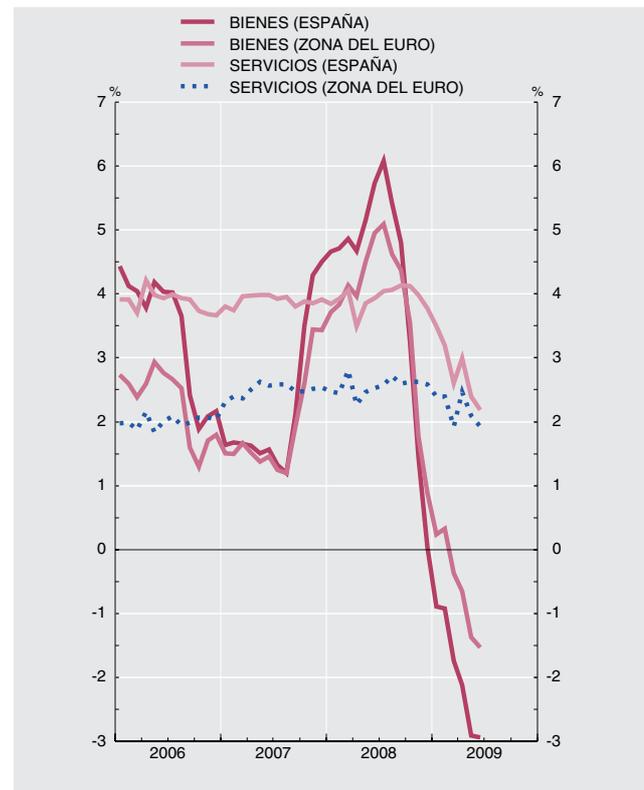
Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes											Servicios		
		España		Zona del euro		Alimentos						Industriales					España	Zona del euro	
		1	2	3	4	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
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
<b>08 E-J</b>	M	4,6	3,5	5,0	4,2	6,6	5,5	8,7	6,7	4,4	3,6	4,0	3,6	0,3	0,8	15,0	12,2	3,8	2,5
<b>09 E-J</b>	MP	-0,1	0,6	-1,9	-0,6	0,8	1,7	1,0	1,6	0,6	1,8	-3,5	-1,7	-0,5	0,7	-11,8	-8,5	2,8	2,2
<b>08 Mar</b>		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
<b>Abr</b>		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
<b>May</b>		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
<b>Jun</b>		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
<b>Jul</b>		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
<b>Ago</b>		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
<b>Sep</b>		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
<b>Oct</b>		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
<b>Nov</b>		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
<b>Dic</b>		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
<b>09 Ene</b>		0,8	1,1	-0,9	0,2	2,1	2,7	2,4	2,7	1,8	2,6	-2,5	-1,0	-0,2	0,5	-9,2	-5,3	3,5	2,4
<b>Feb</b>		0,7	1,2	-0,9	0,3	1,9	2,5	1,6	2,0	2,2	3,3	-2,4	-0,7	-0,5	0,7	-8,0	-4,9	3,2	2,4
<b>Mar</b>		-0,1	0,6	-1,7	-0,4	1,0	1,9	1,0	1,6	1,1	2,4	-3,3	-1,5	-0,4	0,8	-11,5	-8,1	2,6	1,9
<b>Abr</b>		-0,2	0,6	-2,1	-0,7	0,5	1,4	0,6	1,2	0,3	1,6	-3,6	-1,7	-0,6	0,8	-12,3	-8,8	3,0	2,5
<b>May</b>		-0,9	-	-2,9	-1,4	-0,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-4,5	-2,5	-0,6	0,8	-15,2	-11,6	2,4	2,1
<b>Jun</b>	P	-1,0	-0,1	-2,9	-1,5	-0,6	0,8	0,5	1,1	-1,7	0,3	-4,4	-2,7	-0,9	0,6	-14,1	-11,8	2,2	1,9

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

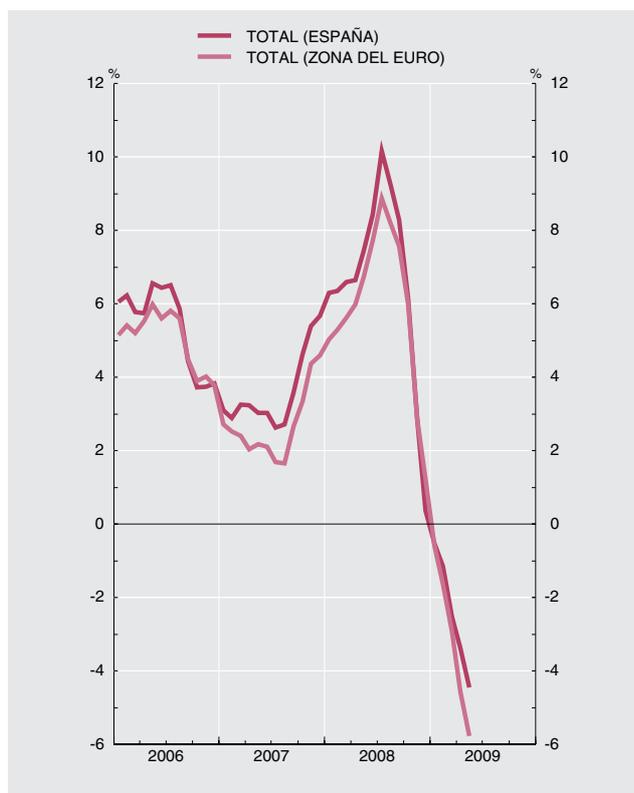
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

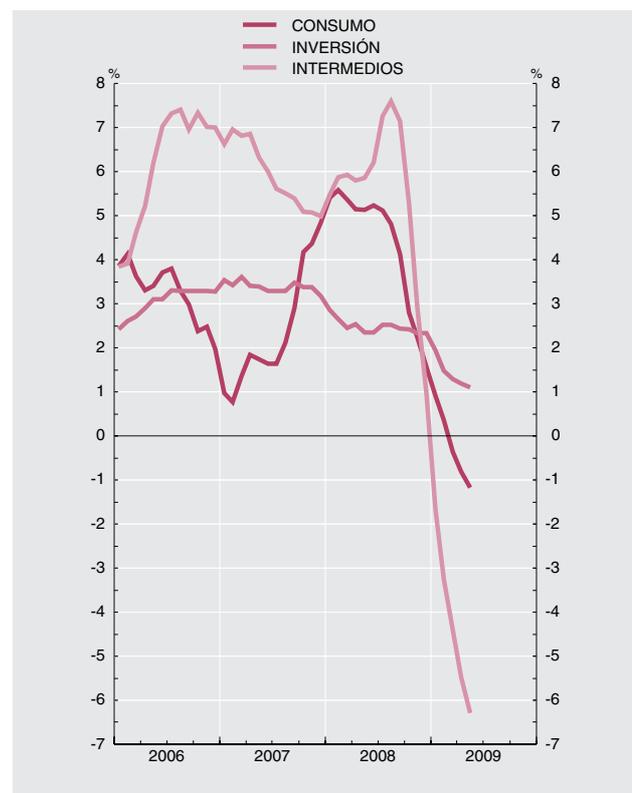
Tasas de variación interanual

		General		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía								
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	MP	105,4	—	5,4	—	3,2	—	3,1	—	6,2	—	9,1	5,0	1,5	1,6	4,6	13,5
<b>07</b>	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,1	2,2	4,6	1,3
<b>08</b>	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	5,9	3,9	2,1	4,0	13,8
<b>08 E-M</b>	MP	114,9	—	6,7	—	5,3	—	2,6	—	5,8	—	13,1	5,7	4,7	1,7	3,8	12,7
<b>09 E-M</b>	MP	112,1	—	-2,4	—	-0,2	—	1,4	—	-4,2	—	-5,2	-3,1	-1,0	1,5	-3,9	-7,5
<b>08 Feb</b>	P	113,9	0,6	6,3	0,6	5,6	0,3	2,6	1,5	5,9	-0,3	11,0	5,3	4,6	1,5	4,0	10,9
<b>Mar</b>	P	114,9	0,9	6,6	0,3	5,4	0,2	2,5	0,7	5,9	2,3	12,4	5,6	5,0	1,5	3,9	12,1
<b>Abr</b>	P	115,6	0,6	6,6	0,3	5,1	0,2	2,5	0,6	5,8	1,6	13,3	6,0	4,8	1,7	3,7	13,7
<b>May</b>	P	117,0	1,2	7,4	0,1	5,1	0,1	2,3	0,6	5,9	4,5	17,4	6,7	4,8	2,0	3,8	16,7
<b>Jun</b>	P	118,3	1,1	8,4	0,2	5,2	0,1	2,3	0,5	6,2	3,6	21,1	7,7	4,8	2,2	4,3	19,9
<b>Jul</b>	P	120,4	1,8	10,2	0,1	5,1	0,3	2,5	1,1	7,3	5,9	27,4	8,9	4,6	2,3	5,4	23,4
<b>Ago</b>	P	119,6	-0,7	9,2	0,1	4,8	0,1	2,5	0,4	7,6	-3,5	23,2	8,2	4,2	2,4	5,4	21,0
<b>Sep</b>	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,6	3,7	2,2	5,5	18,9
<b>Oct</b>	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	6,0	2,8	2,8	4,1	14,1
<b>Nov</b>	P	114,5	-2,5	2,9	-0,4	2,2	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	2,9	1,9	2,7	2,5	4,5
<b>Dic</b>	P	112,1	-2,1	0,4	-0,2	1,6	-	2,3	-1,9	1,0	-6,5	-3,4	1,2	1,2	2,1	1,2	0,6
<b>09 Ene</b>	P	112,6	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,2	-1,6	3,2	-2,2	-0,6	-0,1	1,9	-1,2	-2,1
<b>Feb</b>	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,2	1,5	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,6	-0,6	1,9	-3,0	-3,6
<b>Mar</b>	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-	1,3	-0,5	-4,4	-0,9	-5,0	-2,9	-1,2	1,6	-4,0	-6,7
<b>Abr</b>	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,5	-5,5	-0,3	-6,8	-4,6	-1,4	1,2	-5,2	-10,9
<b>May</b>	P	111,8	0,1	-4,4	-0,3	-1,2	-	1,1	-0,3	-6,3	1,2	-9,7	-5,8	-1,7	0,6	-5,9	-14,0

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

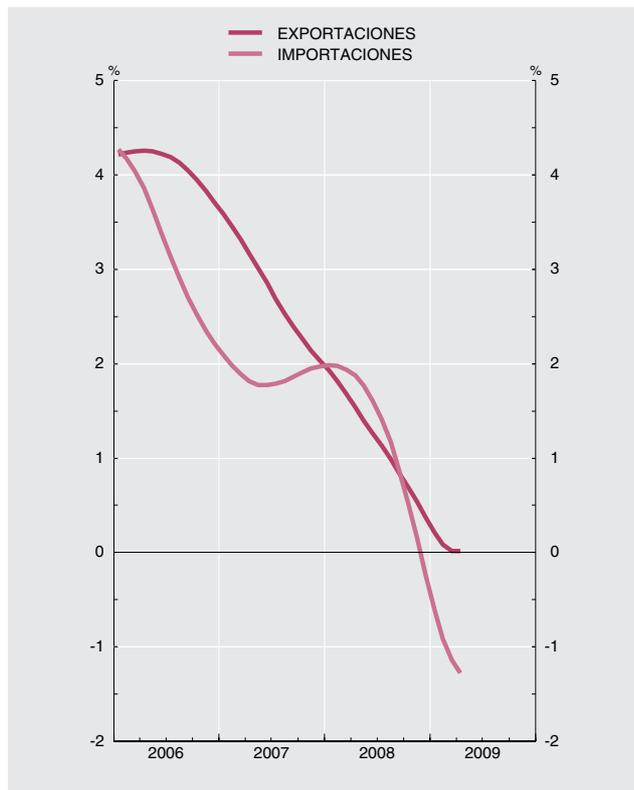
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

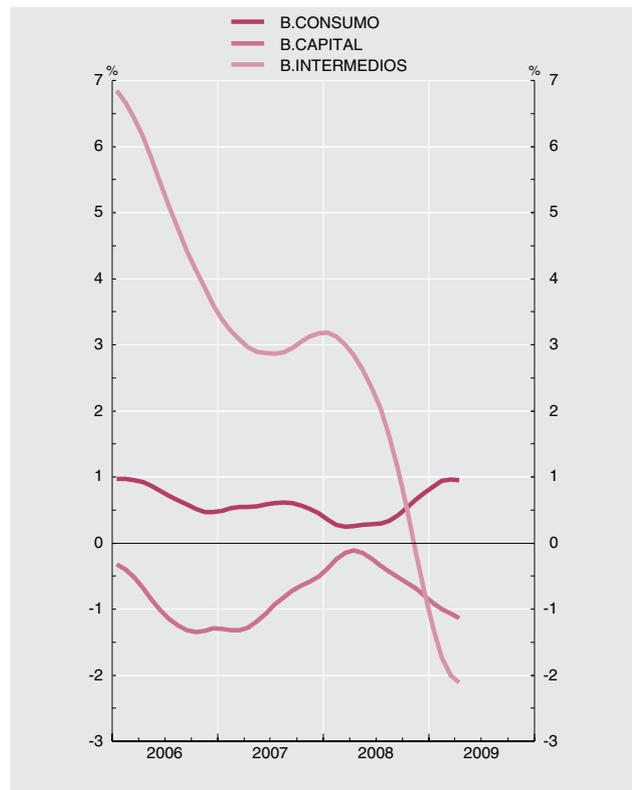
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b>	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
<b>07</b>	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
<b>08</b>	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
<b>08 E-A</b>	2,6	2,9	1,4	2,5	35,6	0,2	3,3	-2,4	5,1	5,4	25,7	-2,2
<b>09 E-A</b>	-4,6	-2,5	-7,1	-5,8	-17,3	-4,7	-7,7	3,6	-2,3	-13,4	-30,0	-6,9
<b>07 Nov</b>	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
<b>Dic</b>	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
<b>08 Ene</b>	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
<b>Feb</b>	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
<b>Mar</b>	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
<b>Abr</b>	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
<b>May</b>	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
<b>Jun</b>	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
<b>Jul</b>	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
<b>Ago</b>	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
<b>Sep</b>	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
<b>Oct</b>	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
<b>Nov</b>	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5
<b>Dic</b>	1,2	-3,1	7,2	2,9	11,6	1,7	1,9	12,8	4,0	-2,9	-15,6	0,9
<b>09 Ene</b>	-2,8	-0,5	-6,9	-4,0	-7,0	-4,1	-7,4	2,9	-7,7	-11,9	-27,4	-4,9
<b>Feb</b>	-5,9	-4,8	-5,9	-6,7	-18,5	-6,2	-7,1	7,7	-3,7	-14,3	-29,6	-11,6
<b>Mar</b>	-4,6	-4,4	-5,9	-4,7	-20,7	-2,6	-7,6	4,9	2,0	-14,3	-31,0	-5,4
<b>Abr</b>	-5,1	-0,4	-9,6	-7,9	-23,2	-6,0	-8,6	-0,7	0,3	-13,0	-32,1	-6,2

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

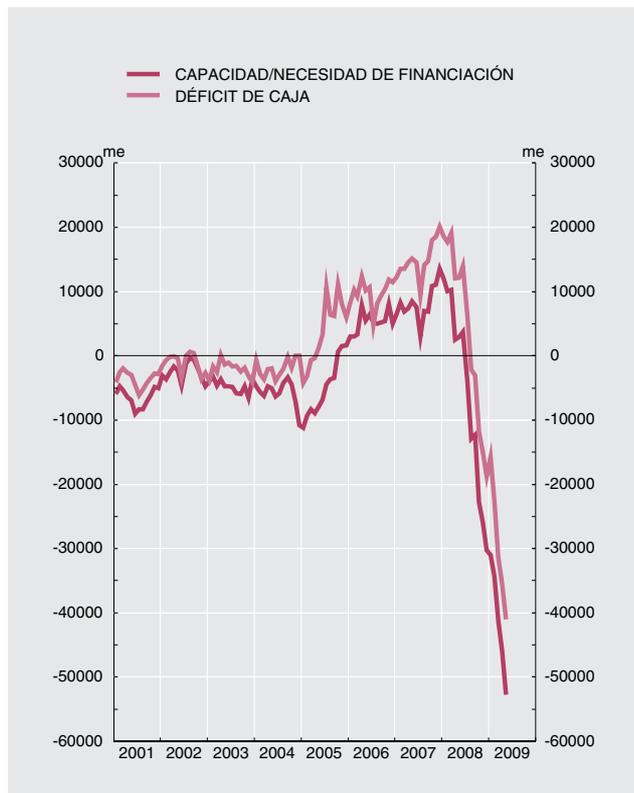
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

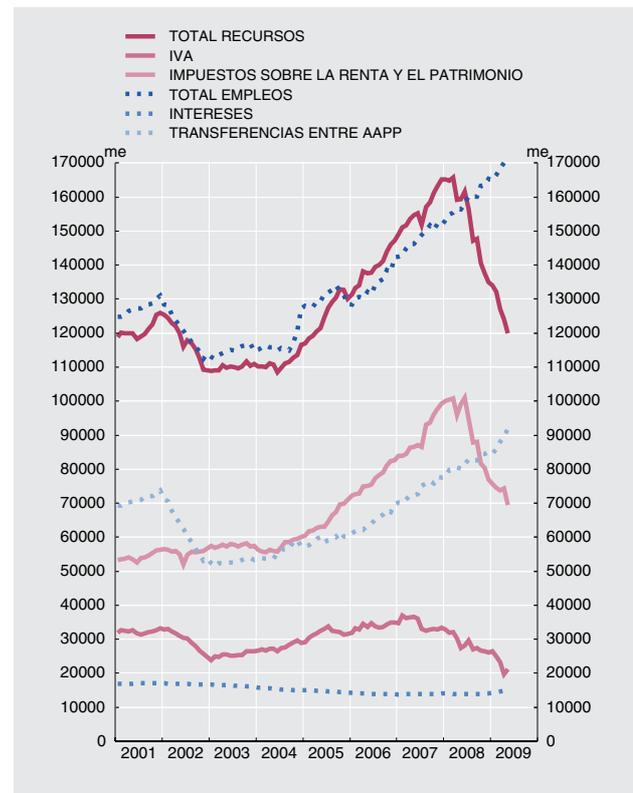
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuestos sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
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	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
08	P -30 248	135 060	26 065	12 715	6 824	76 955	12 501	165 308	19 356	14 134	85 076	5 868	40 874	-18 747	129 336	148 082
08 E-M	P 2 982	60 404	17 563	5 029	2 348	31 033	4 431	57 422	7 021	5 677	30 617	1 394	12 713	3 185	59 923	56 738
09 E-M	A -19 552	45 358	12 686	4 564	2 486	23 453	2 169	64 910	7 319	6 583	37 405	917	12 686	-19 102	45 680	64 782
08 Sep	P 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	P 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	P -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
08 Dic	P -16 234	10 158	290	915	2 045	4 034	2 874	26 392	2 732	1 303	9 588	2 302	10 467	-7 708	9 186	16 894
09 Ene	A 722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735
09 Feb	A 4 591	18 340	13 248	848	260	2 761	1 223	13 749	1 372	1 200	8 208	111	2 858	2 288	18 279	15 991
09 Mar	A -12 907	2 039	-1 328	687	1 020	2 205	-545	14 946	1 516	1 335	8 835	168	3 092	-11 275	2 614	13 888
09 Abr	A 1 034	14 788	2 532	938	580	10 014	724	13 754	1 555	1 325	7 972	221	2 681	2 878	14 613	11 735
09 May	A -12 992	182	-1 181	927	243	-830	1 023	13 174	1 499	1 388	7 525	342	2 420	-10 635	-202	10 433

