

BOLETÍN ECONÓMICO

11 / 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

Evolución reciente de la economía española	11
Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009	31
La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	51
Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios	63
La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos	73
La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2009	83
Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera	95
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

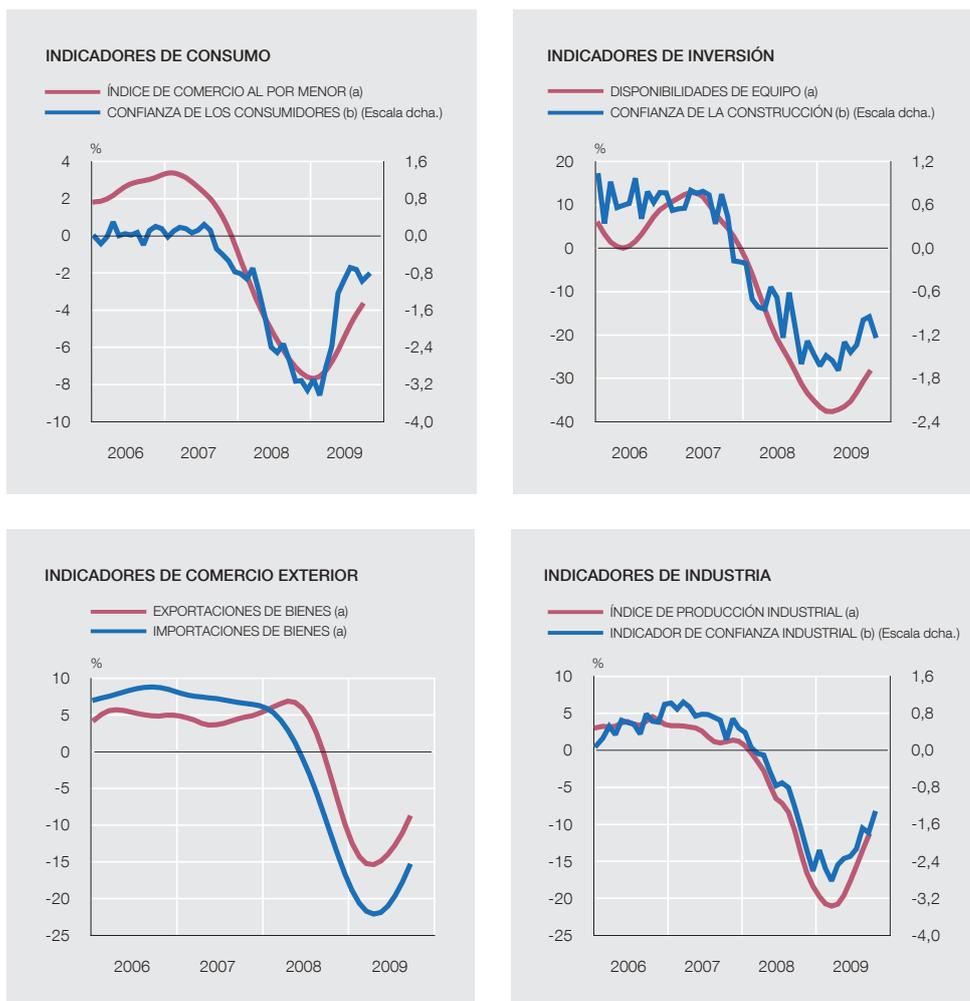
## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

### ***Evolución del sector real de la economía española***

Según la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), la actividad económica siguió contrayéndose en el tercer trimestre de 2009, aunque a un ritmo menos intenso que en la primera mitad del año. En concreto, el PIB real registró una disminución intertrimestral del 0,3% (frente a la tasa del -1,1% observada en el segundo trimestre). En términos de su tasa interanual, sujeta por definición a mayor inercia, el PIB descendió un 4% en el tercer trimestre, frente al retroceso del 4,2% del trimestre anterior. La suavización de la tasa de descenso del producto vino acompañada de un comportamiento análogo, tanto en términos intertrimestrales como interanuales, de los principales componentes de la demanda privada y de los flujos de intercambios exteriores. En términos interanuales, la demanda nacional disminuyó un 6,2%, un ritmo de caída que fue 0,8 puntos porcentuales (pp) más moderado que en el trimestre precedente, en tanto que la aportación de la demanda exterior neta se redujo en siete décimas, hasta los 2,5 pp. Dentro de la demanda nacional, solo el consumo público y la inversión en otras construcciones presentaron tasas de variación interanual positivas, mientras que los restantes componentes moderaron, en general, sus tasas negativas. Aun así, el consumo privado disminuyó un 4,9%, y la inversión en equipo, en vivienda y en otros productos, a tasas iguales o superiores al 20%. En relación con el sector exterior, las exportaciones de bienes y servicios moderaron en 4 pp su ritmo de caída, hasta el 11,1%, mientras que las importaciones lo hicieron en 5 pp, hasta el 17%. En términos de las tasas intertrimestrales, destaca el aumento del 1,9% de la inversión en bienes de equipo, así como el moderado descenso del consumo privado (-0,1%), frente a las fuertes caídas de los dos primeros trimestres del año. También debe reseñarse que tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios mostraron notables crecimientos intertrimestrales (por encima del 2%).

Por el lado de la oferta, todas las ramas de la economía de mercado registraron un menor descenso en términos interanuales, con la excepción de la construcción, cuyo valor añadido se redujo un 6,6%, al igual que en el trimestre previo. El valor añadido de las ramas de industria y energía y el de los servicios de mercado cayeron, respectivamente, un 14,5% y un 2,4% (frente al -15,8% y -2,5% del segundo trimestre), mientras que el de los servicios de no mercado aumentó un 2,6%. La destrucción de empleo en términos interanuales se mantuvo en el -7,2%, si bien su ritmo de descenso intertrimestral fue inferior al del trimestre precedente, y la productividad aparente del trabajo siguió creciendo a un ritmo interanual elevado (3,4%). El aumento de la remuneración por asalariado se situó en el 3,9%, ocho décimas inferior al del segundo trimestre, de modo que el crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) se redujo en 1 pp, hasta el 0,4%. Por último, el deflactor del PIB registró tasas negativas, mostrando una caída del 0,4%, frente al crecimiento del 0,2% en el trimestre anterior, en tanto que el deflactor del consumo privado experimentó un recorte de una décima, hasta disminuir un 1,4%.

Los indicadores más recientes son compatibles, en conjunto, con una continuación de la ralentización del ritmo de descenso de la actividad. En el caso de los indicadores referidos al consumo privado, los últimos datos también reflejan una cierta mejora. Entre los indicadores cualitativos, tanto la confianza de los consumidores como la de los comerciantes minoristas se han estabilizado en octubre y noviembre en comparación con la media observada en el tercer trimestre (véase gráfico 1). Entre los indicadores cuantitativos, el índice real de ventas del comercio al por menor sin estaciones de servicio, corregido de estacionalidad y calendario, disminuyó un 2,8% en tasa interanual en octubre, frente al -3,9% observado en septiembre. Más positiva fue la evolución de las matriculaciones de automóviles en octubre y noviem-



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

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

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

bre, pues su tasa interanual volvió a mejorar, hasta el 37,3%, en ese último mes, como consecuencia del impulso del Plan 2000E sobre el segmento de ventas a particulares.

Los indicadores de la inversión en bienes de equipo han mostrado una evolución algo más favorable, dentro de un tono general negativo, a pesar de la mejora observada en el tercer trimestre en este tipo de inversión. Así, las matriculaciones de vehículos de carga continuaron moderando su retroceso interanual en octubre, favorecidas por el Plan 2000E, y el indicador de clima industrial del sector productor de bienes de equipo reanudó ese mes la mejora interrumpida en septiembre. En la misma línea, el nivel de utilización de la capacidad productiva al inicio del cuarto trimestre del año registró, de acuerdo con los empresarios del conjunto de la industria, el primer aumento en dos años, aunque permanece muy por debajo de su media histórica.

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores más recientes muestran que las tendencias contractivas continúan moderándose. Esta evolución parece venir explicada por la revitalización de la obra civil, impulsada por el Fondo de Inversión Local para el Empleo, que estaría compensando el deterioro adicional de la inversión residencial, a medida

que se finalizan obras que no son reemplazadas por otras nuevas. Así, entre los indicadores del mercado de trabajo referidos a octubre, las afiliaciones a la Seguridad Social en este sector reflejaron, por sexto mes consecutivo, una caída del empleo menos acusada, hasta el -20,1% interanual, al tiempo que la tasa interanual de aumento del número de parados registrados (32,8%) ha sido la más reducida de todo 2009. La confianza de los empresarios del sector mejoró en noviembre, de acuerdo con los datos de la encuesta de la Comisión Europea. En cambio, por lo que respecta a los indicadores de consumos intermedios, tanto el IPI de materiales de construcción como el consumo aparente de cemento registraron en septiembre un descenso más intenso que en el mes previo, hasta el -23,9% y el -23,7%, respectivamente. En lo que se refiere a los indicadores adelantados, la última información disponible acerca de la concesión de visados de obra nueva se refiere al mes de septiembre. En ese mes, el retroceso interanual de la superficie visada de viviendas nuevas se moderó en 2 pp, hasta el -52%. En el caso de la edificación no residencial, la superficie visada descendió a un ritmo del 31%, frente al -48% del mes anterior. Finalmente, el volumen de licitación oficial del conjunto de AAPP registró una caída en septiembre (-14%), tras el aumento de agosto (22%).

De acuerdo con la información de Aduanas, el ritmo de descenso interanual de las exportaciones reales de bienes se acrecentó en septiembre hasta el 12,2%. Con este dato, la caída en el tercer trimestre se ralentizó hasta el -9,6% (frente al -14,7% del segundo). Por grupos de productos, destaca el descenso interanual de las ventas al exterior de bienes de consumo no alimenticio, a pesar de que las ventas de automóviles continuaron comportándose favorablemente. Por el contrario, las exportaciones de bienes de equipo e intermedios atenuaron su ritmo de caída. Por áreas geográficas, los descensos experimentados por las exportaciones reales dirigidas a la Unión Europea y al resto del mundo fueron muy similares en septiembre, aunque en el conjunto del trimestre la disminución fue superior en el segundo caso. En la vertiente importadora, el ritmo de caída de las compras exteriores de bienes en el mes de septiembre fue, por primera vez desde el comienzo del año, comparativamente menor que el observado en el caso de las exportaciones. En concreto, las importaciones ralentizaron ese mes su tasa de caída interanual hasta el -10,4%. Para el conjunto del trimestre, el ritmo de descenso fue del 13,8%, unos 12 pp inferior al retroceso observado en el segundo. En septiembre se observó una significativa aminoración de los descensos de las compras al exterior de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, las compras de bienes de consumo no alimenticio moderaron sustancialmente sus tasas positivas de crecimiento. Por último, el déficit comercial en términos nominales ralentizó su ritmo de caída en septiembre, que, no obstante, fue del 26,9%, especialmente en el caso del déficit no energético.

Respecto al turismo receptor, según la CNTR los ingresos reales disminuyeron un 9,5% en el tercer trimestre de 2009, manteniendo el ritmo de caída observado en el segundo. En el período comprendido entre enero y septiembre, el superávit de turismo de la Balanza de Pagos experimentó un descenso del 7,7% en términos interanuales. La información más reciente apunta a una mejoría al inicio del cuarto trimestre. Así, según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), las pernoctaciones hoteleras de extranjeros se redujeron un 5,4% en términos interanuales, caída que es inferior en 4 pp a la observada en el conjunto del tercer trimestre. En el último mes, las entradas de turistas, según FRONTUR, registraron una mejora de análoga magnitud, cayendo un 3,6%. También el retroceso interanual del gasto nominal de los turistas se moderó en octubre, de acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), hasta el -3,7% (frente a la tasa del -7,4% del tercer trimestre).

De acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación acumulada hasta septiembre ascendió a 39,7 mm de euros, cifra que supone una reducción del 48% en

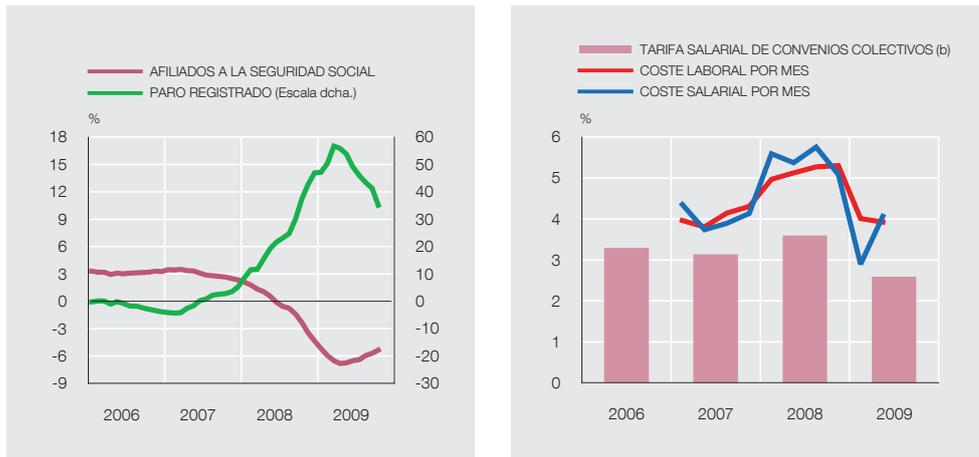
comparación con los nueve primeros meses de 2008. Ello fue consecuencia, sobre todo, del retroceso del déficit comercial (en un 51%), aunque también disminuyeron —en magnitudes cercanas al 15%— los saldos negativos de rentas y transferencias.

En la vertiente de la oferta, tanto el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea como el índice PMI de noviembre retrocedieron respecto al mes anterior. Por su parte, los indicadores laborales del sector, referidos a octubre, recogen una evolución menos negativa que en meses precedentes, moderándose tanto la caída de los afiliados a la Seguridad Social como el avance del paro registrado. Sin embargo, el IPI —que constituye el indicador más relevante del sector, aunque presenta información más retrasada, referida a septiembre— intensificó su caída en dicho mes en seis décimas, hasta el  $-13,1\%$ , en términos corregidos de calendario. Por destino económico de los bienes, este empeoramiento se explica, sobre todo, por el componente de bienes de equipo, cuyo retroceso se acrecentó en 1 pp, hasta el  $-17,8\%$ , y, en menor medida, por el de bienes energéticos, cuya producción cayó un  $6,9\%$  (dos décimas más que en agosto), en tanto que los bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio, y los intermedios no energéticos moderaron ligeramente sus ritmos de caída, aunque esta continuó siendo cercana al 20% en el último caso.

En cuanto a los servicios, la información coyuntural apunta a una ralentización adicional de las caídas. El índice de actividad del sector continuó moderando su ritmo de descenso interanual en el mes de septiembre, hasta alcanzar un  $-11,9\%$  en términos reales y ajustados de calendario ( $-14,9\%$  en agosto). Las encuestas de opinión han mostrado una cierta variabilidad en los últimos meses, aunque el indicador de confianza elaborado por la Comisión mejoró sustancialmente en noviembre. El índice de directores de compras siguió repuntando en octubre, pero se mantiene todavía en zona de contracción. Finalmente, los últimos indicadores del mercado de trabajo parecen confirmar una cierta desaceleración del ritmo de deterioro de la actividad: las afiliaciones a la Seguridad Social atenuaron su descenso en octubre, hasta el  $-2,6\%$  (frente al  $-2,9\%$  de septiembre), y el número de parados registrados continuó moderando su crecimiento, hasta el  $33,9\%$ .

De acuerdo con la CNTR, el empleo disminuyó, en el tercer trimestre del año, un  $7,2\%$  en términos interanuales, coincidiendo con la tasa registrada en el período abril-junio. Los indicadores relativos al conjunto del mercado laboral apuntan a una ralentización de las caídas del empleo en octubre. Así, la afiliación media a la Seguridad Social descendió un  $5,3\%$  interanual (frente al  $-5,7\%$  de septiembre y al  $-6\%$  del tercer trimestre) y el número de parados inscritos en el SPEE se incrementó un  $35,1\%$ , frente a las tasas superiores al 40% de septiembre y del conjunto del tercer trimestre (véase gráfico 2).

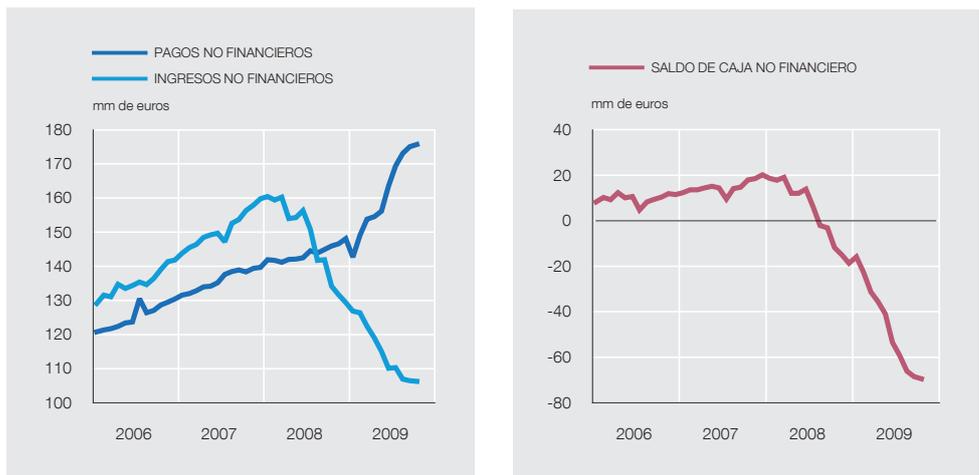
Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado obtuvo hasta octubre de 2009 un déficit de 59,3 mm de euros (el  $5,7\%$  del PIB), notablemente por encima del déficit de 8,5 mm de euros ( $0,8\%$  del PIB) registrado hasta octubre de 2008. Los recursos no financieros experimentaron una caída del  $21,24\%$  respecto al mismo período del año anterior, siendo el crecimiento de los empleos no financieros de un  $20,8\%$ . En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado hasta octubre de 2009 se saldó con un déficit de 57,6 mm de euros, frente al déficit de 6,8 mm de euros registrado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 3). Los ingresos atenuaron ligeramente las tasas de variación negativas, registrando una caída del  $20,5\%$ . A esta evolución contribuyeron prácticamente todas las partidas de impuestos, cuyas tasas de variación parecen haber tocado los mínimos en la parte central del año. Por el contrario, los gastos se desaceleraron ligeramente, hasta registrar un crecimiento del  $23,2\%$ . Estas elevadas



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

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta octubre de 2009.

**INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA**  
**Totales móviles de doce meses**



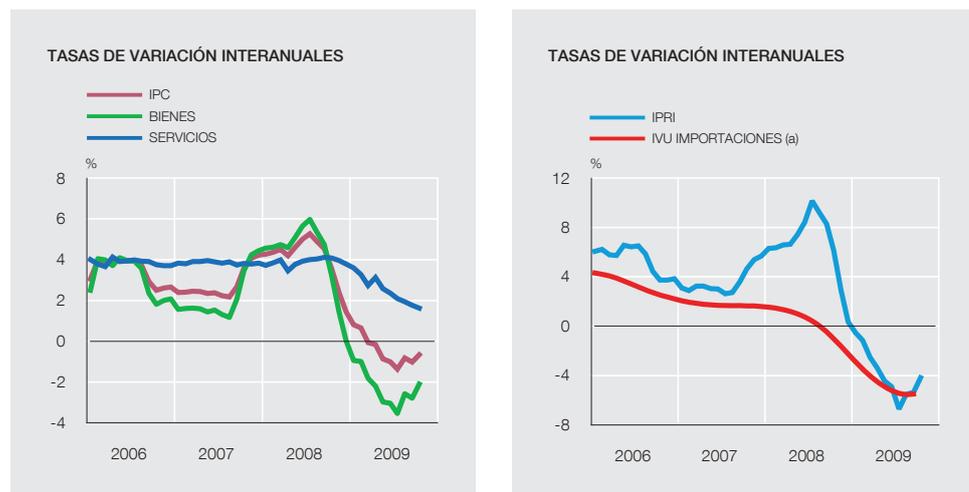
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Último dato: octubre de 2009.

tasas se deben, sobre todo, a las transferencias realizadas por el Fondo Estatal de Inversión Local.

**Precios y costes**

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía experimentó un crecimiento del 3,9% en el tercer trimestre de 2009, 0,8 pp inferior a la registrada en el trimestre anterior. Por su parte, según la última información relativa a la negociación colectiva, los convenios colectivos registrados entre enero y octubre, que afectan a 8,4 millones de trabajadores, contienen un incremento de las tarifas salariales para el presente ejercicio del 2,6%. Este aumento es casi un punto inferior al pactado en 2008, lo que estaría reflejando, aunque con una intensidad limitada, el notable descenso de la inflación y el fuerte deterioro de la situación en el mercado de trabajo. Por otro lado, si bien los convenios de nueva firma continúan representando una proporción pequeña del total, en meses recientes vienen moderan-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

do paulatinamente su ritmo de crecimiento, hasta registrar un aumento salarial acumulado en octubre del 2,3%, casi tres décimas inferior respecto a los revisados (esto es, los acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009). Por ramas de actividad, el incremento de tarifas en la construcción es del 3,6% (tasa prácticamente idéntica a la del año 2008), mientras que en el resto de ramas se sitúa en torno al 2,5% (aproximadamente, 1 pp menos que en el ejercicio anterior).

En octubre, el IPC aumentó su ritmo de variación interanual tres décimas, hasta situarse en el -0,7% (véase gráfico 4). Ello fue consecuencia, sobre todo, de la gradual reversión de los efectos de base en los precios de los bienes energéticos, cuya tasa de variación aumentó casi en 4 pp, hasta situarse en el 6,6%. En cambio, el IPC sin energía y el IPSEBENE mantuvieron sus tasas en un -0,1% y un 0,1%, respectivamente. Dentro de estos agregados, los precios de los servicios continuaron su desaceleración, hasta el 1,6%, lo que supone un nuevo mínimo histórico, mientras que los de los alimentos elaborados se estabilizaron en tasas positivas, aunque cercanas a cero, y los de los bienes industriales no energéticos mantuvieron su caída en el -2,1%. Finalmente, los alimentos no elaborados aumentaron en una décima su retroceso, hasta registrar una tasa del -2,6%. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) moderó en cuatro décimas su ritmo de caída en octubre, hasta el -0,6%. En el área del euro, el descenso del IAPC se amortiguó en 0,2 pp, hasta el -0,1%, por lo que el diferencial de inflación, favorable a España por undécimo mes consecutivo, se estrechó, en valor absoluto, en dos décimas, hasta -0,5 pp. Finalmente, según los correspondientes indicadores adelantados, el IAPC en España y en el área del euro habría vuelto a mostrar tasas positivas en noviembre, del 0,4% y del 0,6%, respectivamente. Tras esta evolución, que cabe atribuir, sobre todo, a la continuación de la reversión de los efectos de base en el componente energético, el diferencial entre la inflación española y la del conjunto del área quedaría establecido, de forma provisional, en -0,2 pp.

El índice general de precios industriales (IPRI) registró en octubre una caída interanual del 4,2%, frente al -5,4% del mes anterior. La desaceleración del retroceso se explica, sobre todo, por la evolución del componente energético, aunque también aminoraron sus ritmos de descenso los precios industriales de los bienes intermedios y de consumo. Por el contrario, los bienes de equipo —la única rúbrica que registra tasas positivas, aunque muy pequeñas— crecieron algo menos que en septiembre.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), ralentizaron su ritmo de caída en septiembre, al reducirse un 12,9%, frente al -16,4% del mes de agosto. Esta evolución se debe a la moderación del descenso del componente no energético (en más de 3 pp, hasta el -8,2%), en tanto que los precios de los bienes energéticos acrecentaron levemente su fuerte retroceso (hasta el -31,4%). En la vertiente exportadora, los IVU también frenaron su caída, hasta el -8,6% (frente al -11,2% del mes precedente), comportamiento que fue compartido tanto por los precios energéticos como por los no energéticos. Respecto a los índices de precios de comercio exterior de bienes industriales publicados por el INE, el último dato, referido al mes de septiembre, muestra una intensificación de 0,1 pp del descenso de los precios de las exportaciones, hasta el -4,8% interanual, al acentuarse la caída de los precios de los bienes de consumo y de la energía y reducirse el crecimiento del componente de bienes de equipo. En la vertiente importadora se moderó el ritmo de caída de los precios industriales en seis décimas, hasta el -9,2%, evolución que vino determinada por la reducción de tres puntos en el descenso en los precios de la energía, mientras que los restantes componentes, por el contrario, aumentaron sus caídas o redujeron su crecimiento, llegando incluso, en el caso de los bienes de consumo, a registrar tasas negativas.

### ***Evolución económica y financiera en la UEM***

En noviembre, los mercados financieros internacionales consolidaron los avances alcanzados durante el mes de octubre, en un contexto en el que la publicación de resultados empresariales del tercer trimestre fue mejor de lo esperado y los datos macroeconómicos mostraron señales de que la moderada recuperación en marcha se va extendiendo geográficamente. En líneas generales, los índices bursátiles registraron, en el conjunto del último mes, cambios leves y en los mercados de crédito y de deuda pública apenas se observaron variaciones significativas. La atención se dirigió a los mercados cambiarios y, en particular, a la evolución del dólar, que mantuvo su debilidad frente a las principales monedas, tanto de los países desarrollados como de los emergentes. Asimismo, a finales de mes se produjo la reestructuración de un fondo de inversión controlado por Dubái, que generó un episodio de volatilidad de los mercados. Los mercados financieros de las economías emergentes continuaron con una evolución en línea con la de los desarrollados, si bien los diferenciales de la deuda soberana aumentaron ligeramente. No obstante, las fuertes entradas de capital de corto plazo registradas en meses anteriores condujeron a algunos países a adoptar controles para desalentar esos flujos (destacando Brasil y Taiwán) o facilitar la salida (como en China) y, de este modo, ayudar a contener la tendencia a la apreciación de sus monedas y frenar la tónica alcista de algunos de sus mercados de activos. Por su parte, los precios del petróleo y de los metales industriales se mantuvieron alrededor de los niveles alcanzados el mes anterior, mientras el oro alcanzó niveles máximos históricos.

En Estados Unidos, el PIB del tercer trimestre creció un 0,7% trimestral (2,8% en tasa anualizada), la primera expansión desde el segundo trimestre de 2008. Los indicadores más recientes muestran una evolución mixta. Así, los índices ISM, la producción industrial y la utilización de la capacidad instalada evolucionaron favorablemente en octubre. En el mercado inmobiliario continuó la caída de las viviendas iniciadas y aumentaron los impagos, si bien se observó una clara recuperación de las ventas. En cuanto al consumo, aunque las ventas minoristas y la renta personal mejoraron en octubre, la confianza del consumidor se mantuvo deprimida en noviembre. El mercado de trabajo mantuvo un tono negativo y la destrucción de empleo continuó siendo intensa, aunque más moderada que en el primer trimestre, de forma que la tasa de paro se incrementó hasta el 10,2% en octubre. En el ámbito externo, el déficit comercial aumentó debido al repunte de las importaciones. En cuanto a los precios, la tasa de inflación se situó en el -0,2% interanual en octubre, frente al -1,3% de septiembre, mientras que la

tasa subyacente aumentó dos décimas, hasta el 1,7%. La Reserva Federal mantuvo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en el rango del 0% al 0,25%, mientras que ha suprimido o reducido el tamaño de algunas facilidades de liquidez y financiación, cuyo uso ha disminuido ante la progresiva recuperación de la actividad económica y la normalización del sector financiero.

En Japón, la primera estimación del PIB del tercer trimestre mostró un fuerte crecimiento del 1,2% trimestral, cinco décimas superior al del segundo trimestre. Destacaron la recuperación del consumo y la inversión privada —en gran parte, por el impulso de las políticas públicas—, que se añade a la contribución positiva de la demanda externa por segundo trimestre consecutivo. Sin embargo, los indicadores de mayor frecuencia presentaron una evolución mixta: la producción industrial y, sobre todo, los pedidos de maquinaria crecieron sensiblemente en septiembre, mientras que las ventas minoristas y el sentimiento del consumidor continuaron deprimidos en septiembre y octubre, respectivamente. Con todo, el paro disminuyó dos décimas, hasta el 5,1%, en octubre. El superávit por cuenta corriente se amplió en octubre, situándose en el nivel del año anterior, gracias principalmente a la evolución de la balanza comercial. Los precios continuaron cayendo en octubre respecto al año anterior, un -2,5% el índice general y un -1,1% el subyacente. En este entorno, el Banco de Japón no modificó los tipos de interés oficiales y anunció la paulatina y ordenada retirada de las medidas especiales de adquisición de bonos y pagarés privados, aunque cautelosamente, al comprometerse a ofertar más fondos si fuera necesario.

En el Reino Unido, el PIB se contrajo un 0,3% trimestral (-5,1% interanual) en el tercer trimestre, tres décimas menos que en el segundo, debido a la menor caída del gasto privado. Sin embargo, los datos de mayor frecuencia muestran una mejoría significativa en los últimos meses. Así, la producción industrial se incrementó considerablemente en septiembre respecto al mes anterior y las encuestas empresariales, como las del PMI y CBI, se afianzaron en terreno expansivo en octubre. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor, aunque continúa en terreno negativo, se situó en máximos de los últimos dos años y las ventas al por menor mantuvieron los avances de meses anteriores. En el mercado de la vivienda, la demanda siguió creciendo en octubre, aunque a un ritmo menor, mientras que la oferta consolidó su reactivación y los precios continuaron su avance. El mercado laboral mostró un menor deterioro en septiembre y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8%. En cuanto a la actividad crediticia, los flujos de financiación a empresas y consumidores fueron débiles y únicamente el crédito hipotecario avanzó en octubre, en un entorno de difíciles condiciones de financiación. La inflación aumentó cuatro décimas, hasta el 1,5% interanual, en octubre y el Banco de Inglaterra prevé un repunte mayor, aunque retornaría a tasas inferiores al objetivo del 2%. En este entorno, el banco central decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y amplió su programa de compra de activos hasta 200 mm de libras.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del tercer trimestre moderó su caída interanual de forma generalizada —con la excepción de Bulgaria—, mientras que en Polonia se mantuvieron tasas positivas de crecimiento. La evolución de la actividad siguió marcada por el intenso ajuste de la demanda interna y la debilidad de las exportaciones, si bien la contribución de la demanda externa neta fue positiva, debido al desplome de las importaciones. En consecuencia, han continuado reduciéndose los déficits por cuenta corriente e incluso algunos países registraron superávits hasta el tercer trimestre. Los datos más recientes de producción industrial y exportaciones muestran una tendencia hacia caídas interanuales más moderadas en la mayoría de los países. La inflación interanual siguió en su trayectoria descendente en octubre, favorecida por los menores precios de los

alimentos, y, en promedio, se redujo desde el 3,1% al 2,7%. En este contexto, los países han mantenido sus tipos de interés oficiales, salvo Hungría, que los redujo en 50 puntos básicos (pb), hasta el 6,5%.

En China, el PIB creció un 8,9% interanual en el tercer trimestre, 1 pp más que en el segundo, gracias, principalmente, a los estímulos públicos. Los indicadores de oferta y demanda de octubre evolucionaron positivamente e indicando una ligera recomposición hacia la demanda del sector privado. Así, la producción industrial se aceleró considerablemente y la confianza empresarial mejoró respecto a niveles que ya eran claramente expansivos. Las ventas al por menor crecieron con renovado vigor, al tiempo que la inversión en activos fijos moderó su rápida expansión, en un entorno de desaceleración del crédito. El superávit comercial prácticamente se duplicó en octubre (hasta 24 mm de dólares), debido al comportamiento algo más favorable de las exportaciones. La inflación interanual se situó en tasas menos negativas (un -0,5% según el IPC y un -5,8% según los precios de producción), debido a un menor efecto base. El banco central cambió la comunicación de su política cambiaria, lo que favoreció las expectativas del reinicio de la apreciación del renminbi respecto al dólar, detenida en julio de 2008. En el resto de Asia, el PIB continuó expandiéndose en el tercer trimestre. Asimismo, la producción industrial retomó un cierto dinamismo en septiembre, mientras que las exportaciones se recuperaron fuertemente en septiembre y octubre. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron inalterados, en un contexto en el que la inflación interanual tendió a mantenerse estable en septiembre y octubre, con solo una leve tendencia al alza.

En América Latina, los indicadores de actividad apuntarían hacia la continuidad de la recuperación económica en el tercer trimestre, aunque con diferencias notables entre países: un fuerte crecimiento en Brasil, más moderado en México, Argentina, Chile y Perú, y fuertes caídas en Venezuela, debido a la contracción de la inversión y del consumo privado. La inflación continuó moderándose —salvo en Argentina y Venezuela—, hasta el 5,7% interanual en octubre, la menor tasa desde noviembre de 2007. En este entorno, los bancos centrales no alteraron sus tipos de interés oficiales, con la excepción del banco central de Colombia, que los redujo 50 pb. Además, el Banco Central de Chile anunció la paulatina eliminación de los programas de provisión extraordinaria de liquidez en moneda nacional y extranjera. Los saldos fiscales volvieron a registrar un notable y generalizado deterioro. En este contexto, en México se aprobaron subidas impositivas —pese a lo cual Fitch rebajó su *rating* soberano—, mientras que, por el contrario, en Argentina se anunciaron medidas para permitir una mayor expansión del gasto público y aumentar los límites de endeudamiento de las provincias.

En la UEM, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, el PIB creció en el tercer trimestre un 0,4% en relación con los tres meses anteriores, tras cinco trimestres consecutivos de descensos. Esto supuso una moderación del ritmo de caída interanual hasta el -4,1%. La recuperación obedeció, en gran medida, a la favorable evolución experimentada por las mayores economías del área: Alemania, Francia e Italia, que registraron avances intertrimestrales del PIB del 0,7%, 0,3% y 0,6%, respectivamente. Por otra parte, las previsiones más recientes publicadas por organismos internacionales incorporaron revisiones al alza de la actividad en la zona del euro en 2010 y 2011. En particular, la Comisión Europea y la OCDE prevén que, tras la caída interanual del PIB del 4% en 2009, se produzca un crecimiento cercano al 1% en 2010, y del 1,5% y el 1,7% en 2011, respectivamente.

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea también reflejan un fuerte deterioro de la posición presupuestaria en la UEM, con un déficit público que rebasa la referencia del 3% del PIB en todos los Estados miembros en 2010 y 2011. En este sentido, el Consejo Ecofin, en su reunión del 20 de octubre, discutió la estrategia de salida de las medidas de estímulo fiscal

		2009					
		JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	-16,7	-15,9	-15,1	-13,0		
	Comercio al por menor	-1,9	-1,8	-2,2	-3,4		
	Matriculaciones de turismos nuevos	11,6	6,7	14,4	9,7	10,9	
	Indicador de confianza de los consumidores	-25,0	-23,0	-22,0	-19,0	-18,0	-17,0
	Indicador de confianza industrial CE	-32,0	-30,0	-25,0	-24,0	-21,0	-19,0
	PMI de manufacturas	42,6	46,3	48,2	49,3	50,7	51,2
	PMI de servicios	44,7	45,7	49,9	50,9	52,6	53,2
	IAPC	-0,1	-0,7	-0,2	-0,3	-0,1	0,6
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	3,6	3,0	2,6	1,8	0,3	
	M1	9,4	12,2	13,6	12,8	11,8	
	Crédito a los sectores residentes	4,2	3,4	2,8	3,0	2,9	
	AAPP	10,7	10,9	11,5	13,5	15,2	
	Otros sectores residentes	2,9	1,9	1,1	1,0	0,5	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	
	— Préstamos a sociedades no financieras	2,7	1,5	0,7	-0,2	-1,2	
	EONIA	0,70	0,36	0,35	0,36	0,36	0,36
	EURIBOR a tres meses	1,23	0,97	0,86	0,77	0,74	0,72
	EURIBOR a un año	1,61	1,41	1,33	1,26	1,24	1,23
	Rendimiento bonos a diez años	4,32	4,09	3,89	3,86	3,80	3,83
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,58	-0,51	-0,28	-0,43	-0,41	-0,40
	Tipo de cambio dólar/euro	1,402	1,409	1,427	1,456	1,482	1,491
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	-2,0	7,6	13,2	17,2	11,9	14,1

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

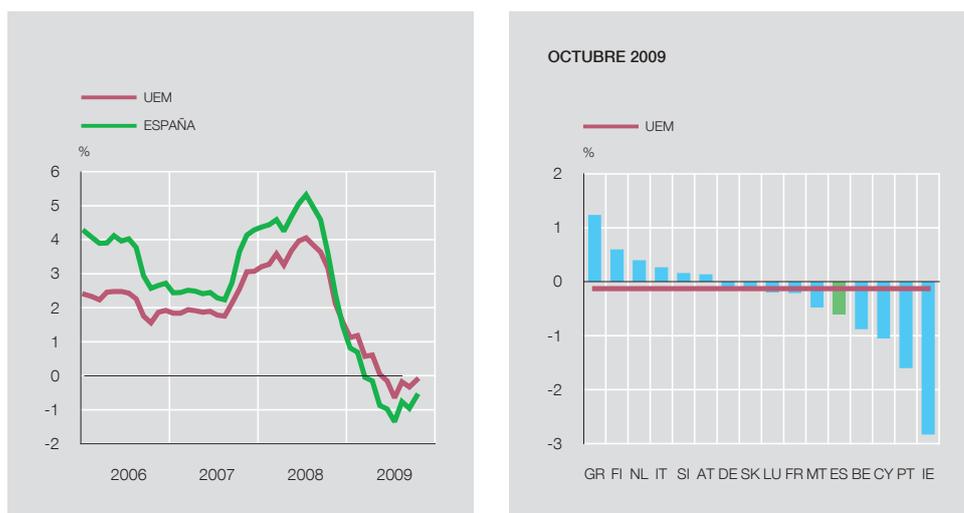
a. Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual) y bolsa.

b. Datos hasta el día 30 de noviembre de 2009.

c. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

y acordó que la consolidación presupuestaria debería empezar, como muy tarde, en 2011 y con reducciones anuales en el déficit estructural más ambiciosas que la referencia de un 0,5% del PIB anual. Dentro del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), la Comisión emitió sus recomendaciones para que los países en esta situación — 13 de los 16 integrantes de la UEM— conduzcan su déficit por debajo del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En el caso de los PDE abiertos desde abril a Grecia, España, Francia e Irlanda, la Comisión evaluó positivamente las medidas adoptadas por parte de sus gobiernos, salvo en Grecia, y aprobó nuevas recomendaciones, concediendo un año adicional para la corrección del déficit excesivo, también con la excepción de Grecia.