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

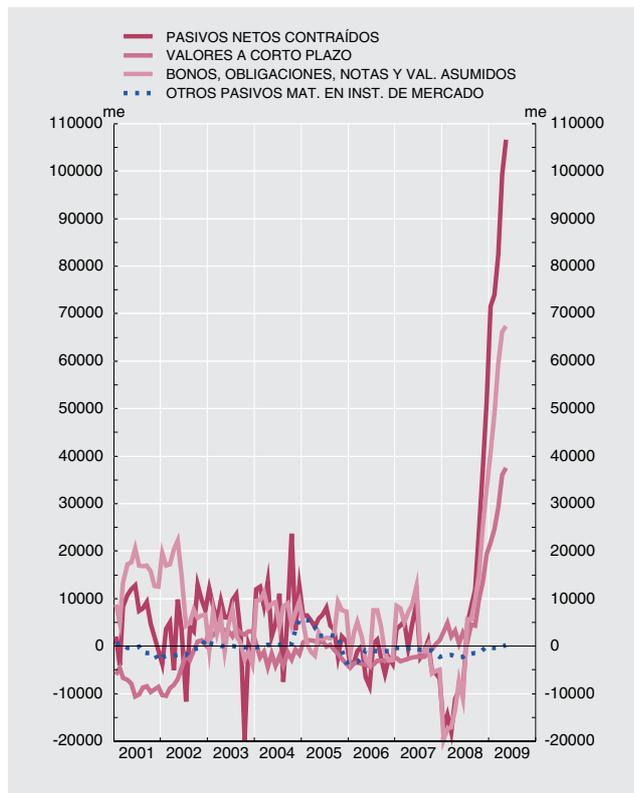
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

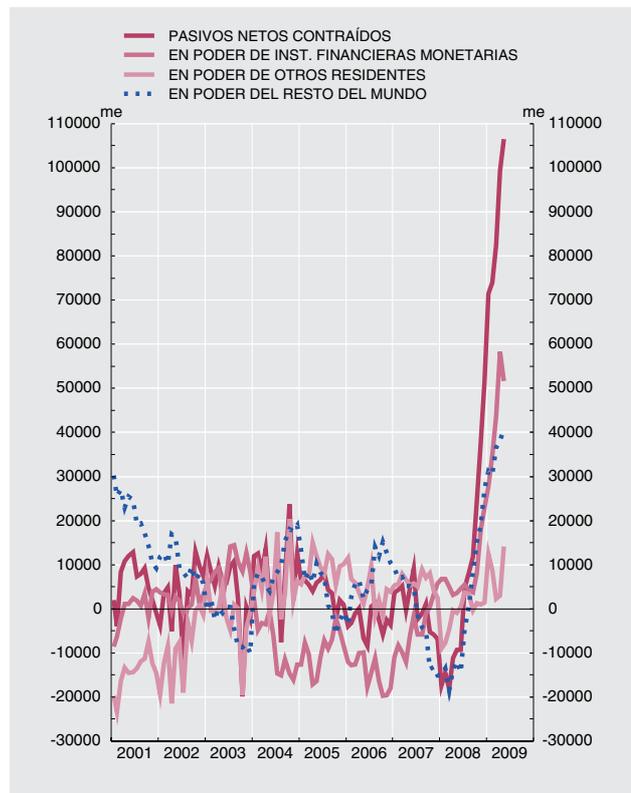
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Por instrumentos				Otras cuentas pendientes de pago	Por sectores de contrapartida			
		Depósitos en el Banco de España	Total				Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo					
												Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España		Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 212	4 574	11 515	209	-6 629	19 592	-499	-446	-503	-10 511	-7 605	-2 905	22 026	12 018
00	-6 330	4 584	5 690	10 914	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 686	-22 009	-10 117	-11 892	32 924	8 228
01	-5 076	-5 973	-20 141	-897	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 202	-10 103	4 424	-14 527	9 206	305
02	-4 780	2 783	-95	7 563	-888	346	6 655	-486	1 488	-439	1 773	3 148	-1 374	5 790	8 002
03	-3 692	-5 850	0	-2 158	-135	3 146	-3 761	-486	-254	-803	7 817	8 551	-734	-9 975	-1 354
04	-10 762	1 866	0	12 628	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 486	-100	-6 347	-12 696	6 349	18 975	12 728
05	1 590	2 607	0	1 017	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 411	1 409	1 775	-8 257	10 032	-758	-392
06	5 005	1 293	-200	-3 712	175	-2 198	-2 976	-486	-418	2 365	-14 069	-17 968	3 899	10 357	-6 077
07	P 13 525	6 712	65	-6 813	-120	1 206	-4 916	-519	-2 236	-348	8 214	5 698	2 515	-15 026	-6 465
08	P -30 248	21 339	4 337	51 587	2 243	19 355	33 275	-520	-48	-476	24 386	23 013	1 373	27 201	52 062
08 E-M	P 2 982	3 371	-63	389	2 374	-335	3 625	-520	-363	-2 018	-3 848	-1 825	-2 023	4 237	2 406
09 E-M	A -19 552	35 814	8 498	55 366	773	17 866	37 660	-583	-87	511	37 509	26 748	10 761	17 930	54 855
08 Sep	P 1 068	11 063	82	9 995	-2	2 330	8 060	-	-18	-378	593	4 396	-3 803	9 402	10 373
08 Oct	P 4 995	4 108	14 815	-887	-260	4 371	-7 440	-	-1	2 183	283	1 518	-1 234	-1 170	-3 069
08 Nov	P -5 483	12 225	2 008	17 708	-156	6 513	13 052	-	-1	-1 856	13 073	13 174	-101	4 635	19 564
08 Dic	P -16 234	-489	-12 503	15 745	2	4 714	10 602	-	257	172	9 850	7 484	2 366	5 895	15 573
09 Ene	A 722	11 610	3 998	10 888	3	5 821	-7 170	-	-24	12 260	6 673	5 024	1 648	4 215	-1 373
09 Feb	A 4 591	8 313	1 500	3 722	2	1 714	13 701	-	-11	-11 682	2 433	7 552	-5 119	1 289	15 404
09 Mar	A -12 907	-1 923	-3 498	10 984	780	3 916	11 559	-	-56	-4 435	7 335	6 981	353	3 723	15 420
09 Abr	A 1 034	18 677	13 478	17 643	-14	5 475	11 321	-583	-6	1 437	12 898	7 650	5 247	4 745	16 206
09 May	A -12 992	-863	-6 980	12 129	2	940	8 248	-	10	2 931	8 171	-459	8 631	3 958	9 198

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.

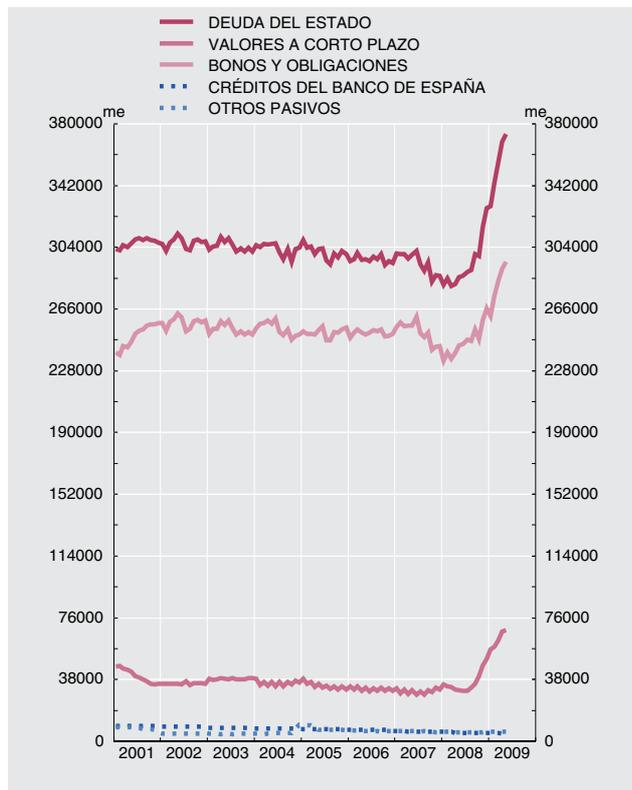
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

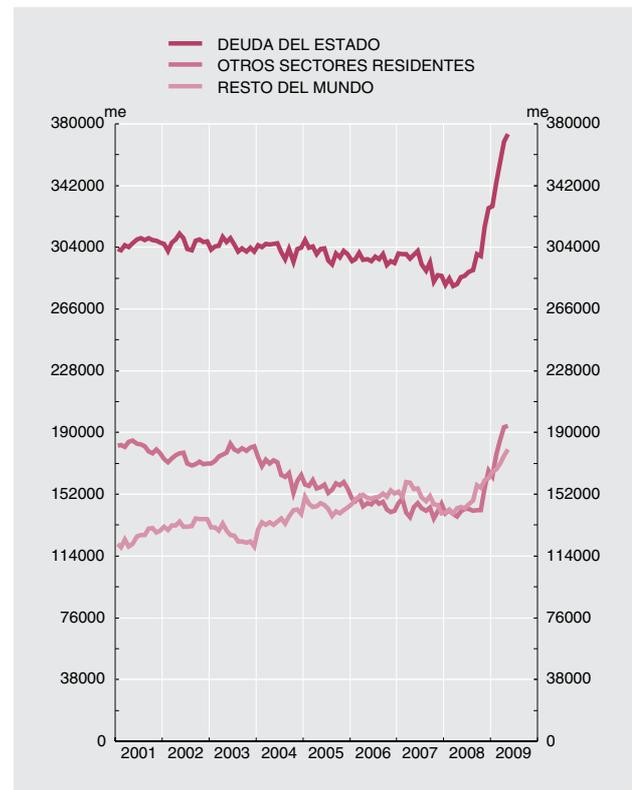
Millones de euros

	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)	
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	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		301 503	5 105	38 702	250 337	7 873	4 591	192 426	10 952	181 474	120 029	300	6 821
04		303 563	3 267	35 996	250 125	7 388	10 055	183 276	19 412	163 863	139 700	300	7 186
05		299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020
06		294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794
07	P	286 349	355	31 644	243 246	5 832	5 626	171 657	25 551	146 106	140 243	165	6 162
08 Sep	P	299 654	76	35 516	253 327	5 249	5 563	175 541	33 342	142 199	157 455	182	7 614
08 Oct	P	298 500	76	40 024	247 665	5 249	5 562	174 335	31 915	142 420	156 080	14 997	7 790
08 Nov	P	316 677	72	46 663	259 204	5 249	5 561	187 931	31 971	155 959	160 718	17 005	8 416
08 Dic	P	328 242	63	50 790	266 385	5 249	5 818	200 921	34 458	166 463	161 779	4 502	8 152
09 Ene	A	329 187	67	56 556	261 588	5 249	5 794	198 748	35 558	163 190	165 997	8 500	8 051
09 Feb	A	343 656	67	58 211	274 413	5 249	5 783	211 602	35 226	176 376	167 280	10 000	15 106
09 Mar	A	356 551	64	62 154	283 421	5 249	5 727	221 812	36 178	185 633	170 918	6 502	22 453
09 Abr	A	368 887	67	67 566	290 935	4 665	5 720	232 785	39 564	193 221	175 666	19 980	34 048
09 May	A	373 821	69	68 521	294 904	4 665	5 731	236 208	42 059	194 149	179 672	13 000	39 874

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.

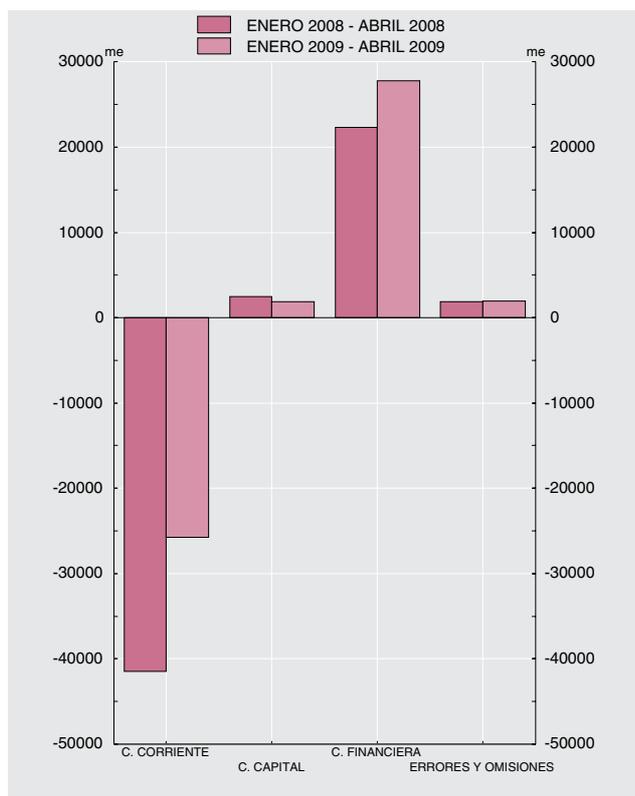
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

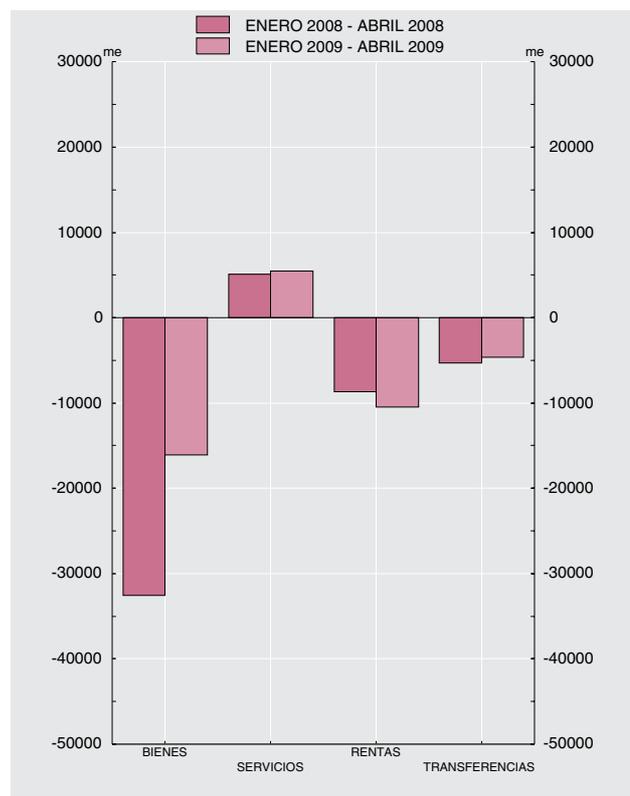
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													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
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
													Del cual					
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)		
<b>06</b>	-88 313	-83 246	175 808	259 054	22 235	84 761	40 715	62 525	13 266	-20 799	47 701	68 500	-6 503	6 194	-82 118	85 624	-3 506	
<b>07</b>	P-105 378	-91 246	192 613	283 859	23 076	93 234	42 061	70 158	14 360	-30 142	56 827	86 969	-7 067	4 578	-100 800	101 066	-265	
<b>08</b>	P-104 412	-87 660	193 899	281 559	26 265	97 513	41 901	71 248	13 834	-33 782	60 991	94 773	-9 235	5 506	-98 906	95 471	3 435	
<b>08 E-A</b>	P -41 452	-32 580	67 424	100 004	5 119	28 075	10 785	22 957	4 368	-8 652	19 979	28 632	-5 338	2 498	-38 954	37 043	1 910	
<b>09 E-A</b>	P -25 753	-16 058	51 982	68 040	5 479	25 825	9 524	20 346	3 613	-10 505	17 299	27 804	-4 667	1 864	-23 889	21 938	1 951	
<b>08 Ene</b>	P -12 031	-8 616	15 374	23 991	1 395	7 309	2 756	5 914	1 112	-3 524	4 964	8 487	-1 286	1 238	-10 793	10 139	654	
<b>08 Feb</b>	P -8 964	-7 557	17 148	24 705	1 102	6 811	2 441	5 710	1 200	-818	5 371	6 189	-1 690	626	-8 338	9 865	-1 527	
<b>08 Mar</b>	P -11 314	-8 974	16 374	25 347	1 307	6 774	2 975	5 467	1 031	-2 241	4 878	7 118	-1 407	370	-10 944	8 684	2 260	
<b>08 Abr</b>	P -9 143	-7 433	18 528	25 961	1 315	7 181	2 613	5 866	1 025	-2 069	4 768	6 837	-955	264	-8 879	8 355	524	
<b>08 May</b>	P -9 201	-7 428	17 130	24 558	2 577	7 745	3 533	5 169	820	-3 617	5 669	9 286	-733	976	-8 225	9 148	-922	
<b>08 Jun</b>	P -7 918	-8 101	15 929	24 030	3 024	9 115	4 115	6 090	1 299	-2 604	5 466	8 070	-237	250	-7 669	9 130	-1 462	
<b>08 Jul</b>	P -7 752	-7 419	17 689	25 108	3 942	10 562	5 143	6 619	1 320	-3 784	6 549	10 333	-492	318	-7 434	7 523	-89	
<b>08 Ago</b>	P -7 118	-7 214	12 464	19 679	3 986	9 691	5 398	5 706	1 454	-3 107	3 245	6 352	-782	414	-6 703	7 267	-564	
<b>08 Sep</b>	P -8 083	-6 719	17 825	24 543	2 585	9 027	4 461	6 443	1 313	-3 061	4 241	7 302	-888	379	-7 704	7 353	351	
<b>08 Oct</b>	P -7 707	-6 093	17 194	23 286	2 503	8 964	3 852	6 461	1 298	-3 042	5 267	8 310	-1 075	212	-7 495	7 160	335	
<b>08 Nov</b>	P -8 555	-5 523	14 738	20 261	1 687	6 986	2 512	5 298	1 038	-3 547	4 265	7 812	-1 173	251	-8 304	7 933	372	
<b>08 Dic</b>	P -6 626	-6 583	13 506	20 090	843	7 349	2 102	6 506	924	-2 368	6 309	8 677	1 482	209	-6 417	2 914	3 503	
<b>09 Ene</b>	P -6 193	-4 114	11 444	15 559	1 460	6 558	2 486	5 098	948	-3 054	4 642	7 696	-484	340	-5 853	6 259	-407	
<b>09 Feb</b>	P -9 417	-5 490	12 785	18 275	1 236	6 311	2 077	5 076	890	-3 002	3 251	6 254	-2 160	238	-9 179	5 505	3 674	
<b>09 Mar</b>	P -6 649	-3 227	14 139	17 366	1 335	6 470	2 441	5 135	829	-3 850	4 359	8 209	-906	374	-6 275	7 917	-1 642	
<b>09 Abr</b>	P -3 494	-3 227	13 614	16 841	1 448	6 486	2 520	5 038	946	-598	5 047	5 645	-1 117	912	-2 582	2 257	325	

**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).

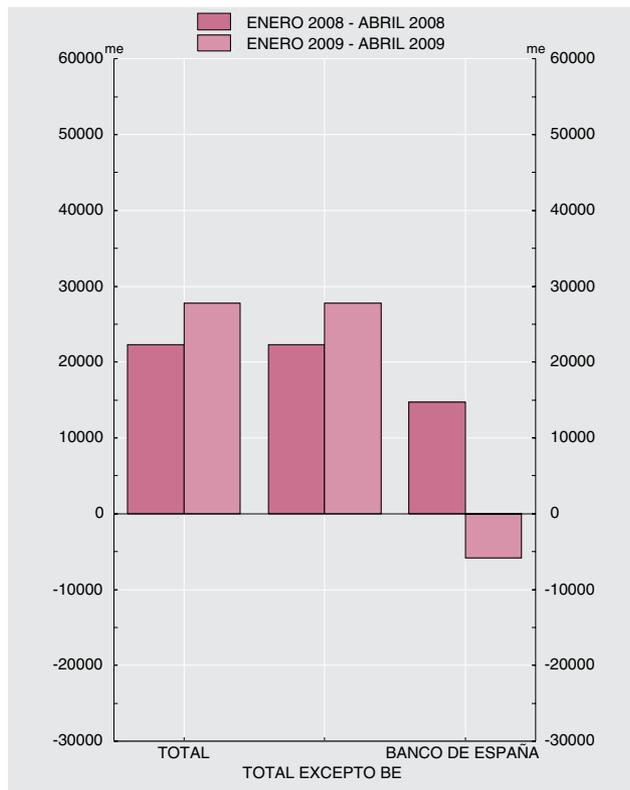
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

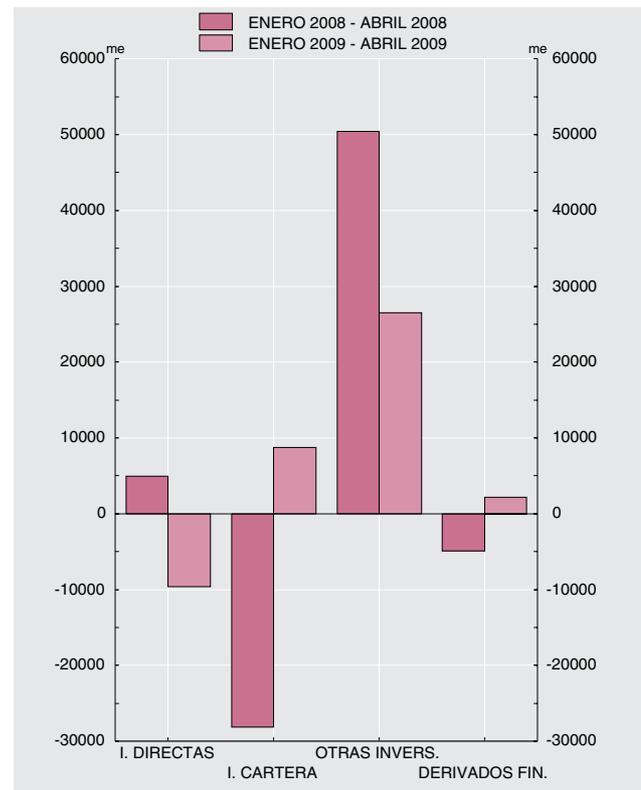
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10
<b>06</b>	85 624	111 425	-58 547	83 100	24 554	199 615	-3 928	195 687	-31 647	66 093	34 446	2 003	-25 800	-480	-12 327	-12 993
<b>07</b>	P101 066	86 743	-50 902	101 191	50 289	104 779	-8 601	96 178	37 025	57 196	94 221	-4 159	14 322	-164	28 329	-13 843
<b>08</b>	P 95 471	65 334	-6 913	54 662	47 749	3 763	-21 869	-18 106	76 284	14 822	91 106	-7 800	30 137	-645	31 713	-931
<b>08 E-A</b>	P 37 043	22 302	4 928	15 139	20 067	-28 176	-2 539	-30 715	50 420	22 817	73 236	-4 870	14 741	156	14 116	469
<b>09 E-A</b>	P 21 938	27 747	-9 638	11 927	2 288	8 726	-7 451	1 275	26 541	-13 903	12 639	2 119	-5 809	-284	-9 227	3 702
<b>08 Ene</b>	P 10 139	4 637	10 369	4 909	15 279	-1 075	-12 995	-14 070	-3 241	34 207	30 966	-1 416	5 502	123	5 483	-104
<b>Feb</b>	P 9 865	9 664	-1 024	3 583	2 559	-11 800	9 899	-1 902	24 100	12 326	36 426	-1 611	201	-36	61	177
<b>Mar</b>	P 8 684	15 700	-4 322	3 507	-815	-16 628	3 346	-13 283	36 736	-40 348	-3 612	-86	-7 016	22	-7 297	259
<b>Abr</b>	P 8 355	-7 698	-95	3 140	3 044	1 329	-2 789	-1 460	-7 175	16 631	9 456	-1 757	16 053	47	15 869	137
<b>May</b>	P 9 148	11 635	-2 900	4 320	1 420	17 178	-2 114	15 064	1 258	9 897	11 155	-3 901	-2 487	61	-3 443	894
<b>Jun</b>	P 9 130	10 419	5 772	6 140	11 913	9 456	-2 081	7 375	-3 912	14 538	10 626	-898	-1 289	87	-2 056	681
<b>Jul</b>	P 7 523	-327	-648	4 146	3 498	8 547	-745	7 802	-6 245	1 828	-4 417	-1 980	7 850	-184	8 024	10
<b>Ago</b>	P 7 267	1 785	-3 966	3 406	-561	8 855	-107	8 748	-3 724	9 980	6 256	620	5 482	-146	5 621	7
<b>Sep</b>	P 7 353	9 465	-1 494	5 004	3 511	4 132	-4 325	-193	6 660	-11 901	-5 240	167	-2 112	-100	-1 569	-444
<b>Oct</b>	P 7 160	15 217	-4 593	6 993	2 400	-11 047	-10 171	-21 218	30 865	-12 481	18 384	-8	-8 057	-28	-5 640	-2 389
<b>Nov</b>	P 7 933	289	-1 696	4 006	2 310	-2 881	-458	-3 339	1 629	-6 558	-4 928	3 236	7 643	-318	8 131	-171
<b>Dic</b>	P 2 914	-5 452	-2 316	5 508	3 192	-2 302	673	-1 629	-669	-13 298	-13 967	-165	8 366	-172	8 528	10
<b>09 Ene</b>	P 6 259	9 280	-5 468	5 379	-88	10 473	-6 929	3 544	3 938	7 708	11 647	337	-3 021	-16	-2 439	-566
<b>Feb</b>	P 5 505	314	-461	1 741	1 280	-3 665	-1 599	-5 264	4 841	-11 613	-6 772	-401	5 191	-84	4 972	303
<b>Mar</b>	P 7 917	10 604	-3 363	3 018	-345	1 968	1 687	3 655	13 048	-7 274	5 774	-1 049	-2 687	-165	-5 382	2 859
<b>Abr</b>	P 2 257	7 549	-346	1 788	1 442	-50	-610	-661	4 714	-2 725	1 990	3 232	-5 292	-19	-6 379	1 106

**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.

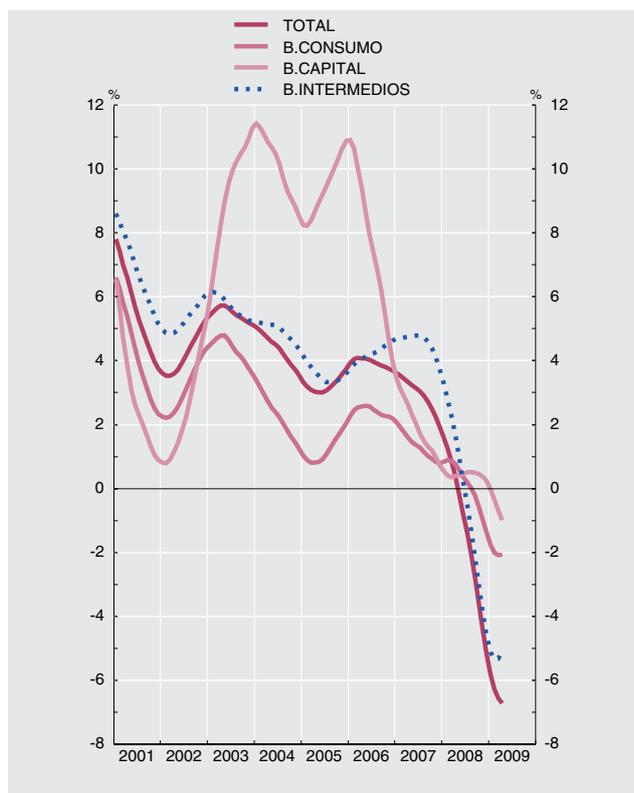
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

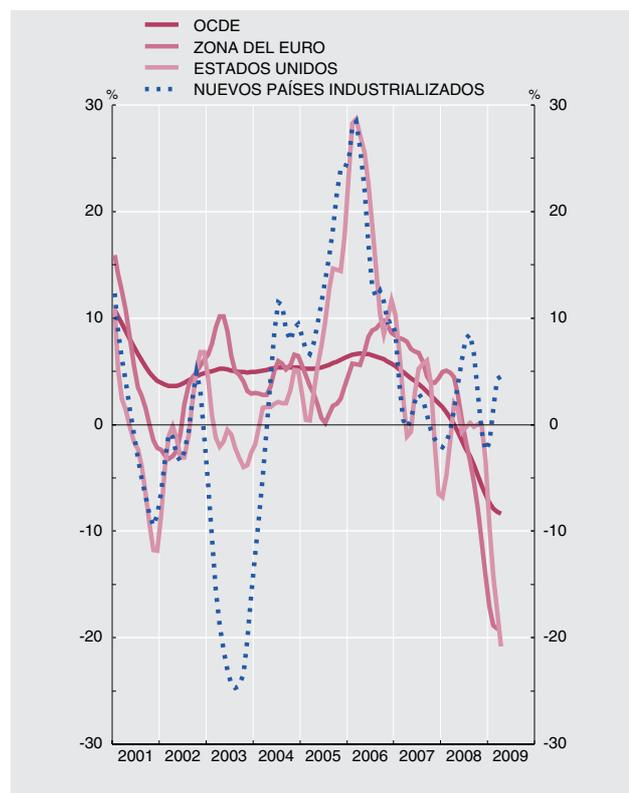
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-4,9	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,0	5,9	2,0	11,0	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,3	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,8	8,4	17,7	4,2	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,4	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	P 188 184	3,9	1,8	4,0	-2,7	1,1	22,3	0,5	1,9	1,4	1,8	3,0	31,3	-2,1	8,0	2,7
<b>08 Mar</b>	P 15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-4,0	-4,6	-15,5	8,7	-3,7	1,7	-18,5
<b>08 Abr</b>	P 17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,8	23,8	33,7	30,8	-16,6	45,2	8,8
<b>08 May</b>	P 16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	2,3	1,0	12,0	50,5	-15,4	-1,5	4,2
<b>08 Jun</b>	P 15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	11,9	-32,5	20,8	0,6
<b>08 Jul</b>	P 17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,1	5,1	16,6	74,3	37,3	16,2	23,9
<b>08 Ago</b>	P 12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,7	-2,3	-1,8	24,8	7,1	-0,4	18,8
<b>08 Sep</b>	P 17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	42,9	39,8	-10,5	18,8
<b>08 Oct</b>	P 16 672	-0,2	-0,3	-1,3	10,5	-1,5	9,7	-2,0	-2,8	-3,0	-2,4	-4,3	53,0	-8,7	-24,8	6,2
<b>08 Nov</b>	P 14 289	-13,8	-16,5	-5,3	-30,9	-21,1	-7,0	-21,8	-15,5	-14,2	-14,2	13,9	-15,0	-10,6	-28,5	-14,1
<b>08 Dic</b>	P 13 142	-7,4	-8,6	3,9	-0,3	-17,8	-10,1	-18,2	-13,1	-10,7	-11,6	19,1	56,4	20,8	-0,2	-9,8
<b>09 Ene</b>	P 11 092	-25,7	-23,6	-16,4	-31,5	-27,3	-16,5	-27,8	-25,5	-22,6	-25,7	-21,1	-2,3	-30,2	-46,1	-19,9
<b>09 Feb</b>	P 12 401	-25,4	-20,7	-17,8	1,9	-26,3	-15,0	-26,7	-29,5	-27,0	-28,0	-22,1	27,3	-19,6	-27,0	2,9
<b>09 Mar</b>	P 13 714	-13,6	-9,5	2,1	-16,3	-16,7	-35,9	-15,6	-17,5	-16,1	-15,0	-4,4	18,9	8,1	-7,4	36,8
<b>09 Abr</b>	P 13 192	-26,6	-22,6	-13,8	-28,5	-27,6	-45,2	-26,7	-23,8	-21,1	-25,7	-34,3	-6,3	-26,7	-26,5	-3,6

**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.

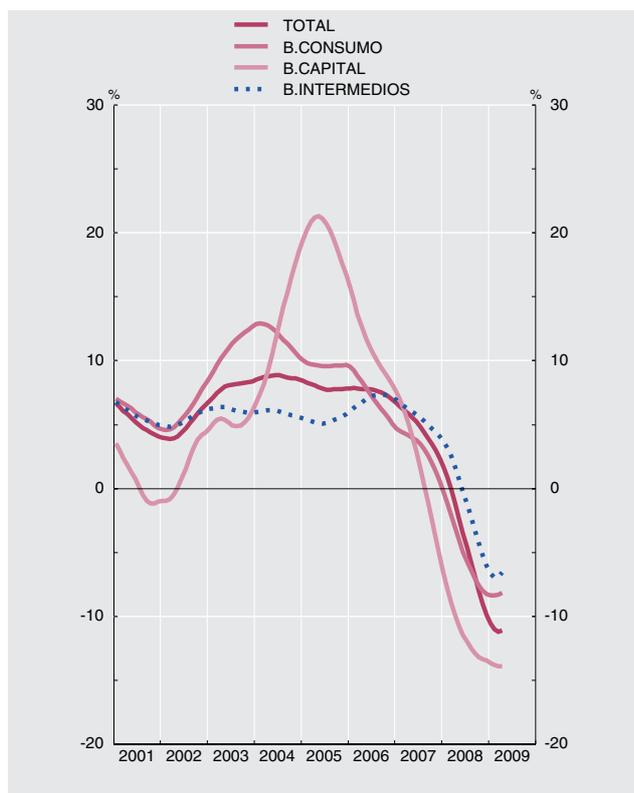
#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

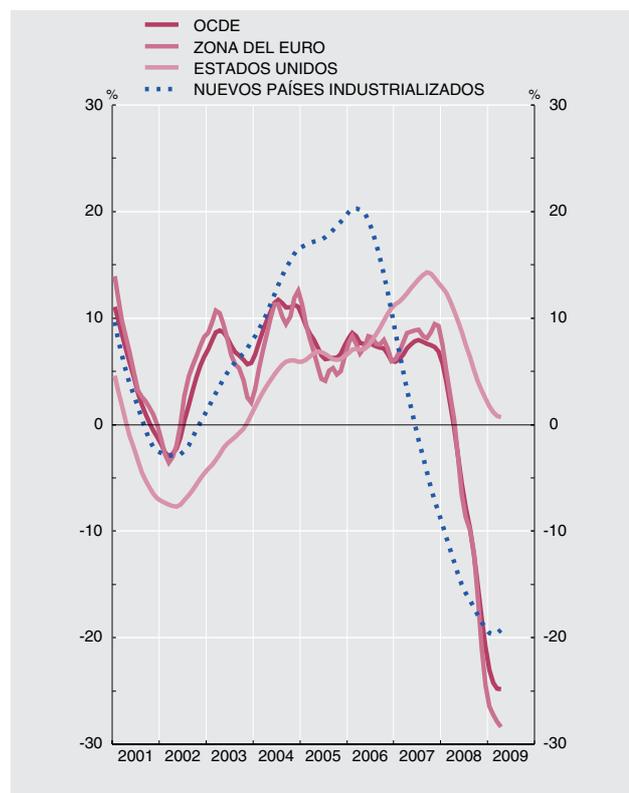
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-0,5	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	13,4	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	39,2	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	8,0	8,5	14,7	24,9	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-4,8	-6,8	28,7	-3,7
<b>08 Mar</b>	P 25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,5	-5,5	29,7	42,1	0,7	-2,8	-26,1
<b>Abr</b>	P 26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	11,0	10,0	13,5	40,9	42,0	34,7	6,9
<b>May</b>	P 24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,6	-3,5	12,3	52,9	29,5	6,7	-24,6
<b>Jun</b>	P 24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,3	-11,1	24,2	56,9	24,6	13,5	-24,3
<b>Jul</b>	P 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
<b>Ago</b>	P 19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-10,9	-10,2	-1,4	47,2	3,2	-0,7	-7,9
<b>Sep</b>	P 24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,4	-1,7	2,5	40,9	5,8	17,8	-11,1
<b>Oct</b>	P 23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-15,6	-15,1	-18,3	30,1	-20,3	-7,6	-10,6
<b>Nov</b>	P 20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,7	-22,3	-12,0	13,3	-9,4	-26,3	-21,3
<b>Dic</b>	P 20 072	-16,5	-18,0	-14,0	-25,7	-18,4	-4,3	-22,1	-24,1	-27,4	-19,2	24,4	-4,3	-4,0	9,3	-29,4
<b>09 Ene</b>	P 15 591	-35,3	-30,1	-16,4	-32,3	-34,8	-32,9	-35,3	-32,5	-31,1	-33,8	-28,9	-50,0	-31,6	-28,0	-34,8
<b>Feb</b>	P 18 268	-26,0	-20,3	-3,5	-35,4	-24,9	10,6	-32,3	-26,0	-25,4	-26,1	-3,4	-7,5	-22,4	-26,2	-34,0
<b>Mar</b>	P 17 372	-31,8	-26,2	-9,0	-26,3	-32,3	-35,6	-31,3	-28,0	-28,1	-26,8	-21,5	-36,9	-7,8	-22,4	-22,5
<b>Abr</b>	P 16 828	-35,3	-29,2	-17,1	-37,6	-32,5	-21,3	-35,1	-31,8	-32,0	-32,1	-22,9	-38,6	-29,6	-35,2	-33,6

**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.

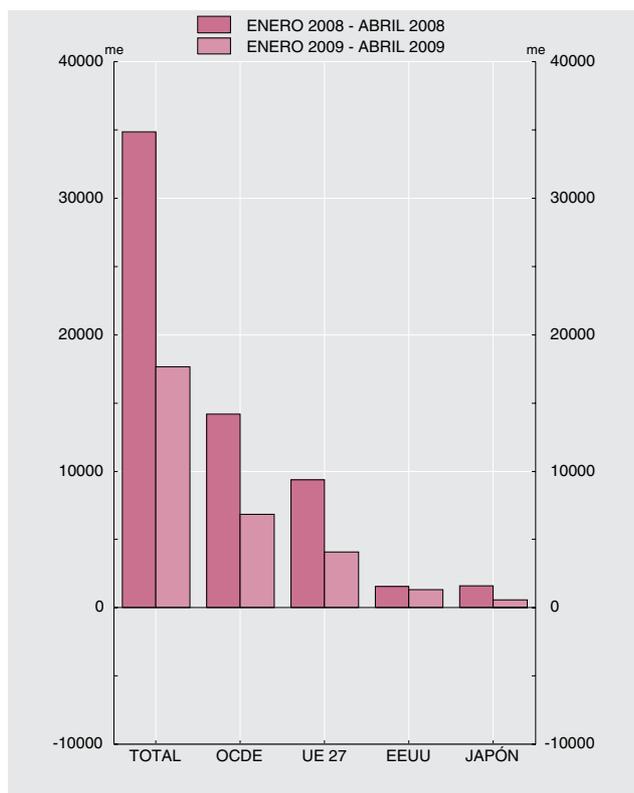
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