La información más reciente sigue apuntando una recuperación gradual de la actividad del área desde los bajos niveles alcanzados a principios de año. Así, la producción industrial aumentó un 0,2% en septiembre en relación con el mes anterior, mientras que los nuevos pedidos industriales se incrementaron un 1,4%, de modo que el ritmo de descenso interanual de ambas variables se redujo (véase cuadro 1). Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, los índices de confianza de la Comisión Europea referidos a la industria, al sector servicios y a la construcción mejoraron en noviembre. También aumentaron los índices PMI elaborados a partir de las encuestas de directores de compras, que en noviembre, de acuerdo con la información preliminar, se situaron en registros superiores a 50 —que indican una expansión de la actividad—, tanto en las manufacturas como en los servicios. Desde la óptica de la demanda, las ventas al por menor volvieron a disminuir en septiembre, mientras que en octubre las matriculaciones de automóviles se incrementaron y la confianza de los consumidores mejoró li-

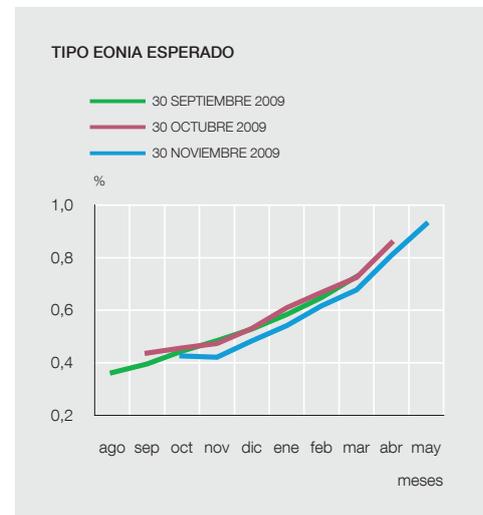
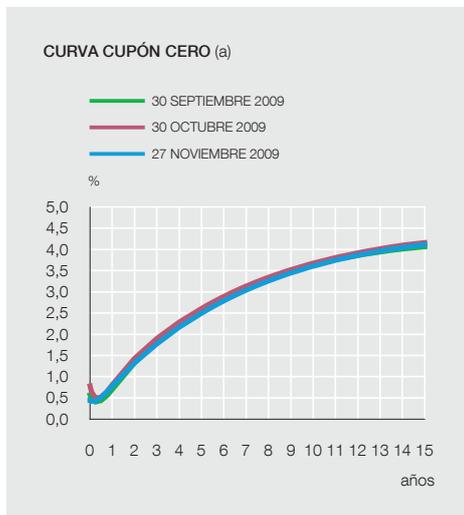
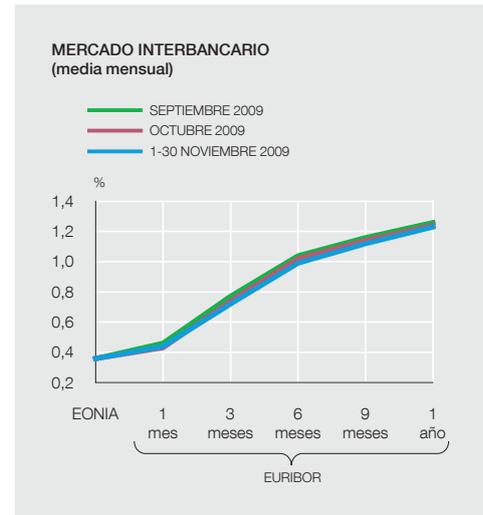
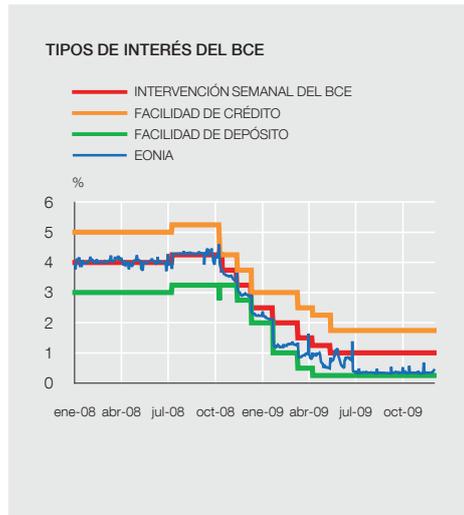


FUENTE: Eurostat.

geramente en noviembre. Por lo que respecta a la inversión, de acuerdo con la encuesta trimestral de coyuntura industrial de la Comisión Europea referida al cuarto trimestre, el nivel de nuevos pedidos mostró una mejora sustancial y el grado de utilización de la capacidad productiva registró su primer incremento desde el segundo trimestre de 2007. Por el lado de la demanda externa, las expectativas de exportación repuntaron en el cuarto trimestre y la cartera de pedidos exteriores también lo hizo en noviembre. Además, el retroceso interanual de las exportaciones nominales se moderó significativamente en septiembre.

La tasa de variación interanual del IAPC se incrementó dos décimas en octubre, aunque se mantuvo en valores negativos del  $-0,1\%$  (véase gráfico 5), mientras que la estimación *flash* para el mes de noviembre apunta ya a un incremento del  $0,6\%$ . El repunte de octubre fue resultado del componente energético, ya que los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos siguieron desacelerándose, y la inflación en los servicios se mantuvo estable. Como consecuencia, el IPSEBENE —que excluye los alimentos no elaborados y la energía— redujo su tasa de crecimiento interanual una décima, hasta el  $1\%$ . Por su parte, el crecimiento interanual de los precios industriales se situó en septiembre en el  $-7,7\%$ .

El Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones de noviembre y diciembre, decidió mantener los tipos de interés en el  $1\%$  para las operaciones principales de financiación y en el  $0,25\%$  y el  $1,75\%$  para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). El Consejo consideró que los tipos de interés oficiales se encuentran en niveles adecuados, en un contexto de previsible recuperación en los próximos meses de tasas de inflación positivas, aunque moderadas, y de mejora progresiva de la actividad —que, no obstante, se debe, en parte, a factores de naturaleza transitoria—. También destacó que las expectativas de inflación a medio y largo plazo continúan firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios. Por otra parte, el Consejo del BCE de diciembre decidió comenzar a retirar de forma gradual algunas de las subastas de liquidez extraordinarias que había introducido en respuesta a la crisis financiera. En particular, el 16 de diciembre se celebrará la última operación a doce meses —con una remuneración que se fijará en función del tipo oficial vigente durante la vida del préstamo—, mientras que las inyecciones a seis meses se interrumpirán después de marzo de 2010. En cambio, el Consejo decidió continuar las operaciones principales de financiación a tipo fijo y adjudicación plena mientras sean necesarias y al menos

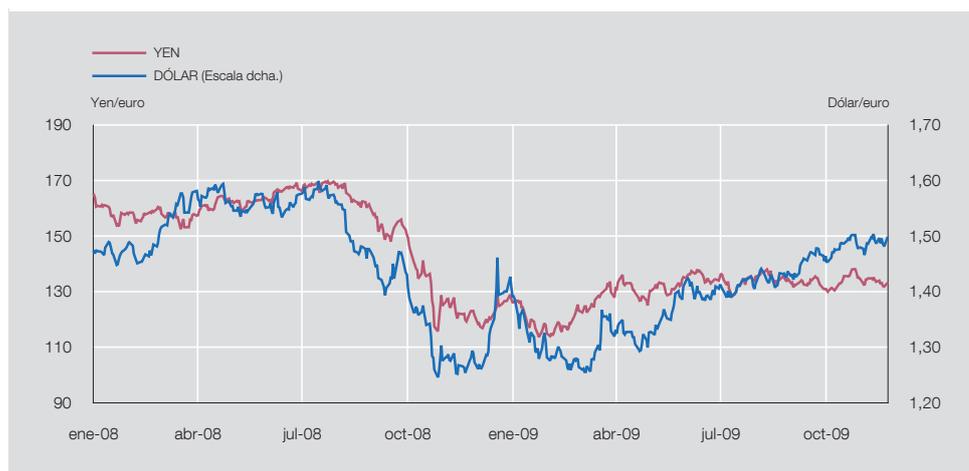


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

hasta el 13 de abril del próximo año. Este procedimiento seguirá también empleándose en las operaciones especiales a un mes.

En el mercado interbancario de la zona del euro las rentabilidades se mantuvieron estables a lo largo de noviembre en los plazos superiores a tres meses; el EURIBOR a un mes, por su parte, registró un leve incremento en los últimos días, hasta aproximarse al 0,5% (véase gráfico 6). En los mercados secundarios de la deuda pública los rendimientos no experimentaron cambios significativos. El tipo a diez años en la zona del euro se mantuvo cercano al 3,8% en noviembre, al tiempo que se ampliaron las diferencias en la rentabilidad de los distintos bonos soberanos con respecto al *Bund* alemán, particularmente en el caso de Grecia. En relación con la deuda pública en Estados Unidos, el diferencial de tipos a largo plazo UEM-Estados Unidos se amplió hasta niveles cercanos a los 50 pb. Por otra parte, el coste de la financiación bancaria continuó disminuyendo en septiembre, de forma moderada y diferenciada por tipo de contrato. No obstante, los préstamos al sector privado siguieron perdiendo dinamismo en octubre por la reducción de los préstamos a sociedades no financieras, que experimentaron caídas superiores al 1% en términos interanuales. La financiación



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

bancaria a los hogares, en cambio, registró un incremento en octubre y la tasa interanual subió dos décimas, hasta el  $-0,1\%$ .

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones retomaron una senda alcista en la primera mitad de noviembre, que se quebró posteriormente y que se tradujo en una revalorización cercana al 2% del índice Dow Jones EUROSTOXX 50 desde finales de octubre. Por su parte, la cotización del euro frente al dólar registró una apreciación durante noviembre —algo superior al 1%—, hasta situarse en niveles próximos a 1,50 dólares (véase gráfico 7). En términos efectivos nominales, el tipo de cambio del euro mostró una leve apreciación.

Finalmente, el agregado monetario M3 continuó desacelerándose en octubre, con un aumento interanual del 0,3%, frente al 1,8% del mes precedente.

### ***Evolución financiera en España***

En línea con lo ocurrido en los principales mercados internacionales, durante octubre y noviembre en España no se produjeron variaciones importantes en los precios de los activos financieros. Por su parte, los datos más recientes sobre los balances de los sectores no financieros muestran que, en septiembre, se mantuvieron las tendencias observadas en los meses precedentes. Así, mientras que la deuda de los hogares y las sociedades creció, en términos interanuales, a ritmos próximos a cero (presentando nuevos descensos en el caso de las empresas y una cierta estabilidad en el de las familias), la financiación neta de las AAPP siguió aumentando a tasas muy elevadas. El saldo de los activos más líquidos de la cartera de los agentes privados también se situó en torno a los mismos niveles de un año antes, con una evolución por instrumentos similar a la de los meses anteriores. La información provisional correspondiente a octubre apunta a una prolongación de todas estas pautas.

En el mercado de deuda pública, las rentabilidades negociadas no registraron movimientos significativos en los dos últimos meses. De este modo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en media, en noviembre, en el 0,78% y el 3,79%, respectivamente, cifras similares a las observadas en septiembre (véase cuadro 2). De igual forma, el diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana se mantuvo estable en torno a los 50 pb. En cambio, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras se redujeron 13 pb, hasta los 80 pb.

TIPOS		2006	2007	2008	2009				
		DIC	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV
BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH:								
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	3,07	2,99	2,82	2,78	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,36	8,38	8,83	7,72	8,16	8,01	7,59	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	1,52	1,50	1,37	1,39	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS:								
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	3,08	2,87	3,01	2,91	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	0,91	0,71	0,80	0,78	0,78
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	2,87	2,84	2,77	2,75	2,69
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,01	3,78	3,80	3,77	3,79
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	0,63	0,44	0,51	0,53	0,51
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	0,99	0,91	0,93	0,87	0,80
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	18,04	23,59	27,84	24,13	26,63

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.  
b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.  
c. Medias mensuales.  
d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2008.  
e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

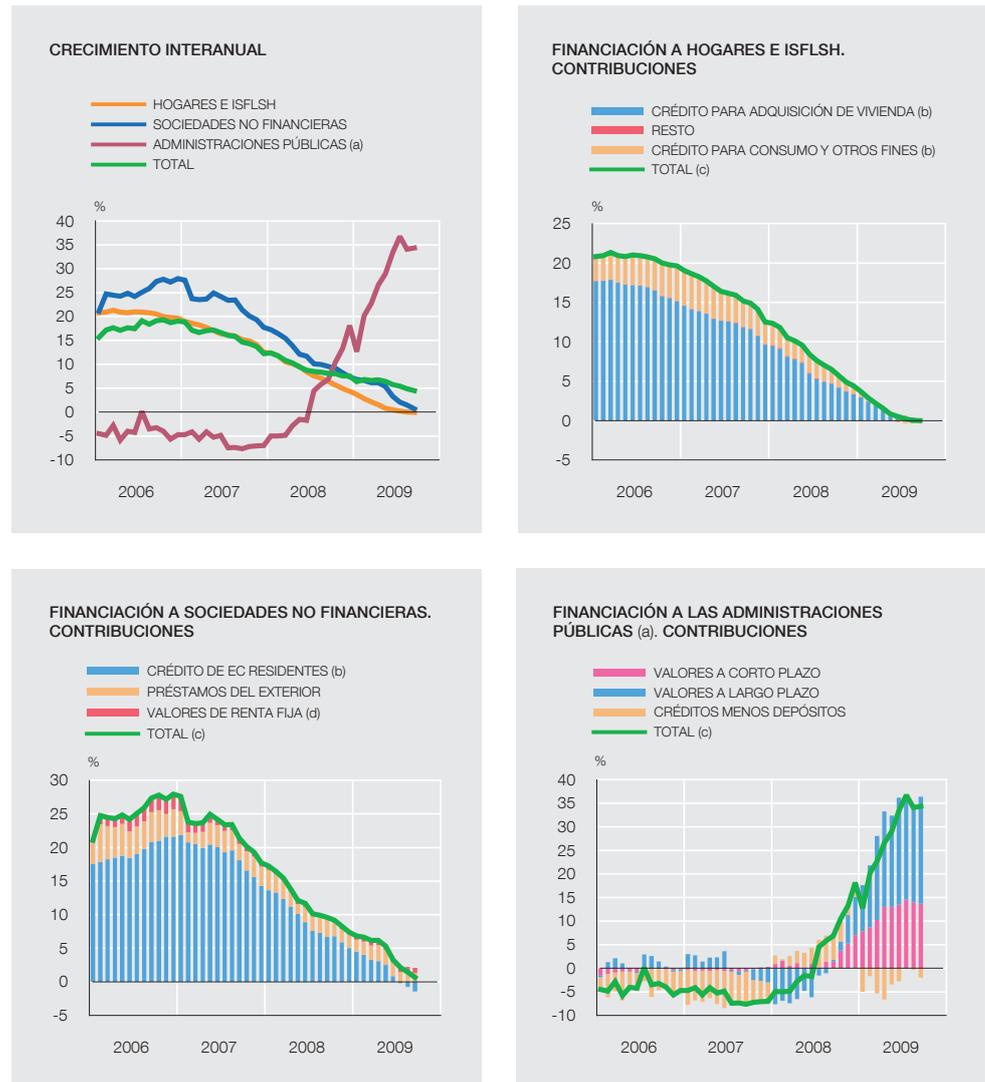
### FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

#### Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2009	2007	2008	2009		
	SEP (b)	DIC	DIC	JUL	AGO	SEP
FINANCIACIÓN TOTAL	2.611,3	12,3	7,6	5,4	4,9	4,5
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.207,1	15,5	6,1	1,3	0,9	0,4
Hogares e ISFLSH	903,2	12,5	4,4	0,2	0,0	0,0
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	676,3	13,0	4,5	0,8	0,5	0,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	224,2	10,9	3,9	-1,4	-1,5	-0,9
Sociedades no financieras	1.303,8	17,7	7,4	2,1	1,5	0,7
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	924,9	19,5	6,8	-0,2	-1,1	-2,0
– Valores de renta fija (d)	49,3	18,4	12,1	26,2	25,4	26,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	404,2	-7,0	18,2	36,7	34,1	34,4
Valores a corto plazo	78,5	2,5	58,3	126,2	120,6	110,3
Valores a largo plazo	359,2	-3,1	8,2	21,0	21,6	23,5
Créditos – depósitos (f)	-33,5	-12,9	8,4	3,1	-1,0	-6,1

FUENTE: Banco de España.

- a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b. Saldo en miles de millones de euros.  
c. Incluye los créditos titulizados.  
d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
f. Variación interanual del saldo, en miles de millones de euros.

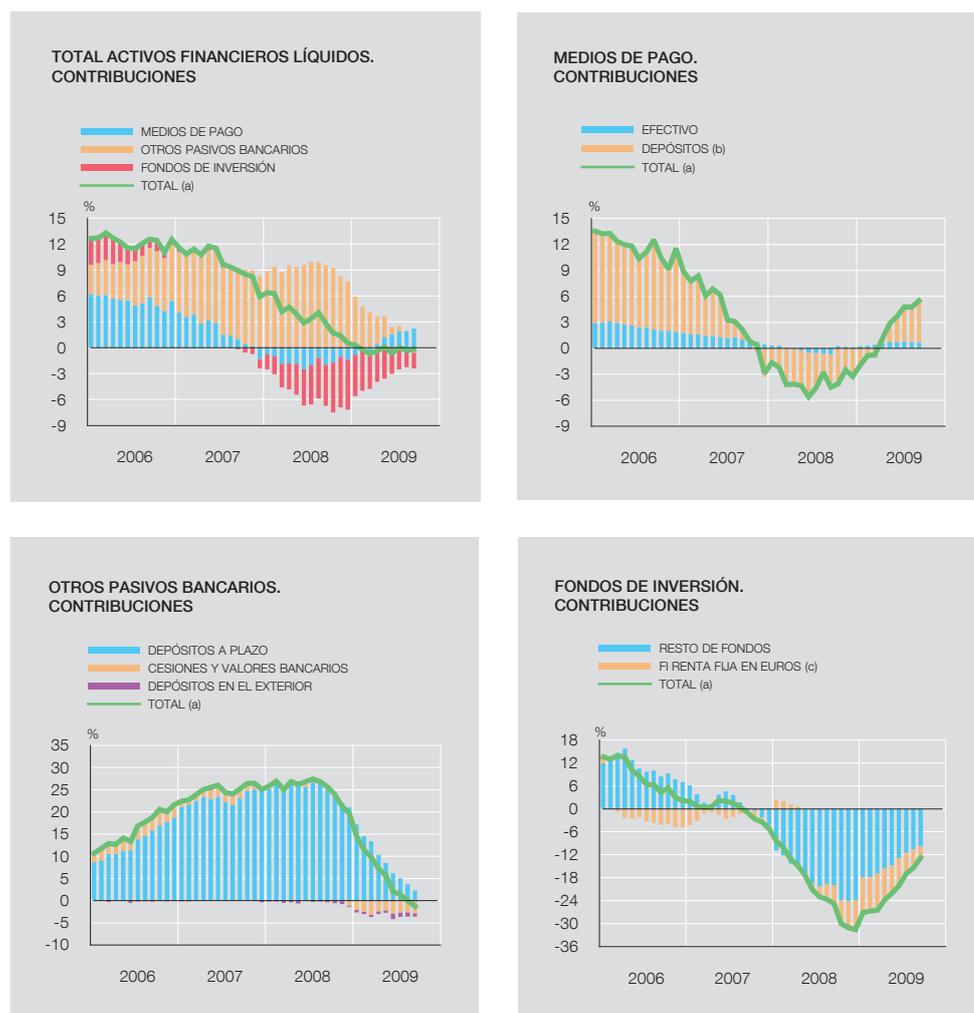


FUENTE: Banco de España.

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

En los mercados de renta variable, las cotizaciones y las volatilidades implícitas oscilaron, durante los dos últimos meses, en torno a los niveles de cierre del tercer trimestre. De este modo, a finales de noviembre el IBEX 35 se situaba un 0,9% por debajo del valor con el que cerró en septiembre, una evolución algo menos favorable que la del S&P 500 de las de Estados Unidos (que se revalorizó un 3,6%) y ligeramente mejor que la experimentada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedió un 2,6%). Con estos movimientos, el índice español acumulaba en los once primeros meses del año una ganancia del 26,6%, revalorización más elevada que la registrada durante el mismo período por la referencia del área del euro y por la estadounidense (14,1% y 21,3%, respectivamente).

En septiembre y octubre, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las familias en las operaciones nuevas de activo y pasivo volvieron a reducirse. Así el coste de los préstamos para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines y la remuneración de sus depósitos se situaron, en el último mes, en el 2,78%, 7,59% y 1,39%, respectivamente, lo



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

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

c. La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

que supuso un descenso, en relación con los correspondientes registros de agosto, de 21 pb, 57 pb y 11 pb. En cambio, el precio de la financiación bancaria a las sociedades no financieras aumentó, en el mismo período, en 4 pb, hasta el 2,91%.

La financiación recibida por los sectores residentes no financieros creció, en el mes de septiembre, a una tasa interanual del 4,5%, medio punto porcentual inferior a la registrada en agosto. Esta evolución fue el resultado del mantenimiento del elevado ritmo de expansión interanual de los pasivos netos de las Administraciones Públicas, que fue compensado por el escaso dinamismo de la deuda de las empresas y las familias, cuyo saldo se situó en ambos casos en torno a los mismos niveles de un año antes (véanse cuadro 3 y gráfico 8).

La desagregación por finalidades muestra que el crecimiento nulo de los recursos recibidos por las familias en septiembre fue el resultado de una nueva reducción de la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para la adquisición de vivienda (hasta el 0,2%) y una ligera recuperación de la correspondiente a los destinados al consumo y otros fines, que, no obstante, continuaba en valores negativos próximos al 1%. Por su parte, el desglose por instru-

mentos de los fondos captados por las sociedades no financieras indica que el ritmo de expansión interanual del crédito otorgado por las entidades residentes se redujo casi 1 pp en relación con el mes precedente, hasta situarse en el -2%, cifra que contrasta con los incrementos en los saldos del resto de fuentes de financiación de este sector y, en especial, con el notable dinamismo de las emisiones de valores de renta fija. La información provisional correspondiente a octubre apunta a nuevos descensos en el avance interanual de la deuda de las empresas y a una cierta estabilidad en el caso de los pasivos de las familias.

La tasa de variación interanual de la financiación captada por las Administraciones Públicas se situó, en septiembre, en torno al 34%, nivel similar al de mes anterior. Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, continuó la importante captación de fondos a través de emisiones de valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, al tiempo que los depósitos crecieron por encima de lo que lo hicieron los créditos recibidos.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las empresas y las familias mostraron en septiembre un comportamiento similar al experimentado desde comienzos de año, con un crecimiento interanual muy próximo a cero (véase gráfico 9). Por instrumentos, continuó la desaceleración de los depósitos a plazo, cuyo saldo viene reduciéndose desde enero, en contraste con la recuperación de los ritmos de avance de los medios de pago y de los fondos de inversión, aunque estos últimos continuaron presentando una tasa de expansión interanual negativa. La información provisional referida a octubre apunta a una continuidad de todas estas tendencias.

30.11.2009.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2008  
Y HASTA EL TERCER TRIMESTRE DE 2009

## Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009

### Rasgos básicos<sup>1</sup>

Como en años anteriores, el Banco de España publica en el *Boletín Económico* de noviembre los resultados obtenidos en 2008 por las empresas no financieras que colaboran con la Central de Balances Anual (CBA), así como los correspondientes a los tres primeros trimestres de 2009 de las empresas que remiten sus datos a la Central de Balances Trimestral (CBT). Estos últimos son un avance de los resultados correspondientes al año completo, que se difundirán en abril de 2010 y que posteriormente se completarán con la presentación de los resultados de la CBA en noviembre de ese mismo año.

Los datos correspondientes a 2008 de la CBA (véanse cuadro 1 y gráfico 1) confirman, en sus rasgos principales, los adelantados en su momento por la CBT para ese mismo período. Así, la caída de la actividad productiva, medida por la evolución del valor añadido bruto (VAB), se situó en el -2,9%, tasa que contrasta con el crecimiento del 6,4% que experimentó este excedente en 2007. Dicha evolución contractiva afectó a prácticamente todos los sectores de actividad, como consecuencia del severo ajuste del consumo y de la inversión, especialmente en la segunda mitad del año. Cabe resaltar la intensidad de las reducciones que sufrió el VAB en las empresas de la industria (-10%), del comercio y hostelería (-1,5%) y en el agregado «Resto de actividades» (-3,1%), en el que se incluyen las empresas constructoras y las inmobiliarias<sup>2</sup>. Por el contrario, el sector de Energía, con un incremento del VAB del 2,9%, fue el único que mantuvo en 2008 una evolución del VAB similar a la del año precedente.

Esta tendencia contractiva, que se fue intensificando a medida que avanzaba 2008, se ha mantenido durante los nueve primeros meses de 2009, en los que la contracción del VAB ha alcanzado el -13,1% (véanse cuadro 1 y gráfico 1) y se ha generalizado a todos los sectores de actividad, sin excepción. Dentro de este comportamiento general, ha seguido siendo el sector industrial (véase recuadro 1) el que ha registrado mayores reducciones de VAB (-30,7%), en un contexto de deterioro de la inversión en bienes de equipo y caída de la construcción, que inciden directamente en la demanda de las empresas industriales. Por lo que se refiere a la evolución del VAB a lo largo de los tres primeros trimestres de 2009, se aprecia una cierta ralentización en su ritmo de contracción, que contrasta con la evolución que experimentó en 2008. En efecto, en el tercer trimestre el VAB se ha reducido un 8,9%, frente a disminuciones del 13,4% y del 16,4% en los trimestres precedentes. Por su parte, la actividad exterior

---

1. Este artículo informa de los resultados obtenidos por las empresas no financieras, a partir de la muestra de empresas colaboradoras con la base de datos anual (CBA), hasta 2008, y trimestral (CBT), hasta el tercer trimestre de 2009. La información anual utilizada es una síntesis de la que se recoge en la publicación del Banco de España *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras, 2008*, presentada a la prensa el 4 de diciembre de 2009. La muestra anual, que consta de 6.853 empresas colaboradoras en 2008, representa el 25,4% del total de la actividad del sector de Sociedades no financieras, mientras que la trimestral, que contiene información de las 724 empresas que, en media, han enviado sus datos hasta el tercer trimestre de 2008, suponen, en términos del VAB, un 12% sobre el total del sector. 2. La información por sectores de actividad se ha adaptado en todas las bases de datos y publicaciones de la Central de Balances a la nueva Clasificación Nacional de Actividades Económicas, CNAE 2009. La realización de este trabajo ha supuesto la sectorización de todas las empresas en la serie histórica que se inicia en 1984, con la nueva CNAE 2009, mediante la aplicación de tablas de conversión y la revisión puntual de los casos necesarios. A partir de este artículo se modifica la presentación del detalle por actividades (véanse cuadros 2.A y 5), lo que básicamente afecta a la aparición de los agregados sectoriales de «Comercio y hostelería» y de «Información y comunicaciones» y supone la integración del de Transporte (antes incluido dentro del agregado «Transporte y comunicaciones»), junto con otras actividades, en un agregado denominado «Resto de actividades». Los agregados de «Industria» y «Energía» no experimentan cambios sustanciales por el momento, con el fin de facilitar la comparación con los datos de la Contabilidad Nacional, que seguirá utilizando la antigua clasificación hasta 2011.

**EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES**  
**Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior**

CUADRO 1

BASES	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
	2008	2007	2008	I a IV 08/ I a IV 07	I a III 08/ I a III 07	I a III 09/ I a III 08
Número de empresas		9.243	6.853	800	819	724
Cobertura total nacional		33,8%	25,4%	12,6%	13,6%	12,0%
<b>CUENTA DE RESULTADOS:</b>						
1 VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	8,0	0,3	2,0	7,3	-17,8
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	148,2	5,9	1,7	0,2	4,4	-17,2
2 CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	67,7	8,7	1,9	4,6	10,6	-20,3
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	94,8	4,4	1,4	2,9	14,5	-29,9
— <i>Otros gastos de explotación</i>	21,0	8,9	1,5	6,7	7,1	-4,3
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	32,3	6,4	-2,9	-2,7	1,5	-13,1
3 Gastos de personal	17,6	6,9	3,2	3,5	4,7	-1,1
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	14,7	5,9	-9,4	-7,3	-0,8	-22,0
4 Ingresos financieros	6,1	19,4	12,6	2,3	18,0	-10,6
5. Gastos financieros	5,4	38,1	15,8	16,7	19,8	-28,6
6 Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	6,6	-0,2	16,2	1,9	-2,8	-2,4
S.3 RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	8,8	4,2	-22,1	-17,0	-1,3	-21,8
7 Resultado por enajenaciones y deterioro (c)	-2,2	(b)	-36,8	(b)	19,5	-42,4
7' Estructura sobre VAB (7 / S.1)		-2,9	-6,8	-8,2	8,7	6,6
8 Variaciones del valor razonable y resto de resultados (c)	-1,1	(b)	(b)	64,7	62,8	-31,7
8' Estructura sobre VAB (8 / S.1)		4,0	-3,5	-3,2	-2,3	-2,4
9 Impuestos sobre beneficios	0,6	-15,3	-68,9	-86,3	8,8	-19,0
S.4 RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 – 9]	4,8	8,6	-48,2	-39,1	12,7	-29,7
S. 4' Estructura sobre VAB (S.4 / S.1)		25,5	15,0	23,0	38,0	30,8
<b>RENTABILIDADES</b>	<b>Fórmulas (d)</b>					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	8,9	7,5	7,9	7,3	5,6
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	4,8	5,1	5,0	5,0	3,5
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / PN	12,5	9,8	10,4	9,3	7,4
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	4,1	2,5	2,9	2,3	2,1

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

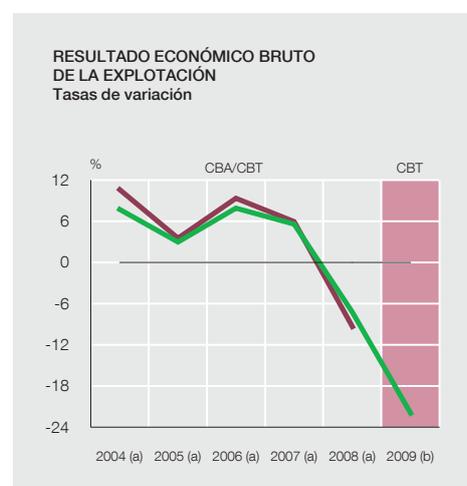
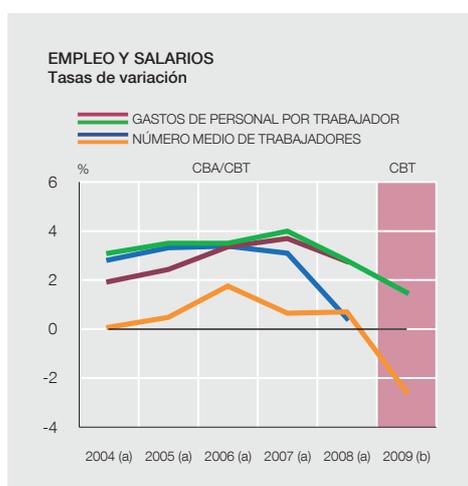
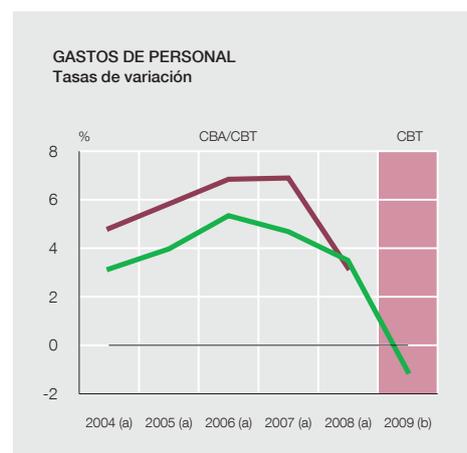
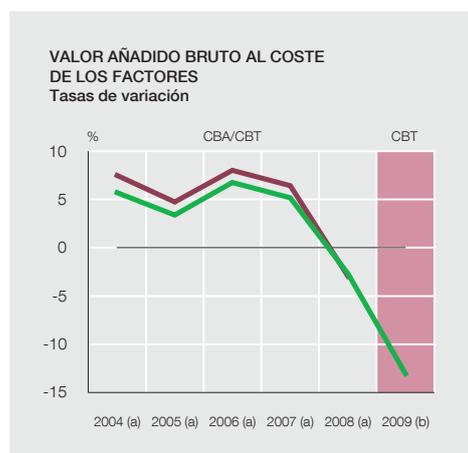
c. Nuevas partidas de la cuenta de resultados, que surgen por la aplicación del nuevo plan contable (PGC 2007).

d. AN = Activo neto de recursos ajenos sin coste; PN = Patrimonio neto; RAC = Recursos ajenos con coste; AN = PN + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de los ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no otros gastos financieros (5.2).

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 7 se han depurado de movimientos contables internos.

continuó contribuyendo positivamente al producto, debido a que el retroceso de las importaciones ha sido más intenso que el de las exportaciones.

Por su parte, los gastos de personal se moderaron notablemente durante 2008 (su aumento fue de un 3,2%, menos de la mitad que el año anterior) y llegaron a reducirse un 1,1% en los tres primeros trimestres de 2009. En ambos períodos esta evolución fue consecuencia tanto del menor crecimiento salarial como del progresivo deterioro de los datos de empleo. Por lo que respecta al empleo, en 2008 tuvo un crecimiento muy reducido, prácticamente nulo (0,4%) y muy por debajo del aumento de 2007, en el que creció el 3,1% (véase cuadro 2.A). En los meses transcurridos de 2009 la evolución del empleo de las empresas colaboradoras con la CBT (una reducción del 2,6%) refleja la intensidad con la que las empresas han ajustado sus



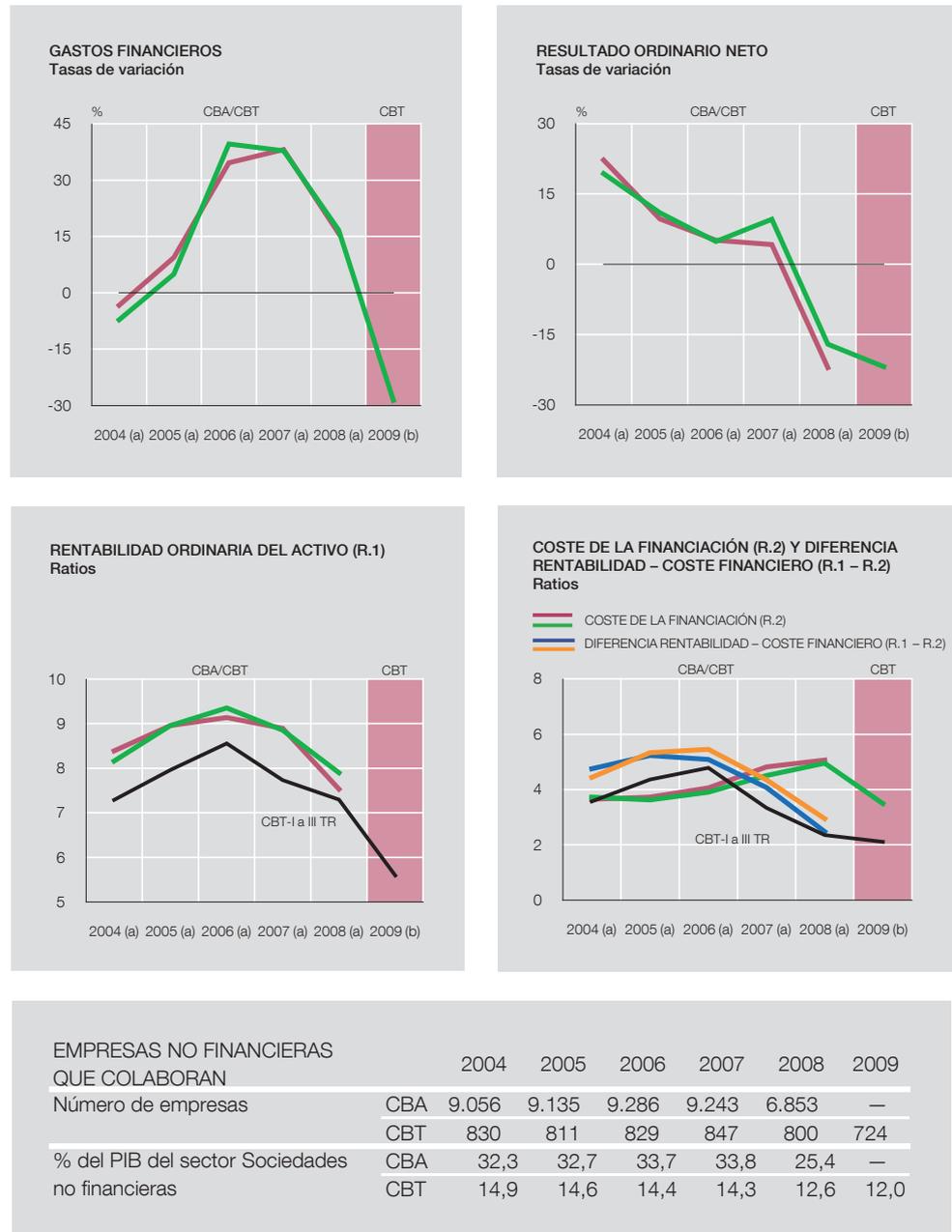
EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Número de empresas	CBA 9.056	9.135	9.286	9.243	6.853	—
	CBT 830	811	829	847	800	724
% del PIB del sector Sociedades no financieras	CBA 32,3	32,7	33,7	33,8	25,4	—
	CBT 14,9	14,6	14,4	14,3	12,6	12,0

FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los tres primeros trimestres de 2009 sobre igual período de 2008.

plantillas, principalmente la de empleados no fijos, como reacción a la fuerte caída en la actividad productiva. La reducción de plantillas se ha ido extendiendo progresivamente a un número mayor de empresas y sectores, de forma que ha terminado afectando, tanto en 2008 como en los tres primeros trimestres de 2009, a todos los sectores de actividad. De ellos, el sector industrial es el que experimentó un mayor deterioro en sus plantillas medias en 2008 (-1,4%), en consonancia con la evolución negativa de su actividad productiva. No obstante, también cabe destacar, en dicho año, la intensa reducción del empleo en los agregados de comercio y hostelería (pasaron de crecer el 4% en 2007, a hacerlo el 0,7% de 2008) y en el de «Resto de actividades» (creció el 4,4% de 2007 y solo el 1,3% de 2008). Como se ha mencionado anteriormente, en este último sector se encuadran las empresas constructoras y



FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 2004, 2005, 2006, 2007 y 2008 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).  
b. Media de los tres primeros trimestres de 2009 sobre igual período de 2008.

las inmobiliarias, en las que la caída de la actividad productiva y del empleo alcanzó especial intensidad en 2008<sup>3</sup>. Los datos de los tres primeros trimestres de 2009, por su parte, ponen de manifiesto una intensificación de la caída del empleo, más acusada en algunos sectores,

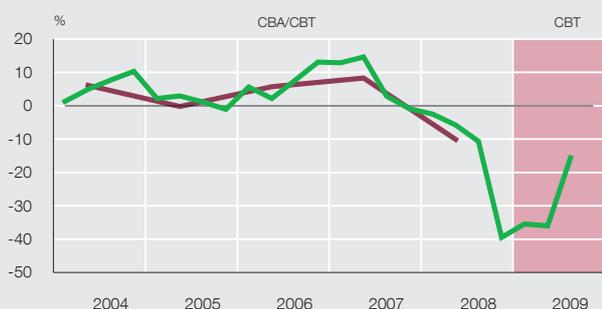
3. Del análisis de los datos depositados en los registros mercantiles (base de datos CBB) correspondientes a 2008, se obtiene la misma conclusión. En ellos se produce una caída del empleo del 4,9% en las empresas constructoras y del 6,5% en las inmobiliarias de pequeña dimensión. Se hace referencia aquí a la base de datos que mantiene la Central de Balances con la información depositada por las empresas en los registros mercantiles (véase el recuadro 2 de este artículo), en la que existe una adecuada cobertura de las pequeñas empresas; en concreto, las de los sectores de servicios y de construcción, que están peor representadas en su muestra anual CBA (véase anejo de la monografía anual de la Central de Balances, antes referida).