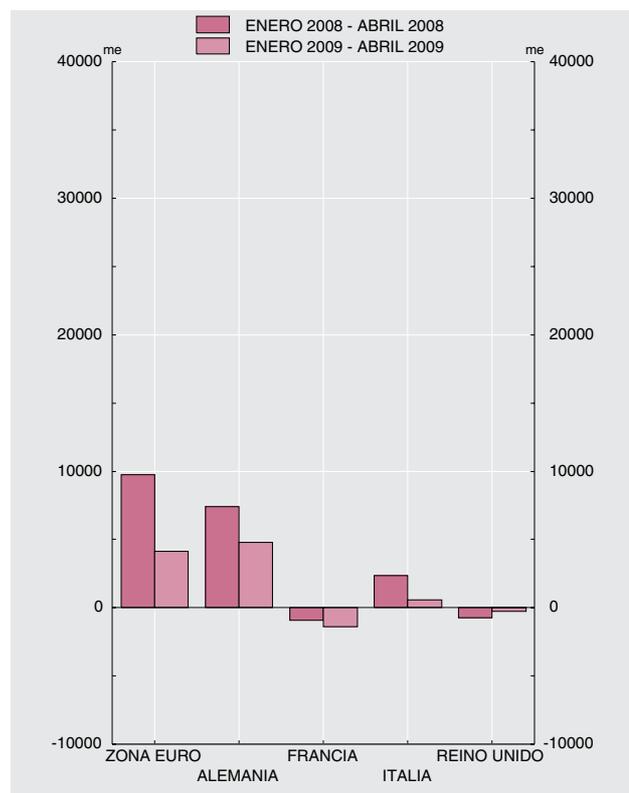
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)						OCDE					OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
		Total	Zona del Euro			Resto de la UE 27		Total	Del cual:							
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total		Reino Unido	Total	EEUU	Japón				
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>03</b>	-46 995	-19 057	-19 120	-13 731	-3 239	-3 517	63	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 146	-1 467	-5 629	-2 600	
<b>04</b>	-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 321	-1 784	-7 369	-3 104	
<b>05</b>	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-14 136	-3 089	-10 182	-3 411	
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 576	-3 316	-12 647	-4 564	
<b>07</b>	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 423	-3 477	-16 366	-4 347	
<b>08</b>	-94 067	-25 314	-25 188	-20 054	3 865	-6 350	-125	418	-38 121	-3 479	-3 626	-22 158	-5 061	-17 903	-3 321	
<b>08 Mar</b>	P	-9 602	-2 251	-2 345	-1 716	174	-574	93	220	-3 579	-468	-437	-1 905	-447	-1 156	
<b>08 Abr</b>	P	-8 048	-2 673	-2 657	-2 022	335	-650	-16	130	-3 427	-279	-378	-1 656	-387	-1 396	
<b>08 May</b>	P	-7 963	-2 153	-2 315	-2 116	553	-490	163	160	-3 458	-304	-365	-1 973	-516	-1 405	
<b>08 Jun</b>	P	-8 662	-2 064	-2 052	-1 726	366	-417	-12	-40	-3 386	-310	-378	-2 558	-523	-1 467	
<b>08 Jul</b>	P	-8 012	-2 061	-2 044	-1 736	477	-769	-17	-5	-2 895	-266	-179	-1 769	-488	-1 783	
<b>08 Ago</b>	P	-7 597	-2 121	-2 093	-1 091	-199	-472	-28	-6	-2 933	-195	-150	-2 174	-379	-1 578	
<b>08 Sep</b>	P	-7 433	-1 262	-1 349	-1 489	604	-446	86	93	-2 222	-262	-250	-1 972	-590	-1 861	
<b>08 Oct</b>	P	-6 645	-1 780	-1 800	-1 622	492	-408	20	9	-2 633	-185	-242	-1 910	-336	-1 454	
<b>08 Nov</b>	P	-5 948	-1 939	-1 780	-1 372	441	-541	-159	-145	-2 682	-126	-200	-1 285	-406	-1 291	
<b>08 Dic</b>	P	-6 930	-2 559	-2 015	-1 508	210	-434	-544	-404	-3 724	-269	-282	-1 347	-208	-1 288	
<b>09 Ene</b>	P	-4 498	-511	-531	-1 034	662	-154	20	33	-1 235	-265	-166	-917	-343	-1 265	
<b>09 Feb</b>	P	-5 868	-2 335	-2 316	-1 289	-718	-271	-18	10	-3 071	-475	-125	-1 124	-199	-1 119	
<b>09 Mar</b>	P	-3 657	-395	-571	-1 242	773	-109	175	188	-1 110	-274	-169	-919	-344	-870	
<b>09 Abr</b>	P	-3 636	-832	-725	-1 236	659	-63	-107	20	-1 424	-293	-133	-831	-256	-884	

**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.

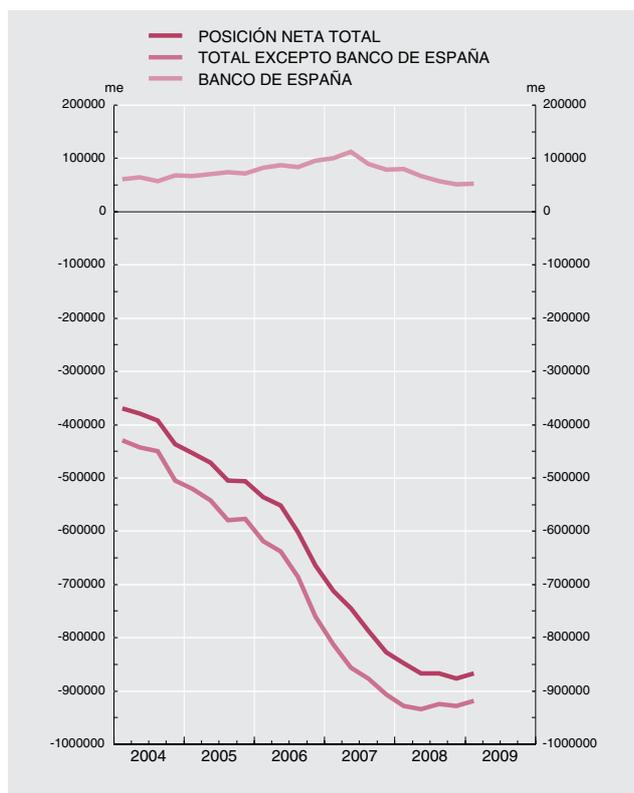
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

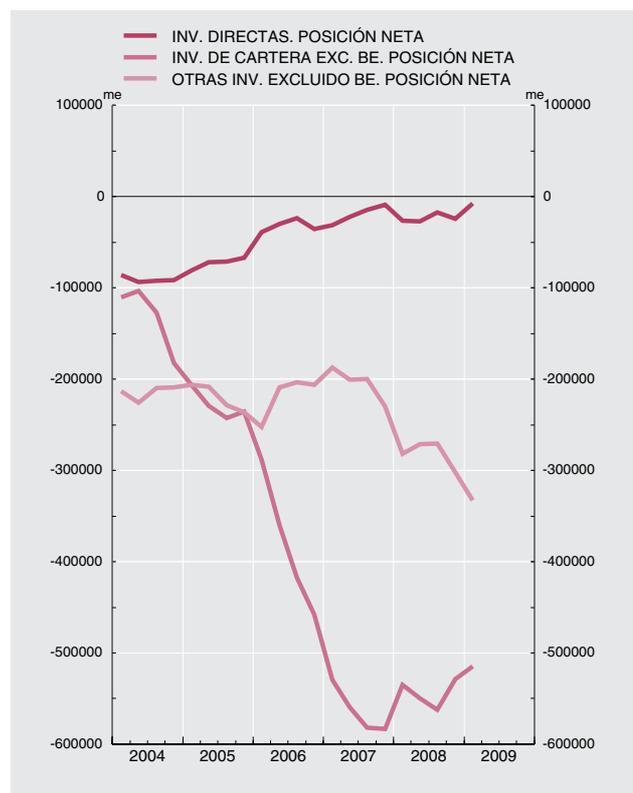
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	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)						
																1=2+13
01	-242,5	-311,0	-38,2	162,9	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-303,1	-363,7	-89,2	156,0	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	...	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06 /	-535,9	-618,4	-38,9	287,0	325,9	-327,1	476,7	803,8	-252,3	284,9	537,2	-	82,4	15,4	26,8	40,3
II	-551,2	-638,5	-30,3	302,2	332,5	-399,2	444,3	843,5	-209,0	299,5	508,5	-	87,3	14,6	32,2	40,5
III	-602,4	-685,8	-23,4	319,6	343,0	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-664,4	-760,1	-35,6	314,0	349,6	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 /	-712,3	-812,7	-31,4	320,5	351,8	-582,4	461,0	1 043,3	-187,6	358,4	546,1	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-744,6	-856,7	-22,7	351,5	374,2	-617,2	471,0	1 088,2	-200,8	361,7	562,6	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-786,5	-876,2	-14,7	361,0	375,7	-643,4	455,2	1 098,6	-200,1	383,7	583,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-827,2	-906,2	-9,4	401,3	410,6	-647,6	443,3	1 090,8	-230,4	378,8	609,2	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /	-847,7	-928,4	-26,4	401,7	428,1	-599,6	420,7	1 020,3	-281,6	380,3	661,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-866,5	-933,7	-27,2	417,1	444,3	-611,5	401,2	1 012,8	-271,6	416,6	688,1	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-867,4	-924,4	-17,3	435,2	452,5	-624,9	387,7	1 012,6	-270,6	422,3	692,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-877,0	-927,8	-24,4	434,9	459,3	-595,2	362,2	957,4	-301,9	385,4	687,3	-6,4	50,9	14,5	-30,6	66,9
09 /	-866,7	-918,9	-7,9	453,2	461,1	-578,5	352,5	930,9	-332,5	374,1	706,7	0,0	52,2	15,7	-27,4	63,9

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.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.

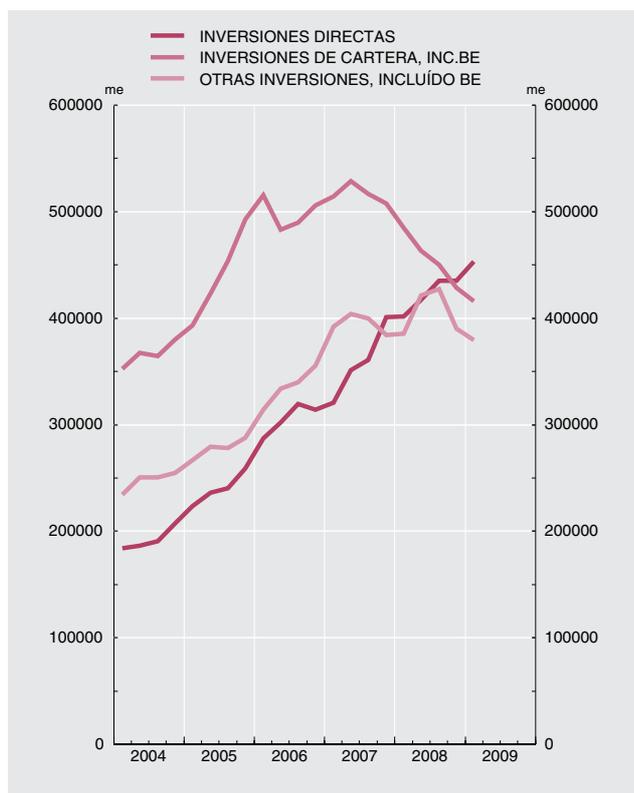
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

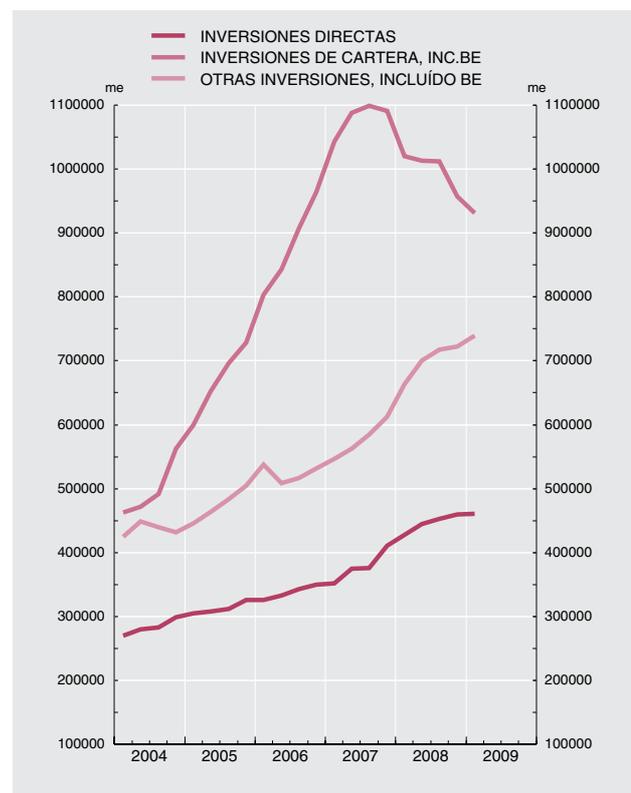
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>01</b>	142 688	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
<b>02</b>	139 178	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
<b>03</b>	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b> /	267 995	18 980	252 144	73 779	119 452	395 944	214 645	589 149	313 799	537 742	-	-
<b>II</b>	279 692	22 501	259 325	73 179	122 047	361 127	206 547	636 951	333 653	508 828	-	-
<b>III</b>	298 024	21 608	263 985	79 063	126 170	363 383	232 494	674 271	339 974	516 719	-	-
<b>IV</b>	290 841	23 206	270 481	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b> /	299 321	21 139	273 061	78 768	140 704	373 512	256 533	786 784	391 843	546 396	33 197	44 487
<b>II</b>	335 868	15 665	288 590	85 654	153 730	374 852	269 506	818 657	403 805	563 003	39 921	55 856
<b>III</b>	339 394	21 633	293 476	82 274	142 095	374 617	273 560	825 065	399 573	584 058	44 181	62 069
<b>IV</b>	374 419	26 861	319 861	90 777	134 762	372 789	286 207	804 620	383 993	612 706	44 642	63 487
<b>08</b> /	374 132	27 555	341 161	86 941	105 912	379 311	239 395	780 900	385 209	663 720	53 297	74 001
<b>II</b>	388 437	28 687	354 781	89 554	98 479	364 805	220 273	792 495	421 356	700 447	58 579	82 016
<b>III</b>	404 074	31 131	356 162	96 305	84 523	365 861	203 600	808 962	427 107	717 182	70 066	81 757
<b>IV</b>	403 625	31 323	359 678	99 651	64 794	363 565	174 373	783 004	390 233	722 556	108 228	114 023
<b>09</b> /	420 426	32 773	360 122	101 018	57 269	358 747	145 316	785 632	379 576	739 143	111 632	111 519

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

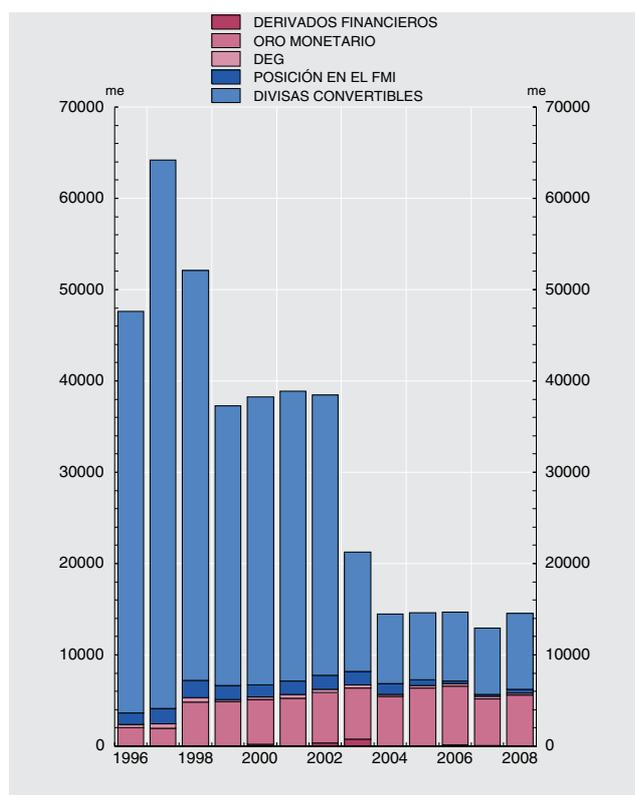
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

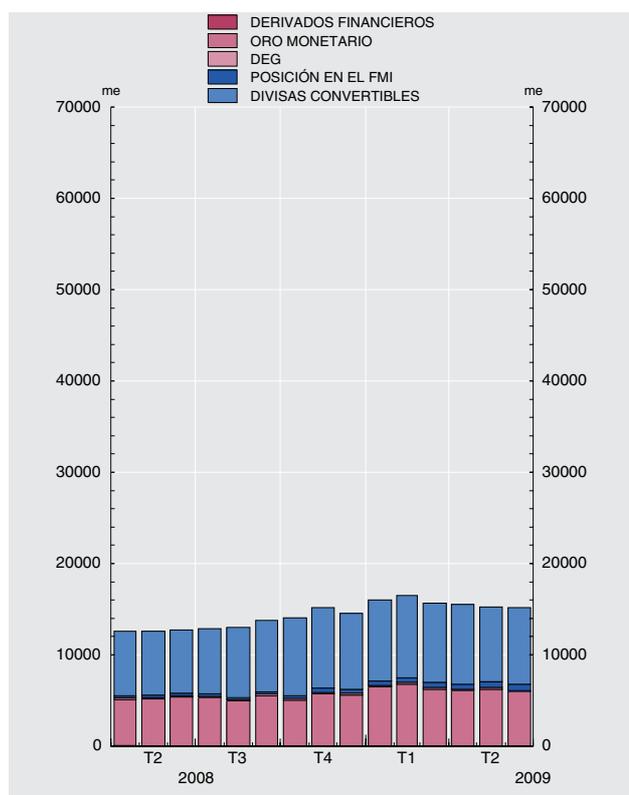
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
<b>03</b>	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
<b>04</b>	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08 Ene</b>	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
<i>Feb</i>	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
<i>Mar</i>	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
<i>Abr</i>	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
<i>May</i>	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
<i>Jun</i>	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
<i>Jul</i>	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
<i>Ago</i>	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
<i>Sep</i>	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
<i>Oct</i>	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
<i>Nov</i>	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
<i>Dic</i>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09 Ene</b>	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
<i>Feb</i>	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
<i>Mar</i>	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
<i>Abr</i>	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
<i>May</i>	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
<i>Jun</i>	15 142	8 372	693	48	6 028	-	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*

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	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	
<b>05 /</b>	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
<b>II</b>	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
<b>III</b>	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
<b>IV</b>	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06 /</b>	1 238 533	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115
<b>II</b>	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
<b>III</b>	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
<b>IV</b>	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<b>07 /</b>	1 461 842	219 413	4 901	40	195 781	18 692	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
<b>II</b>	1 523 014	215 158	5 446	443	190 503	18 766	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
<b>III</b>	1 542 186	207 169	4 820	1 329	182 455	18 566	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
<b>IV</b>	1 561 759	197 861	4 505	878	173 414	19 064	-	723 951	20 039	327 391	262 222	114 300
<b>08 /</b>	1 588 487	194 208	6 329	549	167 692	19 637	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
<b>II</b>	1 642 142	196 206	5 594	152	170 922	19 538	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
<b>III</b>	1 680 102	212 325	9 722	485	182 155	19 964	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
<b>IV</b>	1 661 730	227 201	12 330	2 089	191 968	20 815	-	766 316	12 214	400 693	249 210	104 200
<b>09 /</b>	1 683 347	235 620	15 801	470	198 385	20 964	-	781 797	15 198	411 446	246 447	108 706

**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:		
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Otros pasivos	Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>05 /</b>	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712
<b>II</b>	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
<b>III</b>	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
<b>IV</b>	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
<b>06 /</b>	535	535	322 731	2 905	19 500	417	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216
<b>II</b>	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010
<b>III</b>	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999
<b>IV</b>	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581
<b>07 /</b>	322	322	455 348	5 303	21 641	550	317 258	109 329	334	932	128 663	50 034	78 629
<b>II</b>	423	423	481 337	5 418	26 985	1 066	336 291	110 223	331	1 022	141 355	50 486	90 868
<b>III</b>	277	277	494 661	2 153	21 864	854	346 652	121 804	339	994	133 063	52 229	80 834
<b>IV</b>	3 550	3 550	491 964	201	20 050	314	344 239	126 136	331	692	144 433	55 142	89 291
<b>08 /</b>	1 855	1 855	480 029	927	19 573	430	329 226	128 257	320	1 296	143 867	56 287	87 579
<b>II</b>	12 326	12 326	490 324	6 397	20 880	1 368	328 479	131 763	317	1 120	149 201	61 386	87 815
<b>III</b>	24 276	24 276	497 052	18 093	22 983	1 205	319 331	134 294	323	824	153 958	62 351	91 607
<b>IV</b>	35 233	35 233	476 809	12 955	20 866	2 442	304 328	135 073	322	824	156 170	64 600	91 570
<b>09 /</b>	32 491	32 491	474 868	19 521	17 319	3 270	290 280	143 099	356	1 023	158 572	65 894	92 678

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					
	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 ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
<b>08 Ene</b>	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
<b>09 Ene</b>	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402
<i>Feb</i>	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259
<i>Mar</i>	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027
<i>Abr</i>	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
<i>May</i>	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602
<i>Jun</i>	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107

**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							
	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	
<b>08 Ene</b>	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
<b>09 Ene</b>	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144	24 942
<i>Feb</i>	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964	26 622
<i>Mar</i>	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242	25 633
<i>Abr</i>	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
<i>May</i>	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400
<i>Jun</i>	70 703	29 661	46 695	-118	-	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177	26 966

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

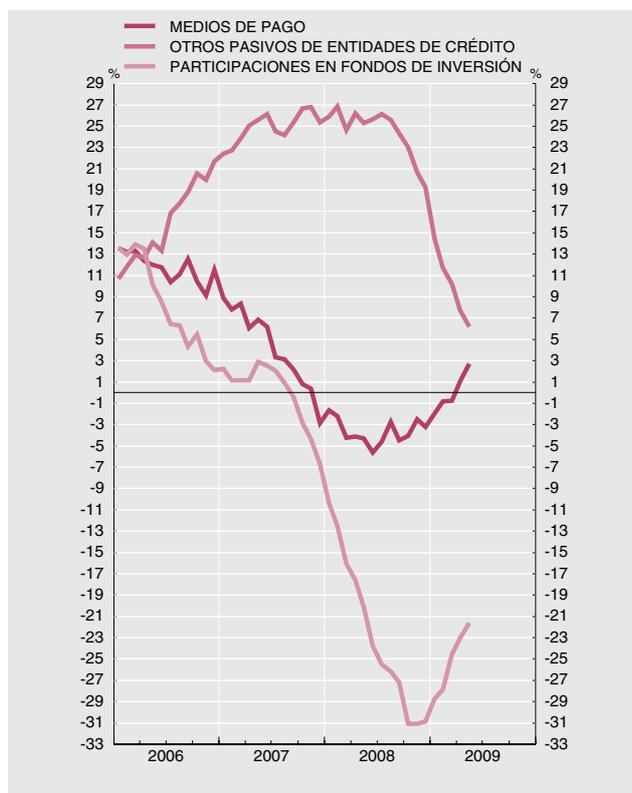
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

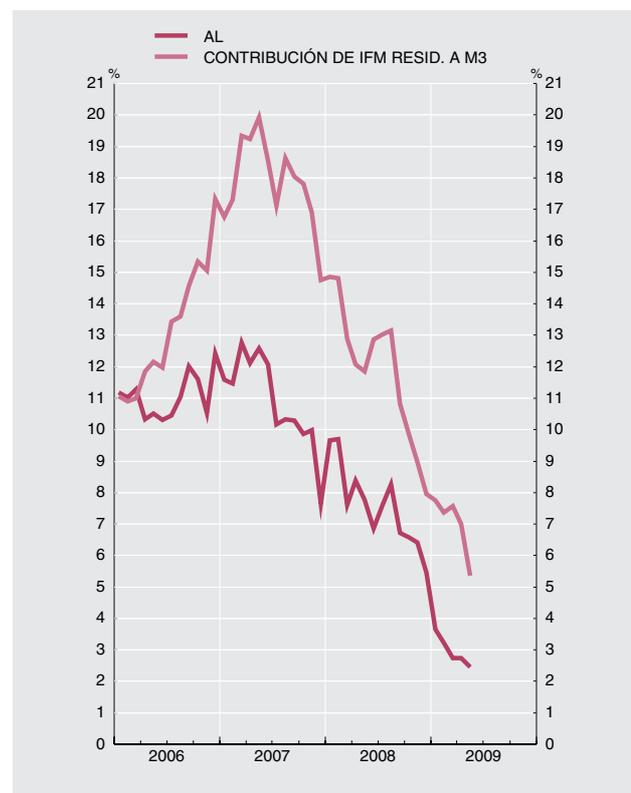
Millones de euros y porcentajes

	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		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>06</b>	512 581	11,5	9,9	11,9	365 983	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
<b>07</b>	497 887	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,3	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
<b>08</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 234	19,3	24,3	-12,7	-8,9	145 099	-30,8	-16,2	-42,2	5,5	8,0
<b>08 Feb</b>	480 343	-2,2	1,5	-3,1	482 232	26,8	31,2	6,3	-7,4	197 714	-12,5	2,6	-23,1	9,7	14,8
<b>Mar</b>	480 671	-4,2	-0,3	-5,2	488 556	24,7	29,7	2,5	-15,4	192 015	-16,1	-0,1	-27,6	7,6	12,9
<b>Abr</b>	471 030	-4,1	-0,6	-5,0	499 700	26,2	31,6	-0,3	-10,7	188 789	-17,6	-1,2	-29,3	8,4	12,1
<b>May</b>	477 157	-4,3	-1,3	-5,0	505 476	25,3	31,5	-3,3	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	7,8	11,9
<b>Jun</b>	487 821	-5,6	-2,5	-6,3	518 447	25,7	30,7	-0,7	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	6,9	12,9
<b>Jul</b>	479 771	-4,6	-2,8	-5,0	523 983	26,1	31,7	-1,2	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,6	13,0
<b>Ago</b>	478 080	-2,8	-3,2	-2,7	531 720	25,6	31,8	-6,0	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,2	13,1
<b>Sep</b>	478 656	-4,5	-3,7	-4,7	534 820	24,3	29,6	-2,1	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,7	10,8
<b>Oct</b>	465 576	-4,1	1,2	-5,4	541 397	23,0	27,5	1,2	-18,8	151 857	-31,1	-15,4	-42,7	6,6	9,8
<b>Nov</b>	475 795	-2,5	0,9	-3,4	542 175	20,7	25,8	-6,4	-24,5	147 925	-31,1	-15,8	-42,7	6,4	9,0
<b>Dic</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 234	19,3	24,3	-12,7	-8,9	145 099	-30,8	-16,2	-42,2	5,5	8,0
<b>09 Ene</b>	P 473 030	-1,9	1,3	-2,8	538 749	14,5	19,9	-19,5	-23,7	144 119	-28,7	-20,9	-36,0	3,7	7,8
<b>Feb</b>	P 476 275	-0,8	1,4	-1,4	538 668	11,7	16,8	-22,1	-22,3	142 710	-27,8	-18,9	-36,2	3,2	7,4
<b>Mar</b>	P 477 051	-0,8	2,0	-1,4	538 244	10,2	15,5	-26,3	-21,3	144 862	-24,6	-17,6	-31,5	2,7	7,6
<b>Abr</b>	P 476 061	1,1	2,9	0,6	538 225	7,7	11,8	-20,4	-26,4	145 422	-23,0	-15,3	-30,6	2,7	7,0
<b>May</b>	P 490 150	2,7	2,8	2,7	536 603	6,2	9,8	-18,4	-25,5	144 326	-21,6	-19,3	-23,9	2,5	5,3

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.

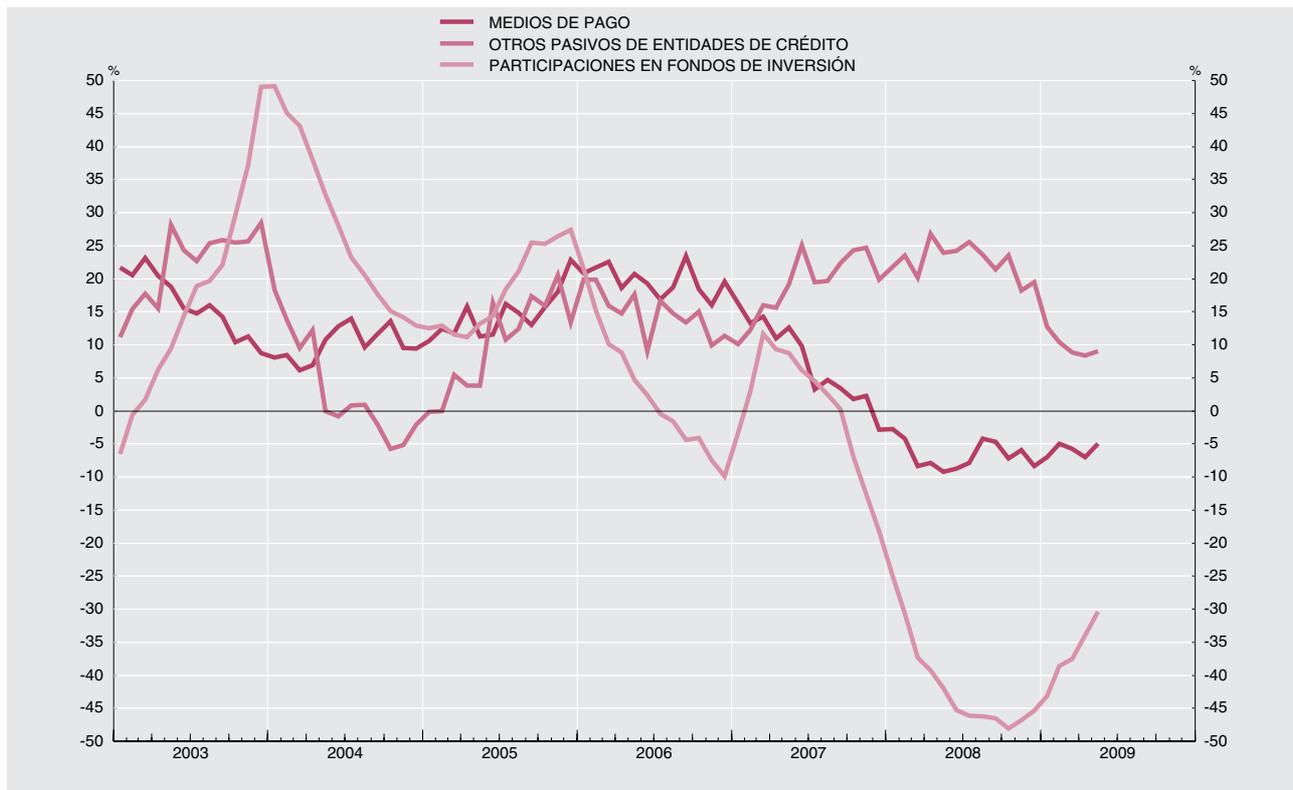
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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 inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					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
<b>06</b>	137 357	19,6	78 769	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
<b>07</b>	133 469	-2,8	94 413	19,9	37,4	-8,2	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
<b>08</b>	122 377	-8,3	112 786	19,5	25,1	5,9	11 854	-45,4	-33,6	-54,5
<b>08 Feb</b>	124 315	-4,2	96 821	23,5	38,6	-4,6	20 024	-30,7	-17,2	-40,2
<b>Mar</b>	123 351	-8,3	98 807	20,2	35,6	-8,3	19 083	-37,3	-23,9	-47,1
<b>Abr</b>	118 718	-7,8	101 892	26,9	44,4	-7,5	18 113	-39,3	-24,4	-49,9
<b>May</b>	121 193	-9,2	103 551	24,0	43,1	-12,0	16 996	-41,9	-25,7	-53,3
<b>Jun</b>	125 284	-8,7	110 055	24,2	35,7	1,0	15 587	-45,3	-28,0	-57,4
<b>Jul</b>	118 279	-7,8	107 692	25,6	38,1	1,0	14 913	-46,2	-29,7	-57,9
<b>Ago</b>	120 854	-4,2	110 438	23,7	38,2	-3,2	14 573	-46,2	-31,9	-56,9
<b>Sep</b>	126 336	-4,6	111 310	21,4	30,6	3,6	13 946	-46,6	-33,4	-56,6
<b>Oct</b>	116 473	-7,2	113 948	23,6	28,9	11,9	12 858	-48,0	-34,1	-58,3
<b>Nov</b>	121 399	-6,0	110 632	18,2	23,1	6,7	12 333	-46,8	-33,8	-56,6
<b>Dic</b>	122 377	-8,3	112 786	19,5	25,1	5,9	11 854	-45,4	-33,6	-54,5
<b>09 Ene</b>	P 116 487	-7,0	106 356	12,7	20,1	-6,0	11 845	-43,1	-37,6	-48,4
<b>Feb</b>	P 118 191	-4,9	106 928	10,4	16,8	-6,9	12 302	-38,6	-29,3	-47,6
<b>Mar</b>	P 116 255	-5,8	107 570	8,9	16,7	-12,3	11 915	-37,6	-32,8	-42,5
<b>Abr</b>	P 110 400	-7,0	110 411	8,4	11,7	-1,9	11 962	-34,0	-29,7	-38,6
<b>May</b>	P 115 192	-5,0	112 876	9,0	12,0	-0,1	11 836	-30,4	-32,0	-28,6

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

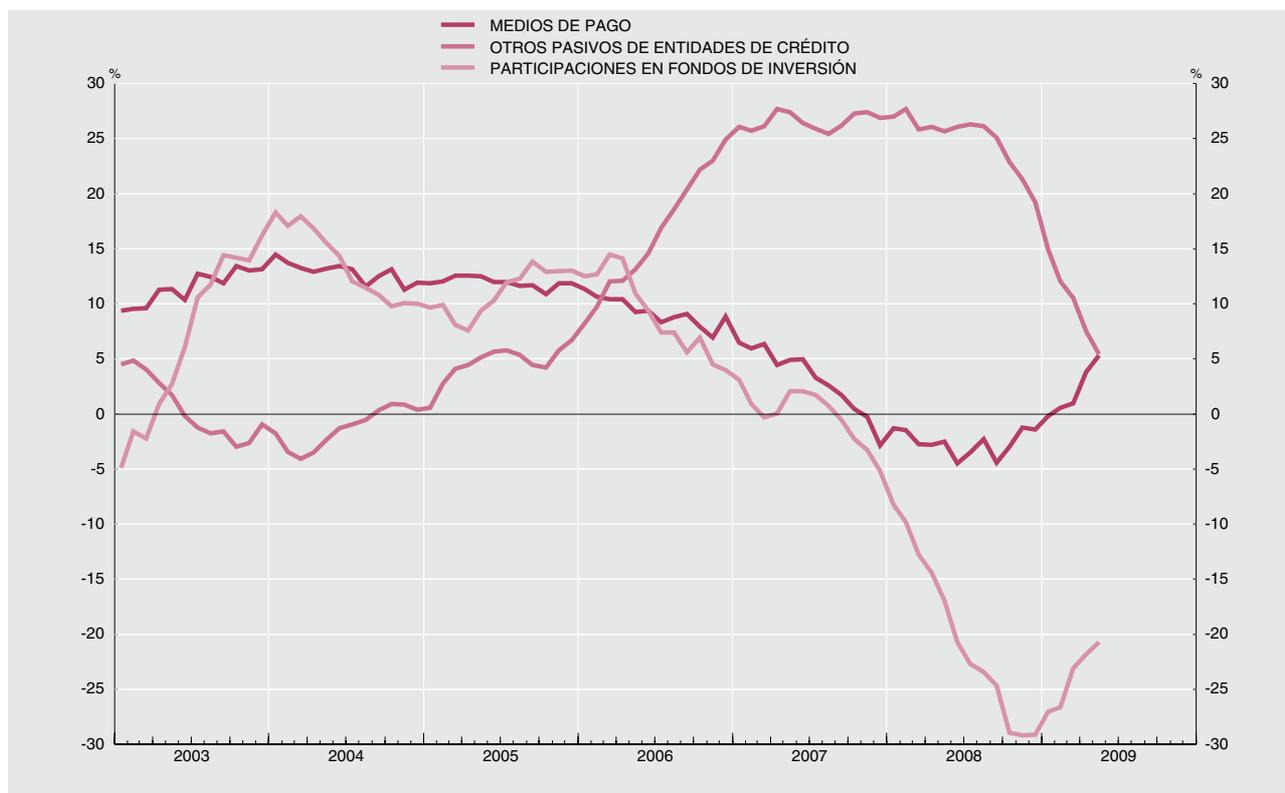
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>06</b>	375 224	8,9	9,2	8,8	287 214	24,9	23,8	34,1	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07</b>	364 418	-2,9	2,9	-4,6	364 474	26,9	28,4	15,0	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 448	19,2	24,2	-25,8	133 245	-29,2	-14,2	-40,7
<b>08 Feb</b>	356 028	-1,5	2,4	-2,6	385 412	27,7	29,8	10,5	177 690	-9,8	5,5	-20,6
<b>Mar</b>	357 320	-2,7	0,8	-3,8	389 750	25,8	28,5	4,9	172 932	-12,8	3,5	-24,6
<b>Abr</b>	352 312	-2,8	0,6	-3,9	397 809	26,0	29,2	1,5	170 675	-14,4	2,2	-26,3
<b>May</b>	355 965	-2,5	0,1	-3,3	401 925	25,6	29,3	-2,2	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
<b>Jun</b>	362 537	-4,5	-1,0	-5,6	408 392	26,1	29,6	-1,0	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
<b>Jul</b>	361 492	-3,5	-1,2	-4,2	416 292	26,3	30,4	-5,8	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
<b>Ago</b>	357 226	-2,3	-1,5	-2,5	421 281	26,1	30,5	-8,7	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
<b>Sep</b>	352 319	-4,4	-1,8	-5,3	423 510	25,1	29,4	-10,6	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
<b>Oct</b>	349 103	-3,0	3,1	-5,0	427 449	22,9	27,2	-14,5	138 999	-28,9	-13,0	-40,8
<b>Nov</b>	354 396	-1,3	3,0	-2,6	431 543	21,3	26,3	-22,6	135 593	-29,2	-13,7	-41,0
<b>Dic</b>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 448	19,2	24,2	-25,8	133 245	-29,2	-14,2	-40,7
<b>09 Ene</b>	P 356 543	-0,2	3,3	-1,3	432 393	14,9	19,8	-30,7	132 274	-27,1	-18,9	-34,6
<b>Feb</b>	P 358 084	0,6	3,3	-0,3	431 740	12,0	16,7	-33,0	130 408	-26,6	-17,8	-34,9
<b>Mar</b>	P 360 796	1,0	3,6	0,1	430 674	10,5	15,2	-34,9	132 947	-23,1	-15,9	-30,3
<b>Abr</b>	P 365 661	3,8	4,4	3,6	427 815	7,5	11,8	-34,8	133 460	-21,8	-13,7	-29,8
<b>May</b>	P 374 959	5,3	4,1	5,7	423 727	5,4	9,3	-33,3	132 490	-20,7	-17,9	-23,5

#### 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.

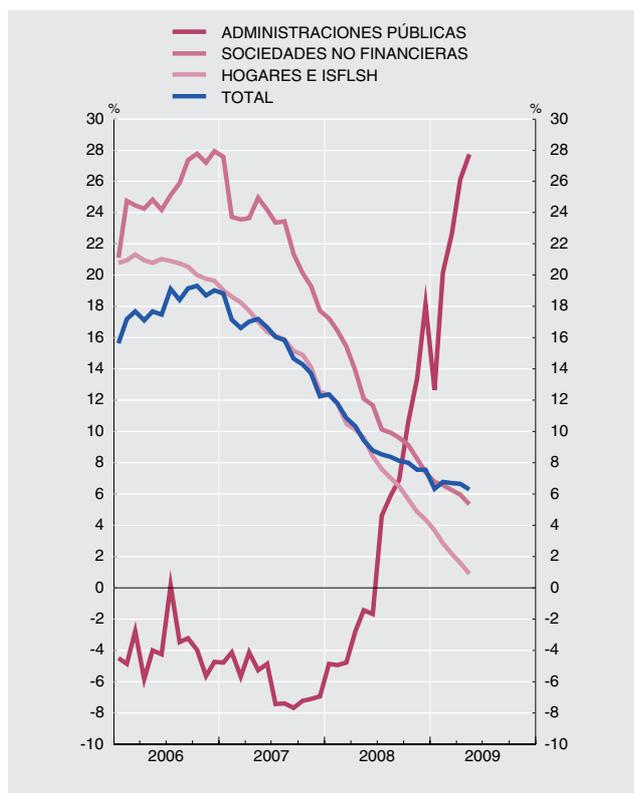
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