Según la información recopilada por la Central de Balances, la actividad productiva del sector industrial se ha contraído fuertemente en los dos últimos años, lo que se ha traducido en intensas caídas del VAB: del 10% en 2008 y del 30,7% en los nueve primeros meses de 2009. Esta evolución se debe tanto al impacto negativo que sobre este sector ha tenido el retroceso de la inversión en bienes de equipo como al que la crisis del sector de la construcción ha tenido sobre algunos subsectores industriales cuya actividad se encuentra más ligada a él. No obstante, como se ha señalado con respecto al total de la muestra, hay que resaltar que la evolución de los datos trimestrales muestra unos valores menos negativos en la evolución del VAB del tercer trimestre de 2009 (-15,6%), en comparación con los dos primeros trimestres del año (-35,4% en el primero y -36,1% en el segundo). Aunque este retroceso de la actividad se ha producido en todos los subsectores industriales, los más afectados han sido, en 2008, el de Fabricación de productos minerales y metálicos y el de Fabricación de material de transporte, con caídas del VAB del -20,9% y del -14,7%, respectivamente. En los tres primeros trimestres de 2009, además del mencionado de

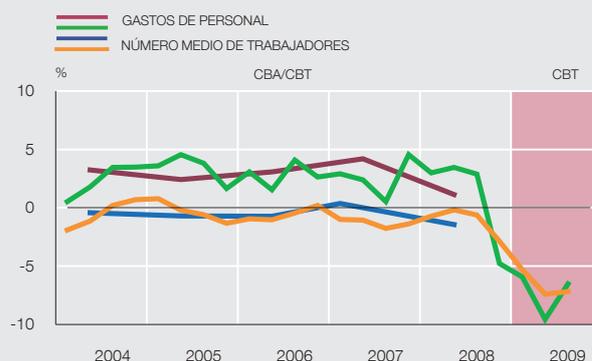
Fabricación de productos minerales y metálicos, cuyo VAB se ha reducido en un -64,4%, cabe destacar los subsectores de Fabricación de productos informáticos y electrónicos y de material y equipo eléctrico, y el de Industria química, que registraron disminuciones del VAB del -34,7% y del -34%, respectivamente. Por su parte, los gastos de personal de las empresas industriales de la muestra se moderaron progresivamente, incrementándose un 1,1% en 2008 y llegando a disminuir el -7,4% en los tres trimestres de 2009. Este comportamiento se debe, por un lado, a las caídas del empleo, que han sido cada vez más intensas (-1,4% en 2008 y -6,6% hasta septiembre de 2009), y, por otro, a la creciente moderación que han registrado los costes salariales, que aumentaron un 2,6% en 2008 (frente al 3,8% del año anterior) y llegaron a caer a una tasa del -0,9% en los meses transcurridos de 2009. En esta disminución de los costes salariales ha influido notablemente la drástica reducción que han registrado las retribuciones variables en algunas grandes empresas, así como el contexto de mayor contención de los salarios negociados en los convenios. A pesar de este crecimiento más moderado —e incluso descenso en 2009— de los gastos de

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS DE INDUSTRIA QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

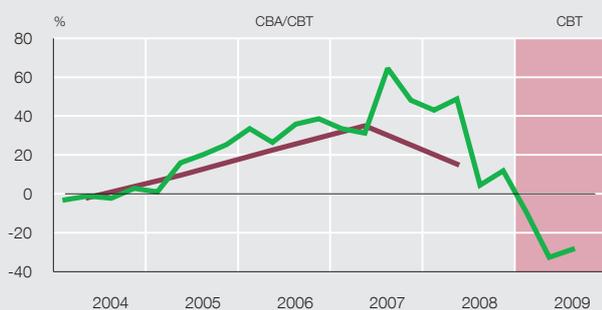
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES  
Tasas de variación



EMPLEO Y SALARIOS  
Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS  
Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO  
Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Número de empresas	CBA	2.472	2.410	2.397	2.356	1.723	—
	CBT	347 337 330 328	320 309 302 294	315 300 288 279	309 299 285 280	282 271 258 244	240 232 192 —
% del PIB del subsector Sociedades del sector industrial	CBA	28,7	28,7	31,1	33,6	21,6	—
	CBT	19,7 19,8 18,1 19,3	19,1 19,6 16,9 17,1	18,5 17,5 16,3 17,4	19,4 19,6 16,6 17,0	16,2 16,2 12,8 8,5	10,2 10,3 8,7 —

FUENTE: Banco de España.

personal, el deterioro de la actividad productiva se trasladó tanto al resultado económico bruto como al resultado ordinario neto. El primero presentó fuertes variaciones negativas en los dos períodos analizados (-23,3% para 2008 y -61% en los nueve primeros meses de 2009) y el RON registró caídas muy significativas en 2008 (-37,7%), especialmente en los tres primeros trimestres de 2009, período en que disminuyó un -90,5%. Esta evolución de los excedentes ordinarios se trasladó directamente a las rentabilidades, de forma que la ratio que mide la rentabilidad del activo neto disminuyó

cuatro puntos en 2008 con respecto al año anterior y se situó en el 6,8%, y continuó disminuyendo hasta el 2,2% en los tres primeros trimestres del año en curso. Por todo ello, y a pesar de que el coste financiero ha evolucionado favorablemente, al incorporar el efecto de las sucesivas bajadas de los tipos de interés, el diferencial entre la rentabilidad y la ratio que mide dicho coste se ha ido estrechando progresivamente, hasta llegar a valores negativos en 2009 (-1,6%), dato que resume el difícil momento por el que atraviesa la industria española.

como el industrial o el de comercio, en los que el número de trabajadores se redujo un 6,6% y un 4,1%, respectivamente. Por lo que respecta a las remuneraciones medias, tanto en 2008 como en los nueve primeros meses de 2009 se aprecia una marcada moderación (los gastos de personal por trabajador aumentaron el 2,8% y el 1,5%, respectivamente), en un contexto en el que los incrementos negociados en los convenios colectivos empiezan a reflejar las condiciones de menores precios y de la demanda de trabajo.

El descenso de la actividad productiva, solo parcialmente compensado por la contención de los gastos de personal, ha producido un deterioro de los excedentes empresariales en los dos períodos que se analizan en este artículo. Así, el resultado económico bruto (REB) registró fuertes caídas, tanto en 2008 (-9,4%) como, especialmente, en los nueve primeros meses de 2009, período en el que se redujo un 22%. Por su parte, los ingresos y gastos financieros han experimentado una evolución descendente, registrando aumentos cada vez más reducidos en 2008, hasta reflejar tasas de crecimiento negativas en 2009. Esta evolución se debe, en primer lugar, al descenso de los tipos de interés, que afecta tanto a los ingresos como, en especial, a los gastos. Adicionalmente, a las menores entradas de dividendos, por el lado de los ingresos, y, por el de los gastos, a la menor apelación a nuevos recursos financieros, en un contexto de desaceleración de la actividad inversora y de disminución de las adquisiciones corporativas, que fueron muy importantes en los períodos previos. En conjunto, el efecto neto de los gastos e ingresos financieros sobre el resultado ordinario neto (RON) ha sido reducido en 2008, y ligeramente favorable en los tres primeros trimestres de 2009, dado que en este período la reducción de los gastos fue más intensa que la de los ingresos. Por su parte, la partida que recoge las amortizaciones y provisiones de explotación creció un 16,2% en 2008, a consecuencia de las cuantiosas dotaciones que las empresas del sector de la construcción e inmobiliario contabilizaron en dicho ejercicio, para reflejar en sus balances el menor valor de sus existencias. Por el contrario, los datos de 2009 no registran este fenómeno, si bien conviene tener en cuenta que, dada la baja representatividad de las empresas de los sectores mencionados en la CBT, será necesario esperar hasta que los datos de la CBA de 2009 estén disponibles para evaluar el posible impacto de estas dotaciones en los resultados de las empresas en dicho año. En definitiva, el incremento de las provisiones de explotación, unido al efecto prácticamente nulo de los ingresos y gastos financieros, ha llevado a que, en 2008, el RON sufriera un retroceso adicional con respecto al del REB, hasta una caída del 22,1% en 2008. Por su parte, en los datos trimestrales de 2009, la ausencia de estas provisiones y la mayor reducción de los gastos respecto a la de los ingresos financieros no han supuesto un deterioro adicional del RON, cuya caída se ha situado en el -21,8%, prácticamente idéntica a la de 2008 y similar a la del REB para los tres primeros trimestres de 2009.

**VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.  
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**

CUADRO 2.A

Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)		
	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09
Total	-2,9	-2,7	1,5	-13,1	0,4	0,7	1,1	-2,6	3,2	3,5	4,7	-1,1	2,8	2,8	3,5	1,5
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	-8,4	—	—	—	-3,8	—	—	—	2,2	—	—	—	6,2	—	—	—
Medianas	-2,5	-0,8	0,7	-12,8	-1,1	-2,4	-1,8	-5,9	4,1	2,2	3,9	-5,0	5,3	4,7	5,8	0,9
Grandes	-2,8	-2,8	1,5	-13,1	0,8	0,9	1,3	-2,4	3,2	3,6	4,7	-0,9	2,4	2,6	3,4	1,5
<b>DETALLE POR ACTIVIDADES:</b>																
Energía	2,9	3,0	10,4	-15,2	1,8	2,3	2,5	-0,2	6,4	4,4	5,9	1,3	4,5	2,1	3,3	1,5
Industria	-10,0	-13,2	-6,0	-30,7	-1,4	-1,0	-0,5	-6,6	1,1	1,2	3,1	-7,4	2,6	2,3	3,6	-0,9
Comercio y hostelería	-1,5	-4,4	-2,4	-9,2	0,7	1,9	2,8	-4,1	3,5	4,3	5,2	-4,8	2,8	2,3	2,3	-0,7
Información y comunicaciones	0,7	-1,2	-0,7	-9,1	-1,5	-2,7	-3,1	-0,5	1,4	-0,3	-0,5	1,9	2,9	2,4	2,7	2,4
Resto de actividades	-3,1	-1,2	2,5	-7,3	1,3	1,2	1,4	-0,4	4,1	5,1	6,3	2,2	2,8	3,9	4,8	2,6

FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

**EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL  
Detalle según evolución del empleo**

CUADRO 2.B

	TOTAL EMPRESAS CBT I a III 2009	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARÍAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	724	293	431
<b>GASTOS DE PERSONAL:</b>			
Situación inicial I a III 08 (millones de euros)	21.065,1	8.008,4	13.056,7
Tasa I a III 09 / I a III 08	-1,1	5,5	-5,1
<b>REMUNERACIONES MEDIAS:</b>			
Situación inicial I a III 08 (euros)	33.022,7	34.946,8	31.993,7
Tasa I a III 09 / I a III 08	1,5	0,0	2,1
<b>NÚMERO DE TRABAJADORES:</b>			
Situación inicial I a III 08 (miles)	637	229	408
Tasa I a III 09 / I a III 08	-2,6	5,5	-7,1
Fijos			
Situación inicial I a III 08 (miles)	538	191	347
Tasa I a III 09 / I a III 08	-0,2	4,1	-2,6
No fijos			
Situación inicial I a III 08 (miles)	100	38	62
Tasa I a III 09 / I a III 08	-15,1	12,9	-32,6

FUENTE: Banco de España.

Las bases de datos CBA y CBT facilitan el estudio de las empresas no financieras españolas de mayor dimensión, puesto que estas empresas son un estrato de la población bien representado en sus muestras. Sin embargo, es muy útil completar este análisis con el estudio de las empresas de tamaño más pequeño, es decir, las que tienen menos de 50 empleados, y profundizar, al mismo tiempo, en el comportamiento de algunos sectores de actividad más atomizados (como ocurre en el sector servicios o en el de la construcción) y cuyo análisis a partir de los datos de la CBA y de la CBT puede, en algunos casos, resultar incompleto. Por ello, la Central de Balances mantiene una base de datos creada a partir de las cuentas que las empresas depositan en los registros mercantiles (CBBE/RM o CBB), gracias a un acuerdo de colaboración. Esta base de datos permite, entre otros aspectos, presentar un anejo a la monografía anual de la Central de Balances, con los resultados agregados de las pymes españolas. En este recuadro, utilizando una síntesis de esos datos,

se analiza brevemente la evolución de este conjunto de empresas. Conviene tener en cuenta que el hecho de que esta información solo esté disponible con cierto retraso con respecto a los datos de la CBT y CBA queda compensado por su exhaustividad, dado que incluye datos de más de 600.000 empresas en 2007 y de 100.000 empresas en 2008, ejercicio del que aún sigue recibiendo información (véase gráfico adjunto). Si se agregan las informaciones de la CBA, que, como se ha indicado, contiene información de las grandes y medianas empresas, y la de esta base de datos de empresas de pequeño tamaño CBB, se alcanza una amplia cobertura sobre el total de la población. En 2007 esta cobertura supone casi el 54% del VAB, respecto al total del sector de sociedades no financieras (33,8% para la CBA y 20,1% con CBB).

De acuerdo con los resultados de la CBB correspondientes al año 2008, la actividad del conjunto de empresas pequeñas españolas se

## RESULTADOS DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS

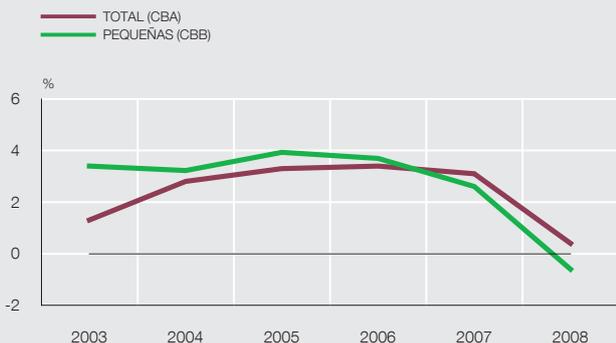
**VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES**  
Tasas de variación



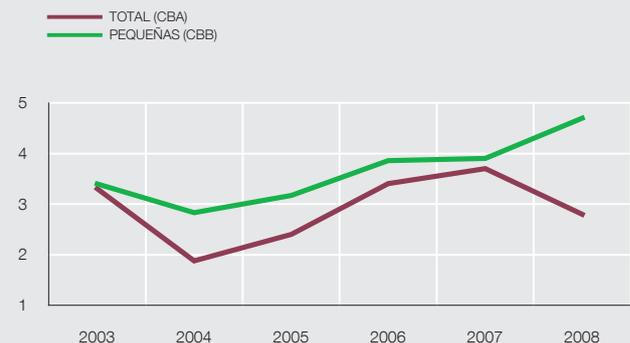
**GASTOS FINANCIEROS**  
Tasas de variación



**EMPLEO**  
Tasas de variación



**GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR**  
Tasas de variación



		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Número de empresas	CBA	8.830	9.056	9.135	9.286	9.243	6.853
	CBB (a)	481.757	442.004	522.502	559.165	604.912	104.725
% del PIB del sector Sociedades no financieras	CBA	30,0	32,3	32,7	33,7	33,8	25,4
	CBB (a)	20,7	16,2	18,4	19,2	20,1	3,0

FUENTE: Banco de España.

a. En el caso de los gráficos de empleo y gastos de personal por trabajador, los datos corresponden al subconjunto de empresas con datos coherentes en empleo (el 65% del total de CBB).

contrajo, lo que se tradujo en una disminución del VAB de un -3,4%, que contrasta con el crecimiento del 6,8% que se registró en 2007. Esta evolución negativa, que es muy similar a la de las empresas de la CBA para este mismo período, ha afectado a prácticamente todos los sectores de actividad, con la única excepción del sector de Suministro de energía eléctrica (hecho también coincidente con los datos de la CBA), cuyo positivo comportamiento se debe al extraordinario crecimiento de las pequeñas empresas del subsector de Energías renovables. En el resto de sectores se apreció una clara disminución de la actividad, si bien esta reducción fue mayor en los agregados de construcción y actividades inmobiliarias, en los que la coyuntura recesiva se manifestó con mayor intensidad. En estos dos subsectores, la caída del VAB alcanzó el -8,4% y el -5,9%, respectivamente, y ambos suponen más de la mitad de la disminución de la actividad del total de la muestra. Por su parte, los gastos de personal aumentaron en 2008 de forma más moderada (un 4,4%), casi tres puntos menos que el año anterior, principalmente por la negativa evolución del empleo, que registró una disminución del -0,6% en el número medio de trabajadores, frente al 2,6% que había aumentado el año anterior. El ajuste de plantillas se concentró especialmente en aquellos sectores en que la actividad sufrió un mayor deterioro. Como consecuencia de la contracción de la activi-

dad productiva, y a pesar de la mayor moderación con que crecieron los gastos de personal, el resultado económico bruto registró una intensa disminución, del -27,8%. Por su parte, los gastos financieros presentaron también un menor crecimiento en 2008 (del 15,9%), prácticamente la mitad de lo registrado un año antes (33,5%), a pesar de lo cual el resultado ordinario neto reflejó una brusca disminución, del -55,4%. El empeoramiento mostrado por los excedentes ordinarios se tradujo en un claro descenso de los niveles de rentabilidad, de modo que la ratio que mide la rentabilidad ordinaria de los recursos propios (única que puede calcularse con la información disponible en la CBB) descendió desde el 7,8% de 2007 hasta un 3,8% en 2008, y afectó de forma generalizada a todos los sectores de la muestra, sin excepción.

En resumen, el agregado de pequeñas empresas que componen la base CBB experimentó en 2008 una fuerte contracción de su actividad productiva, que mermó muy significativamente su capacidad de generar excedentes y de crear nuevos puestos de trabajo, haciendo descender también de forma notable sus niveles de rentabilidad. Esta evolución, que se produjo en la gran mayoría de los sectores productivos, afectó más intensamente al de la construcción y al inmobiliario.

La caída del RON se ha traducido en un progresivo empeoramiento de los niveles de rentabilidad ordinaria, de modo que la ratio de rentabilidad del activo neto (R.1) se situó en el 7,5% en 2008, casi un punto y medio menos que un año antes, mientras que, con la información disponible para 2009, esta ratio continuó cayendo hasta el 5,6%. La disminución de las rentabilidades ha afectado a todos los sectores de actividad, aunque de forma más intensa a aquellos que han experimentado un mayor deterioro de su actividad productiva. Por otro lado, la ratio que mide el coste de la financiación ajena (R.2) cambió claramente de tendencia en 2008, como consecuencia fundamentalmente de los descensos de los tipos de interés y la progresiva traslación de sus bajadas a los costes de las empresas, ralentizando su crecimiento a partir de la mitad de dicho año y cayendo en 2009. Con ello, la ratio R.2 repuntó ligeramente en el conjunto de 2008 hasta el 5,1% y se redujo claramente en 2009, hasta situarse en el 3,5% en los nueve primeros meses de este año. Esta evolución dispar de los costes financieros en los dos períodos ha influido de forma contraria en el diferencial entre la rentabilidad y el coste financiero. En 2008 el repunte de los gastos financieros se sumó a la reducción de la rentabilidad, de forma que el diferencial sufrió una notable contracción, hasta situarse en 2,5, frente a 4,1 de 2007, mientras que en los meses transcurridos de 2009 el descenso del coste financiero amortiguó la caída de la rentabilidad y este diferencial cayó solo unas décimas con respecto al de 2008, hasta situarse en el 2,1.

Finalmente, el análisis de los resultados atípicos de 2008 refleja una fuerte reducción de los ingresos procedentes de resultados por enajenaciones y deterioro. Por ello, a pesar de que los impuestos sobre los beneficios cayeron fuertemente (-68,9%), el resultado del ejercicio sufrió una disminución mayor que la del RON (del -48,2%), que es la tasa más negativa registrada por este excedente desde el año 2002. Por su parte, en los tres primeros trimestres de 2009 se registraron igualmente reducciones de los resultados atípicos, principalmente porque las fuertes plusvalías obtenidas en ventas de participaciones accionaria-

les en los nueve primeros meses de 2008 no se mantuvieron en el año 2009, lo que llevó a que el resultado acumulado hasta el tercer trimestre de este año cayera un 29,7%, tasa también superior a la del RON. Pese a estas reducciones, la proporción de los beneficios empresariales en relación con el VAB se ha mantenido en porcentajes todavía elevados, si bien siguiendo una trayectoria descendente, más intensa en 2008 que en los tres primeros trimestres de 2009.

En resumen, la información proporcionada por las bases de datos anual y trimestral para 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009 confirma que se ha registrado un empeoramiento progresivo de la actividad productiva, que se ha traducido en un notable deterioro del empleo. Esta evolución negativa se ha extendido progresivamente a un mayor número de empresas y sectores, con especial incidencia en el industrial, el del comercio y hostelería y el de la construcción, fuertemente afectados por la contracción del consumo y de la inversión. En este contexto de desaceleración económica, la reducción del empleo, el menor aumento de los salarios y, muy especialmente, la reducción de los gastos financieros (que se han beneficiado de los menores tipos de interés) han permitido aliviar los costes empresariales, pero no ha impedido que las empresas experimentaran una notable reducción de sus excedentes. Aunque en conjunto las empresas colaboradoras con la Central de Balances siguen generando beneficios, tanto estos como sus niveles de rentabilidad están disminuyendo.

### **Actividad**

La información recopilada por la Central de Balances para el año 2008 y los tres primeros trimestres de 2009 confirma el progresivo deterioro de la actividad productiva en ambos períodos, con descensos del VAB del -2,9% y del -13,1%, respectivamente (véanse cuadro 1 y gráfico 1). No obstante, cabe resaltar que se observa una ralentización en el ritmo de contracción del VAB del tercer trimestre de 2009 (-8,9%) en comparación con el de los trimestres anteriores (-13,4% y -16,4%, respectivamente).

El retroceso de la actividad empresarial ha afectado de forma generalizada a todos los sectores de actividad (véase cuadro 2.A), como consecuencia de la contracción del consumo y de la inversión, lo que ha llevado a que algunos sectores, como el del comercio y hostelería o el industrial, registraran sus peores tasas de variación del VAB en la serie mantenida por la Central de Balances. Así, las empresas industriales pasaron de tener incrementos del VAB del 8,3% en 2007 a reducciones del 10% en 2008, que se han agudizado con caídas del 30,7% en los tres primeros trimestres de 2009. No obstante, esta caída se ha atenuado en el tercer trimestre del año, en el que se ha situado en el 15,6%, frente a caídas del 35,4% y del 36,1% en los anteriores. La aportación al producto de la actividad exterior de la industria continuó siendo positiva (la demanda exterior neta de la industria creció un 55,7% en el año 2009, alcanzando el 45,2% el resto de empresas), por la mayor disminución de las importaciones respecto de las exportaciones (véase cuadro 3). Por su parte, el sector del comercio y hostelería también evolucionó de forma negativa, pasando del 7% en 2007 al -1,5% en 2008 y al -9,2% en los tres primeros trimestres de 2009, acentuando su tendencia descendente en consonancia con la debilidad mostrada por el consumo privado en estos períodos. El agregado de las empresas de información y comunicaciones<sup>4</sup> registró, igualmente, una evolución negativa de su actividad productiva, tanto en 2008, período en el que el VAB creció un 0,7%, muy por debajo del correspondiente al año precedente (7,6%), como en los meses transcurridos de 2009, en los que este excedente disminuyó el -9,1%, en gran medida por el impacto que el descenso del consumo ha tenido sobre las empresas de telefonía. También el agregado que engloba al resto de actividades re-

4. Tras la adaptación de la clasificación por sectores de actividad que se ha mencionado en la nota 1, por primera vez se facilitan, en este artículo, datos de sector de empresas de información y comunicaciones independientemente del de transportes.

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y SOBRE EL DESTINO DE SUS VENTAS**  
Estructura y tasas de variación

CUADRO 3

		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2007	2008	I a III 08	I a III 09
Total empresas		6.853	6.853	724	724
Empresas que informan sobre procedencia/destino		6.853	6.853	679	679
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	65,7	64,9	80,4	83,9
	Total exterior	34,3	35,1	19,6	16,1
	<i>Países de la UE</i>	18,7	17,1	13,3	11,3
	<i>Terceros países</i>	15,7	18,0	6,3	4,7
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,8	84,4	91,0	91,9
	Total exterior	15,2	15,6	9,0	8,1
	<i>Países de la UE</i>	10,6	10,4	6,9	6,1
	<i>Terceros países</i>	4,6	5,2	2,1	2,1
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	<i>Industria</i>	-11,5	-16,6	(b)	55,7
	<i>Resto de empresas</i>	-5,8	1,8	13,1	45,2

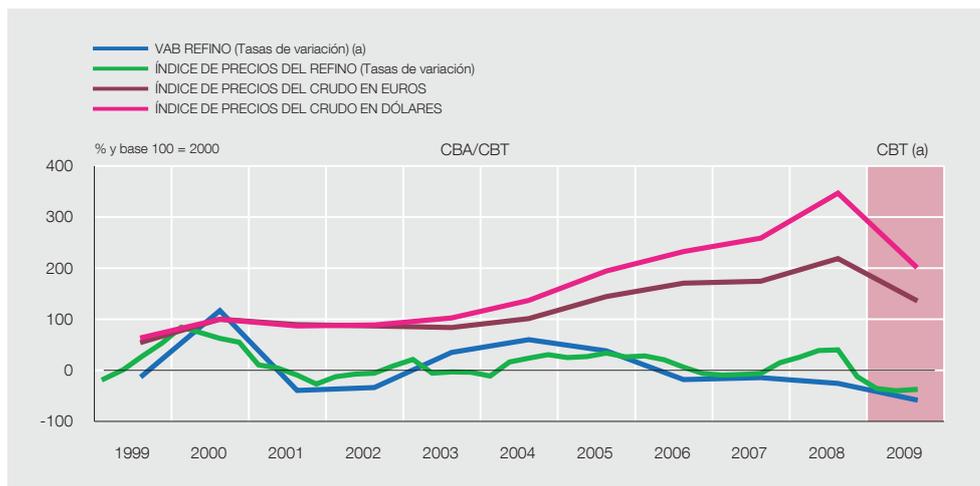
FUENTE: Banco de España.

a. Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

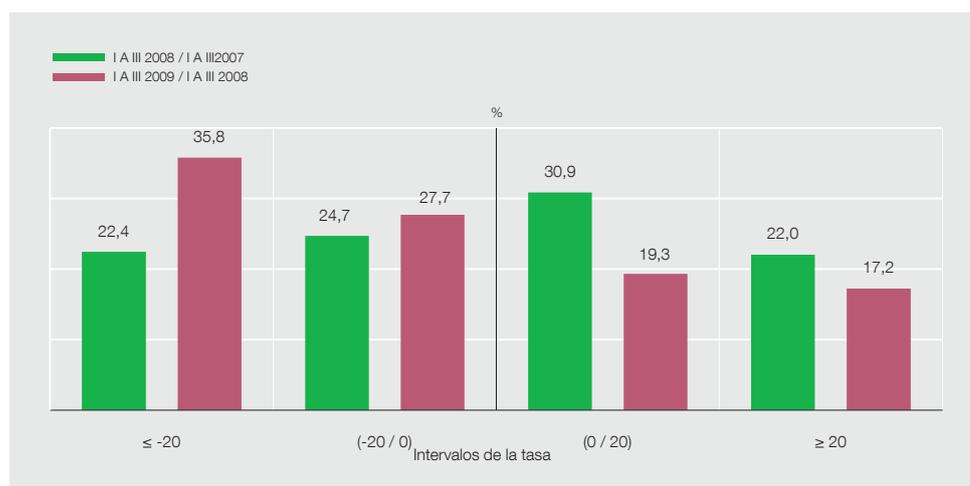
**IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO EN EL SECTOR DE REFINO**

GRÁFICO 2



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (Informe mensual de precios).

a. Los datos de 2009 se refieren a la CBT.



FUENTE: Banco de España.

gistró un progresivo empeoramiento de su VAB, con caídas del  $-3,1\%$  en 2008 y del  $-7,3\%$  en los tres primeros trimestres de 2009, como consecuencia principalmente de la evolución de las empresas del sector de la construcción y del inmobiliario, incluidas en este agregado. Finalmente, el sector de la energía destaca por ser el único que en 2008 registró un aumento del VAB, que fue del  $2,9\%$ , dos décimas superior al del año anterior. Ello se debió, sobre todo, al aumento del  $7,8\%$  del VAB de las empresas de energía eléctrica, gas y agua. En 2009, sin embargo, el VAB del sector de la energía ha caído a una tasa del  $15,2\%$ , debido a la intensa reducción del de las empresas de refino (un  $-57,6\%$ ) —como consecuencia de la contracción de sus excedentes, en un contexto de descenso de los precios del petróleo (véase gráfico 2)—, y también al descenso del de las empresas del sector de energía eléctrica, gas y agua, cuyo VAB disminuyó un  $-3,8\%$  por el impacto negativo del retraimiento de la demanda.

Por último, la distribución de las empresas según la tasa de variación del VAB, que se presenta en el gráfico 3, muestra un desplazamiento hacia los segmentos que aglutinan reducciones del VAB. Así, el porcentaje de empresas cuyo VAB disminuye se ha elevado hasta el  $63,5\%$  en los meses transcurridos del año en curso, frente al  $47,1\%$  del mismo período de 2008. Además, el segmento de las empresas con contracciones del VAB superiores al  $20\%$  pasó del  $22,4\%$  en 2008 al  $35,8\%$  en los tres primeros trimestres de 2009.

### **Empleo y gastos de personal**

En 2008 y durante los nueve primeros meses de 2009 los gastos de personal han reflejado una tendencia de progresiva contención, pasando de un crecimiento del  $6,9\%$  en 2007 a menos de la mitad en 2008, año en el que la tasa se situó en el  $3,2\%$ , y, finalmente a una disminución del  $1,1\%$  para los meses transcurridos del año en curso. Esta contención de los gastos de personal ha sido resultado tanto de menores crecimientos de las remuneraciones medias como de la reducción progresiva de las plantillas.

Efectivamente, el número medio de trabajadores se fue desacelerando a medida que transcurría el año 2008, en el que su crecimiento ( $0,4\%$ ) fue casi nulo y claramente inferior al del año precedente ( $3,1\%$ ). Esta tendencia se ha ido haciendo más evidente a medida que avanzaba 2009, y en el conjunto de los tres primeros trimestres de este año el empleo ha caído a una tasa del  $-2,6\%$ . Como ya venía ocurriendo en trimestres anteriores, este descenso ha sido generalizado en todos los sectores de actividad, y mucho más acusado en el empleo temporal ( $-15,1\%$ ) que en el fijo ( $-0,2\%$ ). De acuerdo con los datos del cuadro 4, en los tres

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
	2007	2008	I a IV 07	I a IV 08	I a III 08	I a III 09
Número de empresas	9.243	6.853	847	800	819	724
<b>GASTOS DE PERSONAL</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	26,0	32,1	28,7	33,4	29,1	56,8
Se mantienen o suben	74,0	67,9	71,3	66,6	70,9	43,2
<b>NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES</b>	100	100	100	100	100	100
Caen	31,4	41,2	38,8	46,1	44,0	62,0
Se mantienen o suben	68,6	58,8	61,2	53,9	56,0	38,0

FUENTE: Banco de España.

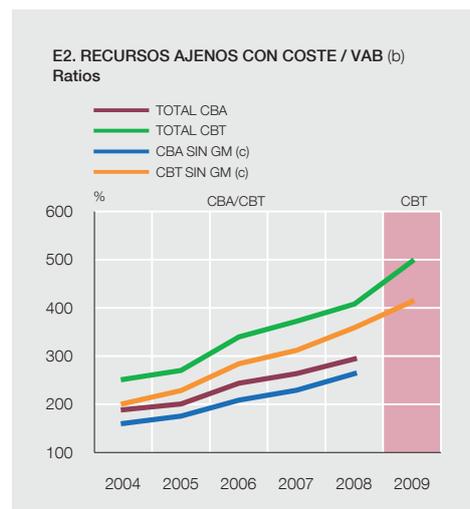
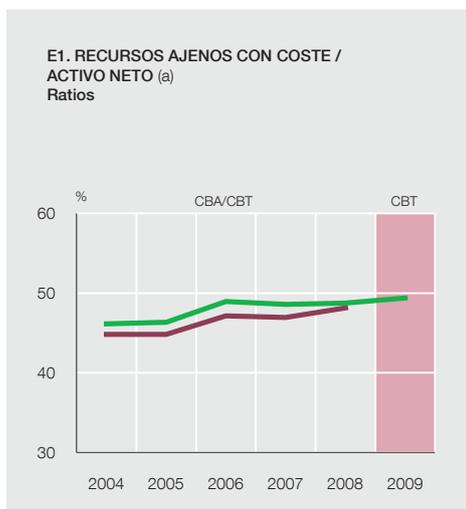
a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

primeros trimestres de 2009 un 62% de empresas experimentó reducciones de sus plantillas, frente al 44% que lo hizo un año antes. Por sectores de actividad, el industrial registró, ya en 2008, una caída del empleo del -1,4%, que se acentuó en los tres primeros trimestres de 2009, hasta el -6,6%. Por su parte, el sector de comercio ha evolucionado desde una ligera creación de empleo en 2008 (0,7%) hasta una reducción del 4,1% en el número medio de trabajadores en los nueve primeros meses de 2009. Finalmente, el sector de información y comunicaciones presentó un comportamiento negativo del número de trabajadores en 2008, con una caída del 1,5%, si bien este descenso está muy influido por planes de jubilación anticipada de algunas empresas cuya realización no está directamente vinculada con la coyuntura que atraviesan las empresas del sector, que en 2009 ha tenido una evolución algo más positiva, con menores reducciones de empleo, del -0,5%.

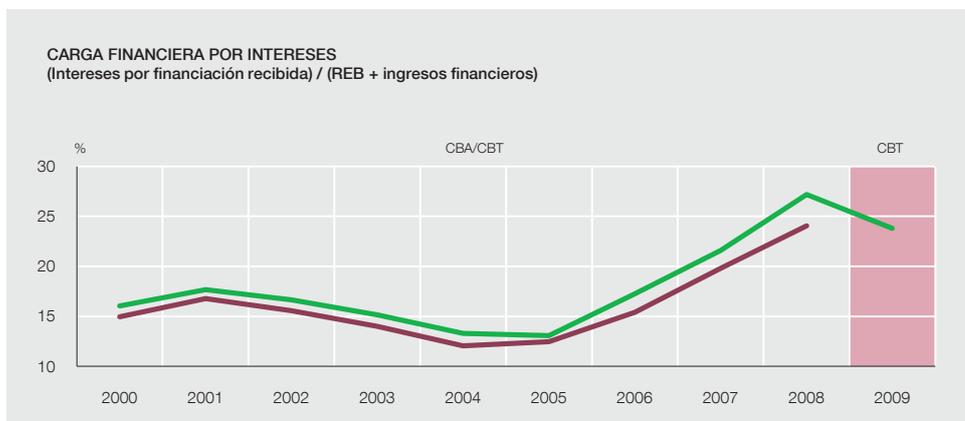
Las remuneraciones medias se han moderado, tanto en 2008 como en 2009. Así, durante 2008 esta ratio se incrementó el 2,8%, casi un punto menos que el año anterior, y este incremento se redujo prácticamente a la mitad en los tres primeros trimestres de 2009 (1,5%), como consecuencia de los menores incrementos negociados en los convenios colectivos —enmarcados en el contexto de incertidumbre y de bajas tasas de inflación— y de la caída de los componentes variables de las remuneraciones, que están vinculados a los resultados. Esta contención salarial se ha registrado en todos los sectores de actividad sin excepción, e incluso algunos de ellos, como los de la industria o el comercio y hostelería, presentaron tasas de variación negativas (del 0,9% y del 0,7%, respectivamente) en 2009. Estas caídas se deben a las reducciones que, en algunas grandes empresas, han experimentado las retribuciones de carácter variable, ligadas a la evolución de la actividad y de los resultados empresariales. Por último, el cuadro 2.B permite analizar por separado la evolución de los gastos de personal en el conjunto de empresas que mantuvieron o aumentaron sus plantillas medias, y el de las que tuvieron disminución del número medio de trabajadores. Como es habitual, las remuneraciones medias aumentaron menos en el agregado de empresas que crearon empleo (de hecho, en estas empresas la remuneración media no varió), mientras que fue en el grupo de empresas con reducción de plantillas en el que los costes salariales presentaron mayores incrementos (del 2,1%).

**Resultados, rentabilidades y endeudamiento**

Como consecuencia de la contracción de la actividad productiva, el resultado económico bruto se redujo significativamente, tanto en 2008 (-9,4%) como en los tres primeros trimestres de 2009, en los que la caída de este excedente alcanzó el 22%. Por otro lado, los ingresos



	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CBA	188,6	200,7	243,5	263,5	293,9	496,6
CBT	251,9	270,2	339,7	372,5	408,4	496,6
CBA sin GM	160,5	175,8	208,6	229,2	263,4	413,4
CBT sin GM	201,1	228,8	284,0	312,1	358,7	413,4



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CBA	15,0	16,8	15,6	14,0	12,1	12,5	15,4	19,8	24,1	23,8
CBT	16,0	17,7	16,7	15,2	13,3	13,1	17,3	21,6	27,2	23,8

FUENTE: Banco de España.

a. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. El activo neto incorpora el ajuste a precios corrientes.

b. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajenos con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupa» (aproximación a deuda consolidada).

c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores. No incluye las grandes empresas del sector de la construcción.

financieros también experimentaron un descenso notable en ambos períodos, pasando de un incremento del 19,4% en 2007 al 12,6% en 2008 y a presentar una tasa de variación negativa (del -10,6%) en los trimestres transcurridos de 2009. Dicha evolución es el resultado, principalmente, de los menores dividendos recibidos de empresas filiales extranjeras, así como de la progresiva bajada de los tipos de interés, que se ha traducido en un descenso de los intereses recibidos como contraprestación a los créditos concedidos y de los depósitos. Los menores tipos de interés explican, prácticamente en su totalidad, la evolución de los gastos financieros, que tras años de intensos crecimientos comenzaron a moderarse en 2008, con un aumento del 15,8%, y pasaron a disminuir un -28,6% en los nueve primeros meses de 2009. El siguiente cuadro detalla los componentes (coste de la financiación y endeudamiento) que explican este comportamiento:

	<i>2008/2007</i>	<i>I a III 09/I a III 08</i>
<b>Variación de los gastos financieros (%)</b>	<b>15,8</b>	<b>-28,6</b>
<i>A Intereses por financiación recibida</i>	<i>16,4</i>	<i>-29,0</i>
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	+4,9	-30,1
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	+11,5	+1,1
<i>B Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	<i>-0,6</i>	<i>+0,4</i>

Como puede apreciarse, los menores incrementos de los gastos financieros en 2008, y su significativo descenso en 2009, tienen una doble causa. Por un lado, las empresas han ido reduciendo el ritmo de apelación a nuevos recursos financieros, con lo que el impacto sobre los gastos financieros por nuevo endeudamiento se ha situado, en 2009, en solo un 1,1%, frente a los más de 20 puntos que llegó a suponer en los años 2006 y 2007. Por otro lado, la tendencia a la baja de los tipos de interés se ha ido trasladando al coste financiero que soportan las empresas, hasta convertirse en 2009 en la causa que explica la notable disminución de los gastos financieros. La caída de estos gastos también se refleja en la ratio que mide la carga financiera por intereses en relación con los ingresos obtenidos por la actividad ordinaria (véase gráfico 4), y que presenta en 2009 una evolución igualmente descendente.

Finalmente, las ratios E1 y E2 permiten complementar el análisis del endeudamiento, cuya evolución en 2008 y 2009 ha estado determinada por la notable disminución con respecto a períodos anteriores de las operaciones de adquisición corporativa y por la congelación de las decisiones de inversión, que ha sido general en todos los sectores de actividad, con la excepción del transporte, y ha alcanzando en 2009 el -19,5% en el total de la muestra. De esta forma, tras un ligero aumento de los niveles de endeudamiento en 2008, a consecuencia de reducidas entradas de financiación ajena y, sobre todo, a la pérdida de peso de los fondos propios, la tasa E1 ha permanecido prácticamente estable en 2009, en consonancia con la ausencia de nuevas apelaciones de financiación externa. Por su parte, la E2 continuó en línea ascendente a causa de la caída del VAB (denominador de esta ratio) en los dos períodos analizados.

El efecto neto de los gastos e ingresos financieros no tuvo un impacto significativo sobre el RON en 2008, al compensarse prácticamente sus variaciones. Sin embargo, en este año el RON reflejó una caída sustancialmente más intensa (-22,1%) que la del excedente bruto de explotación (-9,4%), debido al impacto negativo que tuvo el fuerte aumento de las amortizaciones y provisiones de la explotación, que aumentaron un 16,2%. El crecimiento de esa partida de gasto en los datos de la CBA de 2008 se debe a que las empresas constructoras e inmobiliarias tuvieron que provisionar las pérdidas de valor de sus existencias. En el período transcurrido de 2009, en cambio, la intensa caída de los gastos financieros ha permitido que

**RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2).  
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 5

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)			
	CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)			CBA	CBT (a)		
	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09	2008	I a IV 08	I a III 08	I a III 09
Total	-9,4	-7,3	-0,8	-22,0	-22,1	-17,0	-1,3	-21,8	7,5	7,9	7,3	5,6	2,5	2,9	2,3	2,1
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	-27,0	—	—	—	-50,7	—	—	—	4,1	—	—	—	0,0	—	—	—
Medianas	-11,6	-4,5	-3,3	-23,0	-26,6	-5,1	1,0	-33,2	6,1	7,0	7,2	4,3	1,2	0,9	2,3	0,8
Grandes	-8,9	-7,3	-0,7	-21,9	-21,4	-17,4	-1,3	-21,5	7,6	7,9	7,3	5,6	2,6	3,0	2,3	2,1
<b>DETALLE POR ACTIVIDADES:</b>																
Energía	1,4	2,7	11,6	-19,2	-2,4	-2,8	13,5	-14,5	7,7	8,0	8,1	6,2	2,8	3,2	3,3	2,7
Industria	-23,3	-30,0	-16,0	-61,0	-37,7	-54,9	-38,8	-90,5	6,8	5,1	6,2	2,2	1,6	0,2	1,2	-1,6
Comercio y hostelería	-8,3	-15,5	-12,0	-16,5	-18,5	-16,2	-6,5	-33,7	8,7	6,3	6,7	5,3	3,4	1,6	2,1	1,3
Información y comunicaciones	0,4	-1,4	-0,7	-11,9	6,4	3,3	5,8	-18,3	23,8	43,9	44,2	41,4	18,3	38,2	38,5	35,9
Resto de actividades	-19,0	-12,4	-4,1	-24,8	-62,6	-61,5	-13,4	(b)	5,8	6,4	5,0	4,0	0,8	1,5	0,0	0,7

FUENTE: Banco de España.