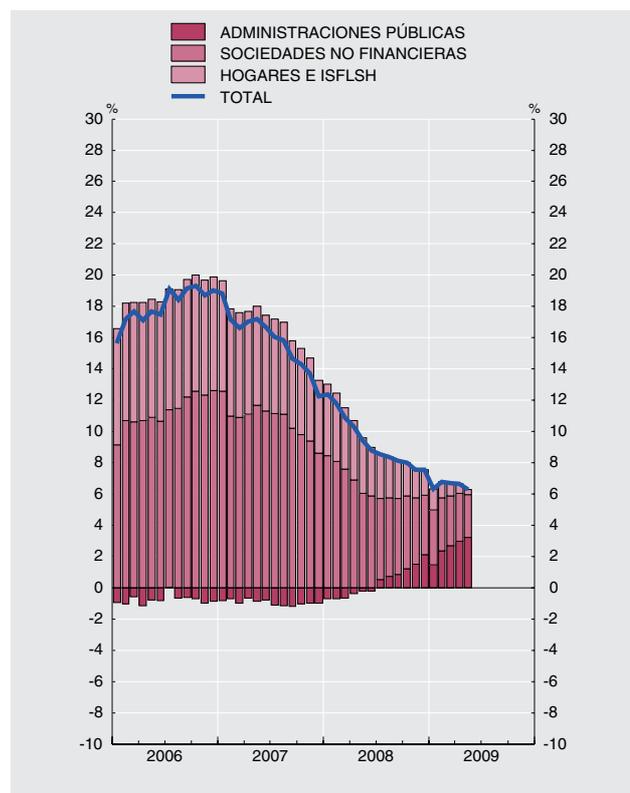
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa de 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				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	
<b>06</b>	2 103 406	335 822	19,0	-4,7	24,2	27,9	19,6	24,4	134,2	15,9	-0,8	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9
<b>07</b>	2 368 926	258 245	12,3	-6,9	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4
<b>08</b>	2 544 009	179 144	7,6	18,1	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1
<b>08 Feb</b>	2 389 555	12 045	11,8	-4,9	14,5	16,5	11,8	14,9	14,2	11,8	-0,7	12,5	8,1	4,4	10,9	0,2	1,4
<b>08 Mar</b>	2 405 873	16 420	10,9	-4,8	13,3	15,5	10,5	13,6	11,0	12,0	-0,7	11,5	7,6	3,9	9,9	0,2	1,4
<b>08 Abr</b>	2 411 268	5 294	10,3	-2,8	12,3	13,9	10,1	12,6	15,4	9,8	-0,4	10,7	6,9	3,8	9,3	0,2	1,2
<b>08 May</b>	2 433 092	19 736	9,4	-1,4	11,0	12,1	9,6	11,6	17,4	6,6	-0,2	9,6	6,1	3,5	8,6	0,3	0,8
<b>08 Jun</b>	2 459 635	27 965	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
<b>08 Jul</b>	2 469 493	14 532	8,5	4,6	9,1	10,1	7,6	8,9	10,1	9,8	0,5	8,0	5,2	2,8	6,7	0,2	1,2
<b>08 Ago</b>	2 484 988	14 392	8,4	5,9	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,6	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2
<b>08 Sep</b>	2 498 177	11 262	8,1	6,9	8,3	9,6	6,5	7,8	6,9	11,9	0,8	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4
<b>08 Oct</b>	2 501 885	1 702	8,0	10,6	7,7	9,2	5,7	7,4	6,7	9,6	1,2	6,8	4,7	2,1	5,6	0,1	1,1
<b>08 Nov</b>	2 516 612	15 018	7,6	13,4	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,5	6,1	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0
<b>08 Dic</b>	2 544 009	32 176	7,6	18,1	6,1	7,4	4,4	5,6	12,1	8,8	2,1	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,1
<b>09 Ene</b>	P 2 526 956	-20 016	6,3	12,7	5,5	6,8	3,7	4,9	17,9	7,6	1,5	4,9	3,5	1,4	3,7	0,3	0,9
<b>09 Feb</b>	P 2 550 678	24 044	6,8	20,2	5,0	6,6	2,8	4,2	22,0	8,2	2,4	4,4	3,4	1,1	3,1	0,3	1,0
<b>09 Mar</b>	P 2 563 679	15 293	6,7	22,7	4,6	6,3	2,2	3,3	26,5	9,6	2,7	4,0	3,2	0,8	2,5	0,4	1,1
<b>09 Abr</b>	P 2 567 720	4 357	6,7	26,2	4,1	6,0	1,6	2,9	24,4	9,4	3,0	3,7	3,1	0,6	2,2	0,4	1,1
<b>09 May</b>	P 2 580 108	12 746	6,3	27,7	3,5	5,3	0,9	2,2	18,0	9,9	3,2	3,1	2,8	0,3	1,6	0,3	1,2

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 2009, 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 2009).

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.

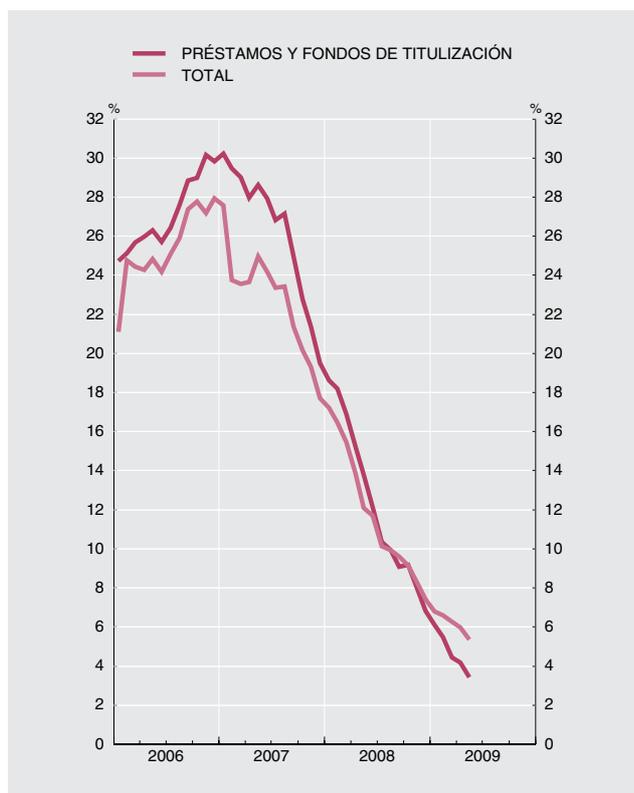
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

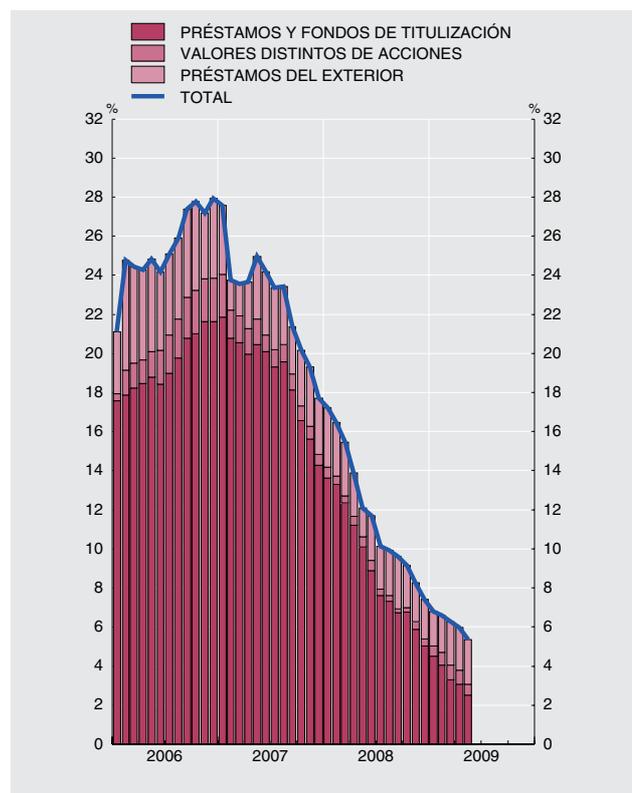
Millones de euros y porcentajes

	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	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total		
														del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	1 024 589	222 911	27,9	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 518	15,9	4,1	3 230
<b>07</b>	1 214 901	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 597	12,1	2,9	2 678
<b>08</b>	1 303 097	90 003	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	307 887	8,7	2,0	2 060
<b>08 Feb</b>	1 227 261	3 930	16,5	906 447	18,2	13,3	36 632	22 667	14,2	0,4	284 182	11,4	2,7	2 552
<b>Mar</b>	1 235 032	7 450	15,5	914 494	16,9	12,4	35 920	22 587	11,0	0,3	284 619	11,6	2,8	2 489
<b>Abr</b>	1 243 320	8 143	13,9	919 170	15,3	11,2	36 787	22 573	15,4	0,5	287 363	9,5	2,2	2 461
<b>May</b>	1 252 505	6 933	12,1	924 039	13,8	10,1	38 228	24 195	17,4	0,5	290 238	6,2	1,5	2 500
<b>Jun</b>	1 266 559	15 127	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	295 166	9,6	2,3	2 422
<b>Jul</b>	1 277 434	15 505	10,1	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	296 803	9,5	2,2	2 351
<b>Ago</b>	1 277 235	-1 383	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	298 362	10,0	2,3	2 205
<b>Sep</b>	1 289 717	10 230	9,6	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	304 129	11,6	2,7	2 187
<b>Oct</b>	1 299 825	7 940	9,2	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	307 747	9,4	2,2	2 103
<b>Nov</b>	1 302 658	2 979	8,3	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	308 877	8,6	2,0	2 075
<b>Dic</b>	1 303 097	4 741	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	307 887	8,7	2,0	2 060
<b>09 Ene</b>	P 1 307 648	1 450	6,8	954 548	6,1	4,5	43 266	27 882	17,9	0,5	309 834	7,6	1,8	1 944
<b>Feb</b>	P 1 309 251	1 735	6,6	953 408	5,5	4,0	44 679	30 002	22,0	0,7	311 164	8,1	1,9	1 900
<b>Mar</b>	P 1 311 725	4 059	6,3	952 532	4,4	3,3	45 423	30 788	26,5	0,8	313 770	9,6	2,2	1 788
<b>Abr</b>	P 1 316 312	4 877	6,0	954 694	4,2	3,1	45 773	31 893	24,4	0,7	315 844	9,4	2,2	2 688
<b>May</b>	P 1 315 911	-286	5,3	952 893	3,4	2,5	45 100	31 520	18,0	0,5	317 918	9,8	2,3	2 393

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 2009, 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 2009).

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.

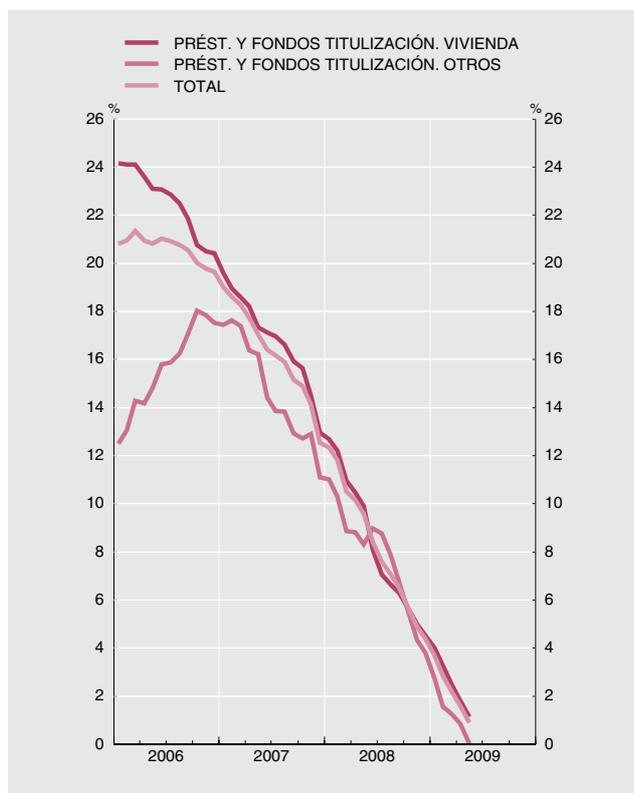
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

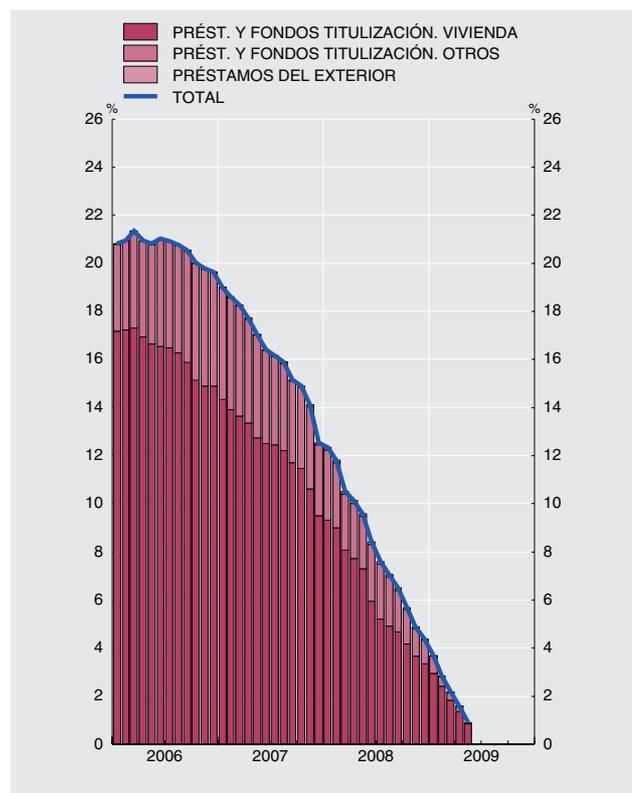
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			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	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	910 545	38 394	4,4	673 154	4,5	3,3	235 007	3,8	1,0	2 384	34,1	0,1	23 304	4 436
<b>08 Feb</b>	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
<b>08 Mar</b>	886 183	4 355	10,5	655 757	11,0	8,1	228 195	8,9	2,3	2 232	80,6	0,1	25 595	5 496
<b>08 Abr</b>	892 678	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
<b>08 May</b>	897 841	5 328	9,6	663 535	9,9	7,3	232 025	8,3	2,2	2 281	77,5	0,1	25 026	5 325
<b>08 Jun</b>	906 874	9 382	8,4	665 070	8,1	5,9	239 510	9,0	2,4	2 294	76,3	0,1	24 823	5 298
<b>08 Jul</b>	907 208	378	7,6	667 768	7,1	5,2	237 132	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
<b>08 Ago</b>	906 863	-264	7,0	669 041	6,6	4,9	235 513	7,9	2,0	2 309	57,2	0,1	23 942	5 444
<b>08 Sep</b>	907 457	920	6,5	670 802	6,3	4,7	234 337	6,7	1,7	2 318	52,6	0,1	24 041	4 830
<b>08 Oct</b>	909 437	2 142	5,7	672 182	5,6	4,2	234 899	5,5	1,4	2 356	47,3	0,1	23 427	4 617
<b>08 Nov</b>	915 358	6 065	4,9	673 685	5,0	3,7	239 306	4,3	1,1	2 367	42,2	0,1	23 515	4 540
<b>08 Dic</b>	910 545	-4 336	4,4	673 154	4,5	3,3	235 007	3,8	1,0	2 384	34,1	0,1	23 304	4 436
<b>09 Ene</b>	P 907 824	-2 583	3,7	673 014	4,0	2,9	232 301	2,7	0,7	2 509	14,9	0,0	23 179	4 319
<b>09 Feb</b>	P 904 847	-2 787	2,8	672 388	3,3	2,4	229 935	1,6	0,4	2 523	15,3	0,0	23 054	4 217
<b>09 Mar</b>	P 902 740	-1 401	2,2	671 335	2,5	1,8	228 846	1,2	0,3	2 559	14,7	0,0	25 356	4 497
<b>09 Abr</b>	P 904 144	1 430	1,6	671 546	1,8	1,3	230 012	0,8	0,2	2 586	15,0	0,0	25 015	4 798
<b>09 May</b>	P 903 021	-879	0,9	670 397	1,2	0,9	230 011	0,0	0,0	2 613	14,5	0,0	24 000	4 480

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 2009, 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 2009).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

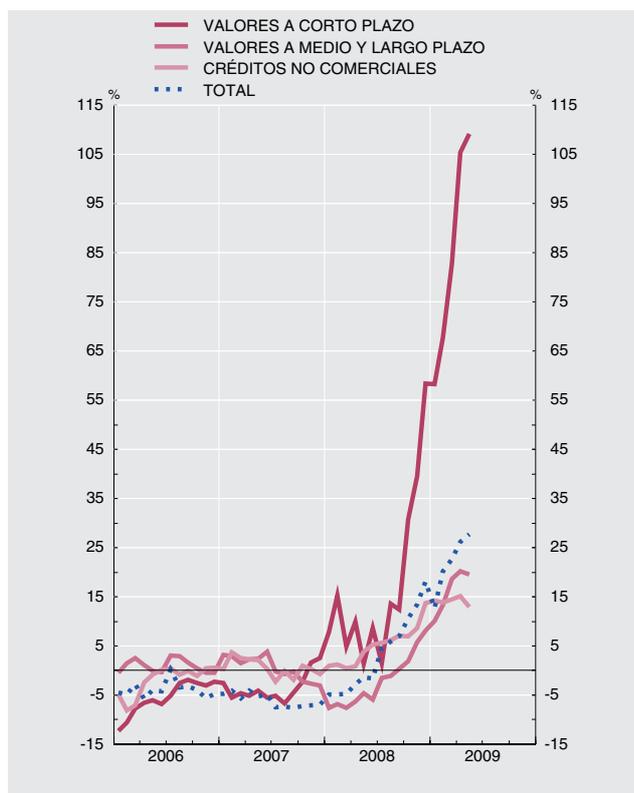
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

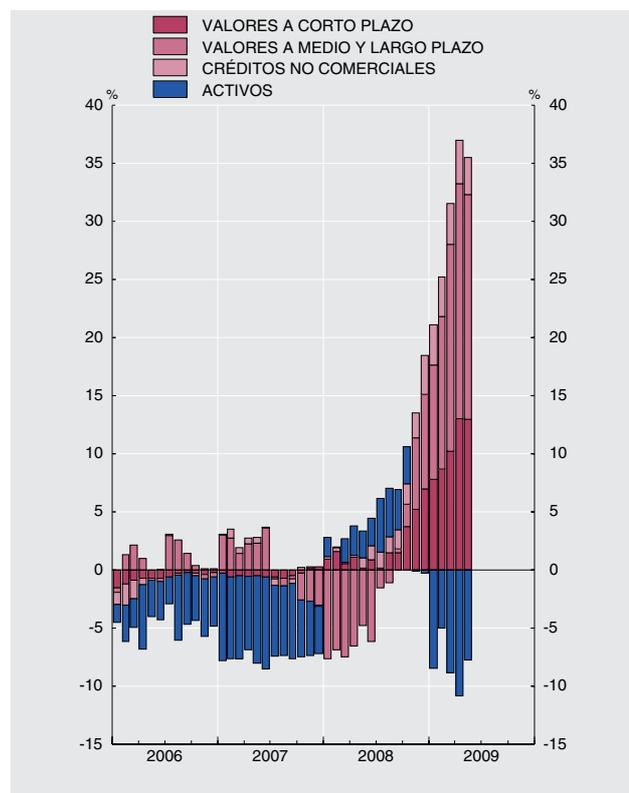
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos					T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total							
		Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos		Total	Pasivos			Activos	Pasivos			Activos			
					Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España		Resto de depósitos	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)		
						A corto plazo	Medio y largo plazo						A corto plazo				Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
<b>05</b>		315 420	-9 037	-2,8	2 343	-4 042	7 366	-982	-695	12 075	0,6	-10,8	2,6	-1,4	17,7	-1,2	2,3	-0,3	-3,5		
<b>06</b>	P	300 445	-14 975	-4,7	-1 635	-770	-1 217	352	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,5	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2		
<b>07</b>	P	279 620	-20 825	-6,9	-8 657	823	-9 001	-479	2 973	9 195	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0		
<b>08</b>	A	330 367	50 747	18,1	51 566	19 481	22 835	9 251	740	79	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3		
<b>07 Dic</b>	P	279 620	16 339	-6,9	-705	-1 497	-778	1 570	-5 695	-11 349	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0		
<b>08 Ene</b>	A	276 454	-3 166	-4,9	-5 786	3 506	-9 094	-197	621	-3 240	-4,8	7,9	-7,6	1,0	-4,6	0,9	-7,7	0,2	1,6		
<b>Feb</b>	A	280 043	3 589	-4,9	4 847	-956	4 588	1 215	3 471	-2 213	-3,7	15,2	-6,9	1,2	-0,2	1,6	-6,9	0,3	0,1		
<b>Mar</b>	A	284 657	4 614	-4,8	-4 058	-708	-3 606	257	-3 368	-5 304	-5,1	4,9	-7,6	0,4	-6,3	0,6	-7,4	0,1	2,1		
<b>Abr</b>	A	275 270	-9 387	-2,8	2 210	-1 286	3 632	-136	2 833	8 764	-3,8	9,9	-6,3	0,8	-6,5	1,1	-6,5	0,2	2,5		
<b>May</b>	A	282 746	7 475	-1,4	5 433	-321	4 808	946	1 913	-3 955	-2,7	1,4	-4,7	3,8	-6,2	0,2	-4,8	0,9	2,3		
<b>Jun</b>	A	286 202	3 456	-1,7	2 145	-476	1 571	1 050	-355	-957	-3,0	8,6	-6,0	5,2	-6,5	0,9	-6,1	1,2	2,4		
<b>Jul</b>	A	284 851	-1 351	4,6	1 729	-241	3 126	-1 156	-6 785	9 865	-0,0	1,5	-1,5	5,6	-11,0	0,2	-1,6	1,4	4,6		
<b>Ago</b>	A	300 890	16 039	5,9	637	1 873	-899	-337	-2 929	-12 473	1,3	13,6	-1,1	6,2	-11,9	1,5	-1,1	1,4	4,1		
<b>Sep</b>	A	301 002	113	6,9	10 367	2 531	6 856	980	2 646	7 608	2,5	12,4	0,3	7,1	-9,1	1,5	0,3	1,7	3,5		
<b>Oct</b>	A	292 622	-8 380	10,6	-727	4 530	-5 917	659	19 739	-12 086	5,2	30,7	1,8	7,0	-7,5	3,7	1,9	1,8	3,2		
<b>Nov</b>	A	298 596	5 974	13,4	19 540	6 851	11 820	869	4 542	9 024	9,3	39,6	5,7	8,7	0,3	5,2	6,1	2,2	-0,1		
<b>Dic</b>	A	330 367	31 771	18,1	15 230	4 179	5 950	5 101	-21 588	5 047	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3		
<b>09 Ene</b>	A	311 484	-18 883	12,7	1 033	5 540	-4 659	152	6 810	13 105	15,6	58,3	10,1	14,3	23,7	7,8	9,9	3,5	-8,4		
<b>Feb</b>	A	336 580	25 096	20,2	17 024	1 871	14 068	1 084	3 922	-11 994	18,6	67,7	13,3	13,8	14,1	8,7	13,1	3,4	-5,0		
<b>Mar</b>	A	349 215	12 634	22,7	15 098	4 118	10 244	735	-2 259	4 722	23,9	82,8	18,6	14,5	27,6	10,2	17,8	3,5	-8,8		
<b>Abr</b>	A	347 265	-1 950	26,2	14 311	5 335	8 687	289	11 305	4 955	26,9	105,4	20,2	15,1	29,0	13,0	20,2	3,8	-10,8		
<b>May</b>	A	361 176	13 911	27,7	3 985	621	3 781	-417	-9 383	-544	26,2	109,2	19,5	13,0	21,8	13,0	19,3	3,2	-7,8		

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

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

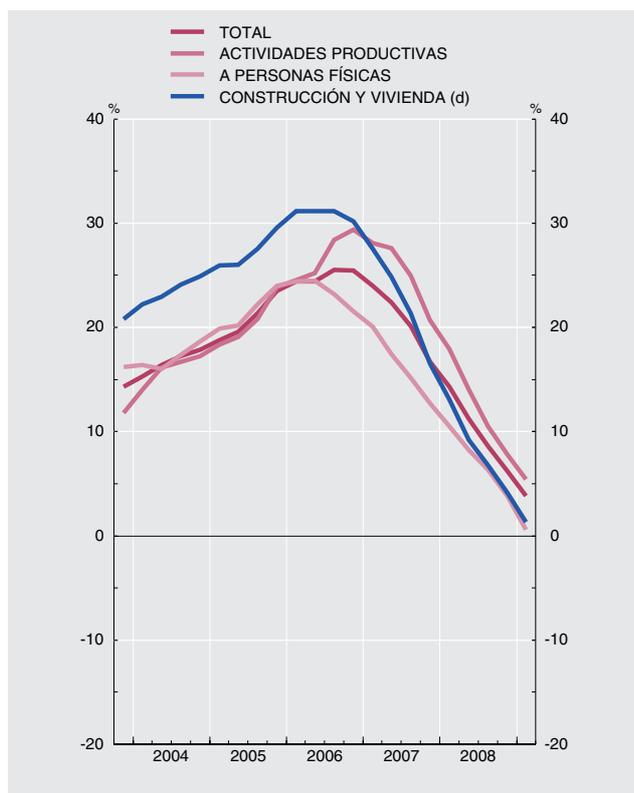
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

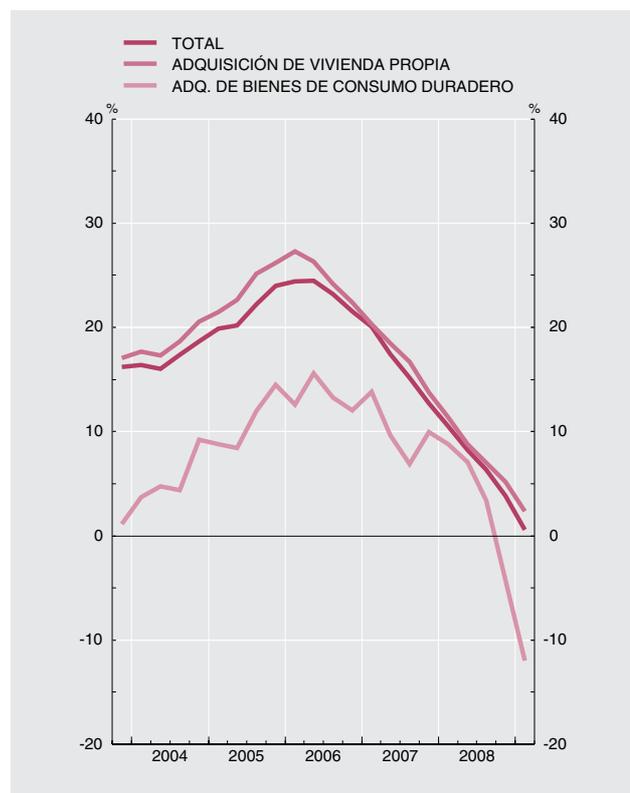
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: construc- ción y vivienda (d)		
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual								Total	Del cual
<b>06</b>	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	
<b>07</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179	
<b>08</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 730	
<b>04 IV</b>	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
<b>05 I</b>	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	
<b>II</b>	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	
<b>III</b>	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	
<b>IV</b>	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	
<b>06 I</b>	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	
<b>II</b>	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	
<b>III</b>	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	
<b>IV</b>	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	
<b>07 I</b>	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	
<b>II</b>	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326	
<b>III</b>	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563	
<b>IV</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179	
<b>08 I</b>	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	630 161	601 958	57 357	114 740	5 804	22 962	1 095 670	
<b>II</b>	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	640 247	611 447	57 726	119 101	5 952	23 840	1 109 023	
<b>III</b>	1 852 560	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 752	646 761	617 904	55 859	114 132	6 063	24 075	1 118 568	
<b>IV</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 730	
<b>09 I</b>	1 861 747	1 014 668	24 492	158 707	141 308	690 161	322 960	806 995	645 979	616 312	50 493	110 523	5 125	34 958	1 110 246	

CRÉDITO POR FINALIDADES  
Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

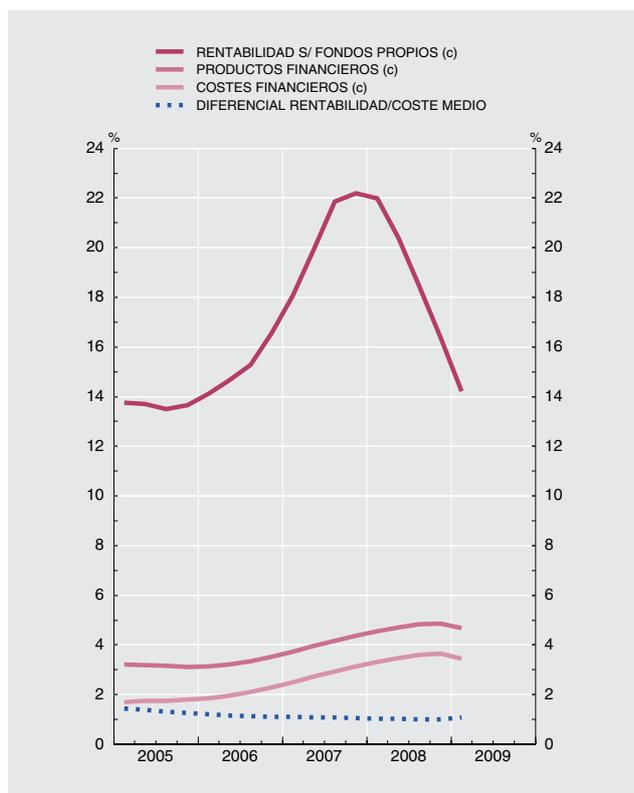
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO RESIDENTES EN ESPAÑA

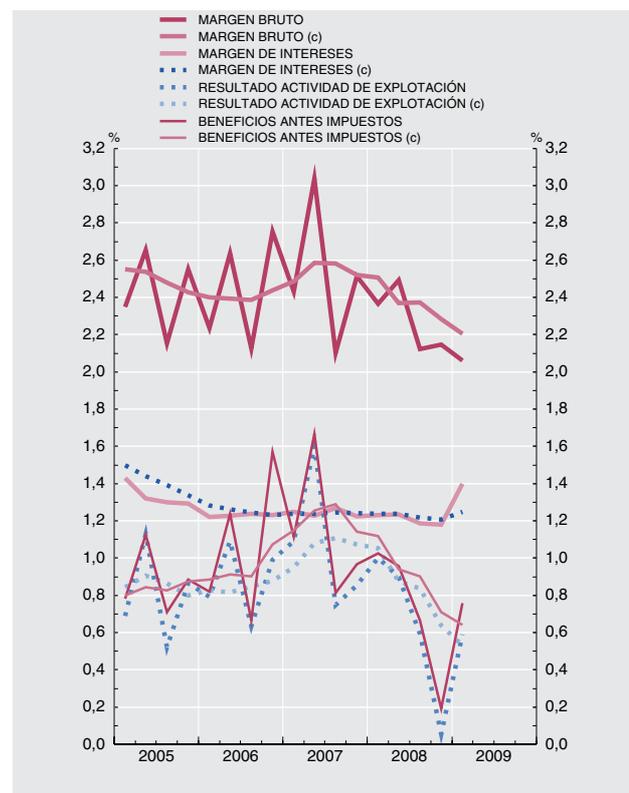
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
<b>06</b>	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
<b>07</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>06 /</b>	3,2	2,0	1,2	1,0	2,2	1,2	0,7	0,3	0,8	0,0	0,8	14,9	3,3	2,1	1,2
<b>II</b>	3,4	2,2	1,2	1,4	2,6	1,2	0,7	0,4	1,1	0,2	1,2	16,0	3,4	2,2	1,2
<b>III</b>	3,6	2,4	1,2	0,9	2,1	1,1	0,7	0,4	0,6	0,0	0,7	15,9	3,5	2,4	1,1
<b>IV</b>	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
<b>07 /</b>	4,1	2,8	1,2	1,2	2,4	1,1	0,7	0,2	1,1	0,0	1,1	20,9	3,9	2,8	1,1
<b>II</b>	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1
<b>III</b>	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1
<b>IV</b>	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
<b>08 /</b>	4,8	3,5	1,2	1,1	2,4	1,0	0,6	0,3	1,0	0,0	1,0	20,1	4,8	3,8	1,0
<b>II</b>	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0
<b>III</b>	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0
<b>IV</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
<b>09 /</b>	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1

**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.

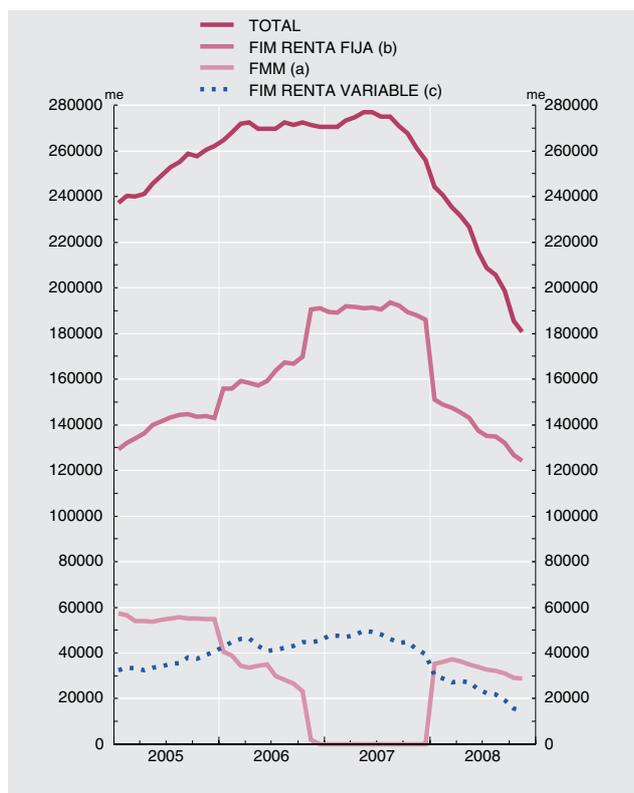
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

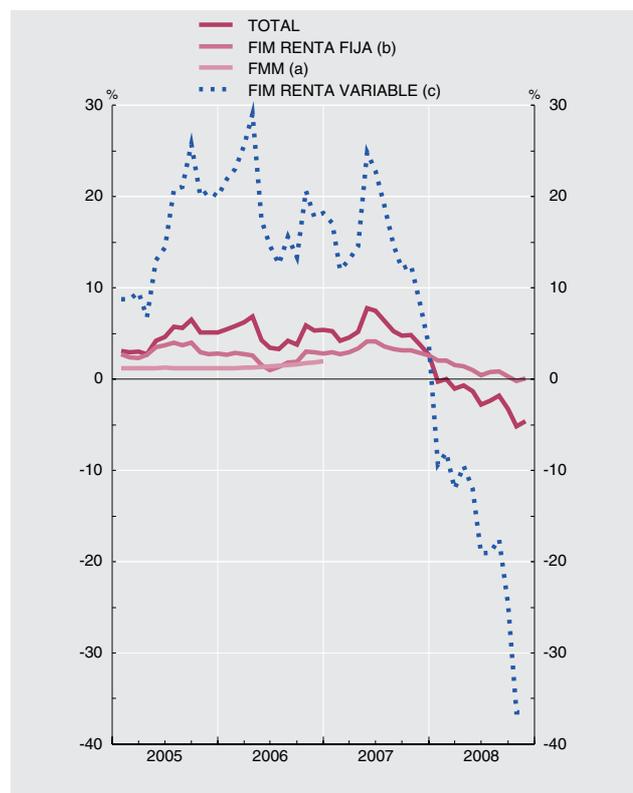
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	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
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	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
<b>Oct</b>	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
<b>Nov</b>	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
<b>Dic</b>	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
<b>08 Ene</b>	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
<b>Feb</b>	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
<b>Mar</b>	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
<b>Abr</b>	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
<b>May</b>	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
<b>Jun</b>	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
<b>Jul</b>	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
<b>Ago</b>	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
<b>Sep</b>	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
<b>Oct</b>	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
<b>Nov</b>	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.

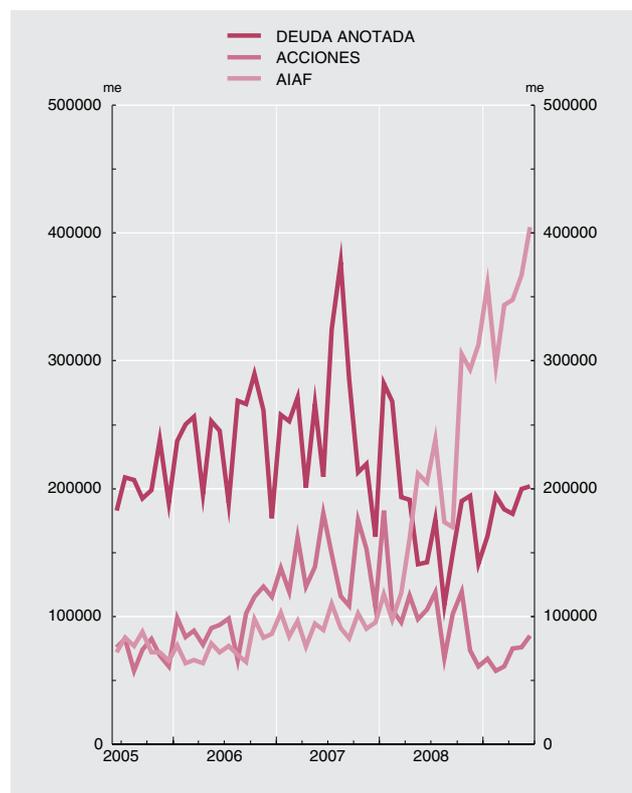
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	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
<b>09</b>	A 909,46	8 699,12	209,23	2 255,17	420 475	39 705	1 122 480	2 118 370	-	16 226	-	2 952
<b>08 Mar</b>	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
<b>Abr</b>	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
<b>May</b>	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
<b>Jun</b>	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
<b>Jul</b>	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
<b>Ago</b>	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
<b>Sep</b>	1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
<b>Oct</b>	978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
<b>Nov</b>	950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 525	194 344	293 279	...	1 979	...	512
<b>Dic</b>	975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 536	141 215	312 823	...	2 854	...	455
<b>09 Ene</b>	898,03	8 450,40	207,09	2 236,98	66 689	6 020	162 791	359 649	...	2 541	...	437
<b>Feb</b>	803,92	7 620,90	184,27	1 976,23	57 487	7 863	194 144	295 515	...	1 817	...	443
<b>Mar</b>	820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 780	183 641	343 513	...	3 820	...	522
<b>Abr</b>	935,85	9 038,00	220,27	2 375,34	74 828	7 017	180 362	347 866	...	2 310	...	563
<b>May</b>	975,73	9 424,30	227,48	2 451,24	75 889	7 271	199 822	367 038	...	1 754	...	457
<b>Jun</b>	P 1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	84 794	5 753	201 721	404 790	...	3 984	...	531

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)

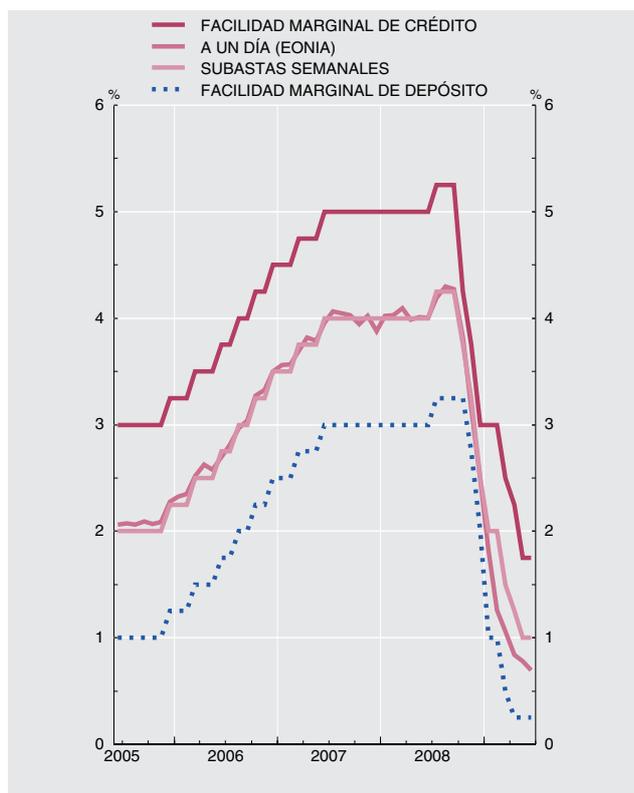
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