- a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.  
b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

**ESTRUCTURA DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO Y DE LA RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS EMPRESAS COLABORADORAS**

CUADRO 6

	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)				
	RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)		
	I a III 08	I a III 09	I a III 08	I a III 09	
Número de empresas	819	724	819	724	
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0	24,7	34,3	32,6	39,0
	0 < R ≤ 5	22,6	24,7	14,6	18,0
	5 < R ≤ 10	17,3	14,0	12,7	9,9
	10 < R ≤ 15	9,5	6,8	8,1	6,6
	15 < R	25,9	20,1	31,9	26,5
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		7,3	5,6	9,3	7,4

FUENTE: Banco de España.

- a. Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

La entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad (PGC 2007) ha obligado a revisar los cuestionarios —anual y trimestral— de la Central de Balances. En este proceso de revisión se han unificado los epígrafes principales de ambos cuestionarios (con lo que las dos bases de datos —trimestral y anual— son más homogéneas) y se han adaptado ambos cuestionarios, en todo lo posible, a los modelos de cuentas anuales oficiales de depósito en los registros mercantiles (con lo que se ha reducido la carga informativa que recae sobre las empresas). Antes de diseñar el cuestionario trimestral, se realizó una encuesta entre empresas colaboradoras para evaluar el grado de detalle idóneo, teniendo en cuenta su punto de vista: un cuestionario más agregado, que era el que previamente se solicitaba, o bien uno más detallado, pero coincidente con el modelo de depósito. La mayoría de empresas se decantó por la segunda opción, por ser la que les representa menor carga informativa y homogeneiza sus respuestas a diferentes demandas de información.

Frente al beneficio que se ha obtenido en el proceso descrito en el párrafo anterior, la cuenta de resultados del nuevo PGC supone determinadas limitaciones analíticas que afectan a las partidas que recogen los resultados atípicos<sup>1</sup>. La presentación de los ingresos y gastos de carácter atípico en términos netos, tal y como determina el nuevo PGC, supone una significativa merma para el análisis e introduce una mayor volatilidad en las tasas de variación, respecto de la información que previamente se disponía, de ingresos y gastos por separado. Los resultados atípicos se agregan en dos epígrafes:

El epígrafe «7 Resultado por enajenaciones y deterioro» incluye los beneficios o pérdidas por venta de inmovilizados (materiales, incluidos las inversiones inmobiliarias y los intangibles) y de instrumentos financieros, así como las correcciones valorativas que se hacen al final del ejercicio por el deterioro reversible en su saldo. Estas correcciones no incluyen las variaciones del valor razonable de la cartera de negociación y mantenida para la venta, que forman parte del epígrafe siguiente.

1. El recuadro 2 del artículo referido al primer trimestre de 2009 informaba por vez primera sobre esta cuestión; este actualiza los datos y los completa con la información disponible en la base anual (CBA).

El epígrafe «8 Variaciones del valor razonable y resto de resultados», tal como indica el cuadro adjunto, incluye el exceso de provisiones, las diferencias de cambio, las indemnizaciones, otros resultados atípicos no consignados en otros epígrafes y, como novedad principal del PGC 2007, la variación en el valor razonable de los activos financieros que forman parte de la cartera de negociación y la correspondiente a los incluidos en la cartera de «mantenidos para la venta», una vez que se produce su venta.

Del análisis de los importes que presentan los resultados atípicos para 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009 (véanse los datos que ilustran este recuadro), se extraen las conclusiones siguientes:

La partida de Resultados por enajenaciones y deterioro de instrumentos financieros (véase epígrafe 7.2) es la que presenta los importes más elevados, alcanzando en 2008 casi un -7% sobre el VAB (principalmente, por las pérdidas por deterioro en activos financieros), y un 5,2% en los trimestres transcurridos de 2009, si bien en el caso de los datos de 2009 habrá que esperar al cuarto trimestre para conocer su signo final, una vez las empresas consignen las pérdidas por deterioro, que suelen concentrar en el último trimestre.

La partida que refleja el impacto de las variaciones por valor razonable (véase epígrafe 8.1) ha tenido en los dos períodos analizados un impacto negativo y relativamente reducido (en 2008 representa el -1,5% del VAB y en 2009, el -1,1%), lo que confirma la escasa repercusión que, hasta el momento, ha tenido el cambio de los criterios de valoración de los activos financieros (*a fair value*) en el agregado de empresas no financieras.

Finalmente, ha sido el detalle destinado a resto de resultados atípicos (véase epígrafe 8.5) el que, en 2008, ha registrado algún importe más relevante, alcanzando para ese año un -2,8%, en porcentaje sobre el VAB, principalmente por regularizaciones en la valoración de algunos activos. Sin embargo, los datos trimestrales de 2009 muestran una casi nula influencia de esta partida, que representa un -0,2% sobre el VAB de este período.

## DETALLE DE RESULTADOS ATÍPICOS

Millones de euros y %

	CBA		CBT	
	2008	% VAB	I a III 09	% VAB
7 Resultado por enajenaciones y deterioro	-8.905	-6,8	2.820	6,6
7.1 Del inmovilizado	185	0,1	610	1,4
7.2 De instrumentos financieros	-9.090	-6,9	2.211	5,2
8 Variaciones del valor razonable y resto de resultados	-4.526	-3,5	-1.004	-2,4
8.1 Variación del valor razonable de instrumentos financieros	-1.971	-1,5	-486	-1,1
8.2 Exceso de provisiones	2.471	1,9	347	0,8
8.3 Diferencias de cambio	-174	-0,1	-375	-0,9
8.4 Indemnizaciones	1.196	0,9	404	0,9
8.5 Resto de resultados atípicos	-3.656	-2,8	-86	-0,2

FUENTE: Banco de España.

el RON no sufriese un deterioro adicional, con lo que su disminución ha sido muy intensa (-21,8%), pero similar a la registrada por el REB para este mismo período. En cualquier caso, a consecuencia de la fuerte reducción del RON en ambos períodos, se han deteriorado las ratios de rentabilidad. Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto descendió hasta el 7,5% en 2008, un punto y medio menos que en 2007, mientras que los datos de la CBT hasta septiembre de 2009 sitúan esta ratio en el 5,6%, casi dos puntos menos. Por su parte, la ratio que aproxima el coste financiero tuvo un comportamiento diferente en los dos períodos, como consecuencia del repunte de los tipos de interés en 2008 y de su bajada desde finales de dicho año. Así, durante el año 2008 el coste de la financiación siguió creciendo, si bien ligeramente, hasta alcanzar un máximo en la serie histórica reciente (en ese año se elevó hasta el 5,1%, tres décimas más que el año previo), para dar paso, en 2009, a una intensa reducción del coste financiero y situarse en el 3,5%, un punto y medio menos que en los nueve primeros meses de 2008. Gracias a esta evolución del coste financiero, el diferencial entre la ratio de rentabilidad y la del coste financiero, que se había estrechado de forma acusada en 2008 (se pasó del 4,1 en 2007 al 2,5), lo hizo en menor medida (hasta el 2,1) en 2009, a pesar de que la caída de la rentabilidad fue mayor en este período.

Finalmente, los resultados atípicos han tenido un comportamiento similar en 2008 y en los tres primeros trimestres de 2009 (véase recuadro 3). En ambos períodos se ha producido una caída en los resultados de esta naturaleza, como consecuencia de la reducción de las plusvalías que se habían producido en algunas operaciones de venta de filiales realizadas en ejercicios previos. Por ello, el descenso del resultado del ejercicio fue superior al del RON, y alcanzó el -48,2% en 2008 y el -29,7% en los tres primeros trimestres de 2009. Expresado en porcentaje sobre el VAB, este resultado se situó en el 15% en 2008, muy por debajo del 25,5% del año previo, y en el 30,8% en los datos de la CBT en 2009, más de siete puntos por debajo del nivel alcanzado un año antes por esta misma muestra trimestral.

23.11.2009.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2009,  
SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

## La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa

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

### Introducción

La Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al tercer trimestre de 2009 mostró una estabilización en el ritmo de destrucción de empleo. Según la EPA, el número de ocupados se redujo en torno a 75.000 personas a lo largo del trimestre, lo que supone un descenso de casi un millón y medio de personas en el último año y una tasa de variación interanual del -7,3%, prácticamente igual a la del trimestre anterior (véase cuadro 1). La reducción del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, intensificándose la pauta de descenso en términos interanuales en la industria y los servicios de mercado, mientras que se ralentizó moderadamente en la construcción. Asimismo, aunque el ajuste del empleo siguió afectando en mayor medida al colectivo de trabajadores con contrato temporal, con caídas interanuales que superan el 18%, el empleo indefinido aceleró su caída, hasta el 1,7%.

La información procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondiente al tercer trimestre del año refleja un panorama muy similar al de la EPA. En concreto, la tasa de variación interanual de los ocupados totales, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, se mantuvo en el -7,2% registrado en el trimestre anterior. Entre julio y septiembre, el ajuste del empleo volvió a ser ligeramente superior al observado en la actividad económica, por lo que se prolongó el perfil creciente de la productividad aparente del trabajo, al registrar una ganancia del 3,4%, dos décimas más que en el trimestre precedente.

El resto de indicadores coyunturales referidos al período de julio-septiembre reflejaron una moderación en el proceso de ajuste del mercado de trabajo. Las afiliaciones a la Seguridad Social se redujeron un 6% en dicho período, lo que representa una moderación de siete décimas en el ritmo de descenso del empleo respecto al trimestre anterior. Por su parte, la contratación registrada en el INEM disminuyó un 11,4% en tasa interanual, frente al -19,9% del período previo. La información más reciente, referida a los afiliados en el mes de octubre (-5,3%), anticiparía una moderación adicional en el ritmo de caída de los afiliados en los últimos meses del año.

Por su parte, la población activa se redujo en casi 100.000 personas a lo largo del tercer trimestre, lo que acentúa el perfil de ralentización iniciado a principios de año. Su ritmo de crecimiento interanual cayó sustancialmente, hasta un 0,2% [1 punto porcentual (pp) menos que en el trimestre anterior]. A ello contribuyó el menor avance de la población en edad de trabajar, fruto de la moderación en las entradas de inmigrantes y, sobre todo, de la pérdida de dinamismo de la tasa de participación. Esta ralentización de la oferta laboral facilitó una desaceleración en el ritmo de incremento interanual del desempleo, que se cifró en el 58,7% (73,7% en el trimestre precedente). La tasa de paro permaneció en el 17,9%, tasa algo más de 6 pp superior a la alcanzada un año antes. En los epígrafes que siguen se analiza la evolución de las principales magnitudes del mercado de trabajo en el período más reciente.

### El empleo

El número de ocupados en el tercer trimestre se situó en 18.870.000 personas, cifra que supone una disminución de algo más de 1,6 millones de puestos de trabajo desde el nivel máximo de ocupación, que se alcanzó en el tercer trimestre de 2007, y una tasa de variación interanual del -7,3% (-7,2% en el segundo trimestre). Esta evolución del empleo redujo la tasa de ocupación hasta el 60,6%, casi 5 pp inferior a la de igual período del año anterior.

	2005	2006	2007	2008	2007		2008				2009		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
OCUPADOS	4,8	4,1	3,1	-0,5	3,1	2,4	1,7	0,3	-0,8	-3,0	-6,4	-7,2	-7,3
Asalariados	5,8	4,6	3,4	-0,5	3,1	2,5	1,8	0,4	-0,7	-3,4	-5,8	-6,6	-6,5
<i>Por duración del contrato:</i>													
Indefinidos	3,1	3,5	7,1	3,0	7,3	7,0	4,5	4,1	2,8	0,8	0,6	-1,1	-1,7
Temporales	11,8	6,7	-3,8	-8,0	-4,8	-6,3	-3,9	-7,3	-8,2	-12,7	-20,6	-19,8	-18,2
<i>Por duración de la jornada:</i>													
Jornada completa	2,2	4,7	3,5	-0,8	3,3	2,8	2,2	0,4	-1,2	-4,4	-6,8	-7,8	-7,7
Jornada parcial	42,2	3,2	2,9	1,6	1,6	0,6	-0,9	0,5	2,7	4,3	1,1	1,9	2,0
No asalariados	0,5	2,0	1,6	-0,5	3,1	1,8	0,8	-0,4	-1,1	-1,4	-9,4	-10,2	-10,6
OCUPADOS, POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a):													
Agricultura (1)	0,9	-5,7	-2,0	-5,0	-3,1	-1,8	-6,8	-4,3	-4,1	-4,6	-3,0	-4,2	-6,4
Industria (2)	0,5	0,3	-1,0	-1,1	-0,9	-1,2	2,3	0,9	-0,9	-6,7	-12,5	-13,7	-14,9
Construcción (3)	7,6	7,8	6,0	-10,9	4,9	2,7	-1,7	-7,9	-13,0	-20,7	-25,9	-24,6	-23,3
Servicios	5,8	5,1	3,8	2,1	4,1	3,5	2,8	2,1	1,9	1,5	-1,3	-2,7	-2,8
De mercado (4) (b)	4,4	5,9	5,0	2,2	5,1	5,0	4,9	2,6	1,7	-0,2	-4,3	-5,5	-6,2
De no mercado (b)	8,0	3,8	2,0	1,9	2,5	1,1	-0,6	1,3	2,3	4,5	3,7	2,0	2,9
Economía de mercado (1 + 2 + 3 + 4)	3,8	4,2	3,5	-1,3	3,3	2,8	2,4	-0,1	-1,8	-5,5	-9,7	-10,4	-10,7
OCUPADOS, POR NACIONALIDAD:													
Nacionales	3,0	2,3	1,6	-1,4	1,6	1,1	0,3	-0,7	-1,5	-3,5	-5,9	-6,9	-6,8
Extranjeros	23,0	18,9	13,2	5,2	13,0	11,0	10,8	6,9	3,6	0,0	-9,3	-9,2	-10,0
Ocupados (variaciones interanuales, en miles)	873	774,4	608,4	-98,4	615,0	475,1	333,1	57,8	-164,3	-620,1	-1.311,5	-1.480,1	-1.476,1
PRO MEMORIA:													
<i>Niveles, en %:</i>													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	64,3	65,7	66,6	65,3	66,9	66,5	66,0	65,9	65,5	63,7	61,2	60,8	60,6
Ratio de asalarización	81,7	82,1	82,3	82,3	82,2	82,4	82,4	82,5	82,3	82,1	83,0	83,1	82,9
Ratio de temporalidad (c)	33,3	34,0	31,7	29,2	31,9	30,9	30,1	29,4	29,5	27,9	25,4	25,2	25,9
Ratio de parcialidad (d)	12,4	12,0	11,8	12,0	11,1	11,6	12,0	12,0	11,4	12,5	12,7	12,9	12,3

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

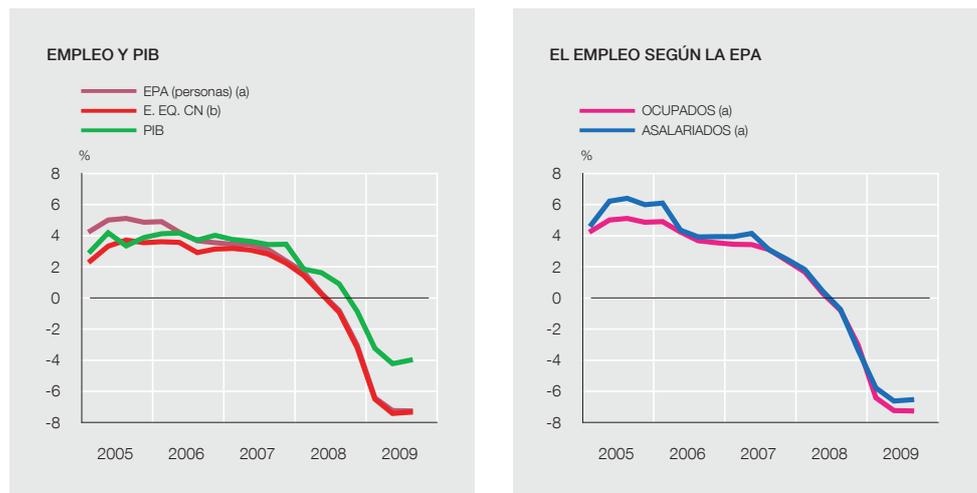
a. A partir del primer trimestre de 2009, las tasas corresponden a la CNAE-2009. Retrospectivamente, enlace del Servicio de Estudios del Banco de España, respetando la evolución según la CNAE-1993.

b. En la CNAE-2009, los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares. En la CNAE-1993, incluyen Comercio, Hostelería, Transportes, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado. En ambos casos, servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

c. En porcentaje de asalariados.

d. En porcentaje de ocupados.

Por ramas de actividad, la destrucción de empleo fue generalizada, con la excepción de las actividades de servicios de no mercado. No obstante, en el sector de la construcción se prolongó la ralentización en el ritmo de caída del empleo iniciada el trimestre anterior, reflejando el impacto del Plan de Impulso a la Inversión Local sobre la actividad y el empleo en este sector. En concreto, el recorte de puestos de trabajo en esta rama productiva fue de 72.000, lo que dio lugar a un lugar a una moderación de algo más de 1 pp en su tasa de variación interanual, hasta el -23,3%. En las ramas industriales, el empleo intensificó su ritmo de descenso interanual en más de 1 pp, hasta el -14,9%, y en la agricultura disminuyó un 6,4%, más de 2 pp por encima del descenso observado en el período de abril-junio. Finalmente, en las ramas de servicios, el empleo acentuó levemente su ritmo de caída interanual, hasta el -2,8%, como resultado del empeoramiento en los servicios de mercado, donde la tasa de variación interanual de la ocupación se situó en el -6,2% (-5,5% entre abril y junio), que no pudo ser com-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

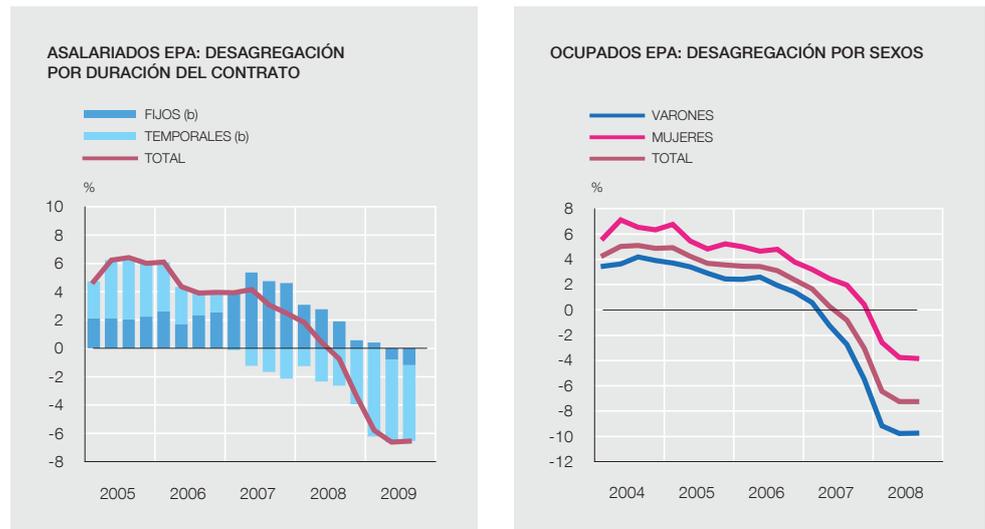
- a. Enlace en 2005 del Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la EPA testigo del primer trimestre de dicho año.  
b. Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

pensado por el dinamismo en los servicios de no mercado, que registraron incrementos del empleo del 2,9%. En conjunto, y como se viene observando en los últimos trimestres, el descenso del empleo en la economía de mercado fue notablemente más intenso que el que registra el total de la economía (del -10,7%, en términos de la tasa interanual).

El ajuste del empleo volvió a manifestarse en mayor medida en el colectivo de trabajadores por cuenta propia, entre los que se acentuó el proceso de destrucción de empleo (-10,6%), mientras que los asalariados moderaron levemente su ritmo de descenso (-6,5%) (véase gráfico 1). De esta forma, la tasa de asalariación se situó en el 82,9%, 6 décimas por encima de la observada un año antes. Respecto a la duración de la jornada, como en trimestres pasados, se observó un mejor comportamiento relativo entre los trabajadores a tiempo parcial, si bien su tasa de variación interanual pasó a ser levemente negativa (-0,3%), mientras que los empleados a tiempo completo se redujeron con intensidad (8,2%). Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 12,3%, casi 1 pp superior a la observada un año antes.

Por duración del contrato, aunque el ajuste laboral siguió recayendo sobre el colectivo de asalariados con contrato temporal, el descenso del empleo entre los de contrato indefinido fue superior al del trimestre anterior. En particular, el número de asalariados temporales disminuyó un 18,2%, tasa algo inferior a la observada en el segundo trimestre (-19,8%), como consecuencia, principalmente, del menor retroceso de la temporalidad en el sector de la construcción. Por su parte, los trabajadores con contrato indefinido se redujeron un 1,7 (-1,1% en el período de abril-junio), a pesar de que este tipo de empleo mantuvo un notable dinamismo en los servicios de no mercado (6,2%). En conjunto, por tanto, se mantuvo la elevada contribución negativa del empleo temporal a la caída del empleo asalariado (véase gráfico 2), si bien la ratio de temporalidad repuntó levemente (siete décimas) en términos intertrimestrales, hasta el 25,9%, como suele ser habitual en el período estival, pero se mantuvo casi 4 pp por debajo de la observada un año antes.

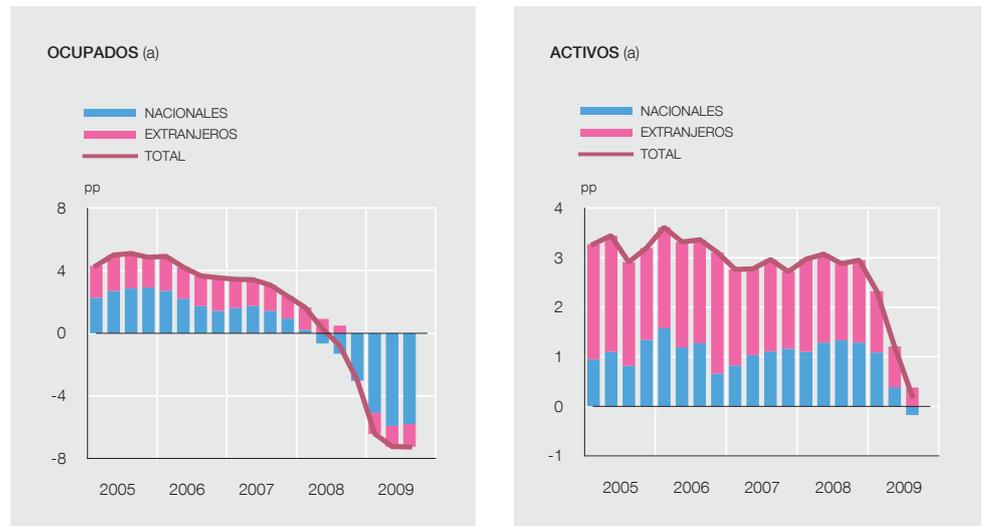
En cuanto a la evolución del empleo por sexos, el descenso de la ocupación fue superior entre el colectivo masculino (-9,7%, frente al -3,8% de las mujeres), como viene siendo habi-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

OCUPADOS Y ACTIVOS  
Variaciones interanuales y contribuciones por nacionalidad



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

tual durante la presente fase recesiva, y, atendiendo a la nacionalidad, entre los extranjeros (-10%), con lo que aumentó su contribución relativa al descenso del empleo total (véanse gráficos 2 y 3).

**La población activa**

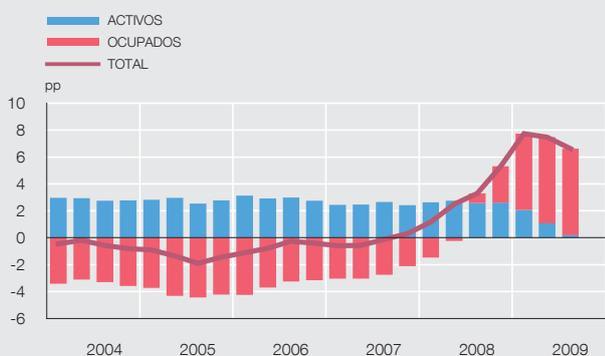
A lo largo del tercer trimestre del año, la población activa se redujo en casi 100.000 personas, lo que determinó una moderación muy sustancial en el ritmo de avance interanual de la oferta laboral que se había iniciado a principios de año, y que se cifró en el período de julio-septiembre en el 0,2%, 1 pp menos que entre abril y junio (véase recuadro 1). A esta

Uno de los datos más destacables de la evolución reciente del mercado de trabajo en España es la intensidad con la que la población activa se está desacelerando en los trimestres transcurridos de 2009, tras haber mantenido un dinamismo muy notable en la última década, que se mantuvo incluso en 2008, cuando los efectos de la crisis económica se empezaron a notar en el mercado laboral. Así, según la EPA, en el tercer trimestre de 2009 la población activa aumentó un 0,2% respecto al mismo trimestre de 2008, 1 pp por debajo del crecimiento del trimestre precedente y casi 3 pp por debajo del crecimiento medio de 2008. Como se observa en el gráfico 1, esta moderación explica el menor aumento interanual de la tasa de paro en los dos últi-

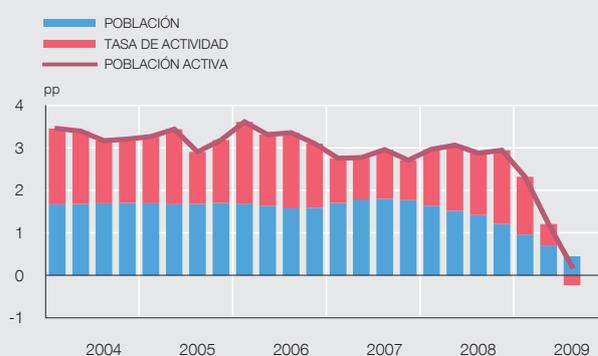
mos trimestres, a pesar de la intensidad de la caída del empleo, superior al 7%.

La desaceleración de la población activa ha sido fruto tanto de la moderación en el crecimiento de la población como del descenso de la tasa de actividad, que, por primera vez en este período de ajuste del empleo, mostró una caída interanual (-0,1 pp), lo que contrasta con los aumentos de en torno a 1 pp de los últimos años. En efecto, como se observa en el gráfico 2, la población mayor de 16 años inició en 2008 un proceso de ralentización que se mantuvo en 2009, derivado de las progresivas menores entradas netas de inmigrantes en respuesta al deterioro del mercado laboral.

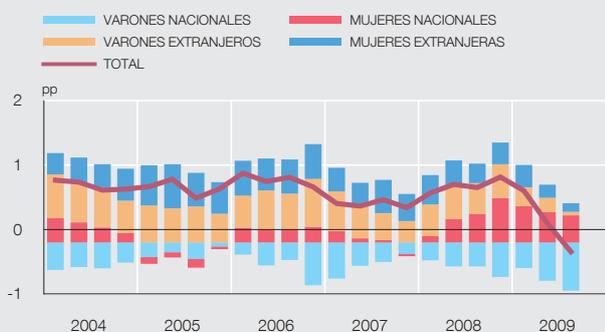
1 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE PARO (a)



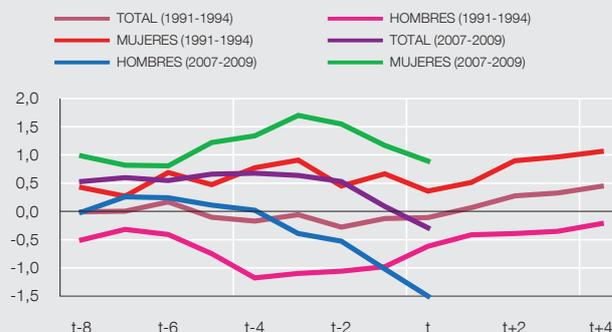
2 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA (a)



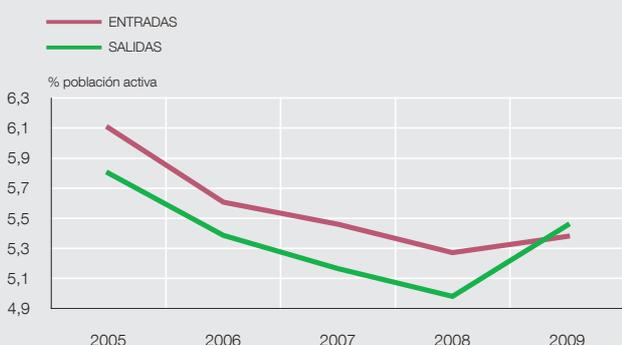
3 VARIACIONES INTERANUALES DE LA TASA DE ACTIVIDAD Y CONTRIBUCIONES POR SEXO Y NACIONALIDAD (a)



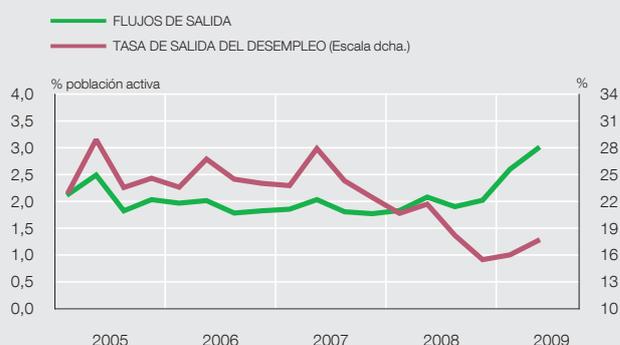
4 VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE ACTIVIDAD EN LAS DOS ÚLTIMAS RECESIONES



5 FLUJOS DE SALIDA Y DE ENTRADA DE LA POBLACIÓN ACTIVA



6 FLUJOS DE SALIDA Y DE ENTRADA DE LA POBLACIÓN ACTIVA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Por su parte, la tasa de actividad aún mantuvo en 2008 un dinamismo elevado, pero en 2009 se observa una desaceleración que está siendo muy intensa. La evolución de la tasa de actividad explica, de hecho, casi el 60% del menor crecimiento de la población activa en los tres primeros trimestres de 2009, respecto al promedio de 2008.

Un análisis desagregado de la evolución reciente de la tasa de actividad por sexos, grupos de edad y nacionalidad muestra que en 2008 el dinamismo de dicha tasa descansó, como en los años previos, en el colectivo inmigrante y en las mujeres nacionales (véase gráfico 3), mientras que la tasa de participación de los hombres se mantuvo estable en el promedio del año, pero con un perfil trimestral de progresiva desaceleración asociado, principalmente, al descenso en la participación de los menores de 25 años. Esta ralentización se ha agudizado en los trimestres transcurridos de 2009, una vez que estos descensos se han generalizado para los distintos grupos de edad del colectivo masculino. A su vez, en 2009 se ha comenzado a observar una desaceleración en la tasa de actividad de las mujeres españolas y de los inmigrantes, que se ha concentrado en los grupos de edad más jóvenes. En las edades intermedias y más avanzadas, sin embargo, estos colectivos mantienen un incremento de la tasa de actividad aún elevado.

En términos comparados con la recesión que vivió la economía española a principios de los años noventa, este comportamiento de la tasa de actividad muestra algunas diferencias destacables. Como se observa en el gráfico 4, en el que se muestran los incrementos anuales de la tasa de actividad total y por sexos centrándose las series en el trimestre (t) de máxima destrucción de empleo (I TR 1993 en el ciclo anterior y III TR 2009 en el actual, hasta el momento), la tasa de actividad mostró aumentos reducidos y decrecientes ya antes de 1993, alcanzando, de hecho, el punto mínimo en el tercer trimestre de 1992. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, del colectivo masculino, que mostró descensos apreciables a lo largo de todo el ciclo económico anterior. Por su parte, en términos relativos, el período de crisis actual destaca por la ausencia de reacción inicial de la tasa de participación, ya que en 2008 la desaceleración de la participación masculina se vio compensada por el mayor dinamismo de la femenina. En los trimestres transcurridos de 2009, sin embargo, se observa un ajuste más acusado de la tasa de actividad para ambos sexos, en especial entre los hombres, en consonancia con la mayor destrucción de empleo en este ciclo. Entre las mujeres, por su parte, aunque la moderación desde los máximos del cuarto trimestre de 2008 es significativa, el aumento de su tasa de participación es aún elevado, muy próximo al punto porcentual<sup>1</sup>.

1. Un análisis más desagregado de estas tasas de participación por grupos de edad muestra un mejor comportamiento relativo de las tasas de participación de los colectivos de edad más avanzada en este ciclo en ambos sexos, mientras que entre los más jóvenes se observa el comportamiento contrario.

Finalmente, el análisis de los flujos entre la situación de actividad y la de inactividad en el mercado laboral puede proporcionar información de utilidad adicional para analizar los factores determinantes de la evolución de la tasa de participación comentada. Con este objetivo, en el gráfico 5 se muestra la evolución de las entradas y salidas de la población activa estimadas a partir de los microdatos de la EPA que permiten seguir la evolución de los individuos entrevistados durante los seis trimestres consecutivos en que se realizan las entrevistas. Se observa que, desde 2005 a 2008, las entradas a la actividad superaron a las salidas, como es de esperar en un período de fuerte crecimiento de la oferta de trabajo, mientras que esta tendencia se revierte en los trimestres transcurridos de 2009, en que, por primera vez, los flujos de salida hacia la inactividad superan a los de entrada a la actividad. Este cambio es consecuencia del aumento observado en los flujos de salida, pues no se observa una disminución de las entradas, como podría esperarse en un período de intensa reducción del empleo<sup>2</sup>. Asimismo, el incremento de las salidas de la actividad tiene su origen esencialmente en personas en situación de desempleo, lo que podría asociarse a un efecto desánimo sobre los desempleados, que dejan de buscar activamente un empleo dadas las malas condiciones del mercado laboral. Cabe destacar, no obstante, que este efecto es muy reciente y todavía no muy acusado, ya que, como también se muestra en el gráfico 6, la tasa de salida hacia la inactividad está repuntando desde niveles relativamente reducidos.

En suma, el proceso de ralentización que la población activa ha comenzado a experimentar en 2009 se asienta tanto en la progresiva desaceleración de la población, asociada a las menores entradas netas de inmigrantes ya iniciada en 2008 y que se ha intensificado en el transcurso de este año, como en la moderación de la tasa de participación, que está respondiendo a las peores condiciones del mercado laboral, en especial para los colectivos de edades más jóvenes, precisamente aquellos en los que el desempleo está aumentando con mayor intensidad. Dentro de este proceso de moderación, la tasa de actividad femenina mantiene aún incrementos relativamente elevados, apoyada en el comportamiento de los grupos de edades intermedias, donde el proceso de convergencia hacia un patrón de participación en el mercado laboral similar al masculino aún juega un papel significativo. De cara al futuro, es previsible que la población activa prolongue este proceso de ralentización en la medida en que, según las recientes proyecciones del INE, los flujos netos de inmigrantes se van a mantener reducidos y las decisiones de participación se mantendrán afectadas, al menos en los trimestres más próximos, por las adversas condiciones del mercado laboral.

2. Quizá es demasiado pronto para detectar una disminución en los flujos de entrada al mercado laboral, pero aún no se observa un descenso significativo para ningún subgrupo de población por sexo o edad.

%	2006			2007			2008			2009			
	2006	2007	2008	2007			2008			2009			
				II TR	III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR	IVTR	I TR	II TR	III TR
POBLACIÓN ACTIVA.	3,3	2,8	3,0	2,8	3,0	2,7	3,0	3,1	2,9	2,9	2,3	1,2	0,2
TASAS INTERANUALES													
Nacionales	1,3	1,2	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	1,5	1,6	1,5	1,3	0,5	-0,2
Extranjeros	19,4	13,7	12,0	13,6	14,2	11,4	13,5	12,6	10,7	11,3	8,1	5,3	2,5
POBLACIÓN MAYOR DE 16 AÑOS	1,6	1,8	1,4	1,8	1,8	1,8	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0	0,7	0,4
Nacionales	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Extranjeros	16,8	15,5	10,8	15,9	15,6	14,8	13,0	11,5	10,4	8,4	6,2	4,2	2,1
TASA DE ACTIVIDAD	58,3	58,9	59,8	58,9	59,1	59,1	59,3	59,8	60,0	60,1	60,1	60,1	59,8
Entre 16 y 64 años	71,9	72,6	73,7	72,6	72,8	72,8	73,1	73,6	73,9	74,1	74,2	74,2	73,9
<i>Por sexos:</i>													
— Hombres	69,1	69,3	69,5	69,3	69,6	69,2	69,3	69,6	69,8	69,2	69,1	68,9	68,4
— Mujeres	48,0	48,9	50,5	48,8	49,0	49,4	49,7	50,2	50,5	51,4	51,5	51,6	51,5
<i>Por edades:</i>													
— Entre 16 y 29 años	67,2	67,2	67,4	67,1	68,7	66,7	66,4	67,3	68,9	67,0	66,2	65,6	66,3
— Entre 30 y 44 años	84,2	85,0	86,1	85,0	84,5	85,4	85,9	85,9	85,7	86,7	87,1	87,1	86,6
— De 45 años en adelante	38,0	38,8	40,0	38,7	38,8	39,2	39,5	40,0	39,9	40,5	40,7	40,9	40,6
<i>Por formación (a):</i>													
— Estudios bajos	28,6	28,6	29,4	28,3	28,7	29,0	29,5	29,3	29,3	29,6	29,3	29,1	29,0
— Estudios medios	70,2	70,9	71,7	71,0	71,3	71,0	71,2	71,9	72,0	71,8	72,0	72,1	71,5
— Estudios altos	81,6	81,7	81,9	81,8	81,5	81,7	81,7	81,8	82,0	81,9	82,0	81,9	81,5
<i>Por nacionalidad:</i>													
— Nacionales	56,3	56,8	57,5	56,8	56,9	57,0	57,0	57,4	57,7	57,7	57,6	57,6	57,4
— Extranjeros	77,1	75,9	76,7	76,0	76,2	75,3	76,6	76,7	76,4	77,3	78,0	77,5	76,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

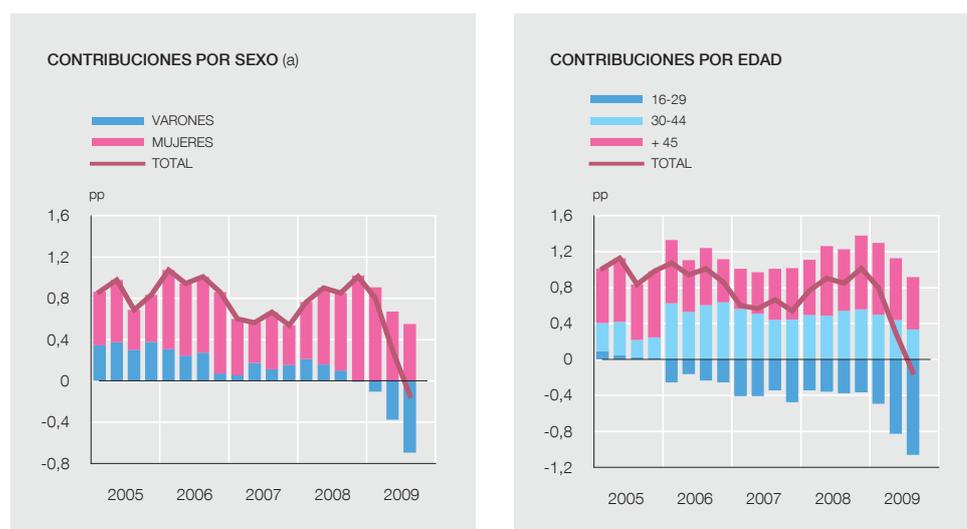
a. Bajos: sin estudios o primarios; altos: universitarios y otros.

ralentización contribuyó la pérdida de dinamismo de la población en edad de trabajar (0,4%), como consecuencia, principalmente, de un nuevo descenso en la tasa de aumento de la población extranjera, hasta el 2,1% (4,2% en el segundo trimestre). Asimismo, la tasa de actividad se redujo hasta el 59,8%, cifra tres décimas por debajo de su nivel en el trimestre precedente y, por primera vez en la actual fase cíclica, también inferior al nivel que registraba un año antes (véase gráfico 4). No obstante, si la tasa de actividad se computa teniendo en cuenta la población entre 16 y 64 años, como suele ser habitual en las comparaciones internacionales, permaneció estabilizada en el 73,9% (véase cuadro 2).