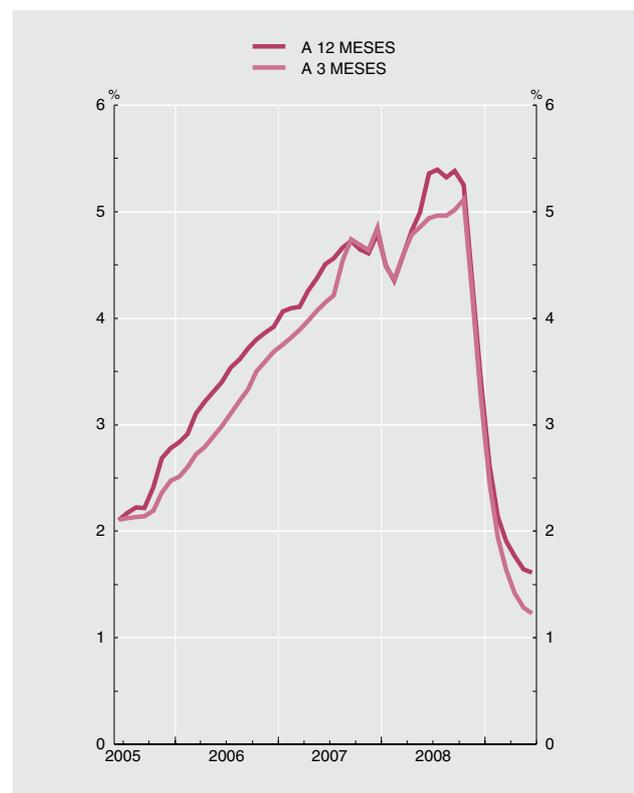
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	1,00	1,00	1,75	0,25	1,076	1,31	1,66	1,81	1,95	1,04	1,39	1,66	1,77	1,94	0,96	0,94	0,93	1,15
08 Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-
Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21
Dic	2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-
09 Ene	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,75	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	-
Feb	2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,27	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18
Mar	1,50	1,50	2,50	0,50	1,062	1,27	1,64	1,78	1,91	1,03	1,33	1,62	1,77	1,89	0,93	0,86	0,91	1,13
Abr	1,25	1,25	2,25	0,25	0,842	1,01	1,42	1,61	1,77	0,82	1,12	1,47	1,61	1,76	0,73	0,79	0,81	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,782	0,88	1,28	1,48	1,64	0,71	0,96	1,30	1,49	...	0,67	0,70	0,73	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,698	0,91	1,23	1,44	1,61	0,66	0,91	1,26	1,45	1,51	0,66	0,70	0,72	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

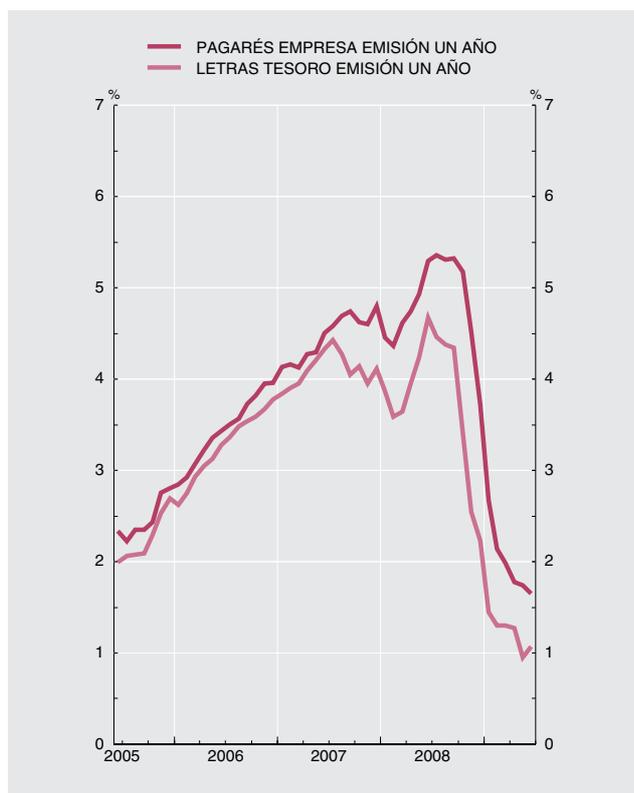
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

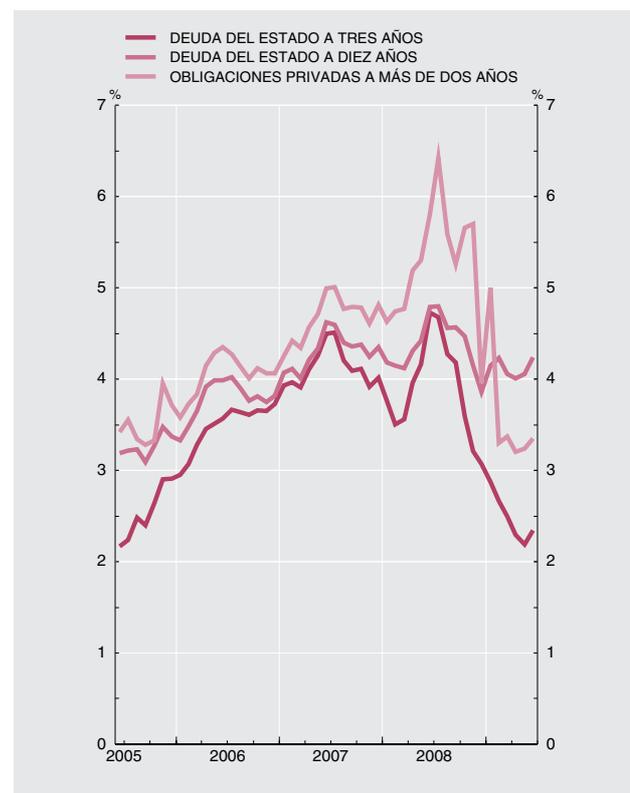
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					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		
<b>07</b>	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67	
<b>08</b>	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25	
<b>09</b>	A 1,22	1,16	1,99	2,03	2,53	3,14	4,06	4,51	4,90	2,48	4,12	3,58	
<b>08 Mar</b>	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77	
<b>Abr</b>	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19	
<b>May</b>	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30	
<b>Jun</b>	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81	
<b>Jul</b>	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42	
<b>Ago</b>	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59	
<b>Sep</b>	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26	
<b>Oct</b>	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66	
<b>Nov</b>	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70	
<b>Dic</b>	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96	
<b>09 Ene</b>	1,45	1,46	2,67	2,78	3,10	3,44	-	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00	
<b>Feb</b>	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30	
<b>Mar</b>	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37	
<b>Abr</b>	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20	
<b>May</b>	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24	
<b>Jun</b>	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

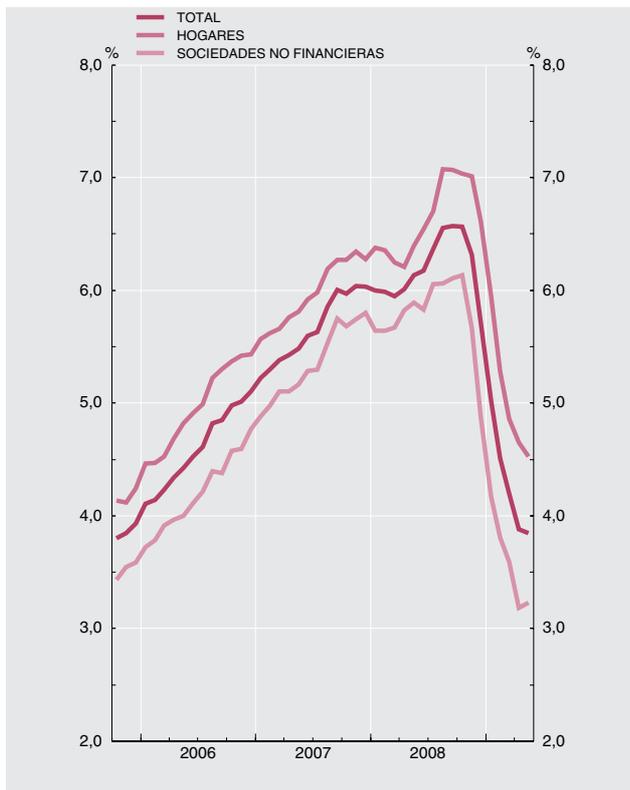
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ 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			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08</b>	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09</b>	A 3,85	4,53	3,36	7,86	3,23	4,62	2,58	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70
<b>07 Oct</b>	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97
<b>Nov</b>	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22	4,02
<b>Dic</b>	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08 Ene</b>	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94
<b>Feb</b>	5,98	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02
<b>Mar</b>	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04
<b>Abr</b>	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02
<b>May</b>	6,13	6,40	5,55	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06
<b>Jun</b>	6,17	6,54	5,72	8,78	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07
<b>Jul</b>	6,37	6,70	5,94	8,82	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24
<b>Ago</b>	6,55	7,07	6,18	9,58	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34
<b>Sep</b>	6,57	7,07	6,21	9,48	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21
<b>Oct</b>	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	4,34	3,34	2,25	4,67	3,42
<b>Nov</b>	6,31	7,01	6,18	9,31	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98	2,88
<b>Dic</b>	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09 Ene</b>	5,02	5,95	4,97	8,71	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59
<b>Feb</b>	4,51	5,28	4,35	7,91	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18
<b>Mar</b>	4,19	4,86	3,91	7,58	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94
<b>Abr</b>	3,88	4,65	3,55	7,77	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76
<b>May</b>	P 3,85	4,53	3,36	7,86	3,23	4,62	2,58	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70

#### 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

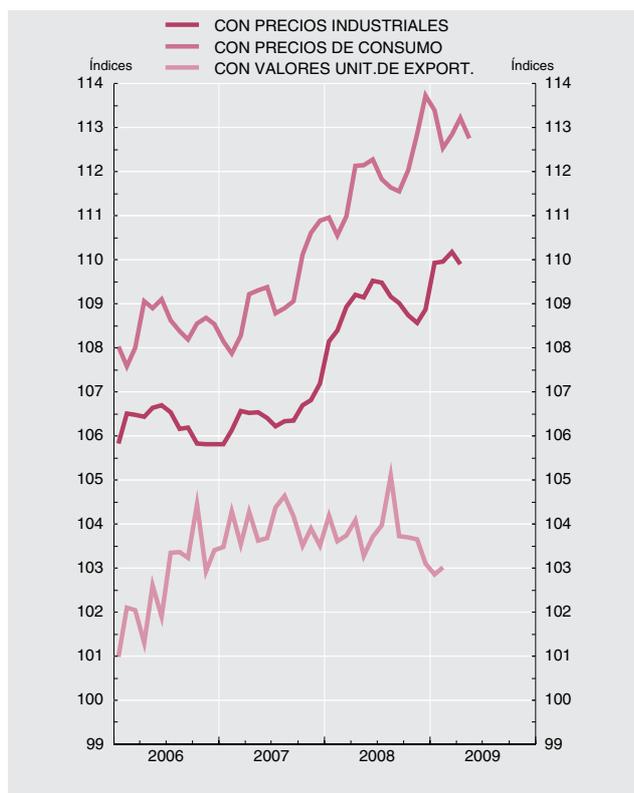
■ Serie representada gráficamente.

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 (10)	Con precios de consumo (11)	Con costes laborales unitarios totales (12)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d) (13)	Con valores unitarios de las exportaciones (14)
	Con precios industriales (1)	Con precios de consumo (2)	Con costes laborales unitarios totales (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios de consumo (7)	Con costes laborales unitarios totales (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)					
<b>06</b>	106,2	108,5	108,9	102,6	100,0	106,3	108,5	108,9	102,7	106,0	108,6	110,1	118,2	103,9
<b>07</b>	106,5	109,2	110,0	103,9	99,9	106,6	109,3	110,1	104,0	106,3	109,5	111,5	120,2	104,9
<b>08</b>	108,9	111,9	112,0	103,8	101,5	107,3	110,2	110,3	102,3	107,6	110,6	111,9	122,6	104,6
<b>07 II</b>	106,5	109,3	109,8	103,9	99,8	106,7	109,5	110,0	104,0	106,4	109,7	111,3	118,6	104,9
<b>07 III</b>	106,3	108,9	110,1	104,4	99,8	106,5	109,1	110,3	104,6	106,2	109,3	111,8	120,3	105,4
<b>07 IV</b>	106,9	110,5	110,9	103,6	100,3	106,6	110,3	110,6	103,4	106,5	110,5	112,0	122,1	104,7
<b>08 I</b>	108,5	110,8	112,5	103,8	101,0	107,4	109,8	111,4	102,8	107,5	110,0	112,9	124,6	104,8
<b>08 II</b>	109,3	112,2	112,7	103,7	101,4	107,8	110,7	111,2	102,3	108,1	111,0	112,7	125,8	104,7
<b>08 III</b>	109,2	111,7	111,8	104,3	101,3	107,8	110,2	110,3	102,9	108,1	110,6	111,9	123,5	105,3
<b>08 IV</b>	108,7	112,9	111,0	103,5	102,3	106,3	110,3	108,5	101,1	106,7	110,8	109,9	116,4	103,7
<b>09 I</b>	110,0	112,9	111,6	...	103,7	106,1	108,9	107,7	...	106,9	109,5	109,2	116,6	...
<b>08 Sep</b>	109,0	111,5	...	103,7	101,5	107,5	109,9	...	102,2	107,9	110,4	...	...	104,6
<b>08 Oct</b>	108,7	112,0	...	103,7	101,5	107,2	110,4	...	102,2	107,6	110,9	...	...	104,3
<b>08 Nov</b>	108,6	112,9	...	103,6	102,2	106,2	110,4	...	101,4	106,7	110,9	...	...	104,0
<b>08 Dic</b>	108,9	113,7	...	103,1	103,3	105,3	110,0	...	99,8	105,9	110,5	...	...	102,9
<b>09 Ene</b>	109,9	113,4	...	102,9	103,7	106,0	109,4	...	99,2	106,7	109,9	...	...	103,0
<b>09 Feb</b>	110,0	112,5	...	103,0	103,5	106,3	108,8	...	99,6	107,0	109,3	...	...	103,4
<b>09 Mar</b>	110,2	112,8	...	...	103,9	106,0	108,6	...	...	106,9	109,1	...	...	...
<b>09 Abr</b>	109,9	113,2	...	...	103,5	106,2	109,4	...	...	107,1	110,0	...	...	...
<b>09 May</b>	...	112,8	...	...	103,2	...	109,2	...	...	...	109,9	...	...	...
<b>09 Jun</b>	...	...	...	...	103,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas 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

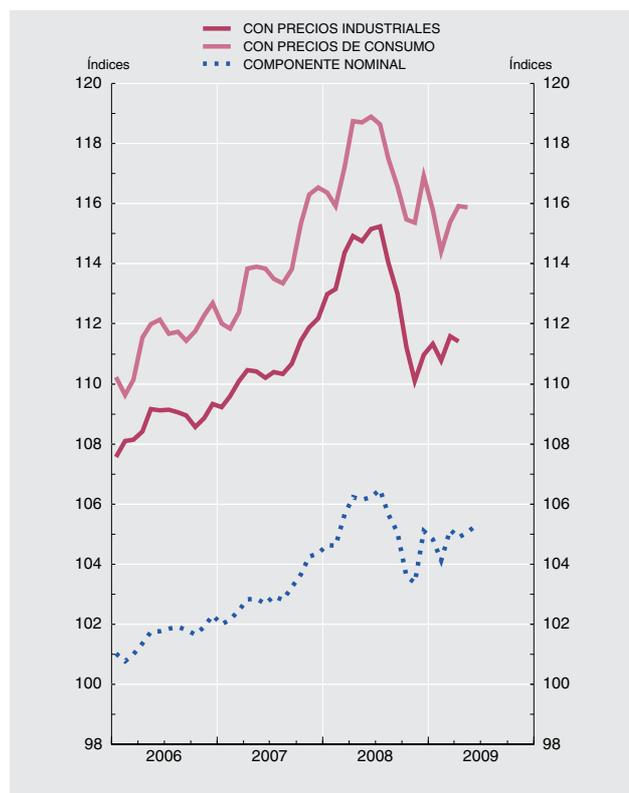
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales 1	Con precios consumo 2	Con costes laborales unitarios de manufac- ras(d) 3	Con valores unitarios de las exporta- ciones 4		Con precios industriales 6	Con precios consumo 7	Con costes laborales unitarios de manufac- ras(d) 8	Con valores unitarios de las exporta- ciones 9	Con precios indus- triales 10	Con precios consumo 11		Con precios indus- triales 13	Con precios consumo 14
<b>06</b>	108,6	110,8	120,8	104,0	101,2	107,4	109,5	119,4	102,8	108,7	111,4	101,6	107,0	109,7
<b>07</b>	110,3	113,0	123,7	106,2	102,3	107,8	110,5	120,9	103,8	110,6	113,9	103,0	107,3	110,6
<b>08</b>	112,9	116,1	128,8	106,0	104,1	108,5	111,5	123,7	101,8	113,3	117,2	105,2	107,7	111,4
<b>07 II</b>	110,1	113,0	122,1	106,1	102,2	107,8	110,6	119,5	103,8	110,4	113,9	102,8	107,4	110,8
<b>07 III</b>	110,1	112,7	123,8	106,7	102,3	107,7	110,2	121,0	104,3	110,5	113,6	103,0	107,3	110,3
<b>07 IV</b>	111,3	115,0	127,0	106,4	103,1	107,9	111,5	123,1	103,1	111,8	116,1	104,1	107,4	111,5
<b>08 I</b>	112,9	115,4	130,4	106,5	103,9	108,7	111,0	125,5	102,5	113,5	116,5	105,0	108,1	111,0
<b>08 II</b>	114,2	117,3	132,9	106,7	104,8	109,0	111,9	126,8	101,8	114,9	118,8	106,2	108,2	111,9
<b>08 III</b>	113,7	116,4	130,2	106,9	104,5	108,8	111,4	124,6	102,2	114,1	117,6	105,7	107,9	111,2
<b>08 IV</b>	110,9	115,3	121,8	104,1	103,2	107,4	111,7	118,0	100,8	110,8	115,9	104,0	106,5	111,4
<b>09 I</b>	111,5	114,7	123,1	...	103,9	107,3	110,4	118,5	...	111,2	115,2	104,7	106,2	110,0
<b>08 Sep</b>	112,8	115,6	...	105,9	104,0	108,4	111,2	...	101,8	113,0	116,6	105,1	107,6	111,0
<b>08 Oct</b>	111,3	114,8	...	104,7	102,8	108,3	111,7	...	101,9	111,2	115,5	103,6	107,4	111,5
<b>08 Nov</b>	110,4	114,9	...	103,8	102,7	107,4	111,9	...	101,1	110,1	115,4	103,4	106,5	111,6
<b>08 Dic</b>	111,0	116,2	...	103,7	104,2	106,6	111,6	...	99,6	111,0	116,9	105,1	105,6	111,3
<b>09 Ene</b>	111,5	115,3	...	102,7	104,0	107,2	110,9	...	98,7	111,3	115,8	104,8	106,2	110,5
<b>09 Feb</b>	111,1	114,0	...	102,5	103,4	107,5	110,2	...	99,1	110,8	114,4	104,1	106,4	109,9
<b>09 Mar</b>	111,9	114,8	...	...	104,3	107,3	110,1	...	...	111,6	115,4	105,1	106,1	109,7
<b>09 Abr</b>	111,8	115,5	...	...	104,1	107,4	110,9	...	...	111,4	115,9	104,9	106,2	110,5
<b>09 May</b>	...	115,4	...	...	104,2	...	110,7	...	...	...	115,9	105,1	...	110,3
<b>09 Jun</b>	...	...	...	...	104,3	...	...	...	...	...	...	105,3	...	...

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

JUN 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41</p> <p>La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59</p> <p>Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69</p> <p>La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83</p> <p>Integración y competencia en el sistema bancario español 91</p> <p>Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131</p>
JUL-AGO 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81</p> <p>El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93</p> <p>La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145</p>
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>
MAR 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio 47</p> <p>La encuesta sobre formación de salarios de las empresas españolas: nueva evidencia sobre la relación entre precios y salarios, y la respuesta de las empresas a perturbaciones económicas 63</p> <p>Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro 73</p> <p>Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro 83</p> <p>Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este 91</p> <p>Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina 105</p>
ABR 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La creación de empleo de las empresas pequeñas en España 81</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009 91</p> <p>Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM 103</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009 117</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2009 145</p>
MAY 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas 41</p> <p>Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito 57</p> <p>La financiación de las sociedades no financieras en la UEM 71</p> <p>Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global 85</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2008 107</p>
JUN 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2009 41</p> <p>La asimilación salarial de los inmigrantes en España 59</p> <p>Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008 71</p> <p>La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera 81</p> <p>Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo 95</p>
JUL-AGO 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009 81</p> <p>El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España 95</p> <p>Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral 117</p> <p>Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico 129</p> <p>El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional 139</p> <p>Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008 153</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008 171</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2009 183</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

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0909 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Multivariate location-scale mixtures of normals and mean-variance-skewness portfolio allocation.
- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCÍA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term Indicator of Growth.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.  
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.  
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.  
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).  
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.  
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.  
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.  
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.  
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.  
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)  
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).  
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)  
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).  
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).  
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).  
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.  
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual  
Boletín Mensual  
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---