La desagregación por sexos sigue ofreciendo un comportamiento de la población activa dispar entre hombres y mujeres. En efecto, la entrada al mercado laboral del colectivo femenino mantuvo un avance interanual todavía positivo (2,6%), aunque inferior al de principios de año, mientras que la población activa masculina intensificó su ritmo de retroceso (-1,6%). Esta evolución permitió un nuevo incremento interanual de la tasa de actividad femenina (de 1 pp), de menor cuantía, en cualquier caso, que los registrados en trimestres previos. Por el contrario, la tasa de participación masculina se redujo en casi un punto y medio respecto a un año antes, hasta situarse en el 68,4%, con lo que incrementó su contribución negativa al descenso de la tasa de participación global, al tiempo que se recortaba el diferencial de tasa de actividad entre ambos colectivos (véase gráfico 4).

**TASA DE ACTIVIDAD**  
Variaciones interanuales y contribuciones por sexo y edad

GRÁFICO 4



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

**EVOLUCIÓN DEL DESEMPLEO SEGÚN LA EPA**

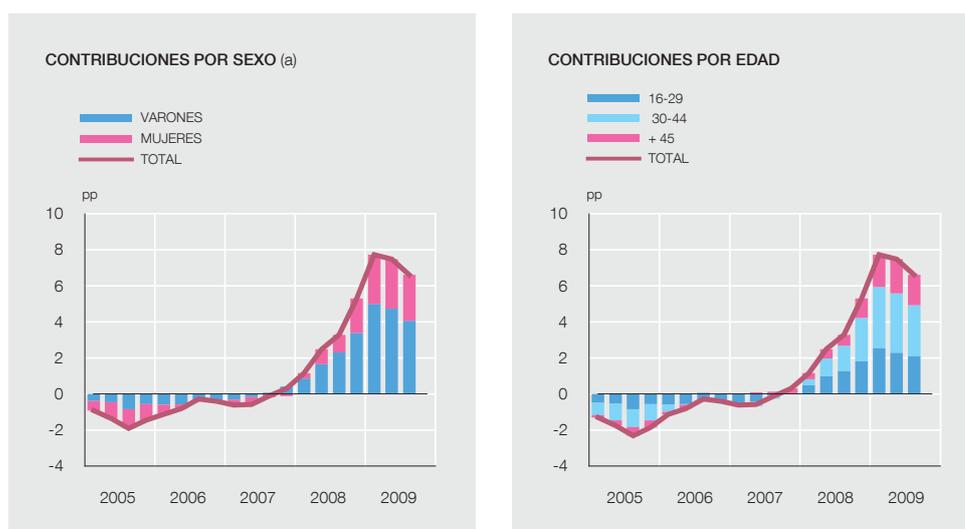
CUADRO 3

%	2006	2007	2008	2007			2008			2009			
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Desempleados (a). Tasas interanuales	-3,9	-0,2	41,3	-4,2	1,5	6,5	17,1	35,3	45,0	66,4	84,5	73,7	58,7
TASA DE PARO	8,5	8,3	11,3	8,0	8,0	8,6	9,6	10,4	11,3	13,9	17,4	17,9	17,9
<i>Por sexos:</i>													
Hombres	6,3	6,4	10,1	6,1	6,2	6,8	7,9	9,1	10,3	13,0	16,9	17,6	17,8
Mujeres	11,6	10,9	13,0	10,5	10,5	11,0	12,0	12,3	12,7	15,1	18,0	18,3	18,2
<i>Por edades:</i>													
Entre 16 y 29 años	13,6	13,1	18,4	12,6	13,0	13,8	15,6	17,2	18,7	22,2	27,4	28,4	29,4
Entre 30 y 44 años	7,4	7,1	10,0	6,8	6,7	7,2	8,3	9,0	9,9	12,7	16,0	16,4	16,1
De 45 años en adelante	5,8	6,0	7,9	5,8	5,9	6,4	7,0	7,3	7,7	9,6	12,2	12,8	12,5
<i>Por formación (a):</i>													
Estudios bajos	10,3	11,0	17,1	10,7	10,6	11,9	14,3	15,9	17,3	20,9	25,2	25,9	26,4
Estudios medios	9,0	8,7	11,9	8,4	8,5	9,0	9,9	10,9	11,7	14,8	18,7	19,5	19,2
Estudios altos	5,8	5,0	5,8	4,8	5,0	5,2	5,4	5,2	6,0	6,5	8,1	8,0	8,5
<i>Por nacionalidad:</i>													
Nacionales	8,0	7,6	10,2	7,3	7,4	8,0	8,7	9,3	10,2	12,5	15,2	16,0	16,1
Extranjeros	11,8	12,2	17,5	12,0	11,8	12,4	14,6	16,5	17,4	21,3	28,4	28,0	27,5
<b>PARO DE LARGA DURACIÓN:</b>													
Incidencia (b)	25,6	23,7	21,3	24,6	21,9	22,7	22,3	21,1	20,6	21,4	23,1	26,3	29,5

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

Por nacionalidad, la atonía de la población activa continuó afectando de manera importante al colectivo de nacionalidad extranjera, que redujo sustancialmente su ritmo de avance interanual (en casi 3 pp), fruto tanto del retroceso en la población inmigrante como de la moderación de su tasa de participación. No obstante, cabe destacar que también entre los nacionales se produjo cierto retroceso en la participación laboral, que afectó sobre todo al colectivo masculino, por lo que su contribución al crecimiento total de la oferta laboral pasó a ser negativa (véase gráfico 3). En conjunto, el peso de los activos extranjeros sobre el total de la población activa descendió al 15,9%, solo tres décimas más que en igual período del año anterior.

Por edades, los moderados avances que todavía se observan en la tasa de actividad de los colectivos de edades medianas y más avanzadas no permitieron compensar el retroceso registrado en la de los más jóvenes, que, por otra parte, tuvieron una contribución muy negativa al crecimiento de la tasa agregada de actividad (véase gráfico 4). Por otra parte, los recortes en la participación laboral según el nivel de educación resultaron generalizados.

### El desempleo

El número de desempleados descendió en torno a 14.000 personas a lo largo del tercer trimestre, lo que determinó una moderación en la tasa de variación interanual del número de desempleados, hasta el 55,5% (73,7% en el tercer trimestre) y una cifra total de desempleados de 4,1 millones en el trimestre. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo estabilizada en el 17,9%, cifra 6,6 pp superior a la observada un año antes (véase cuadro 3). La estadística de paro registrado había mostrado también una moderación del avance del desempleo en este tercer trimestre (con una tasa de variación interanual del 43,5%), trayectoria que se habría prolongado en el mes de octubre.

Por sexos, el aumento del desempleo siguió afectando en mayor medida a los hombres, con un crecimiento del 69,2% respecto al tercer trimestre de 2008 (véase gráfico 5), lo que ha propiciado un nuevo estrechamiento de las diferencias observadas en las tasas de paro por sexos. Así, entre las mujeres, la tasa de desempleo retrocedió levemente respecto al trimestre

anterior, hasta el 18,2%, mientras que entre el colectivo masculino repuntó en dos décimas, hasta el 17,8%. Por grupos de edad, el incremento interanual del paro volvió a ser generalizado, aunque afectó de forma más intensa a los más jóvenes, que siguen mostrando, además, la tasa de desempleo más elevada (29,4%). Por niveles de estudios, se concentró en el colectivo con menor nivel de formación, hasta alcanzar el 26,4% (más de 10 pp por encima de la de un año antes), mientras que el incremento del desempleo fue más moderado en el colectivo con estudios superiores (con una tasa de desempleo del 8,5%). Por nacionalidad, la tasa de paro entre los extranjeros disminuyó en medio punto porcentual, hasta el 27,5%, mientras que entre los nacionales se elevó levemente (16,1%).

Finalmente, el número de desempleados de larga duración aumentó en torno a 120.000 personas en el trimestre, hasta superar la cifra de 1,2 millones, que duplica la de igual trimestre del año anterior. La incidencia en el total de parados repuntó algo más de 9 pp en términos interanuales, hasta el 29,5%. Por sexos, el incremento volvió a ser algo más intenso entre los hombres que entre las mujeres, aunque la incidencia sigue siendo superior en este último colectivo. Por edades, el aumento del desempleo de larga duración fue generalizado, aunque algo superior entre los más jóvenes, si bien el colectivo más afectado es el de edad más avanzada.

20.11.2009.

LAS IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DE LA HETEROGENEIDAD  
EN LOS PROCESOS DE DETERMINACIÓN DE PRECIOS

## Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez y Pablo Burriel, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En los últimos años, se ha producido un avance considerable en la comprensión de los determinantes de los procesos inflacionistas, un hecho de indudable interés para los bancos centrales. Los modelos teóricos más influyentes en la actualidad se corresponden con lo que se denomina «enfoque nekeynesiano» y se caracterizan por su sólido fundamento microeconómico: las decisiones de determinación de precios son el resultado del comportamiento racional de las empresas, en un contexto de competencia imperfecta y de ajuste infrecuente de los precios.

Hasta mediados de esta década, no se disponía de una base empírica sólida para estudiar el comportamiento individual de las empresas. Afortunadamente, en la actualidad se dispone de abundante información sobre el grado de flexibilidad de los precios a nivel microeconómico. Buena parte de esta evidencia se ha obtenido en la Red sobre Persistencia de la Inflación del Eurosistema (IPN, según sus siglas en inglés<sup>1</sup>) y ha sido posible gracias a la colaboración de las oficinas de estadística de un conjunto amplio de países, entre ellos España. Asimismo, numerosos bancos centrales, como el Banco de España, han llevado a cabo encuestas sobre las estrategias de determinación de precios de las empresas. Estos estudios constatan la existencia de rigideces nominales: las empresas no modifican sus precios de forma continuada y los ajustes son más frecuentes en Estados Unidos que en el conjunto de la zona del euro y España. Asimismo, estos trabajos ponen de manifiesto la existencia de un elevado grado de heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de los precios de los diferentes bienes y servicios. En general, esta heterogeneidad está relacionada con diferencias en características sectoriales, como la estructura de costes de las empresas y el grado de competencia en los mercados de productos.

Por otro lado, se dispone de una amplia literatura teórica que indica que la respuesta de la inflación y el producto a diferentes perturbaciones depende de forma crucial de rigideces nominales, como las comentadas anteriormente, lo que tiene implicaciones claras para la conducción de la política monetaria. A pesar de ello, la hipótesis simplificadora empleada en la mayoría de estos trabajos es que la determinación de precios es igual para los diferentes bienes y servicios, por lo que no tiene en cuenta el elevado grado de heterogeneidad que se observa en la frecuencia de ajuste de los precios<sup>2</sup>.

El objetivo de este artículo es mostrar que el hecho de que la rigidez nominal sea diferente para cada empresa tiene importantes implicaciones macroeconómicas. En particular, se muestra que, ante una perturbación, las economías caracterizadas por una mayor heterogeneidad en la frecuencia de cambio de los precios muestran un ajuste de la inflación y el producto mucho mayor y más lento.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo apartado se repasa con detalle la evidencia empírica sobre la heterogeneidad en la frecuencia de cambio de los precios en España, la zona del euro y Estados Unidos. En el tercer apartado se repasan los

---

1. Véase Álvarez et ál. (2006) para mayor detalle. 2. Los modelos dinámicos y estocásticos de equilibrio general empleados en los bancos centrales de las economías más avanzadas, como el Banco de España o el Banco Central Europeo, consideran un número reducido de sectores (generalmente solo dos o tres).

	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Combustibles	Bienes industriales no energéticos	Servicios	Total
España	50,9	17,7	ND	6,1	4,6	13,5
Zona del euro	28,3	13,7	78	9,2	5,6	15,1
Estados Unidos	47,7	27,1	74,1	22,4	15,0	24,8

FUENTES: Para España, Álvarez y Hernando (2006); para la zona del euro, Dhyne et ál. (2006), y para Estados Unidos, Bils y Klenow (2004).

principales determinantes de esta heterogeneidad. El apartado cuarto describe las implicaciones de incorporar heterogeneidad en los procesos de determinación de precios. Finalmente, el último apartado recoge las conclusiones.

### **Evidencia empírica sobre la heterogeneidad en la determinación de precios**

Este apartado presenta información sobre el grado de flexibilidad del proceso de determinación de precios de consumo<sup>3</sup> para España, la zona del euro y Estados Unidos. Para facilitar la comparación internacional, se analiza la fijación de precios de 50 productos representativos de las estructuras de consumo de los hogares.

Como se aprecia en el cuadro 1, las modificaciones de precios son relativamente infrecuentes, si bien son más numerosas en Estados Unidos que en la zona del euro o España. En concreto, en Estados Unidos cada mes se modifican, en promedio, los precios de bienes y servicios que representan el 24,8% del gasto, frente al 15,1% en la zona del euro o el 13,5% en España.

El cuadro 1 muestra la frecuencia de ajuste de precios para los agregados más frecuentemente utilizados en el análisis de la inflación (alimentos no elaborados, alimentos elaborados, energía, bienes industriales no energéticos y servicios). Se observa que la heterogeneidad es notable, siendo, de hecho, más acusadas las diferencias entre los distintos tipos de productos que las discrepancias entre economías. Así, los precios de los combustibles<sup>4</sup> presentan una frecuencia de ajuste próxima al 75%, fundamentalmente reflejo de las continuas oscilaciones de las cotizaciones del crudo en los mercados internacionales. Es igualmente elevada la frecuencia de variación de los precios de los alimentos no elaborados, notablemente afectados por las perturbaciones de oferta, así como, en menor medida, la de los alimentos elaborados. Como cabe esperar, los mercados con precios más rígidos corresponden a los bienes industriales no energéticos y, particularmente, a los de servicios. El grado de rigidez de precios de los servicios es especialmente acusado en España, aunque también en la zona del euro.

El examen de estos grupos de productos esconde diferencias acusadas dentro de los mismos. Así, por ejemplo, los precios de algunos servicios, como las tarifas aéreas —en los que las fluctuaciones de los precios de los combustibles inciden particularmente—, se modifican muy frecuentemente, mientras que los de la restauración se suelen mantener estables durante períodos prolongados de tiempo. La heterogeneidad está presente, incluso, para un mismo producto, dependiendo del tipo de establecimiento. En concreto, los supermercados e hipermercados ajustan más a menudo sus precios que los establecimientos tradicionales<sup>5</sup>, lo que pone de manifiesto que la organización del comercio minorista tiene un papel relevante a la hora de explicar diferencias en el grado de flexibilidad de los precios.

3. Para España, véase Álvarez y Hernando (2006); para la zona del euro, Dhyne et ál. (2006), y para Estados Unidos, Bils y Klenow (2004). 4. Los precios de otros productos energéticos, como la electricidad y el gas, generalmente han sido objeto de regulación por parte de las Administraciones Públicas, lo que dificulta la realización de comparaciones internacionales. 5. Véase Fougère et ál. (2007).

		Zona del euro	España
Variables explicativas	Competencia	+	+
	Regulación de los mercados de productos	-	n.d.
	Precio regulado	n.d.	-
	Costes laborales	-	-
	Materias primas	+	+
	Condiciones de demanda	+	+
	Empresa pequeña	n.d.	-
	Precios atractivos	n.d.	-
	Regla sencilla de fijación de precios	n.d.	-

FUENTES: Álvarez y Hernando (2007b) para la zona del euro y Álvarez y Hernando (2007a) para España.

a. Un signo positivo (negativo) indica que la variable correspondiente contribuye a aumentar (disminuir) el grado de flexibilidad de precios.

### **Determinantes de la heterogeneidad en la fijación de precios**

El elevado grado de heterogeneidad que muestra el ajuste de los precios de los bienes y servicios en estas economías se puede explicar, en buena medida, por diferencias en la estructura de costes, el grado de competencia en los mercados o características específicas de las empresas, como su tamaño o que el precio del producto sea objeto de regulación por parte de alguna administración pública. El cuadro 2 recoge el signo de la relación entre la frecuencia de cambio de los precios y diversos determinantes sectoriales para la zona del euro y para España, porque la evidencia para Estados Unidos es mucho más limitada. En concreto, este cuadro resume análisis econométricos con datos individuales para España y sectoriales para los diferentes países de la zona del euro<sup>6</sup>.

En general, se aprecia que la flexibilidad de precios en la zona del euro y en España se ve afectada positivamente por la intensidad de la competencia en el mercado, un hecho que también se observa en la economía americana; es decir, las empresas que operan en entornos más competitivos ajustan sus precios con mayor frecuencia que aquellas otras que actúan en mercados caracterizados por un grado insuficiente de competencia.

Asimismo, el grado de regulación de los mercados de productos incide sobre la flexibilidad de precios; es decir, aquellos cuyos precios se ven directamente afectados por decisiones de las Administraciones Públicas revisan sus precios con menor frecuencia que el resto.

La estructura de costes de las diferentes actividades productivas incide igualmente sobre el grado de rigidez. En concreto, los trabajos disponibles muestran que las empresas que emplean procesos productivos más intensivos en factor trabajo, como la mayoría de las empresas de servicios, ajustan sus precios de forma más esporádica que el resto, reflejando el hecho de que los salarios se modifican habitualmente solo una vez al año. Por el contrario, los precios de las materias primas, como la energía, se ajustan a menudo, por lo que aquellas empresas en las que los costes de los productos intermedios son particularmente relevantes tienden a ajustar sus precios con mayor asiduidad. Asimismo, se observa que en aquellos sectores en los que las empresas declaran que las condiciones de demanda son muy relevantes muestran una mayor flexibilidad de precios.

Los trabajos realizados para la economía española señalan un conjunto adicional de factores determinantes de la frecuencia de cambio de los precios. Así, las empresas que utilizan reglas de determinación de precios sencillas ajustan sus precios con menor frecuencia que aquellas

6. Véase Álvarez y Hernando (2007a y 2007b), para mayor detalle.

que consideran a la hora de establecer sus precios un conjunto amplio de variables que caracterizan las condiciones de mercado presentes y esperadas. Asimismo, el uso de precios atractivos —como aquellos con terminaciones en 95 y 99 céntimos— se asocia a una mayor rigidez. Por último, las empresas pequeñas suelen modificar sus precios de manera más esporádica, lo que probablemente refleja el hecho de que resulta costoso determinar en cada momento del tiempo el precio más adecuado, de acuerdo con las fluctuaciones de la oferta y la demanda de los productos de las empresas.

**Implicaciones  
macroeconómicas  
de la heterogeneidad en la  
determinación de precios**

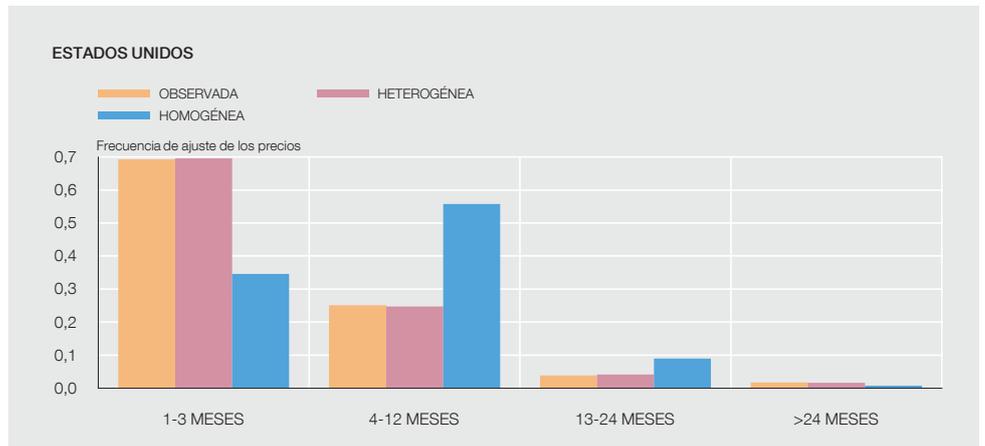
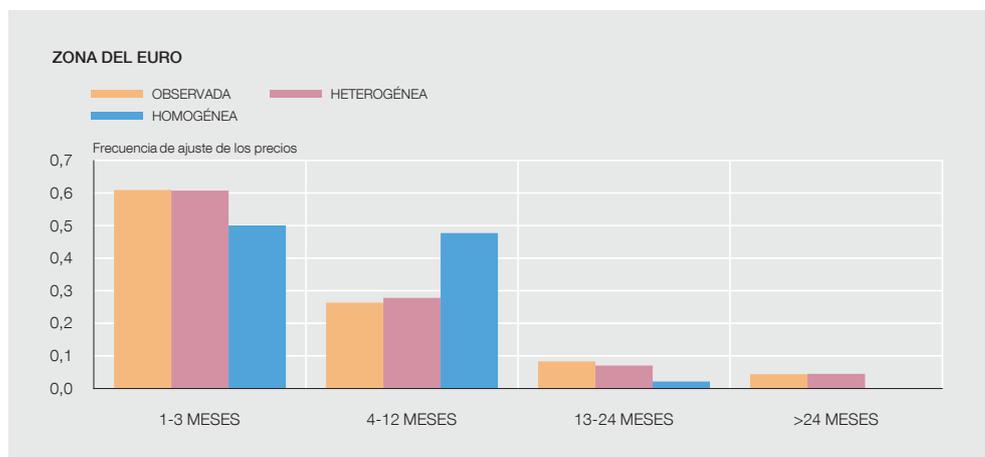
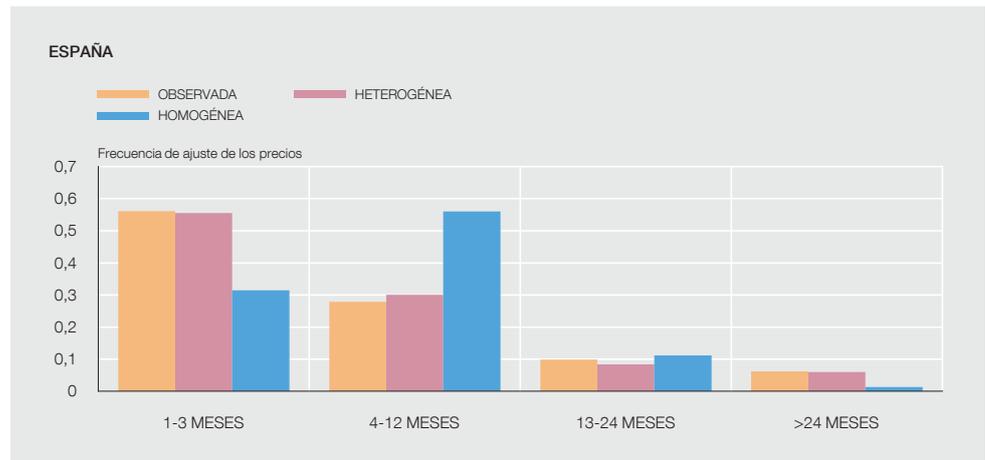
Los modelos nekeynesianos han tenido un gran éxito en los últimos años como instrumentos para analizar el comportamiento del producto y la inflación en una economía. Su principal aportación ha sido incorporar la existencia de rigideces a corto plazo en la determinación de precios en el modelo neoclásico de crecimiento —según el cual el crecimiento de una economía en el largo plazo está determinado únicamente por factores de oferta—. Esto implica que las perturbaciones que afectan a las variables nominales tienen un impacto sobre la actividad económica en el corto plazo. De manera esquemática, el modelo nekeynesiano estándar se puede resumir en tres relaciones fundamentales. La primera establece que la demanda agregada es el resultado de las decisiones óptimas de consumo y ahorro de los individuos y depende negativamente del tipo de interés real esperado. La segunda relación dice que el Banco Central fija los tipos de interés de acuerdo con una regla de política monetaria. La tercera relación determina el comportamiento de la inflación en función de la evolución de los costes de las empresas y de las expectativas de inflación futura.

Este marco conceptual supone que las empresas desarrollan su actividad en mercados caracterizados por la existencia de competencia imperfecta, lo que les otorga poder de mercado para establecer sus precios por encima de sus costes marginales. Asimismo, las empresas no modifican sus precios ante cada perturbación económica, ya que hacerlo les resulta costoso. Aunque se han sugerido diversas motivaciones que justifican el hecho de que los precios no cambien continuamente, la más utilizada es la propuesta por Calvo (1983), que supone, entre otras cosas, que la probabilidad de ajuste de los precios sea igual para todas las empresas. La sencillez de esta formulación permite incorporarla con facilidad a los modelos macroeconómicos.

La hipótesis de que todas las empresas emplean la misma regla no permite captar la heterogeneidad en la frecuencia de modificación de precios descrita en el segundo apartado. Tiene sentido, por tanto, modificar el mecanismo de determinación de precios propuesto por Calvo para incorporar dicha diversidad. En particular, se permite que la probabilidad de cambiar los precios sea diferente para cada empresa.

El procedimiento econométrico desarrollado puede verse con detalle en los documentos de trabajo. El gráfico 1 compara las distribuciones de los cambios de precios observados en España, la zona del euro y Estados Unidos con las estimadas de acuerdo con el mecanismo propuesto de determinación de precios, así como con el mecanismo homogéneo utilizado habitualmente. En el mismo, se aprecia que los modelos heterogéneos estimados para España, la zona del euro y Estados Unidos aproximan de forma precisa la distribución empírica, en claro contraste con el modelo homogéneo. En particular, este modelo homogéneo subestima en gran medida la proporción de empresas que emplean estrategias de fijación de precios muy flexibles y también muy rígidas, mientras que sobreestima el número de aquellas que tienen precios con duraciones intermedias.

La elevada capacidad explicativa del modelo heterogéneo propuesto sugiere prestar particular atención a sus implicaciones macroeconómicas en relación con un modelo tradicional.



FUENTES: Banco de España.

Para ello, se compara el impacto que tienen sobre la actividad y la inflación agregadas diferentes perturbaciones de oferta y de demanda en las economías de la zona del euro y Estados Unidos, suponiendo que la determinación de precios en las mismas es homogénea, como se supone habitualmente, o, como se propone en este artículo, heterogénea<sup>7</sup>. Entre las pertur-

7. La pertenencia de España a la Unión Monetaria Europea requeriría un modelo más complejo que el empleado para la zona del euro y Estados Unidos, por lo que no se incluye en este análisis.

	Mejora de la tecnología		Aumento de la oferta de trabajo		Reducción de márgenes		Reducción de los tipos de interés		Reducción de la tasa de ahorro	
	Impacto	Acumulado	Impacto	Acumulado	Impacto	Acumulado	Impacto	Acumulado	Impacto	Acumulado
<b>ZONA DEL EURO</b>										
PRODUCTO										
Economía homogénea	0,19	1,77	0,06	0,59	0,64	5,91	5,08	13,83	0,68	1,13
Economía heterogénea	0,26	1,47	0,09	0,49	0,87	4,91	4,71	19,45	0,61	1,27
INFLACIÓN										
Economía homogénea	-0,21	-0,25	-0,07	-0,08	-0,69	-0,84	1,95	5,30	0,16	0,10
Economía heterogénea	-0,28	-0,21	-0,09	-0,07	-0,92	-0,70	2,31	4,49	0,22	0,08
<b>ESTADOS UNIDOS</b>										
PRODUCTO										
Economía homogénea	0,34	2,28	0,11	0,76	1,13	7,60	4,03	8,08	0,55	0,76
Economía heterogénea	0,37	2,04	0,12	0,68	1,25	6,80	3,88	11,56	0,52	0,91
INFLACIÓN										
Economía homogénea	-0,36	-0,32	-0,12	-0,11	-1,20	-1,08	3,06	6,12	0,29	0,15
Economía heterogénea	-0,40	-0,29	-0,13	-0,10	-1,32	-0,97	3,21	5,62	0,32	0,13

FUENTES: Banco de España.

baciones de oferta, se considera una mejora en la tecnología, un aumento de la oferta de trabajo y una reducción de los márgenes empresariales; entre las de demanda, una reducción de los tipos de interés y una disminución de la tasa de ahorro.

Como cabría esperar, el cuadro 3 muestra que, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, las perturbaciones de demanda provocan una respuesta de la actividad y la inflación en el mismo sentido, mientras que las perturbaciones de oferta inducen respuestas en direcciones opuestas. Si se comparan las respuestas de la economía homogénea y la heterogénea —con idéntica rigidez agregada—, se observa que, inmediatamente después de experimentar una perturbación positiva, el producto en la economía heterogénea aumenta más que en la homogénea. Sin embargo, a medida que transcurre el tiempo, la situación se invierte, de forma que el efecto expansivo de una perturbación positiva, en términos de incremento de la producción, es menor con heterogeneidad que sin ella. Por tanto, los análisis realizados habitualmente bajo el supuesto de una economía homogénea distorsionan estos resultados. El mecanismo que explica este fenómeno es el siguiente: la economía heterogénea es más flexible que la homogénea en el momento del impacto de una perturbación, pero bastante más rígida y persistente a medida que transcurre el tiempo. Este hecho se debe a que, cuando se produce una perturbación en una economía heterogénea, el proceso de ajuste se concentra inicialmente en aquellas empresas más flexibles, que se adaptan a la nueva situación y modifican rápidamente sus precios. Según transcurre el tiempo, el ajuste en la inflación y la producción agregada pasa a estar dominado por aquellas empresas con políticas de precios más rígidas, de modo que la velocidad de ajuste disminuye gradualmente. Como cabría esperar, dicha ralentización es mayor en la zona del euro que en Estados Unidos, al ser más elevado el porcentaje de empresas más rígidas en la zona del euro.

## Conclusiones

Este artículo repasa la evidencia empírica disponible sobre la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios por parte de las diferentes empresas de bienes y servicios, así como los factores que la explican, para mostrar con posterioridad las implicaciones macroeconómicas de la existencia de esa heterogeneidad. En particular, se ha documentado la existencia de un elevado grado de heterogeneidad en la frecuencia con la que se modifican los precios de los bienes y servicios individualmente considerados. Esta heterogeneidad viene

explicada, entre otros factores, por las diferencias entre las estructuras de costes de las distintas actividades productivas y el desigual grado de competencia de los mercados de productos.

En los trabajos que aquí se resumen se analizan, por tanto, los efectos de esa heterogeneidad a través de un modelo modificado, en el que se adopta la hipótesis de que cada empresa tiene una probabilidad diferente de modificar sus precios. De este modo, se acomoda el hecho de que en la realidad coexisten empresas con estrategias de determinación de precios flexibles —como sucede con las relacionadas con los combustibles— con otras que emplean políticas rígidas —como buena parte de las de servicios—. Como consecuencia de esta innovación, el modelo propuesto presenta una mayor persistencia de la inflación y el producto ante perturbaciones económicas, que es más alta cuanto mayor es la proporción de empresas más rígidas en la determinación de precios.

Esta mayor persistencia tiene implicaciones importantes tanto para el desarrollo de modelos macroeconómicos como para la política económica. Por un lado, los modelos habitualmente empleados pueden conducir a conclusiones erróneas, en la medida en que la ausencia de heterogeneidad distorsione sus resultados. Esto sugiere la necesidad de elaborar modelos que capten de manera adecuada el desigual grado de rigidez existente entre empresas y actividades productivas. Por otro lado, muestra que la política económica se ha de preocupar no solo de aumentar la flexibilidad agregada de los precios, sino también de reducir las rigideces de determinados sectores, como los servicios, que inducen un ajuste a las perturbaciones más prolongado.

20.11.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., E. DHYNE, M. M. HOEBERICHTS, C. KWAPIL, H. LE BIHAN, P. LÜNNEMANN, F. MARTINS, R. SABBATINI, H. STAHL, P. VERMEULEN y J. VILMUNEN (2006). «Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence», *Journal of the European Economic Association*, 4 (2-3), pp. 575-584.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2006). «Price Setting Behaviour in Spain. Evidence from consumer price micro-data», *Economic Modelling*, 23, pp. 699-716.
- (2007a). «The Price Setting Behaviour of Spanish Firms: Evidence from Survey Data», en S. Fabiani, C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (eds.), *Pricing Decisions in the Euro Area: How Firms Set Prices and Why*, Oxford University Press.
- (2007b). «Competition and Price Adjustment in the Euro Area», en S. Fabiani, C. Loupias, F. Martins y R. Sabbatini (eds.), *Pricing Decisions in the Euro Area: How Firms Set Prices and Why*, Oxford University Press.
- BILS, M., y P. KLENOW (2004). «Some Evidence on the Importance of Sticky Prices», *Journal of Political Economy*, 112, pp. 947-985.
- CALVO, G. (1983). «Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework», *Journal of Monetary Economics*, XII, pp. 383-398.
- DHYNE, E., L. J. ÁLVAREZ, H. LE BIHAN, G. VERONESE, D. DIAS, J. HOFFMAN, N. JONKER, P. LÜNNEMANN, F. RUMLER y J. VILMUNEN (2006). «Price setting in the Euro Area and the United States: Some facts from individual consumer price data», *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), pp. 171-192.
- FOUGÈRE, D., H. LE BIHAN y P. SEVESTRE (2007). «Heterogeneity in Consumer Price Stickiness: A Microeconomic Investigation», *Journal of Economic and Business Statistics*, 25 (3), pp. 247-264.

LA EXTRACCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO SOBRE INFLACIÓN  
Y TIPOS DE INTERÉS A PARTIR DE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA  
EN LA UEM Y EN ESTADOS UNIDOS

## La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos

Este artículo ha sido elaborado por Ricardo Gimeno, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y José Manuel Marqués Sevillano, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo contienen información sobre las expectativas de los mercados financieros sobre la evolución futura de algunas variables macroeconómicas y financieras. Así, por ejemplo, en equilibrio dichas rentabilidades deben guardar una relación directa con los tipos de interés a corto plazo previstos, de modo que tenderán a ser más elevadas cuanto mayor sea el nivel que se anticipa para estos, ya que, en otro caso, los inversores no estarían dispuestos a invertir a horizontes largos.

Asimismo, las rentabilidades nominales a largo plazo recogen tanto el tipo de interés real exigido por el mercado por renunciar a otras alternativas de inversión como una compensación por la pérdida de poder adquisitivo como consecuencia de la inflación prevista durante el horizonte de vida del instrumento.

La extracción de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés a corto plazo o la inflación es de gran interés para los bancos centrales. En el primer caso, porque, al estar estos tipos de interés ligados a los oficiales, se pueden aproximar los cambios previstos por los mercados en el tono de la política monetaria. De igual forma, el seguimiento de las expectativas de la evolución de la inflación a largo plazo resulta relevante para conocer si estas están ancladas y para detectar posibles riesgos para la estabilidad de los precios.

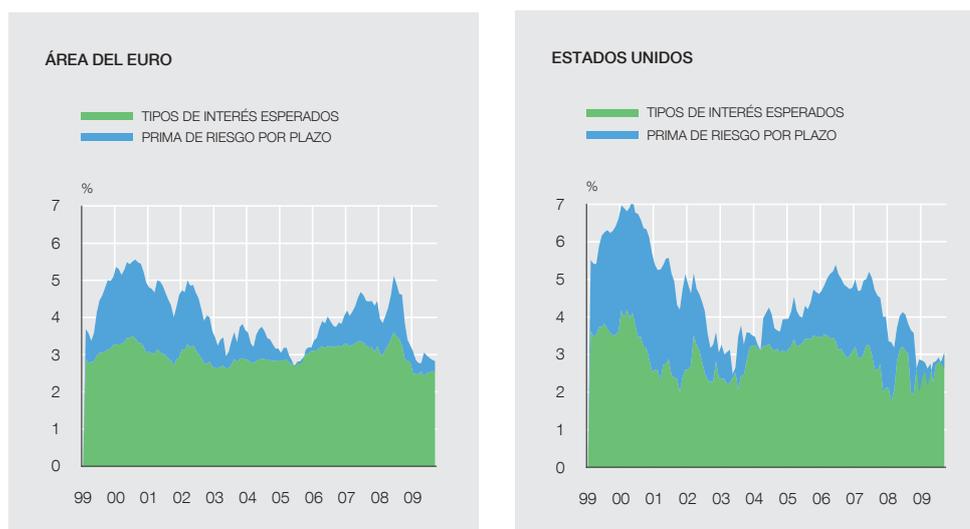
La extracción de estas expectativas a partir de los mercados financieros presenta algunas ventajas en comparación con otras fuentes alternativas, como las encuestas directas a consumidores o analistas. Por un lado, esta información puede actualizarse diariamente con un coste muy reducido, mientras que las encuestas solamente están disponibles con una frecuencia mucho menor (trimestralmente en el caso de la inflación). Por otra parte, en los mercados participa un elevado número de inversores y los precios negociados reflejan las opiniones de unos agentes que han invertido fondos, lo que les da un mayor grado de credibilidad.

Sin embargo, las medidas basadas en los mercados financieros no están exentas de inconvenientes. El principal de ellos radica en que los tipos de interés a largo plazo contienen varios elementos sin que resulte sencillo separarlos. Uno de estos componentes son las primas de riesgo, que recogen la compensación por los riesgos incurridos en la operación. Las más relevantes son las relacionadas con la incertidumbre sobre los cambios en los tipos de interés a corto plazo (prima por plazo) y en los precios de los bienes y servicios (prima de riesgo de inflación)<sup>2</sup>.

Para separar todos estos componentes (tipos reales, expectativas de inflación y primas de riesgo), es necesario especificar algún tipo de modelo. Los más utilizados en la literatura du-

---

1. Este artículo resume el trabajo *Extraction of Financial Market Expectations about Inflation and Interest Rates from a Liquid Market*, de R. Gimeno y J. M. Marqués, que se ha publicado en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España con el número 0906. Para más detalles se puede consultar dicho documento. 2. Además, los activos de renta fija pueden incorporar otras primas, como las derivadas del riesgo de liquidez (ligado a las pérdidas que experimentaría un inversor si intentara deshacerse del título antes de su vencimiento por la dificultad de encontrar contrapartida) y de crédito (a raíz de la posibilidad de que el deudor no haga frente a sus obligaciones de pago). Sin embargo, en el caso de la deuda soberana de alta calidad crediticia estos riesgos no son muy relevantes, por tratarse de activos de elevada liquidez y de reducido riesgo de crédito.



FUENTE: Banco de España.

rante los últimos años son los denominados «modelos afines», en los que las rentabilidades se expresan en función de un número limitado de variables, entre las que se puede incluir la inflación<sup>3</sup>. De este modo, es posible obtener estimaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés y del crecimiento de los precios, y derivar primas de riesgo cambiantes en el tiempo. Lógicamente, los resultados obtenidos pueden variar en función de la especificación concreta del modelo y no están exentos de errores en su estimación, por lo que las estimaciones puntuales deben tomarse con cautela.

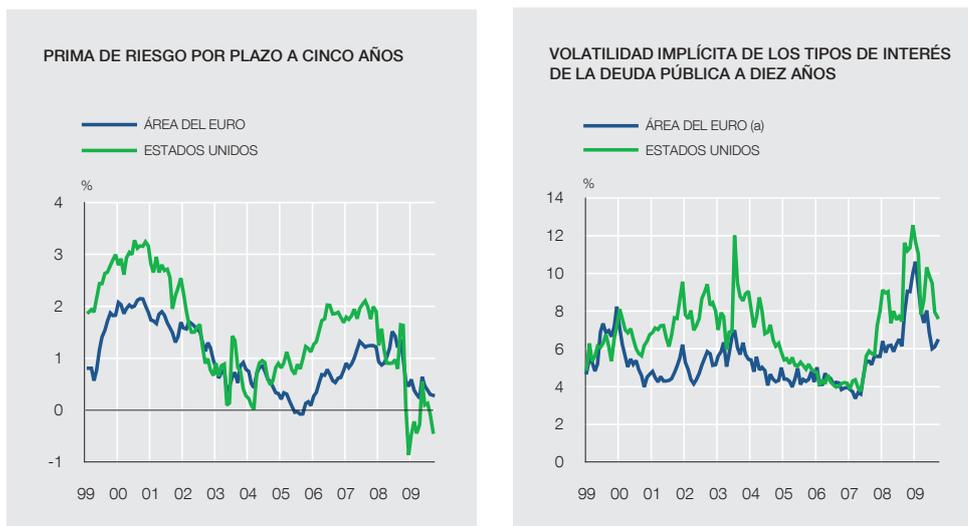
En este contexto, en este artículo se utiliza el modelo afín de Gimeno y Marqués (2009), con el fin de descomponer los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y en Estados Unidos desde enero de 1999 (inicio de la UEM) hasta septiembre de 2009. Concretamente, en la segunda sección se presentan las estimaciones relativas a las primas de riesgo por plazo y los tipos de interés esperados, mientras que la tercera se centra en la extracción de las expectativas de inflación.

***La descomposición de las rentabilidades a largo plazo en expectativas de tipos de interés a corto plazo y primas de riesgo***

En el gráfico 1 se presentan los resultados del ejercicio de descomposición de la rentabilidad de la deuda pública a cinco años<sup>4</sup> entre expectativas de tipos de interés a corto plazo y prima de riesgo por plazo para la UEM (panel izquierdo) y Estados Unidos (panel derecho) entre enero de 1999 y septiembre de 2009. Estas estimaciones están basadas en un modelo que incluye solamente la información procedente de los mercados de deuda pública.

Como se mencionó en el apartado anterior, las primas por plazo recogen la compensación exigida por el mercado por el riesgo en que incurren los agentes por invertir a largo plazo en comparación con la alternativa de hacerlo a corto plazo e ir renovando la inversión de acuerdo

3. Además, se introducen ecuaciones en las que dichas variables dependen de su propio pasado. 4. El modelo se estima con las rentabilidades cupón cero entre un mes y cinco años, por lo que este último es el plazo más largo para el que se tienen estimaciones dentro de la muestra. La elección de los plazos máximos está condicionada por el período temporal disponible, que es relativamente corto. En el caso del área del euro, con el fin de limitar la influencia en las estimaciones de las primas de riesgo de crédito, la curva cupón cero se basa en la deuda pública de los gobiernos con una calificación AAA.



FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

a. Recoge la volatilidad implícita del contrato de opción sobre el bono alemán.

con las condiciones existentes en cada momento. Dicha prima de riesgo depende tanto de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés como del precio del riesgo, que está relacionado con el grado de aversión al riesgo de los individuos.

De acuerdo con las estimaciones que aparecen en el gráfico 1, en las dos áreas analizadas las primas de riesgo por plazo explican, en media, una parte significativa del nivel de los tipos de interés a largo plazo, en línea con otros trabajos empíricos, característica que justifica por qué generalmente las rentabilidades a largo plazo tienden a ser más elevadas que las de corto.

Además, los resultados apuntan a que durante el período analizado los movimientos en los tipos de interés de largo plazo resultan, fundamentalmente, de las oscilaciones de las primas de riesgo por plazo (especialmente en el caso del área del euro), ya que, en comparación, las expectativas de evolución futura de las rentabilidades a corto plazo han sido más estables.

La comparación de las primas de riesgo por plazo que aparece en el panel izquierdo del gráfico 2 evidencia que, durante la última década, estas han tendido a ser más elevadas en Estados Unidos que en el área del euro, característica que podría reflejar, al menos en parte, la mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés en dicho país, según se deduce de la volatilidad implícita derivada de los mercados de opciones sobre la deuda pública a largo plazo (véase panel derecho del gráfico 2).

La evolución temporal de las primas de riesgo en ambas áreas apunta a unos patrones similares. Así, a comienzos de la década se observan unos niveles relativamente elevados. Posteriormente se detecta una tendencia decreciente, que llevó a que entre 2004 y 2006 se alcanzasen valores estimados muy reducidos (llegando incluso a ser negativos en algunos momentos). Esta situación podía responder, en parte, a la reducida incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés oficiales que existía, en un contexto de crecimiento económico sin riesgos inflacionistas. No obstante, unos valores anormalmente reducidos también pueden ser señales de un exceso de confianza por parte de los agentes y de una incorrecta valoración de los riesgos. En este contexto es en el que, por ejemplo, se produce la famosa

intervención<sup>5</sup> de Alan Greenspan (anterior presidente de la Reserva Federal) de febrero de 2005, en la que cuestionaba el reducido valor de las rentabilidades a largo plazo, calificando esta situación como un enigma (*conundrum*).

A partir de 2006 se observó una trayectoria creciente de las primas de riesgo, alcanzándose unos niveles más próximos a su media histórica. Esta subida pudo resultar de la corrección de un precio del riesgo que estaba en niveles anormalmente bajos, pero quizás también como consecuencia de la mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de interés. Tras la crisis financiera y económica internacional, dichas primas han vuelto a descender, situándose en septiembre de 2009 nuevamente en valores muy bajos. Esta evolución pudo venir explicada, al menos en parte, por la mayor preferencia de los agentes por invertir en activos, como la deuda pública a largo plazo, de elevada liquidez y con un riesgo de crédito relativamente reducido, desarrollo que habría llevado a que el mercado exigiera unas menores primas de riesgo a estos instrumentos. En todo caso, algunos analistas apuntan a que el reducido nivel actual de las rentabilidades a largo plazo resulta anormal.

### **La extracción de las expectativas de inflación**

Añadiendo la inflación<sup>6</sup> al modelo utilizado en la sección anterior, se pueden derivar las expectativas del mercado sobre la evolución de los precios. Concretamente, en la aproximación seguida por Gimeno y Marqués (2009) se permite que los parámetros que determinan la estructura temporal de las rentabilidades dependan de la inflación y que esta última variable sea función de su propio pasado y de la forma de la curva de tipos de interés. Según muestran estos autores, dicha aproximación es capaz de predecir la inflación mejor que otra en la que el crecimiento de los precios dependa únicamente de los retardos de esta variable, al tiempo que ayuda a reducir el error en la estimación de las expectativas de tipos de interés.

En el gráfico 3 se presentan los resultados de descomponer los tipos de interés a cinco años en expectativas de inflación, tipos reales y prima de riesgo<sup>7</sup>. En ambas zonas económicas se observa cómo la inflación esperada es el componente más estable de los tres, siendo las primas de riesgo las que generan en mayor medida los movimientos en los tipos de interés nominales a largo plazo.

En el panel izquierdo del gráfico 4 se presenta la evolución de los tipos de interés reales estimados. Se observa cómo estos han oscilado entre el 0% y el 2%, con un comportamiento muy similar en ambas regiones, tanto en sus niveles como en sus movimientos, que parecen ligados al ciclo económico<sup>8</sup>.

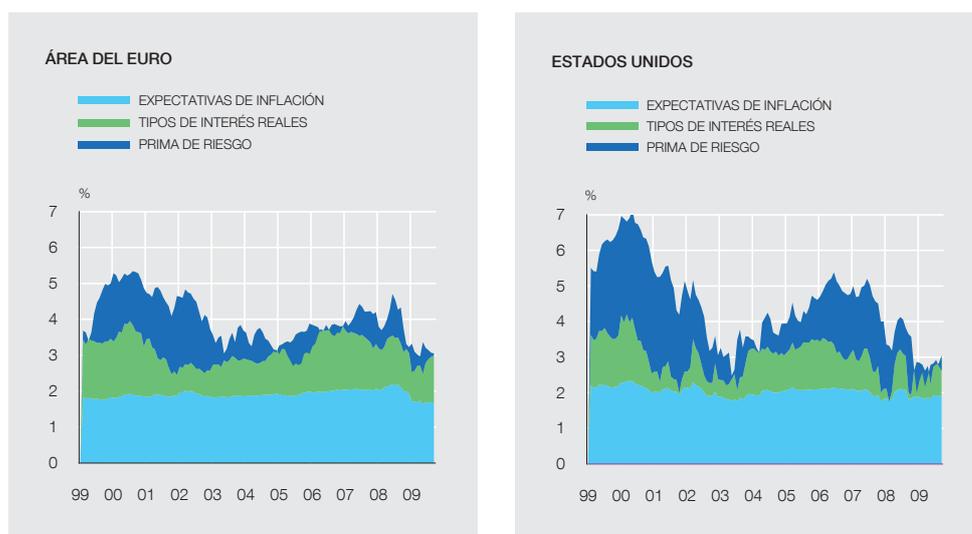
En el panel derecho del gráfico 4 se observa cómo las expectativas de inflación estimadas a cinco años (media de la inflación esperada a ese horizonte) se han movido en torno a valores próximos al 2% en ambas áreas, siendo en promedio más elevadas en Estados Unidos. La variabilidad es asimismo más acentuada en este último país, característica que también se observa en los indicadores basados en encuestas de opinión como, por ejemplo, la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) (véase gráfico 5). La menor volatilidad en la UEM podría ser

---

5. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>. 6. Para la estimación del modelo, Gimeno y Marqués (2009) utilizan como referencia la inflación subyacente. La diferencia entre la inflación medida por el IPC y la subyacente reside en que esta última no incluye los productos energéticos y alimentos no elaborados, que son los que presentan una mayor volatilidad en el corto plazo. Sin embargo, en el largo plazo, que es el horizonte en el que se centra el trabajo, ambas medidas no deberían diferir. La inclusión de la inflación subyacente en el modelo permite obtener unas mejores estimaciones en un período dominado por perturbaciones no esperadas, que han hecho que el crecimiento del IPC tienda a desviarse sistemáticamente al alza. 7. La prima de riesgo estimada recoge la incertidumbre sobre la evolución de las variables en el modelo, tanto la inflación (prima de riesgo de inflación) como los componentes reales de los tipos de interés. 8. Se aprecia una mayor volatilidad de esta variable en Estados Unidos, característica que podría resultar, no obstante, del error de estimación.

**DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A CINCO AÑOS EN EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, PRIMA DE RIESGO Y TIPO DE INTERÉS REAL**

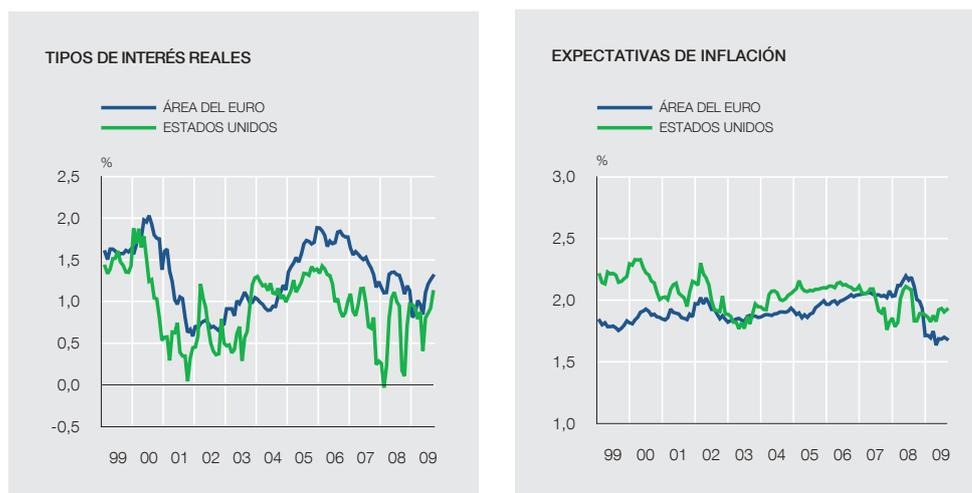
GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS REALES A CINCO AÑOS**

GRÁFICO 4

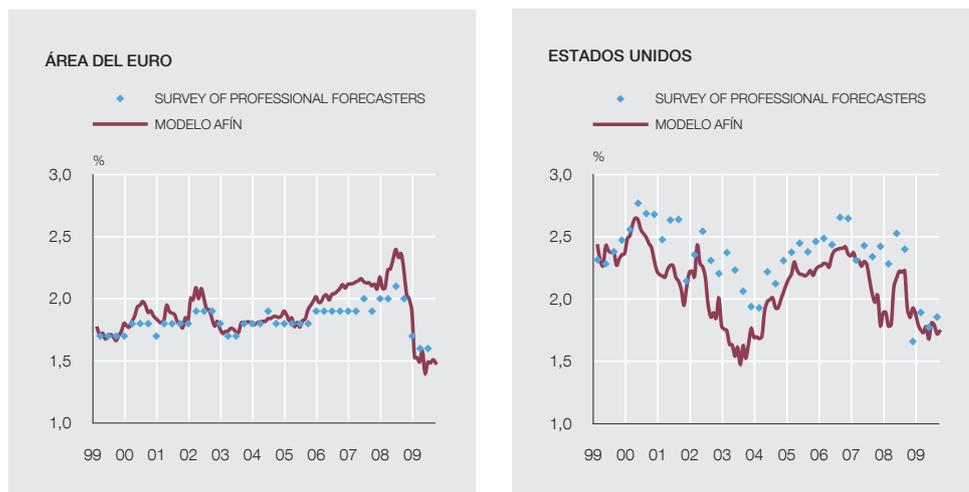


FUENTE: Banco de España.

consecuencia, al menos en parte, de la existencia de una definición cuantitativa de estabilidad de precios en esta área (nivel cercano al 2%, pero inferior a este).

Por otra parte, se observa cómo las estimaciones del modelo recogen los importantes cambios en las expectativas de inflación que se han producido en el período reciente: el repunte durante el verano de 2008, ligado al ascenso de los precios del petróleo, y la posterior caída, en un contexto de descenso del precio del crudo y de recesión económica, que las ha llevado a situarse en registros históricamente reducidos, especialmente en el área del euro.

La comparación con las expectativas de la SPF pone de manifiesto que, en general, las estimaciones del modelo son coherentes con las encuestas de opinión, tanto en lo que se refiere a



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Filadelfia y Banco de España.

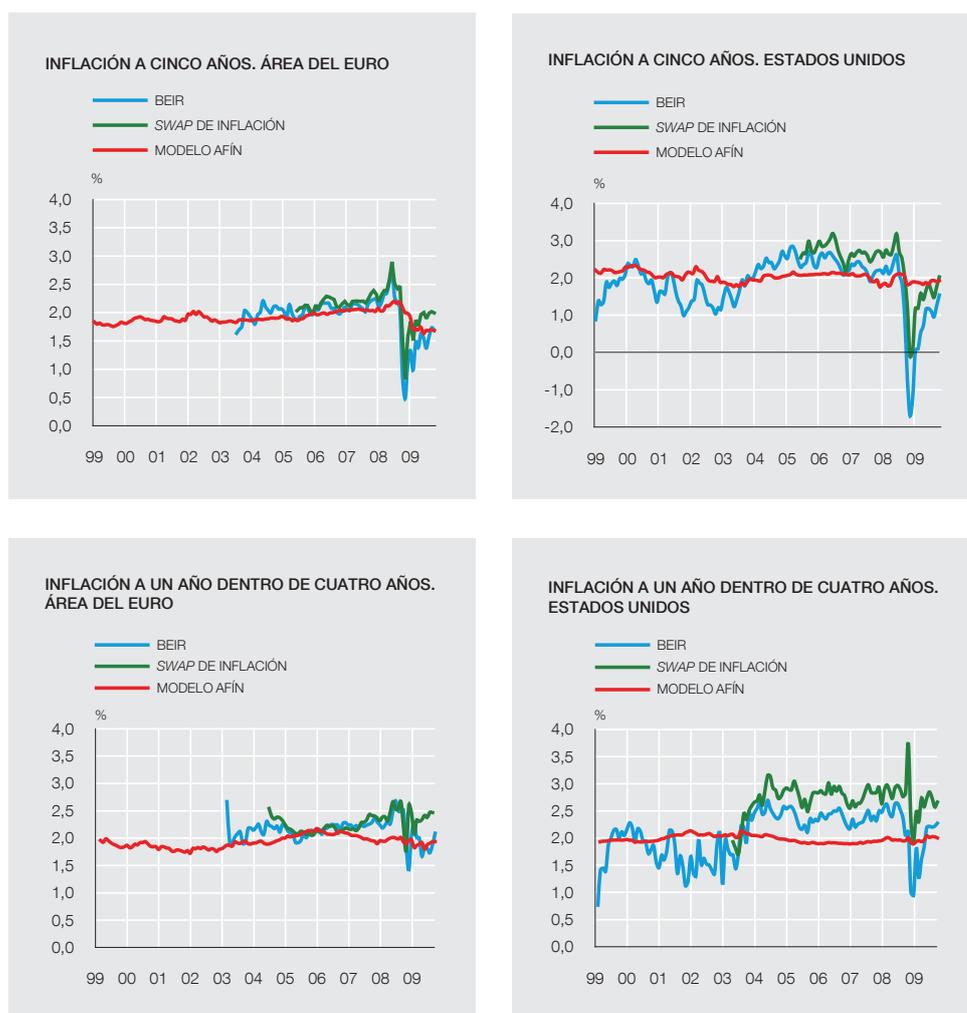
los niveles medios como a sus movimientos<sup>9</sup>. En particular, se observa que los cambios importantes del período reciente se reflejaron en ambos tipos de indicadores, si bien los derivados del modelo presentan la ventaja de que se pueden obtener estimaciones diarias, frente a la periodicidad trimestral de las encuestas, con lo que los movimientos se pueden detectar antes.

La ventaja en términos de periodicidad e inmediatez en la obtención de las expectativas de inflación basadas en la curva de tipos de interés nominales es también compartida con otras alternativas derivadas también de los mercados financieros, como los bonos indicados a la inflación y los *swaps* de inflación. En el primer caso, la variable que se construye habitualmente para aproximar las expectativas de inflación se calcula como la diferencia entre la rentabilidad de un bono convencional y la de uno indicado —indicador que se conoce con el nombre de *break even inflation rate* (BEIR)—. Ambos tipos de contratos financieros están ligados a la evolución de los precios, lo que les da un carácter directo de medición de expectativas de inflación. Sin embargo, ambos incorporan primas de riesgo de inflación y de liquidez (en este último caso, por tratarse de activos con un menor grado de negociación en los mercados secundarios). La primera de estas primas tiende a sesgar al alza estos indicadores, mientras que la segunda opera en sentido contrario.

En los paneles superiores del gráfico 6 se compara la inflación esperada a cinco años estimada con el modelo de Gimeno y Marqués (2009) con el BEIR y el tipo de los *swaps* de inflación. Como puede apreciarse, los indicadores basados en los instrumentos ligados a la inflación han presentado una elevada volatilidad, situándose durante la mayor parte del período analizado en cifras superiores a las que se deducen a partir del modelo afín, lo que parece sugerir que la prima de riesgo de inflación ha tendido a dominar a la liquidez, con la excepción de algunos subperíodos, como, por ejemplo, entre 1999 y 2003 en Estados Unidos y, más recientemente, tras la intensificación de la crisis financiera internacional en el otoño de 2008, en los que las primas de liquidez han podido ser especialmente elevadas.

Otros indicadores interesantes, utilizados por algunos analistas, que pueden derivarse a partir de estos datos son las expectativas de inflación previstas para dentro de varios a años a dis-

9. La comparación se hace al plazo de dos años, ya que no se dispone de las expectativas a cinco años de la SPF en Estados Unidos.



FUENTES: Barclays Capital, Reserva Federal, Banco de Francia y Banco de España.

tintos horizontes. La principal ventaja de estos es que eliminan los efectos de más corto plazo, siendo por tanto especialmente útiles para valorar la credibilidad de la política monetaria. En los paneles inferiores del gráfico 6 se presentan las expectativas de crecimiento de los precios a un año para dentro de cuatro utilizando tres aproximaciones alternativas: el modelo afín estimado con los datos del mercado de deuda pública, los BEIR y los *swaps* de inflación. La comparación entre las tres pone de manifiesto, de nuevo, que la medida más estable es la derivada a partir de la estructura temporal de los tipos de interés, obteniéndose un nivel similar en ambas áreas geográficas, que ha oscilado ligeramente en torno a un valor próximo al 2%, en línea con la definición de estabilidad de precios en la UEM. Estos resultados apuntan, por tanto, a que durante el período analizado las expectativas de inflación a largo plazo han estado firmemente ancladas. Por el contrario, los indicadores alternativos, al incluir el ruido procedente de las primas de riesgo de inflación y de liquidez, que son muy variables, pueden dar señales equívocas sobre la evolución de las expectativas del mercado.

**Conclusiones**

En este artículo se ha ilustrado cómo la estructura temporal de las rentabilidades de la deuda pública es una fuente de información útil para derivar las expectativas del mercado sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo y de la inflación, aunque para extraer dichas variables es necesario utilizar un modelo, de modo que las estimaciones están condicionadas por los supuestos utilizados y sujetas a un error, por lo que los resultados hay que tomarlos con cautela.

Las expectativas basadas en las rentabilidades de la deuda pública presentan algunas ventajas importantes frente a otras alternativas. En comparación con las encuestas de opinión, se pueden actualizar con una mayor frecuencia (diaria, frente a trimestral, en el caso de las expectativas de inflación). En comparación con los indicadores de expectativas de inflación basados en los bonos indicados o en los *swaps* de inflación, su ventaja es que no están distorsionadas por las primas de riesgo que incorporan los precios de dichos instrumentos. Los resultados de este artículo apuntan a que estas distorsiones introducen sesgos importantes y ruido, que dificultan el contenido informativo de estas últimas aproximaciones.

Del artículo se derivan también algunas conclusiones interesantes sobre la evolución de las primas de riesgo y de las expectativas de inflación. Así, la evidencia presentada sugiere que una parte importante de las variaciones en los tipos de interés a largo plazo vendría explicada por la prima de riesgo por plazo, que habría presentado una elevada variabilidad durante los últimos diez años tanto en el área del euro como en Estados Unidos, llegando a situarse en algunos períodos, como a mediados de la década y también durante los últimos meses, en niveles muy reducidos.

Por el contrario, las expectativas de inflación a largo plazo habrían sido relativamente estables a lo largo de la última década en las dos áreas analizadas, especialmente las previstas para dentro de unos años, que habrían presentado una reducida variabilidad en torno a un nivel compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE.

12.11.2009.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE  
DE 2009

Este artículo ha sido elaborado por Arturo Macías y Patrocinio Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La posición deudora neta que la economía española mantiene frente al resto del mundo aumentó en el primer semestre de 2009 a un ritmo sensiblemente inferior al observado en los últimos años. Esto es consecuencia de la significativa reducción de las necesidades de financiación de la nación durante dicho período, ya que el impacto de los cambios en los precios de los activos financieros sobre el valor del saldo deudor fue muy moderado. En este artículo se describen, en primer lugar, los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2009, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2008 y sus determinantes. A continuación se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y, posteriormente, se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas, para terminar con unas conclusiones.

### Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el año 2009: un análisis de datos agregados

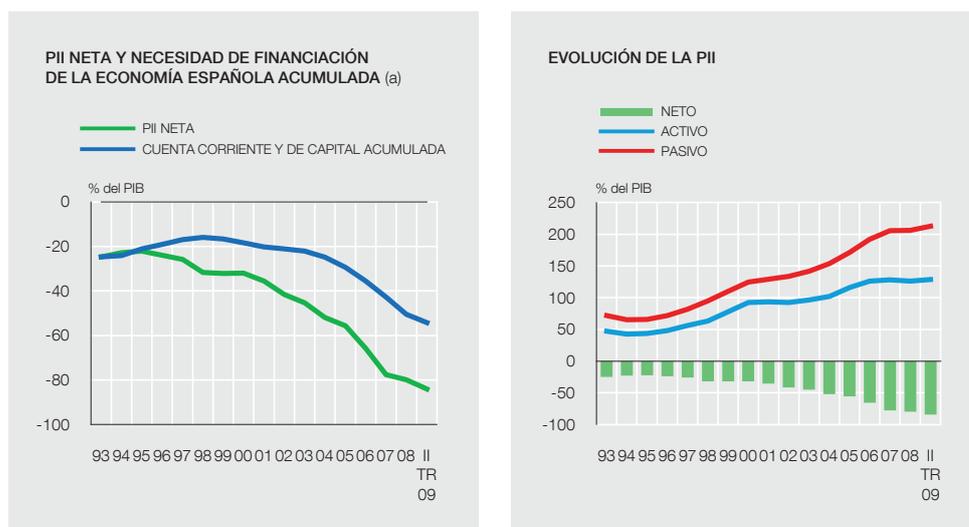
La posición deudora neta de la economía española frente al exterior, medida a través de la PII, continuó ampliándose en la primera mitad de 2009, aunque a un ritmo sensiblemente inferior al de años anteriores (véase gráfico 1). A finales de junio, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior<sup>1</sup> ascendió a 900 mm de euros, el 84,1% del PIB, 4,2 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2008 (véase cuadro 1). Desde finales de 2008, el valor de los pasivos elevó su peso en el PIB en 6,6 pp, hasta el 213%, mientras que el de los activos aumentó 2,4 pp, hasta el 129% del PIB.

A lo largo de la primera mitad de 2009, y, especialmente, a partir del mes de marzo, comenzaron a percibirse indicios de una cierta normalización en los mercados financieros, nacionales e internacionales, lo que refleja la mejora en la percepción de los inversores sobre la situación del sistema financiero a nivel mundial. Desde entonces se ha producido una reducción notable de los tipos de interés interbancarios, de los *spread* y de otros indicadores de tensión financiera. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo se incrementaron en la primera mitad del año, aunque el diferencial del bono a diez años español frente al alemán descendió, situándose en junio en valores similares a los de finales de 2008 (véase cuadro 2). En este contexto, las primas de riesgo crediticio sobre las empresas no financieras españolas se redujeron apreciablemente. Esta mejoría en las condiciones de financiación, junto con el mantenimiento de los planes públicos de apoyo al sistema financiero, en particular, la concesión de avales estatales a las emisiones de deuda bancaria<sup>2</sup>, propició una cierta reactivación de las emisiones a largo plazo por parte de las entidades de crédito españolas. Por su parte, la Bolsa española presentó una evolución más favorable que las principales plazas bursátiles a lo largo del semestre. Finalmente, desde finales del año pasado hasta junio del presente ejercicio, el tipo de cambio del euro se depreció significativamente frente a la libra, mientras que se apreció ligeramente frente al dólar. En la segunda mitad de 2009 ha continuado la recuperación de los precios de los activos financieros, en particular de los activos bursátiles, mientras que el tipo de cambio del euro se ha caracterizado por su fortaleza.

1. Un aspecto adicional que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar el alcance del saldo deudor frente al exterior es el hecho de que una parte importante del pasivo, como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas, es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica que el endeudamiento genuino de la economía española es inferior al que se deriva de ese saldo deudor. 2. En el caso de España se aprobó la creación de un Fondo de Adquisición de Activos Financieros y un programa para avalar las emisiones de deuda por parte de las entidades de crédito residentes bajo determinadas condiciones. Entre enero y mayo, algo más del 52% del total de las emisiones brutas de valores de renta fija a largo plazo se realizaron con aval.

EVOLUCIÓN DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS  
PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

GRÁFICO 1



FUENTE: Banco de España.

a. El primer valor corresponde a la PII neta a finales de 1993.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros			2008		2009		PORCENTAJE DEL PIB	
	2006	2007	III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A-P)	-648,2	-816,5	-857,3	-870,2	-865,8	-899,6	-79,9	-84,1
Excluido el Banco de España	-743,9	-895,4	-914,3	-921,1	-918,1	-944,9	-84,6	-88,3
<i>Inversiones directas</i>	-19,3	-0,7	-8,6	-19,5	-6,6	-8,7	-1,8	-0,8
<i>Inversiones de cartera</i>	-508,9	-645,0	-622,9	-593,1	-578,2	-592,1	-54,5	-55,4
<i>Otras inversiones (a)</i>	-206,1	-230,9	-271,1	-302,1	-333,4	-336,9	-27,8	-31,5
<i>Derivados financieros</i>	-9,6	-18,8	-11,7	-6,4	0,0	-7,3	-0,6	-0,7
Banco de España	95,7	78,9	57,0	50,9	52,2	45,3	4,7	4,2

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

En este contexto, y como se ha señalado en la introducción, la variación de la PII neta vino determinada en la primera parte de 2009, principalmente, por las necesidades de financiación de la economía española (28,6 mm de euros), ya que el impacto conjunto de los cambios en los precios de los activos financieros y en la cotización del euro (esto es, el efecto de valoración) apenas tuvo incidencia sobre el saldo deudor (véase cuadro 3)<sup>3</sup>. En esta ocasión, la evolución descrita de las variables financieras —en particular, de las cotizaciones bursátiles— elevó el valor del stock del pasivo en mayor medida que el del activo, contribuyendo a ampliar el saldo deudor de España frente al resto del mundo. Este efecto fue contrarrestado casi por completo por el impacto, de signo contrario,

3. En cambio, no se puede descartar la aparición de efectos valoración de cierta entidad en la segunda parte del ejercicio como consecuencia del aumento de las cotizaciones bursátiles y de la apreciación del euro en este período.

	ÍNDICES BURSÁTILES (a)			TIPO DE CAMBIO (b)		TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (c)			
	IBEX 35	EURO-STOXX 50	S&P 500	DÓLAR	LIBRA	ALEMANIA	ESPAÑA	EEUU	REINO UNIDO
2007	7,3	6,8	3,5	11,8	9,2	4,2	4,4	4,1	4,8
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-5,5	29,9	3,1	3,9	2,4	3,4
III TR 2008	-8,8	-9,4	-8,9	-9,3	-0,2	4,1	4,6	3,7	4,5
IV TR 2008	-16,3	-19,4	-22,6	-2,7	20,5	3,1	3,9	2,4	3,4
I TR 2009	-15,0	-15,4	-11,7	-4,4	-2,3	3,0	4,1	2,9	3,2
II TR 2009	25,2	16,0	15,2	6,2	-8,5	3,5	4,3	3,7	3,9
I SEMESTRE 2009	6,4	-1,9	1,8	1,6	-10,5	3,5	4,3	3,7	3,9

FUENTE: Banco de España y BCE.

a. Variación acumulada del índice entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia.

b. Variación acumulada del tipo de cambio del euro frente a la divisa considerada desde el final del período inmediatamente anterior hasta el final del período de referencia. Un signo positivo (negativo) supone una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa considerada.

c. Media del último mes del período.

## VARIACIÓN DE STOCKS Y LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS DE LA BALANZA DE PAGOS

CUADRO 3

mm de euros	NETO (a)				ACTIVO				PASIVO			
	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Diferencia niveles	Dif. % (b)
	2007	-168,3	-101,1	-67,2	10,4	106,8	149,7	-42,9	-3,5	275,1	250,8	24,3
2008	-53,7	-95,5	41,7	-5,1	25,8	56,9	-31,1	-2,3	79,5	152,4	-72,9	-3,4
III TR 2008	-3,9	-22,1	18,3	-2,1	21,2	9,2	12,0	0,9	25,1	31,3	-6,2	-0,3
IV TR 2008	-13,0	-18,0	5,0	-0,6	-20,9	-25,8	4,8	0,3	-8,0	-7,8	-0,2	0,0
I TR 2009	4,4	-18,7	23,1	-2,7	-2,3	-11,0	8,7	0,6	-6,7	7,7	-14,4	-0,6
II TR 2009	-33,8	-9,9	-23,8	2,8	5,1	11,6	-6,5	-0,5	38,9	21,6	17,3	0,8
I SEMESTRE 2009	-29,4	-28,6	-0,8	0,1	2,8	0,6	2,1	0,2	32,1	29,2	2,9	0,1

FUENTE: Banco de España.

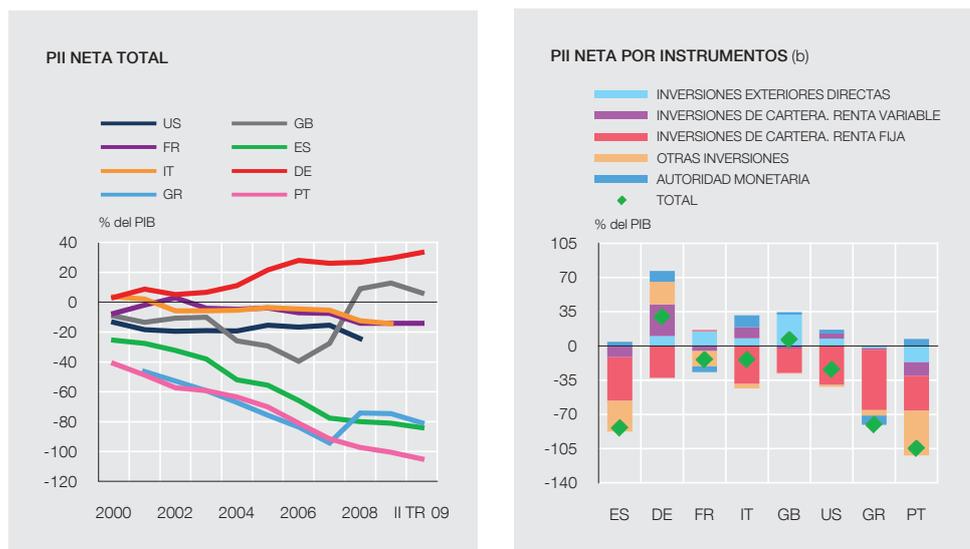
a. Un signo menos (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

b. Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de balanza de pagos, en términos del stock al comienzo del período.

sobre el saldo, de la evolución del tipo de cambio del euro<sup>4</sup>, de forma que el efecto valoración total acumulado desde finales del pasado año hasta junio de 2009 fue muy reducido.

En el resto de países industrializados, la PII neta no registró cambios significativos a lo largo del primer semestre de 2009 (véase gráfico 2). En general, las economías que presentan un acentuado saldo acreedor continuaron ampliándolo, mientras que prosiguió el aumento de la posición deudora neta en otros países. Únicamente en los casos de Reino Unido y de Grecia,

4. En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. En el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 37% del activo y el 20% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en junio de 2009), la fuerte apreciación de la libra frente al euro en el primer semestre de 2009 generó un efecto de valoración positivo, que más que compensó el efecto contrario derivado de la depreciación del dólar frente al euro.



FUENTE: Fuentes nacionales.

a. Se presenta el último dato disponible, que corresponde al segundo trimestre de 2009 para todos los países salvo para Italia (primer trimestre de 2009) y para Estados Unidos y Francia (cuarto trimestre de 2008).

b. Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; GB: Reino Unido; US: Estados Unidos; GR: Grecia, y PT: Portugal).

sus respectivas posiciones acreedora y deudora interrumpieron la tendencia de los últimos meses<sup>5</sup>.

### La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

La información relativa a la primera parte de 2009 muestra que las instituciones financieras monetarias (IFM) y las AAPP ampliaron su posición deudora neta frente al resto del mundo en dicho período (véanse cuadro 4 y gráfico 3), mientras que los Otros Sectores Residentes (OSR), que incluyen a los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones, la redujeron. Por su parte, el Banco de España redujo de nuevo su posición acreedora neta, aunque con menor intensidad que en el último semestre de 2008.

En cuanto a los OSR, su saldo deudor con el exterior se redujo en 3,1 pp de PIB durante la primera mitad de 2009, hasta situarse en el 27% del PIB. A esta reducción contribuyeron tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de capital (11,6 mm de euros), como el efecto de valoración (27,5 mm de euros). Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, los OSR captaron financiación del exterior, fundamentalmente a través de los préstamos a largo plazo que los no residentes concedieron a las grandes empresas no financieras españolas, mientras que continuó reduciéndose el saldo que los inversores extranjeros mantienen de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas<sup>6</sup>. En consecuencia, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2008 se redujo en la primera parte de 2009 (en 0,7 pp y 3,1 pp del PIB, respectivamente), mientras que se amplió la que mantenían en otra inversión (en 0,7 pp del PIB).

5. Reino Unido registró una posición acreedora en el primer trimestre del año 2009, tras la fuerte corrección de su posición deudora iniciada a mediados de 2007, que fue resultado, sobre todo, de la depreciación de la libra y de la caída de las cotizaciones bursátiles.

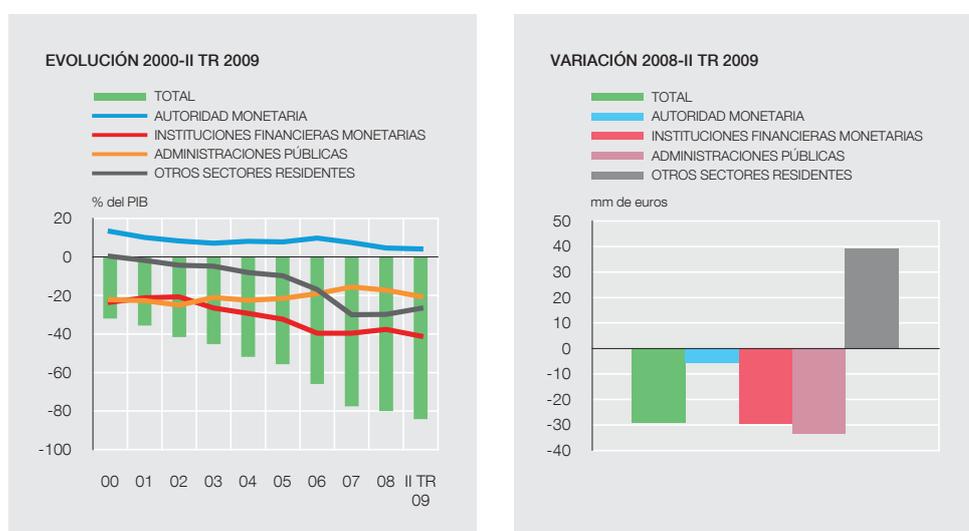
6. Según la cuenta financiera, los no residentes redujeron sus tenencias de bonos y obligaciones emitidos por los OSR en 21,8 mm de euros en el primer semestre de 2009, superando el descenso de 20,3 mm de la segunda mitad de 2008.

	AUTORIDAD MONETARIA			IFM			AAPP			OSR		
	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO	NETO	ACTIVO	PASIVO
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2004-2006	78,5	78,6	0,1	-309,7	325,7	635,4	-191,0	19,6	210,6	-107,8	626,5	734,3
2007	78,9	82,5	3,6	-416,9	475,6	892,4	-163,8	34,8	198,6	-314,8	754,5	1.069,3
2008	50,9	86,1	35,2	-409,3	536,5	945,8	-186,9	40,6	227,5	-324,9	710,0	1.034,9
I TR 2009	52,2	84,7	32,5	-411,7	538,6	950,3	-204,8	30,9	235,8	-301,5	716,6	1.018,1
II TR 2009	45,3	80,9	35,6	-438,9	525,6	964,5	-220,3	29,7	250,0	-285,7	739,7	1.025,4
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2004-2006	8,6	8,6	0,0	-34,0	35,7	69,7	-21,0	2,1	23,1	-11,8	68,7	80,6
2007	7,5	7,8	0,3	-39,6	45,2	84,8	-15,6	3,3	18,9	-29,9	71,7	101,6
2008	4,7	7,9	3,2	-37,6	49,3	86,9	-17,2	3,7	20,9	-29,8	65,2	95,1
I TR 2009	4,8	7,8	3,0	-38,0	49,8	87,8	-18,9	2,9	21,8	-27,9	66,2	94,1
II TR 2009	4,2	7,6	3,3	-41,0	49,1	90,2	-20,6	2,8	23,4	-26,7	69,1	95,9

FUENTE: Banco de España.

PII NETA POR SECTORES. EVOLUCIÓN 2000-II TR 2009  
Y VARIACIÓN 2008-II TR 2009

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

Por su parte, las IFM ampliaron su posición deudora neta con el exterior en aproximadamente 3,5 pp del PIB en el primer semestre de 2009, hasta el 41%. Este aumento se explica principalmente por el impacto del efecto de valoración, que contribuyó a elevar el saldo deudor de las entidades de crédito en 25,1 mm de euros (reflejando, sobre todo, su fuerte revalorización en bolsa, del 15% en el primer semestre, frente al 6,4% del IBEX 35), ya que las transacciones financieras que las IFM realizaron con el resto del mundo en ese período generaron entradas netas de fondos muy moderadas (4,5 mm de euros) en un contexto de disminución de las necesidades de liquidez de las IFM. El valor del pasivo

elevó su peso como porcentaje del PIB en 3,3 pp (hasta el 90,2%), mientras que el del activo se redujo ligeramente (en 0,2 pp del PIB, hasta el 49,1%). A lo largo de la primera mitad de 2009, las IFM continuaron captando financiación en el exterior fundamentalmente a corto plazo, en particular en forma de préstamos, depósitos, *repos* e instrumentos del mercado monetario, y a través de cédulas hipotecarias, especialmente tras la puesta en marcha por parte del BCE de un programa de adquisición de este tipo de títulos. Pese a ello, las abultadas compras netas de deuda extranjera que las IFM residentes realizaron en dicho período provocaron que en el conjunto del semestre se registraran salidas netas de capitales en forma de inversión de cartera. El saldo deudor de las IFM en forma de otra inversión se amplió en 2,9 pp, hasta el 25,8% del PIB, mientras que se redujo el que mantienen en títulos de inversión de cartera en renta fija (en 0,7 pp, situándose en el 14,9% del PIB). Finalmente, la posición deudora neta en acciones y participaciones en fondos de inversión aumentó en el primer semestre del año (en 1,4 pp, hasta el 5,5% del PIB), como consecuencia, principalmente, de las importantes revalorizaciones bursátiles que registraron los bancos españoles en el período analizado.

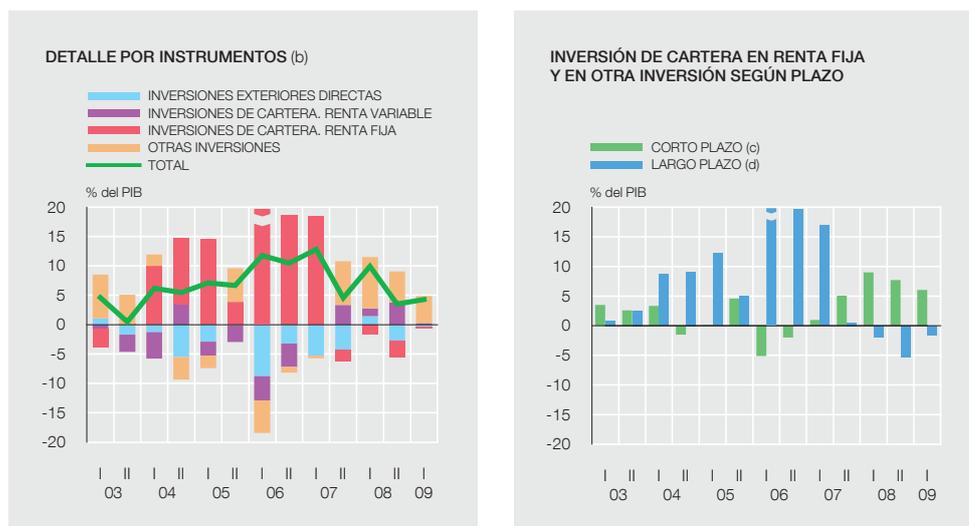
Por otra parte, el aumento de las necesidades de financiación de las AAPP en el primer semestre del año se cubrieron en gran parte con aportaciones de fondos del exterior, lo que explica el notable incremento registrado por el endeudamiento neto de este sector frente al exterior (de 3,4 pp del PIB, hasta el 20,6%), con lo que se intensificó la trayectoria ascendente iniciada en 2008. El deterioro del saldo deudor refleja tanto el aumento del valor del pasivo (en 2,5 pp, hasta el 23,4% del PIB), derivado de las compras netas de deuda pública realizadas por los no residentes<sup>7</sup>, como el descenso del activo (en 0,9 pp, hasta el 2,8% del PIB), por la venta por parte del Fondo de Reserva de la Seguridad Social de bonos soberanos emitidos por países de la UEM. A pesar de ello, el porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo hasta el 43%, desde el 45% a finales de 2008.

Finalmente, la posición acreedora neta del Banco de España disminuyó durante la primera mitad de 2009 en 0,4 pp del PIB, hasta el 4,2%, como consecuencia principalmente de la reducción de su saldo acreedor en otros activos netos (en 0,5 pp, hasta el 5,7% del PIB). Este descenso refleja las desinversiones que la autoridad monetaria realizó en valores que no forman parte de las reservas. El saldo deudor que el Banco de España mantiene frente al Euro-sistema se mantuvo estable en el 2,8% del PIB durante el semestre, después del descenso que había experimentado desde el inicio de la crisis financiera internacional. Por su parte, las reservas aumentaron en 0,1 pp su peso en el PIB, hasta el 1,4%.

### **La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión<sup>8</sup>**

El aumento de la PII deudora neta de la economía española durante el primer semestre (de 3,7 pp del PIB, excluido el Banco de España) se debió principalmente al incremento del saldo deudor en otra inversión y, en menor medida, en inversión de cartera y en derivados financieros, que superaron ampliamente la ligera reducción del saldo deudor en inversión directa<sup>9</sup> (véanse cuadro 5 y gráfico 5). Esta evolución se explica, fundamentalmente, por las transacciones financieras con el exterior que se realizaron a lo largo del semestre (véase gráfico 4).

7. Durante el primer semestre de 2009, las emisiones de las AAPP fueron un 52% superiores a las realizadas en la segunda mitad de 2008, la mayor parte en valores de largo plazo (el 73% del total). 8. Dado que los activos exteriores del Banco de España se caracterizan por su liquidez y bajo riesgo, y que lo relevante en su caso no es tanto su composición por instrumentos, sino la condición de Autoridad Monetaria de su titular, han sido excluidos del análisis que a continuación se presenta. 9. Cabe recordar que el procedimiento empleado para estimar el *stock* de la IED incorpora, para las participaciones en el capital de los OSR, los datos del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo cuando están disponibles, en esta ocasión hasta 2007. Los datos posteriores, es decir, 2008 y 2009, se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.



FUENTE: Banco de España.

- a. Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Datos semestrales. Excluido el Banco de España.
- b. Se excluyen los derivados financieros.
- c. Instrumentos del mercado monetario y otra inversión a corto plazo.
- d. Bonos y obligaciones y otra inversión a largo plazo.

En el caso de la inversión exterior directa (IED), el saldo deudor se redujo en la primera parte de 2009, en torno a 0,9 pp, alcanzando el 0,8% del PIB como consecuencia de que la inversión del exterior en España creció en menor medida que la inversión de España en el exterior. Las importantes operaciones de inversión en compañías españolas realizadas por algunas empresas extranjeras elevaron el valor de los pasivos de IED en junio de 2009 hasta el 43,4% del PIB, 2 pp por encima del porcentaje alcanzado a finales de 2008. En cuanto al activo, las operaciones realizadas por las multinacionales españolas y la revalorización de las empresas adquiridas con anterioridad permitieron que el valor de las tenencias de inversión directa de los residentes en el exterior alcanzara el 42,5% del PIB en junio de 2009, 2,9 pp más que al cierre de 2008<sup>10</sup>. La UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 56% de los activos totales de IED, con el 35% en la zona del euro y el 13% en Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la zona del euro, con un 28% de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también destaca el claro predominio de la UE (un 81% del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67%).

A diferencia de lo ocurrido con la inversión directa, la posición deudora neta en concepto de inversión de cartera incrementó su peso en el PIB en el primer semestre de 2009, en 0,9 pp, situándose en el 55,4% del PIB<sup>11</sup>, como consecuencia del mayor crecimiento del valor del *stock* de los pasivos que de los activos (2,9 pp del PIB, hasta el 90,6%, y 2 pp, hasta el 35,3%, respectivamente). El aumento de los activos reflejó las compras netas de títulos de inversión de cartera realizadas por los residentes. En el caso del pasivo, los no residentes aumentaron sus tenencias de deuda pública española, al tiempo que realizaron desinversiones en renta fija privada, aunque en una cuantía inferior. Por su parte, el impacto del efecto de valoración contribuyó a elevar tanto el valor del activo como el del pasivo.

<sup>10</sup>. La evolución del tipo de cambio del euro —en particular, la depreciación frente a la libra— elevó el contravalor en euros de las tenencias de inversión directa en el exterior. <sup>11</sup>. En términos nominales, este saldo se mantuvo prácticamente estable, y el cambio se debió al efecto de la caída del PIB.

% sobre el total	INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA		INVERSIÓN DE CARTERA		OTRA INVERSIÓN		DERIVADOS FINANCIEROS	
	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO	ACTIVO	PASIVO
	Media 2004-2006	26,7	20,2	42,6	46,7	27,3	30,4	3,3
2007	31,5	18,5	35,0	50,4	29,9	28,2	3,5	2,9
2008	33,6	20,4	28,1	43,2	30,0	31,1	8,4	5,2
I TR 2009	34,8	20,6	27,5	42,3	29,1	32,1	8,7	5,1
II TR 2009	35,2	20,7	29,1	43,3	28,6	31,6	7,2	4,5

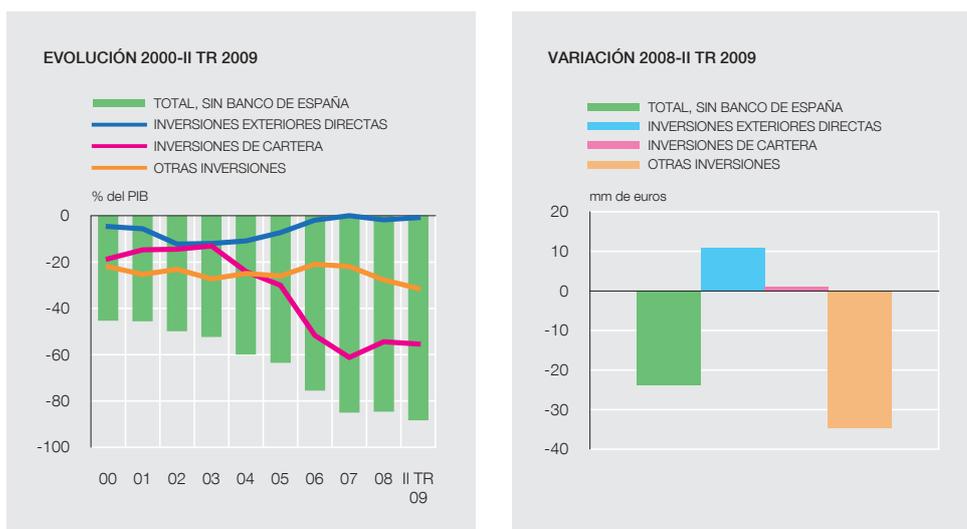
FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España.

En cuanto a la renta variable, el saldo deudor que la economía española mantiene frente al resto del mundo en este tipo de valores aumentó 0,7 pp de PIB en el primer semestre de 2009 (hasta el 10,6% del PIB). Este incremento se explica tanto por el efecto de valoración, que elevó el valor del pasivo en mayor medida que el del activo, como por las transacciones financieras del período, que generaron entradas netas de capital. Concretamente, los no residentes continuaron adquiriendo acciones de empresas españolas, mientras que los residentes prefirieron desinvertir en valores de renta variable extranjera, si bien de forma mucho más moderada que en el año 2008.

Por su parte, la posición deudora neta en renta fija se amplió en 0,2 pp de PIB, hasta el 44,8% del PIB, al incrementarse el valor del pasivo algo más que el del activo. En esta ocasión, el efecto de valoración fue también positivo (esto es, contribuyó a elevar el valor del stock), aunque en ambos casos el aumento reflejó, sobre todo, la evolución de las transacciones financieras del período. Concretamente, en la primera mitad de 2009 se observó un aumento de la preferencia de los no residentes por instrumentos del mercado monetario, por cédulas hipotecarias y por bonos y obligaciones del sector público, mientras que persistió la tendencia a reducir sus tenencias de bonos de titulización y de títulos emitidos por filiales de las IFM. En cuanto a los residentes en España, destacan las ventas netas de deuda extranjera realizadas por el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, que contrastan con las compras que realizó el resto de los sectores, tras las desinversiones del año 2008, lo que podría interpretarse como una reducción del sesgo hacia la compra de activos nacionales. En conjunto, y a pesar de los elevados fondos captados por las AAPP en el exterior, las transacciones financieras en inversión de cartera en renta fija generaron salidas netas de capital de cuantía muy reducida en el primer semestre de 2009. Por tipos de títulos, disminuyó el saldo deudor en bonos y obligaciones (en 0,6 pp del PIB, hasta alcanzar el 41,5%), mientras que aumentó el de los instrumentos del mercado monetario (en 0,8 pp del PIB, hasta el 3,3%).

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 81% del total), y, especialmente, de la UEM (73% del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII no proporciona un desglose adecuado, ya que solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a



FUENTE: Banco de España.

a. Excluido el Banco de España. No se incluyen los derivados financieros.

España<sup>12</sup>. Los últimos datos disponibles, correspondientes al cierre de 2007, muestran el predominio de los países de la UEM, que mantienen alrededor del 68% del total de pasivos, mientras que Reino Unido y Estados Unidos acumulan en torno a un 10% y un 8% de los pasivos, respectivamente.

Finalmente, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión se amplió en el primer semestre de 2009 en 3,7 pp del PIB, hasta el 31,5%, debido, sobre todo, a que la economía española continuó cubriendo sus necesidades de inversión, en buena medida, a través de préstamos, depósitos y *repos* en la primera mitad de 2009. El valor del *stock* de los pasivos aumentó en dicho período, mientras que el de los activos se redujo, reflejando, en el primer caso, tanto la constitución de depósitos de los no residentes en las IFM residentes como los préstamos concedidos a empresas no financieras españolas por los bancos extranjeros, y, en el segundo, la cancelación de depósitos y *repos* en el exterior por parte de las IFM residentes. El efecto de valoración y los otros ajustes también contribuyeron, aunque en menor medida, a incrementar la posición deudora. Atendiendo al plazo de emisión, la posición deudora neta se amplió, sobre todo, en el caso de los instrumentos de corto plazo. Finalmente, la desagregación por áreas geográficas de la otra inversión española muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 80% de los activos y el 86% de los pasivos), y, en particular, en la zona del euro (del 55% en los activos y del 47% en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores en forma de otra inversión (un 23% del activo y un 30% del pasivo), en línea con el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

## Conclusiones

El aumento de la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo se ralentizó en el primer semestre de 2009, como reflejo de la notable corrección de las necesidades de financiación de la economía española en dicho período, ya que el efecto de valoración tan solo contribuyó a elevar ligeramente el saldo deudor, a diferencia de lo sucedido a lo

<sup>12</sup>. Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

largo de 2008. Aunque las condiciones financieras han tendido a normalizarse a medida que avanzaba el año, la inversión a través de préstamos, depósitos y *repos* continuó siendo la principal fuente de financiación de la economía española en la primera mitad de 2009, mientras que los flujos netos en inversión de cartera fueron de escasa magnitud —aunque se produjo un desplazamiento desde deuda privada hacia deuda pública—, y las transacciones en inversión directa generaron salidas netas.

La evolución de la PII por sectores refleja el aumento de las necesidades de financiación del sector público y la disminución de las del sector privado. Así, en la primera mitad de 2009 aumentó la posición deudora neta de las AAPP (principalmente en inversión de cartera) y, en menor medida, de las IFM (que han continuado financiándose a través de otra inversión), mientras que el saldo deudor de los OSR se redujo (por las ventas netas realizadas por los no residentes de bonos de titulización y títulos emitidos por las filiales de las IFM).

23.11.2009.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2009). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2008*.  
— (2009). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, octubre.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2009). *Quarterly Report*, septiembre.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.
- MACÍAS, A., y A. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.



Este artículo ha sido elaborado por Adrian van Rixtel y Luna Romo González, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### **Introducción**

Este artículo muestra la evolución de los mercados internacionales de emisión de deuda en el período en el que se originó, desarrolló y propagó la crisis financiera de 2007-2009, situándola en un contexto temporal más amplio. Estos mercados son muy importantes en la financiación de los sectores público y privado en todo el mundo y se han visto severamente afectados por la crisis. Los mercados internacionales de deuda constan de muchos segmentos, siendo los más importantes los mercados de bonos, de préstamos sindicados y los de financiación estructurada. Como se observa en el gráfico 1, las emisiones en los mercados de deuda experimentaron una fuerte expansión entre los años 2000 y 2008, período en el que se duplicaron. Posteriormente registraron una notable contracción, especialmente acusada en los segmentos de mayor riesgo, que llegaron prácticamente a desaparecer. Se presta una atención especial al análisis y a la evolución de los mercados de financiación estructurada internacionales, ya que han desempeñado un papel crucial en la crisis financiera más profunda registrada desde la Gran Depresión de los años treinta, aunque también se describen las emisiones en los mercados de bonos y de préstamos sindicados internacionales.

Los mercados de financiación estructurada incluyen los bonos de titulación de activos, derivados de crédito y retitulaciones<sup>1</sup>. Entre estos, las titulaciones hipotecarias, las obligaciones garantizadas por deuda (CDO) y los pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) crecieron con particular intensidad en los años anteriores a la crisis y fueron los instrumentos a través de los cuales se incubaron y materializaron los problemas que afloraron con ella. No es de extrañar que su actividad quedara muy menguada en los últimos años. Posteriormente se ha observado una moderada reactivación en algunos segmentos con un nivel de riesgo relativamente elevado, como los mercados de préstamos apalancados, el de bonos de alta rentabilidad y, en algunas partes, los mercados de titulación.

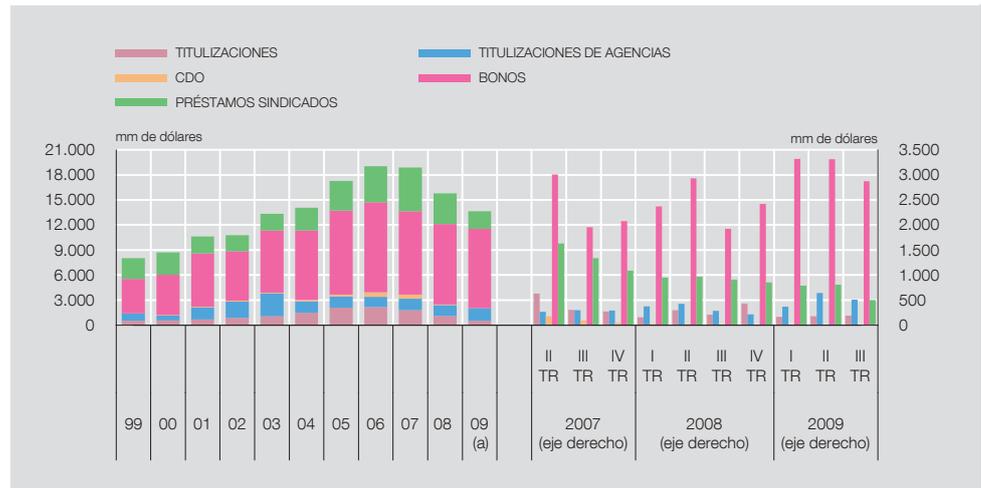
En el siguiente epígrafe se ofrece una breve descripción del desarrollo y de la propagación de la crisis en los mercados de deuda, para pasar en los epígrafes siguientes al análisis de cada uno de los principales mercados, empezando por el de financiación estructurada, dado el protagonismo que ha tenido en los últimos años. En la última sección se presentan las conclusiones, entre las que destaca el drástico cambio de composición de los mercados de deuda a favor de los bonos, en particular los de deuda pública, en detrimento de los mercados de financiación estructurada.

### **El desarrollo y la propagación de la crisis financiera**

La crisis financiera de 2007-2009 estuvo precedida por un período de abundante liquidez a escala global, en un contexto de excepcional estabilidad macroeconómica (conocida también como la «Gran Moderación») [Mizen (2008), Bernanke (2009) y FMI (2009)]. Ello contribuyó a que los tipos de interés se situaran en niveles muy bajos desde una perspectiva histórica y a reducir la percepción de riesgo de los agentes, o la cautela frente a él. Ambos factores animaron a los inversores a buscar de forma creciente oportunidades de inversión con rentabilidades más elevadas, aunque también con más riesgo. Esta búsqueda no podía satisfacerse con

---

1. El esquema 1 muestra una clasificación exhaustiva de los instrumentos de financiación estructurada.



FUENTES: Dealogic, SIFMA, Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

las oportunidades de inversión tradicionales, lo que impulsó una creciente innovación financiera en los mercados de deuda y de financiación estructurada, desarrollándose segmentos como los bonos de titulización de activos (ABS), las obligaciones garantizadas por deuda (CDO) y otros nuevos instrumentos financieros [De Larosièrre Group (2009) y FSA (2009)]. Una parte sustancial de estos estaba vinculada directa o indirectamente a los mercados hipotecarios de Estados Unidos, que se expandieron considerablemente en paralelo con el auge de la vivienda en ese país. Especialmente, el mercado de hipotecas residenciales de alto riesgo de Estados Unidos creció con mucha rapidez y las hipotecas *subprime* se convirtieron en una importante fuente de activos subyacentes de muchos de los nuevos y complejos instrumentos financieros [Ashcraft y Schuermann (2007)].

Desde principios de 2007, al cambiar el ciclo de la vivienda en Estados Unidos y con ello aumentar la morosidad en las hipotecas *subprime*, los agentes empezaron a cuestionar la sostenibilidad de esta situación y a considerar posibles deficiencias en la valoración del riesgo [Brunnermeier (2009)]. Las condiciones en los mercados financieros internacionales experimentaron un brusco deterioro en el verano de 2007, ante las exposiciones de las instituciones financieras a los mercados hipotecarios *subprime* de Estados Unidos y a instrumentos financieros relacionados. Conviene subrayar que los mercados hipotecarios *subprime* de Estados Unidos fueron simplemente el desencadenante de la crisis, pero que previamente se había producido un auge del crédito mucho más generalizado que animó a un endeudamiento excesivo y a una valoración incorrecta del riesgo en todos los mercados financieros internacionales. A medida que se ajustaron las valoraciones de los riesgos, las perturbaciones financieras se propagaron a otros segmentos de los mercados financieros, lo que dio lugar al abandono de activos con riesgo en todo el mundo, particularmente de aquellos vinculados a la financiación estructurada o de carácter opaco, en favor de activos «refugio», como la deuda pública. Las turbulencias también se propagaron a los mercados a corto plazo, como puso en evidencia el notable aumento de la aversión al riesgo en el mercado de pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) y las subidas, sin precedentes, de los tipos de interés interbancarios del mercado monetario [BPI (2009)]. Estos acontecimientos dieron lugar a la inyección de volúmenes sustanciales de liquidez y al inicio de una relajación monetaria por parte de los bancos centrales de todo el mundo, por lo que la crisis pareció estabilizarse, e incluso moderarse, durante el primer semestre de 2008, aunque los riesgos subyacentes persistieron.

Este panorama cambió totalmente el 15 de septiembre de 2008, ya que la quiebra de Lehman Brothers provocó la perturbación más grave en los mercados financieros internacionales desde la Gran Depresión. La confianza en los mercados internacionales de deuda y, especialmente, en los mercados de financiación estructurada cayó hasta alcanzar mínimos históricos y los inversores abandonaron en masa los instrumentos financieros complejos, como los bonos de titulización de activos y las CDO. Los bancos y otras instituciones financieras sufrieron fuertes pérdidas, y algunos tuvieron que ser rescatados por los gobiernos. La intensificación de la crisis llevó a las autoridades a adoptar medidas de emergencia que comprometían grandes sumas de dinero público para combatir la crisis financiera. Aun así, las condiciones de los mercados financieros internacionales no comenzaron a estabilizarse hasta el mes de marzo de 2009, si bien las bases de esta estabilización siguieron siendo precarias. Desde entonces se ha registrado una considerable mejora en los mercados, con una recuperación en el apetito por el riesgo. Esta se plasmó en una recuperación moderada de la emisión en segmentos de esos mercados con niveles de riesgo relativamente elevados, como el de titulizaciones colocadas en los mercados, el de bonos de alta rentabilidad y el de préstamos apalancados.

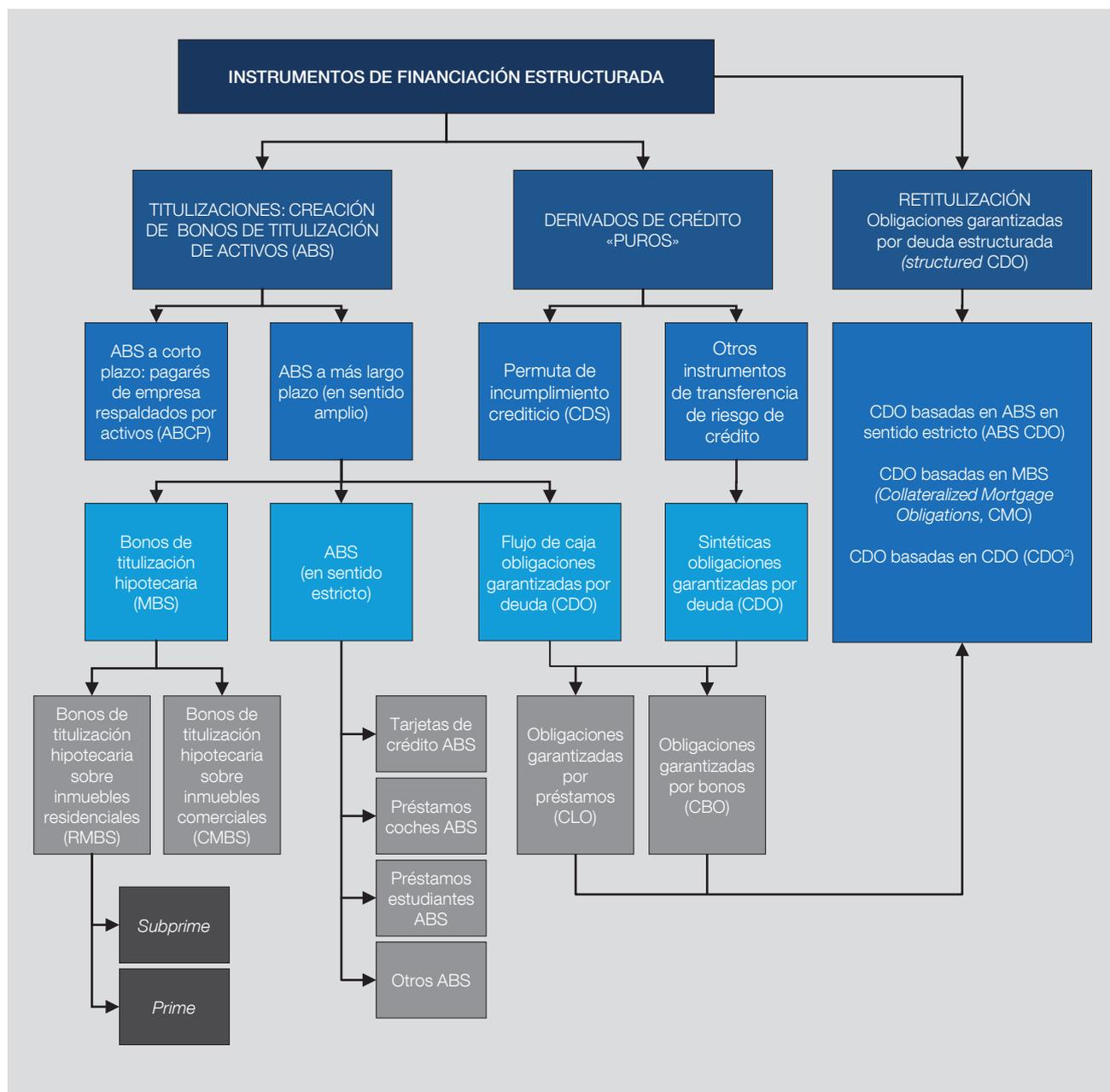
En la parte derecha del gráfico 1 se observa el fuerte impacto de la crisis financiera en los mercados internacionales de deuda en la segunda mitad de 2007 y en 2008, especialmente en la emisión de titulizaciones, CDO y préstamos sindicados, cuya emisión se situó en mínimos históricos. Por otra parte, los mercados internacionales de deuda se recuperaron considerablemente durante 2009, impulsados íntegramente por una actividad emisora de bonos muy intensa. De hecho, la emisión total registrada en estos mercados en 2009 hasta el tercer trimestre, ha sido la más elevada de su historia. Por ello, a pesar de la aún escasa actividad en los mercados de titulizaciones, CDO y préstamos sindicados, es posible que la emisión de los mercados de deuda a nivel mundial en 2009 establezca un máximo.

### **Mercados de financiación estructurada**

La financiación estructurada está relacionada con un grupo de instrumentos y mecanismos financieros complejos y, aunque resulta difícil proporcionar una definición sencilla y universal, podría describirse, en un sentido amplio, como la reestructuración de flujos de efectivo que pueden transformar las características de riesgo, rentabilidad y liquidez de las carteras financieras<sup>2</sup>. Más concretamente, la financiación estructurada consiste en agrupar activos para venderlos posteriormente como valores en varios «tramos», cada uno de ellos con perfiles de riesgo/rentabilidad distintos, con el fin de atraer a inversores con distintos niveles de apetito por el riesgo [BPI (2005)]. La división en tramos es importante, ya que, al separar los valores en distintas categorías de riesgo, estos pueden ajustarse a las necesidades concretas de los inversores y, por tanto, pueden venderse con más facilidad. Al mismo tiempo, también introduce un elemento de complejidad en la financiación estructurada, por la dificultad de valoración y evaluación de los riesgos para crear estos tramos.

La financiación estructurada se caracteriza por la complejidad de los instrumentos de transferencia del riesgo y por el uso (y abuso) de sociedades instrumentales (SPV) o entidades de propósito especial (SPE) fuera del balance de los bancos. En estas se colocaban los activos financieros, como, por ejemplo, hipotecas residenciales, que se transformaban en bonos de titulización de activos (ABS) para venderlos a inversores. Hay que subrayar que los bonos garantizados (*covered bonds*, en su denominación anglosajona) no se consideran financiación estructurada. La razón de esta clasificación descansa en que, al contrario que los bonos de

2. En Criado y Van Rixtel (2008) y en Coval et ál. (2009) se presenta un amplio análisis sobre la financiación estructurada.



FUENTE: Criado y Van Rixtel (2008).

titulación de activos emitidos por los bancos, el activo subyacente de estos bonos garantizados se mantiene en el balance de las entidades.

En la financiación estructurada, el proceso de división en tramos ejerce un papel central y, por tanto, las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel fundamental. Las calificaciones proporcionadas por estas agencias constituyen un indicador del riesgo de crédito (y de otros riesgos) de los instrumentos y dependen de la solvencia de las entidades emisoras, SPV y SPE. En este contexto, una diferenciación habitual es la que se realiza entre la calificación de grado de inversión (IG, en sus siglas en inglés) y las calificaciones inferiores a grado de inversión (HY, en sus siglas en inglés). Según las calificaciones crediticias utilizadas normalmente en los mercados financieros, los instrumentos de financiación estructurada con calificación de grado de inversión son los que han recibido una calificación BBB o superior por parte de

Standard & Poor's y de Fitch's Investors Service, y Baa u otra calificación mejor por Moody's Investors Service, y están asociados a rentabilidades más reducidas, mientras que los instrumentos con calificación inferior a grado de inversión se asocian con una rentabilidad relativamente más elevada que compensa el mayor nivel de riesgo.

La crisis financiera ha suscitado fuertes dudas acerca de las metodologías de calificación aplicadas a los productos financieros estructurados en general y de su solidez en particular. A posteriori se ha observado que muchos de los instrumentos complejos disfrutaban de calificaciones elevadas y muy alejadas de su calidad crediticia real. La complejidad y opacidad de los instrumentos de financiación estructurada, junto con problemas de incentivos en la entidad originadora y las deficiencias en el proceso de calificación crediticia, desempeñaron un papel fundamental en el inicio, el desarrollo y la propagación de la crisis financiera [FMI (2008), Caprio et ál. (2008), Benmelech y Dlugosz (2009b), De Larosière Group (2009) y FSA (2009)].

Los instrumentos de financiación estructurada se pueden clasificar en dos grandes categorías, titulaciones y derivados de crédito, aunque en ocasiones esta separación no es nítida y la clasificación entre una y otra resulta arbitraria. Esta dificultad es particularmente notoria en las obligaciones garantizadas por deuda (CDO). De forma simplificada, se considerarán titulaciones aquellas que consisten exclusivamente en la transformación de flujos de caja, y derivados de crédito las más complejas. En el esquema 1 se presentan los principales instrumentos de financiación estructurada. Estos instrumentos se describen en los apartados siguientes<sup>3</sup>.

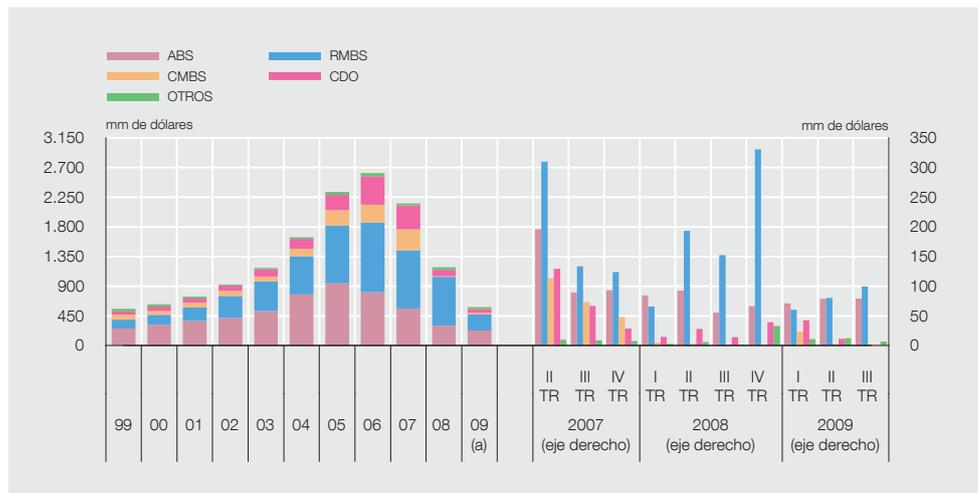
### **Titulaciones en la financiación estructurada**

Los mercados de titulaciones se componen de bonos de titulación de activos a corto plazo (ABS a corto plazo; fundamentalmente, pagarés de empresa respaldados por activos o ABCP) y de bonos de titulación de activos a más largo plazo (ABS a largo plazo) (véase esquema 1). En un sentido amplio, los bonos de titulación de activos incluyen tres categorías principales: bonos de titulación hipotecaria (MBS), bonos de titulación de activos en un sentido estricto (ABS, que básicamente están garantizados por todo tipo de activos, como préstamos para adquisición de vehículos, préstamos a estudiantes, etc., excepto hipotecas) y obligaciones garantizadas por deuda «de flujo de caja» (*cash flow CDO*) [Criado y Van Rixtel (2008)]<sup>4</sup>.

En la práctica, cuando se utiliza el término «bonos de titulación de activos» o la abreviatura «ABS», los mercados los interpretan en un sentido estricto, refiriéndose solamente a bonos de titulación de activos (ABS), con la excepción de los bonos de titulación hipotecaria (MBS) y las CDO «de flujo de caja». Los MBS incluyen bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS) y bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS). Las hipotecas que respaldan las emisiones de RMBS pueden ser de elevada calidad crediticia (*prime*) o de baja calidad (subprime), dependiendo de la solvencia de los respectivos prestatarios.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de las emisiones en los mercados internacionales de titulación, que incluyen los MBS, ABS y CDO de «flujo de caja» que se acaban de mencionar. Los gráficos 3 y 4 proporcionan información sobre las titulaciones colocadas en los mercados y las titulaciones retenidas. Por el contrario, se excluyen las titulaciones hipotecarias de las agencias estadounidenses, que, por su importancia, se presentan por separado en el gráfico 5.

<sup>3</sup>. En este artículo no se tratará de los derivados de crédito más específicos, como las permutas de incumplimiento crediticio (CDS), ni de su papel en la crisis financiera. Por ejemplo, las CDS desempeñaron un papel importante en los problemas de la aseguradora AIG. <sup>4</sup>. Las CDO de «flujo de caja» se incluyen aquí como titulaciones, por dos motivos: en primer lugar, su característica fundamental es el uso explícito de técnicas de titulación para transformar un conjunto de activos en nuevos valores; en segundo lugar, diversas fuentes estadísticas incluyen las CDO de «flujo de caja» en los bonos de titulación de activos.



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

El gráfico 2 muestra un crecimiento muy rápido de la emisión bruta en los mercados internacionales de titulización (excluidas las agencias estadounidenses) en los últimos diez años, desde apenas 500 mm de dólares hasta 2.617 mm de dólares, y su caída en el tercer trimestre de 2007, que se intensificó en 2008. De hecho, la emisión de titulizaciones en 2008 fue menos de la mitad de la de 2006. El principal motivo de esta caída fue la crisis de confianza que afectó a la financiación estructurada y a la titulización, al ponerse de manifiesto importantes deficiencias en la valoración (calificación crediticia) y en la transparencia de estos instrumentos financieros. El gráfico muestra que las hipotecas han sido, con diferencia, el activo subyacente más importante en las titulizaciones realizadas a escala mundial; y entre estas, las hipotecas residenciales han sido el activo individual más importante.

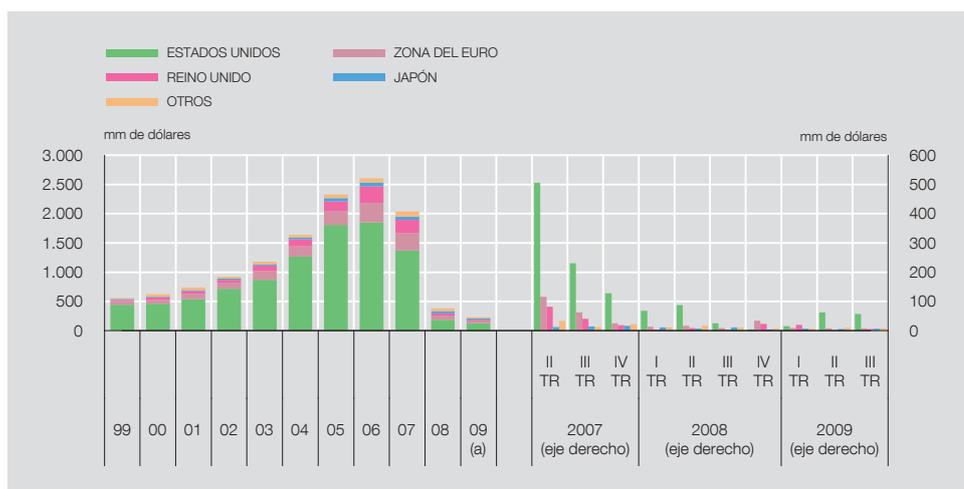
En el contexto de la crisis financiera y de la respuesta de las autoridades a esta, adquirió relevancia la distinción entre titulizaciones colocadas en los mercados y las titulizaciones retenidas por las entidades originadoras. Como se observa en el gráfico 3, la crisis financiera afectó especialmente a la colocación pública de titulizaciones en todos los países, pero sobre todo a las originadas en Estados Unidos. Por su parte, las titulizaciones retenidas han experimentado un extraordinario crecimiento en los últimos dos años en la zona del euro y en el Reino Unido, por su aceptación como colateral en las operaciones de suministro de liquidez de los bancos centrales, a raíz de la crisis financiera (véase gráfico 4). Esta evolución constituyó un cambio fundamental en la estructura de los mercados internacionales de titulización.

El gráfico 5 muestra la evolución del volumen de titulizaciones hipotecarias emitidas por las agencias de Estados Unidos —Fannie Mae y Freddie Mac—. A pesar de que se redujeron a raíz de la crisis financiera en torno a un 5% en 2008, hasta situarse en 1.300 mm de dólares en 2008, esta cifra es ligeramente superior a la del resto de titulizaciones efectuadas en todo el mundo, que se cifraron en 1.188 mm de dólares.

Finalmente, los datos ponen de manifiesto que durante el segundo y el tercer trimestre de 2009 la actividad de titulización a escala mundial se ha recuperado con respecto a sus mínimos anteriores, debido a la reactivación de las titulizaciones colocadas en los mercados. Las titulizaciones retenidas se redujeron significativamente en el segundo trimestre de

TITULIZACIONES COLOCADAS EN LOS MERCADOS A ESCALA MUNDIAL (EXCLUIDAS LAS AGENCIAS DE ESTADOS UNIDOS), POR REGIONES

GRÁFICO 3

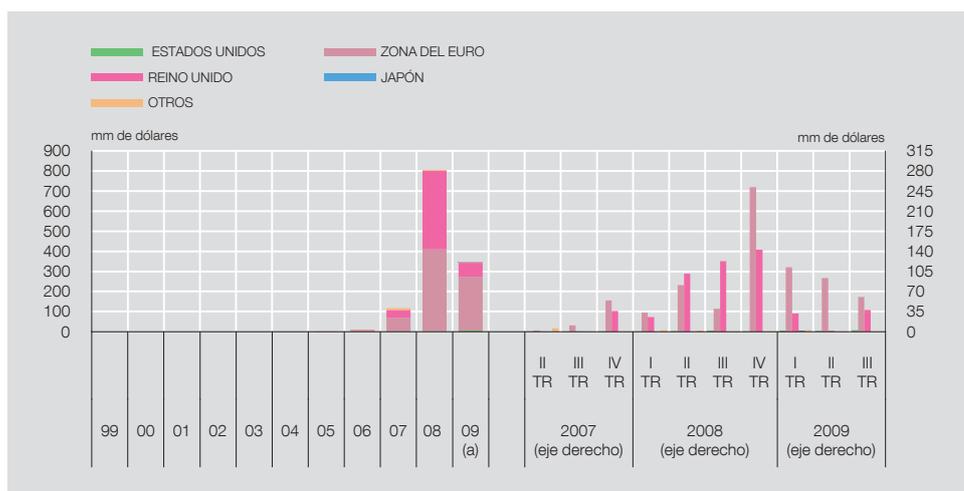


FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

TITULIZACIONES RETENIDAS A ESCALA MUNDIAL (EXCLUIDAS LAS AGENCIAS DE ESTADOS UNIDOS), POR REGIONES

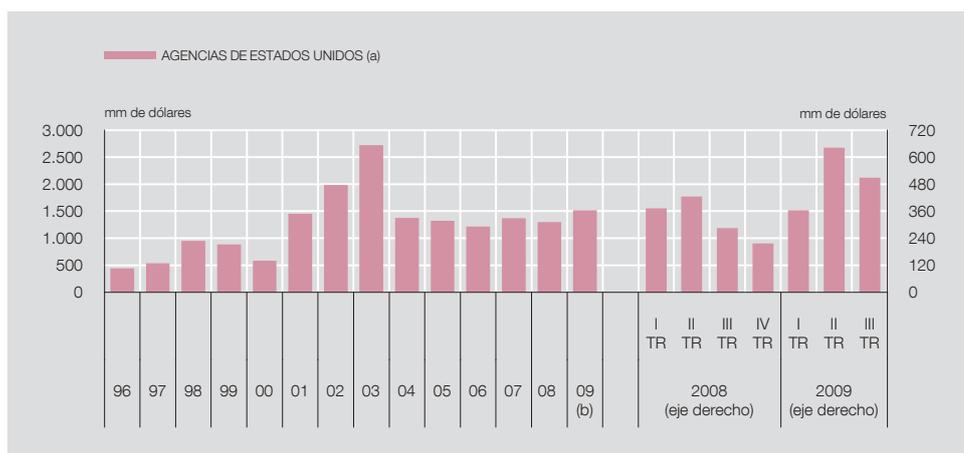
GRÁFICO 4



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

2009 y se han estabilizado en el tercer trimestre, en parte en respuesta a la menor necesidad de garantías en las operaciones de liquidez con los bancos centrales. La recuperación se concentró en Estados Unidos (véase gráfico 3) y tuvo relación con el inicio del programa de apoyo al crédito de la Reserva Federal denominado *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF). Este programa se estableció para proporcionar liquidez a las emisiones de ABS sobre crédito para consumo y, posteriormente, a determinados CMBS. Además, la emisión de RMBS en Estados Unidos —que no están incluidos en el TALF— fue considerable en el segundo y en el tercer trimestre de 2009, debido al crecimiento de la emisión de las agencias (véase gráfico 5). Este incremento fue consecuencia de un acusado crecimiento de las titulizaciones hipotecarias originadas en la Federal Housing Administration (FHA) relacionadas con la actividad de financiación hipotecaria [SIFMA



FUENTE: SIFMA.

a. Incluye las emisiones realizadas por Ginnie Mae, Fannie Mae y Freddie Mac.  
 b. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

(2009)]. A su vez, la emisión en Estados Unidos de los así llamados *Private label MBS* se mantuvo muy débil.

**Pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP)**

Los pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) son instrumentos de renta fija garantizados a corto plazo (pagarés de empresa o CP), emitidos por medio de «sociedades vehiculares» o *conduits* (que incluyen los vehículos de inversión estructurada o SIV) para financiar inversiones en valores a más largo plazo, como los MBS y las CDO. Estos valores pueden considerarse como la garantía de los ABCP emitidos. En otras palabras, son el componente «respaldado por activos» de los ABCP.

Como se muestra en el gráfico 6, el mercado de ABCP en Estados Unidos creció con gran rapidez a partir de 2004 y, de forma análoga, en Europa. Este crecimiento estuvo muy relacionado con el auge de los mercados hipotecarios en general, y de Estados Unidos en particular. Según algunas estimaciones, la expansión de la emisión de ABCP hipotecarios representó la mitad del crecimiento del mercado de pagarés de empresa en los últimos años [Mizen (2008)].

El mercado de ABCP también ha estado en el epicentro de la crisis financiera, en tanto que las sociedades vehiculares habían invertido considerablemente en instrumentos financieros complejos, como ABS y CDO, y su exposición a instrumentos financieros hipotecarios complejos creció rápidamente, hasta alcanzar una cifra estimada de 300 mm de dólares [BPI (2007)]. En agosto de 2007, cuando las presiones procedentes de los mercados hipotecarios *subprime* de Estados Unidos se propagaron a los productos de financiación estructurada directa o indirectamente relacionados con esos mercados, los emisores de ABCP comenzaron a experimentar problemas cada vez mayores para encontrar inversores dispuestos a comprar estos valores, incluso por períodos cortos de tiempo. Así, los programas de ABCP se enfrentaron a importantes problemas de financiación y tuvieron que solicitar a los bancos líneas de crédito de apoyo, lo que posteriormente provocó restricciones de liquidez en el sector bancario. Avanzada la crisis, los bancos tuvieron que rescatar a las sociedades vehiculares de ABCP y absorber sus activos en sus balances, lo que agravó la transmisión de la crisis de los mercados de financiación estructurada al sector bancario. En el tercer trimestre de 2009 la emisión



FUENTES: SIFMA y Federal Reserve System.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

en Estados Unidos de ABCP se mantiene, en general, muy por debajo de los altos niveles históricos alcanzados en 2006 (véase gráfico 6).

**Derivados de crédito  
en la financiación  
estructurada: las  
obligaciones garantizadas  
por deuda (CDO)  
complejas**

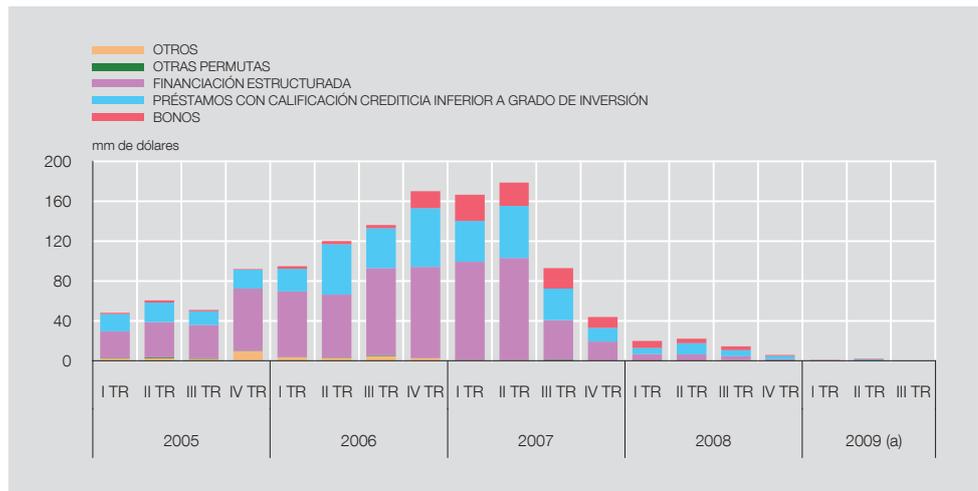
Las CDO transforman activos de riesgo elevado, como préstamos, hipotecas, bonos y bonos de titulación de activos en un nuevo valor. De esta suerte, un fondo o un conjunto de contratos de deuda se agrupan en una SPE/SPV (véase la sección anterior). Los pasivos de las CDO se dividen en tramos de distinta calidad crediticia y niveles de subordinación diferentes, como es el caso de los bonos de titulación de activos. Los inversores en los tramos de una CDO asumen la exposición última al riesgo de crédito de las entidades de referencia subyacentes.

Entre los instrumentos de financiación estructurada, las obligaciones garantizadas por deuda (CDO) han sido las más afectadas durante la crisis financiera y, entre estos, el segmento más castigado ha sido el de las CDO estructuradas (consisten esencialmente en titularizar otras titulaciones). Por ejemplo, las CDO estructuradas pueden tener como activo de garantía un MBS (y se denominan, entonces, obligaciones garantizadas por préstamos hipotecarios o CMO) o incluso otras CDO, que se conocen como CDO<sup>2</sup>.

La emisión de CDO estructuradas («financiación estructurada» en el gráfico 7) aumentó con gran rapidez entre el cuarto trimestre de 2005 y en el segundo trimestre de 2007, en paralelo con el rápido crecimiento registrado en los mercados hipotecarios *subprime* de Estados Unidos, ya que volúmenes considerables de RMBS *subprime* constituyeron la garantía de estas CDO. Las estimaciones muestran que los activos de garantía de casi el 50% de las CDO estructuradas basadas en titulaciones de activos con una calificación alta eran, de hecho, bonos de titulación hipotecaria *subprime*; en el caso de las CDO estructuradas basadas en activos con una calificación más baja, este porcentaje llegaba incluso al 77% [BPI (2008a)]. Cuando se inició la crisis financiera, la emisión de CDO estructuradas se derrumbó, y no ha vuelto a recuperarse todavía. De hecho, muchos analistas no prevén una recuperación de este segmento de mercado en el futuro próximo. Cuando empezaron a aumentar los problemas en los mercados hipotecarios *subprime* de Estados Unidos a lo largo de 2007, las CDO basadas en tramos de bonos de titulación hipotecaria vinculados al mercado *subprime* también se vieron afectados negativamente, y sus diferenciales de crédito se ampliaron de forma espectacular, lo que supuso enormes pérdidas por valoración para los inversores. Entre los inversores se

**EMISIONES DE CDO A ESCALA MUNDIAL, POR ACTIVOS DE GARANTÍA SUBYACENTES**

GRÁFICO 7

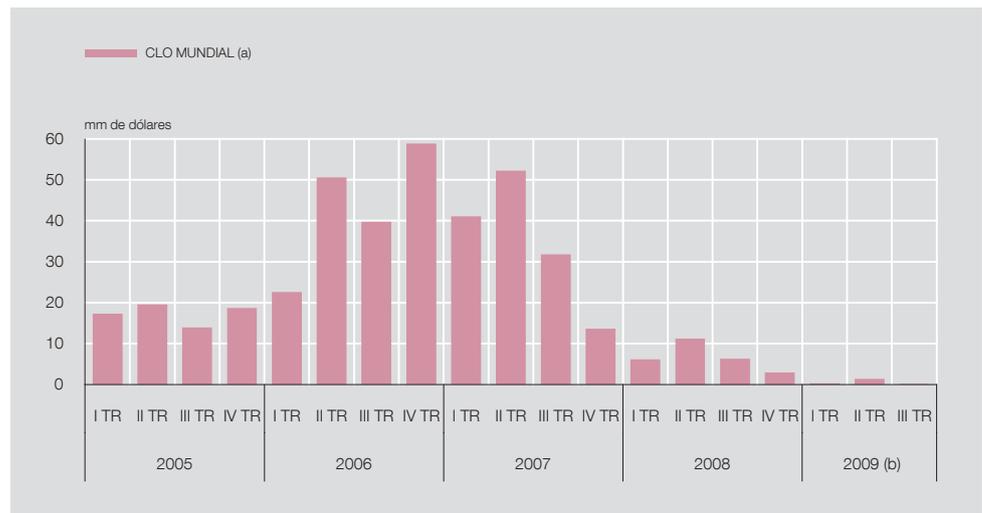


FUENTE: SIFMA.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

**EMISIONES DE CLO A ESCALA MUNDIAL**

GRÁFICO 8



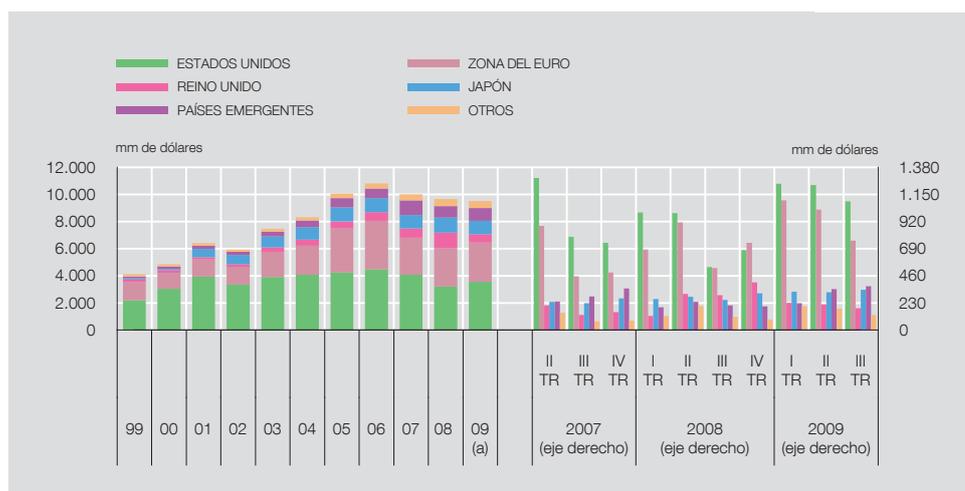
FUENTE: SIFMA.

a. Incluye CDO garantizadas con préstamos con calificación inferior a grado de inversión.

b. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

encontraban las principales entidades originadoras que habían mantenido en sus balances algunos de los tramos de CDO con una calificación crediticia más alta. La posterior parálisis de los mercados para estos productos dificultó aún más la fijación de precios y los inversores no pudieron calcular sus pérdidas, lo que se sumó a la creciente incertidumbre reinante en los mercados internacionales de deuda y provocó la propagación de la crisis financiera a otros segmentos de los mercados financieros. Así, la emisión de CDO a escala mundial se paralizó por completo y, a finales de 2008, el mercado de CDO y, en concreto, el de CDO estructuradas prácticamente habían dejado de existir.

Otro importante segmento de los mercados de CDO a escala mundial es el de obligaciones garantizadas por préstamos apalancados (CLO), que se basan en la transformación de prés-



FUENTE: Dealogic.

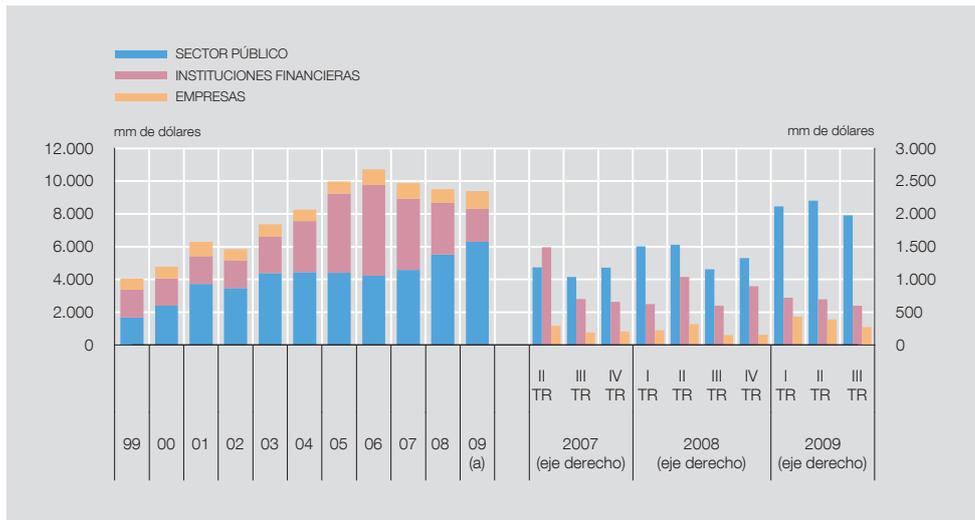
a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

tamos, como los préstamos sindicados, en un nuevo valor. Las CLO crecieron con mucha rapidez entre 2004 y 2007, lo que estuvo relacionado con el auge de las compras apalancadas realizadas por las sociedades de capital inversión en este período en el que las CLO desempeñaron un papel fundamental como instrumentos de financiación (véase gráfico 8): los préstamos con calificaciones inferiores a grado de inversión —con frecuencia, préstamos sindicados— que se utilizaron para financiar las compras apalancadas se reestructuraron en CLO con una calificación elevada, que así podían distribuirse entre una base inversora mucho más amplia [BPI (2008b), Benmelech y Dlugosz (2009a), Benmelech et ál. (2009)]. En este sentido, las CLO fueron también determinantes del crecimiento del mercado de préstamos sindicados. Al igual que las CDO estructuradas, la emisión de CLO se redujo considerablemente en 2007 y en 2008, y no ha vuelto a recuperarse todavía.

### **Mercados internacionales de bonos frente a mercados de financiación estructurada**

Resulta interesante contraponer la evolución de los mercados de financiación estructurada con los más tradicionales mercados de bonos. El total bruto de bonos emitidos a escala mundial aumentó gradualmente durante los últimos 10 años, hasta superar la cifra de 10 billones de dólares en 2006, pero en 2007 y en 2008 se redujo, si bien en una proporción mucho menor que las titulizaciones (véase gráfico 9). Por emisores, la crisis financiera dio lugar a que la emisión de las sociedades no financieras se redujera, especialmente en el tercer y en el cuarto trimestre de 2008 (véase gráfico 10). El acceso a los mercados internacionales de renta fija privada se hizo más difícil especialmente para las empresas con más riesgo o con una calificación inferior al grado de inversión. La emisión de las instituciones financieras fue muy elevada en el cuarto trimestre de 2008, debido a la adopción de programas de ayudas públicas a la emisión de valores de renta fija por parte de entidades de crédito en varios países (véase gráfico 11).

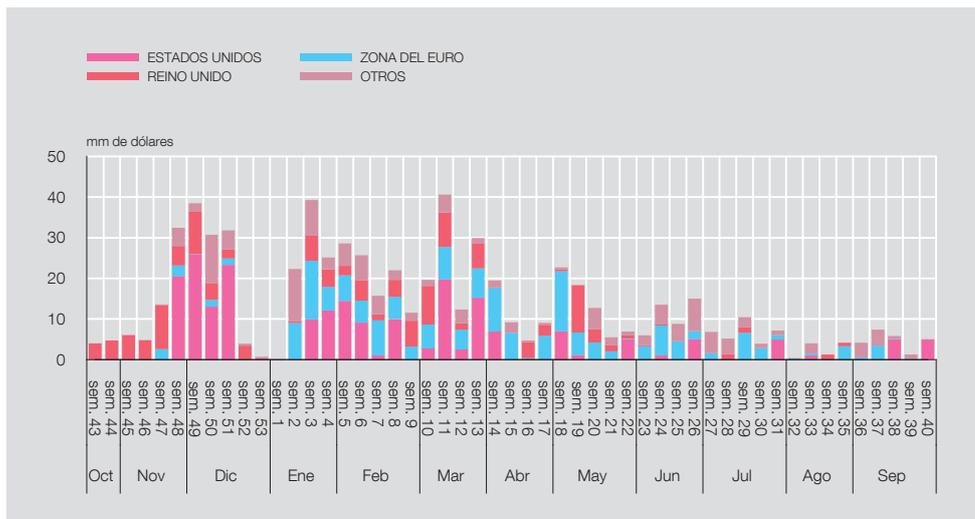
Las emisiones en los mercados internacionales de bonos aumentaron fuertemente en los nueve primeros meses de 2009, registrándose máximos históricos para períodos de tiempo similares (9,5 billones de dólares). Ello se debió, sobre todo, a la intensa emisión del sector público, derivada de sus mayores necesidades de financiación. Las emisiones brutas de las sociedades no financieras durante los nueve primeros meses de 2009 fueron de 1,1 billones de dólares, una cifra sin precedentes, casi 1,6 veces la cuantía emitida durante el mismo período de 2008, cuando la crisis castigó a los mercados de renta fija privada. Estas emisio-



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

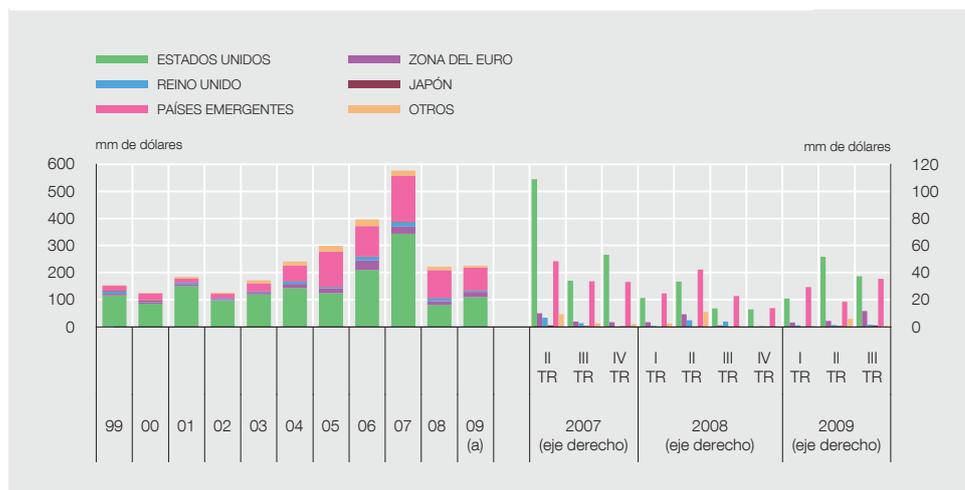
EMISIONES A ESCALA MUNDIAL DE DEUDA BANCARIA EMITIDA CON GARANTÍAS PÚBLICAS



FUENTE: Dealogic.

nes fueron, en parte, consecuencia de la restrictiva política de préstamos del sector bancario a escala mundial y de una contracción en el crédito bancario, especialmente pronunciado en algunas de las principales economías en el tercer trimestre de 2009. Además, el apetito de los inversores por el riesgo mejoró durante 2009, lo que provocó un aumento de la «búsqueda de rentabilidad» y facilitó la emisión de renta fija privada ante la fuerte demanda de los inversores. En el año 2009 se han observado dos tendencias importantes en cuanto a la emisión:

- Una acusada recuperación de la actividad emisora en el mercado de bonos de alta rentabilidad (el mercado de bonos con una calificación inferior al grado de



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

inversión o bonos basura), impulsada por el auge en la emisión observado especialmente en Estados Unidos (véase gráfico 12).

- Una fuerte reducción de la deuda bancaria emitida con garantías públicas. La deuda bancaria emitida sin el aval del Estado creció sustancialmente respecto a la emitida con garantías públicas, sobre todo en Estados Unidos, lo que convirtió el mercado de emisiones con garantías públicas en un mercado nicho (véase gráfico 11). Este hecho estuvo relacionado con los criterios establecidos por la Reserva Federal para desligarse del apoyo financiero público, en tanto que se les requiere que puedan demostrar su capacidad para acceder a los mercados de deuda sin la ayuda del Estado.

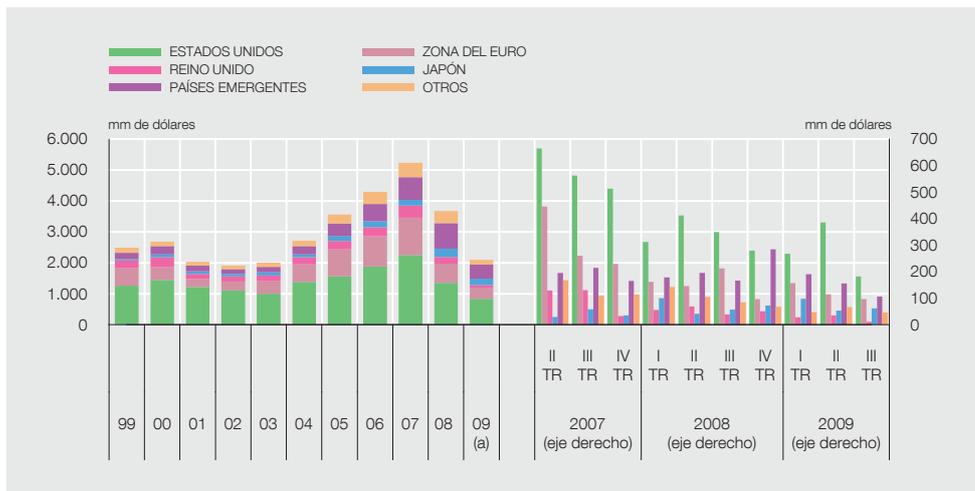
### **Mercados internacionales de préstamos sindicados**

Los préstamos sindicados son acuerdos alcanzados entre un grupo de bancos para conceder préstamos a un prestatario concreto [Gadanez (2004)]. El mercado de préstamos sindicados es uno de los segmentos más internacionales de los mercados de crédito y supone una fuente muy significativa de financiación a escala mundial. Los préstamos sindicados suelen utilizarse como financiación puente o como financiación previa a las grandes emisiones de renta fija privada, así como en la financiación de fusiones y adquisiciones y de compras apalancadas (que incluye la compra de empresas por la dirección o MBO). Un segmento importante de los mercados internacionales de préstamos sindicados es el mercado de préstamos apalancados. Estos se consideran, en general, préstamos con una calificación inferior al grado de inversión, aunque las definiciones concretas de los distintos proveedores de datos suelen diferir.

Los préstamos sindicados han pasado a ser un importante segmento de los mercados internacionales de deuda en los últimos 10 años (véase gráfico 13). Crecieron especialmente a partir de 2004, pues desempeñaron un papel fundamental en la financiación del intenso crecimiento de las fusiones y adquisiciones y en el auge de las compras apalancadas (véase gráfico 14). El empleo de préstamos sindicados en las compras apalancadas dio lugar a un fuerte crecimiento de los préstamos apalancados (véase gráfico 15), que proporcionó los activos de garantía para el mercado de CLO, que estaba creciendo con gran rapidez (véase el párrafo pertinente).

**EMISIONES A ESCALA MUNDIAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS, POR REGIONES**

GRÁFICO 13

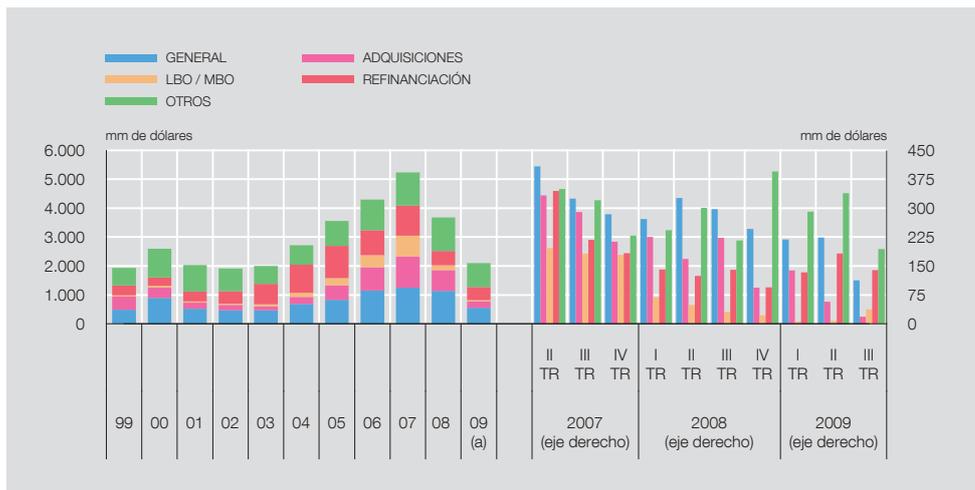


FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

**EMISIONES A ESCALA MUNDIAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS, POR FINES**

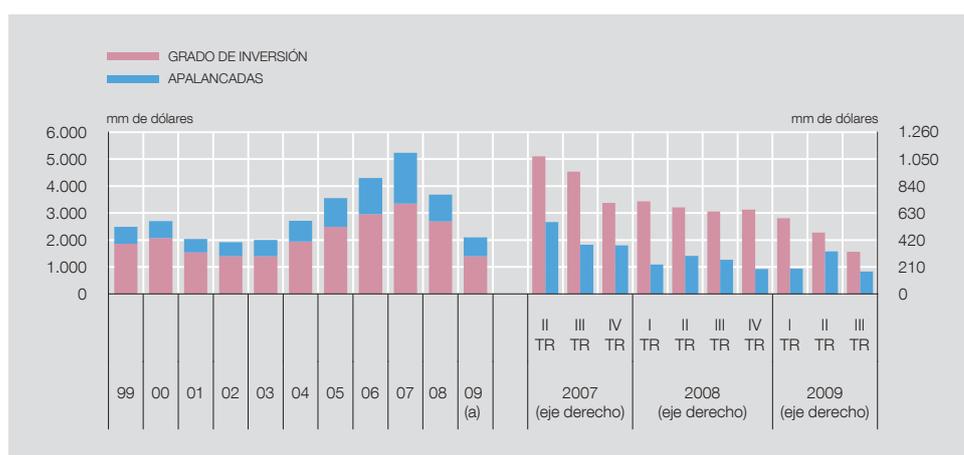
GRÁFICO 14



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

En estas circunstancias, el mercado internacional de préstamos sindicados sufrió particularmente como consecuencia de la crisis financiera, y las emisiones experimentaron una fuerte caída, que continuó en 2009. De hecho, en el tercer trimestre de 2009 el número total de préstamos sindicados concedidos a escala mundial se redujo hasta situarse en el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2004. Los factores subyacentes a esta evolución han sido el rigor en la concesión de préstamos por los bancos activos en préstamos sindicados, el continuado proceso de desapalancamiento en el sector bancario mundial y la emisión de bonos por parte de sociedades no financieras, en la medida en que este último es un instrumento de renta fija alternativo al préstamo sindicado. A pesar de las escasas emisiones en los mercados de préstamos sindicados, resulta significativa la recuperación en 2009 de la actividad emisora en el segmento con más riesgo de los mercados internacionales de préstamos



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2009, hasta el 30 de septiembre.

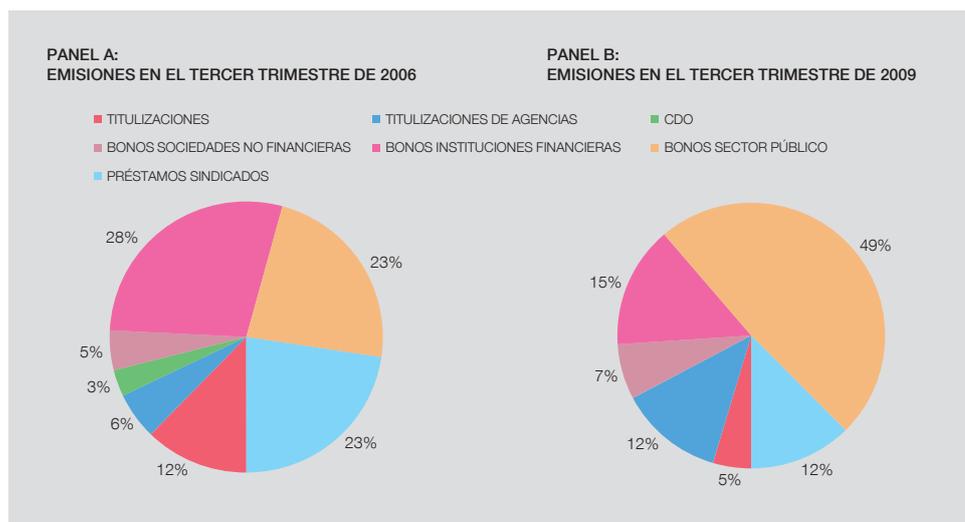
sindicados, es decir, los préstamos apalancados. Esta recuperación puede explicarse por la mejora del clima general existente en los mercados y por el aumento del apetito por el riesgo que beneficiaron las emisiones en otros segmentos de los mercados internacionales de deuda con un nivel de riesgo más elevado.

## Conclusiones

La crisis financiera de 2007-2009 ha tenido un fuerte impacto de la actividad emisora en los mercados internacionales de deuda y ha provocado ajustes de importancia en su estructura. Los instrumentos financieros más relacionados con la acumulación y posterior corrección abrupta de algunos de los excesos financieros —por ejemplo, los relacionados con el auge de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos o los ligados a los procesos de adquisición de empresas con financiación apalancada— han sido los más castigados por la crisis y donde sus efectos han sido más persistentes. Entre estos productos destacan las CDO, los ABCP y los préstamos sindicados.

En contraste, el impacto de la crisis en los mercados de bonos ha sido mucho más moderado, aunque se observan diferencias notables dependiendo del tipo de emisor. Así, las emisiones de las entidades financieras se han reducido notablemente, a pesar de los apoyos públicos a través de garantías, mientras que las de las instituciones no financieras han sido más inmunes, en parte porque han tenido que compensar las restricciones de financiación crediticia mediante la emisión de bonos. Por su parte, la emisión de bonos públicos se ha multiplicado como consecuencia del fuerte incremento de sus necesidades de financiación y la elevada demanda de títulos con reducido riesgo.

Esta evolución ha propiciado un vuelco en la estructura de las emisiones a favor de los mercados de bonos públicos y en detrimento de los mercados de financiación estructurada y de los préstamos sindicados. A modo de resumen, en el gráfico 16 se muestra la composición de la emisión en los mercados internacionales de deuda en el tercer trimestre de 2009 y en el mismo trimestre de 2006, justo antes de que se iniciara la crisis en el verano de 2007. El porcentaje de emisión de bonos se ha incrementado intensamente, desde un 56% en 2006 a un 70% en 2009, debido, fundamentalmente, al incremento de las emisiones del sector público, que supusieron casi la mitad del total de emisiones brutas en los mercados mundiales de deuda. También se ha producido un incremento significativo de la participación de los bonos



FUENTES: Dealogic, SIFMA, Freddie Mac, Fannie Mae y Ginnie Mae.

de las sociedades no financieras (del 5% al 7%), a la vez que una reducción intensa en la participación de los bonos emitidos por instituciones financieras (del 28% al 15%). Por último, el porcentaje de las titulizaciones y de los préstamos sindicados se ha reducido intensamente, desde el 12% al 5% y desde el 23% al 12%, respectivamente.

Además, contrariamente a lo que cabría esperar, no se ha producido una contracción significativa en el tamaño de los mercados de deuda a nivel mundial. A pesar de la debilidad de los mercados de financiación estructurada, la emisión total en los mercados de deuda se ha recuperado muy vigorosamente, alcanzando un total de 13,5 billones de dólares hasta septiembre, con un nivel de emisiones sin precedentes en los mercados internacionales de bonos. No obstante, esta recuperación no refleja una normalización de las condiciones financieras, ya que el intenso incremento de las emisiones está muy influenciado por la expansión de la oferta de bonos públicos y la desviación de la financiación empresarial del crédito bancario a la deuda en unas circunstancias que favorecen la demanda de ambos tipos de instrumentos.

Por último, no está de más reiterar que la crisis financiera ha estado estrechamente relacionada con el rápido crecimiento de segmentos concretos de los mercados internacionales de financiación estructurada y con la posterior pérdida de la confianza en los mismos. Ello constituye un recordatorio de que, aunque las innovaciones financieras pueden mejorar la eficiencia de los servicios y de los mercados financieros y su acceso a ellos, también pueden plantear riesgos, sobre todo si se aplican a una velocidad cada vez mayor, en un contexto de abundante liquidez a escala mundial, sin haber comprobado suficientemente su funcionamiento. A este respecto, resulta oportuna la observación de Charles Calomiris acerca de que las crisis financieras más profundas suelen producirse cuando el rápido crecimiento de innovaciones financieras que no se han verificado coincide con unos mercados financieros en expansión [Calomiris (2008)].

19.11.2009.

**BIBLIOGRAFÍA**

ASHCRAFT, A. B., y T. SCHUERMANN (2007). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper, n.º 07-43.

- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2005). *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*, enero, Comité sobre el Sistema Financiero Global.
- (2007). *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- (2008a). *Credit risk transfer: Developments from 2005 to 2007*, febrero, Basel Committee on Banking Supervision-The Joint Forum.
- (2008b). *Private equity and leveraged finance markets*, febrero, Comité sobre el Sistema Financiero Global.
- (2009). *79.º Informe Anual: 1 de abril de 2008-31 de marzo de 2009*, junio.
- BENMELECH, E., y J. DLUGOSZ (2009a). *The Alchemy of CDO Credit Ratings*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n.º 14878.
- (2009b). *The Credit Rating Crisis*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n.º 15045.
- BENMELECH, E., J. DLUGOSZ y V. IVASHINA (2009). *What Lies Beneath: Is There Adverse Selection in CLO Collateral?*, mimeo, agosto.
- BERNANKE, B. (2009). *Financial Reform to Address Systemic Risk*, discurso pronunciado en el Consejo sobre Relaciones Exteriores, Washington, DC, 10 de marzo.
- BRUNNERMEIER, M.K. (2009). «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23 (1), invierno, pp. 77-100.
- CALOMIRIS, C. W. (2008). *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next*, artículo presentado en Kansas City, agosto.
- CAPRIO, G. JR., A. DEMIRGÜÇ-KUNT y E. J. KANE (2008). *The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons, Not Scapegoats*, World Bank Policy Research Working Paper, n.º 4756.
- COVAL, J., J. JUREK y E. STAFFORD (2009). «The Economics of Structured Finance», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23 (1), invierno, pp. 3-25.
- CRIADO, S., y A. VAN RIXTEL (2008). *La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: introducción general*, Documentos Ocasionales, n.º 0808, Banco de España. Un resumen de este documento se publicará próximamente en A. Van Rixtel y S. Criado (2010), «The Contribution of Structured Finance to the Financial Crisis: An Introductory Overview», en R. W. Kolb (2010), *Lessons from the Financial Crisis: Insights and Analysis from Today's Leading Minds*, John Wiley & Sons.
- DE LAROSIÈRE GROUP (2009). *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25 de febrero.
- FINANCIAL STABILITY AUTHORITY (2009). *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, marzo.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2008). «Capítulo 2: Financiamiento estructurado: cuestiones de valoración y divulgación de datos», *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, abril, pp. 54-85.
- (2009). «Recuadro 1.4: Los desequilibrios mundiales y la crisis financiera», *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril, pp. 34-38.
- GADANEZ, B. (2004). «The syndicated loan market: structure, development and implications», *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 75-89.
- MIZEN, P. (2008). «The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septiembre-octubre, pp. 531-568.
- SIFMA (2009). «Research Quarterly August», *Securities Industry and Financial Markets Association*, V, n.º 8.

## 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).

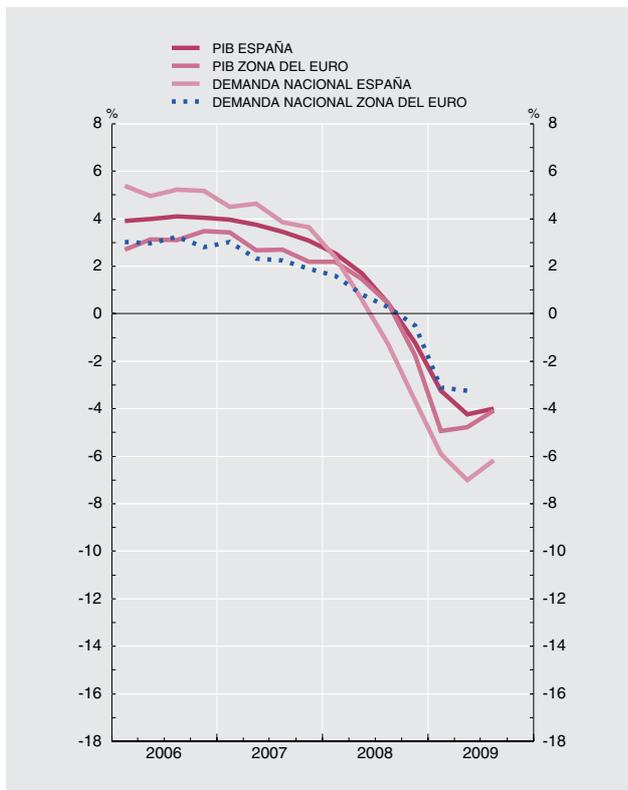
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

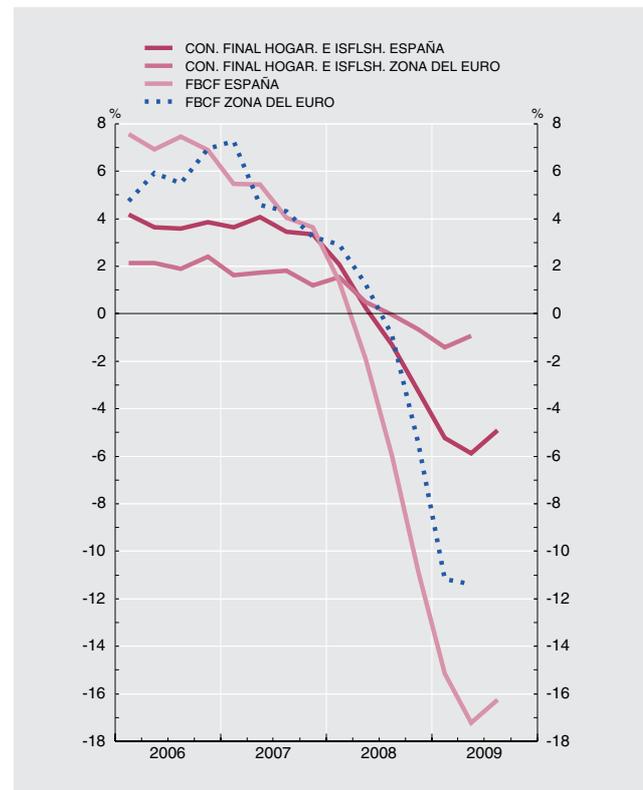
Tasas de variación interanual

		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	4,0	3,1	3,8	2,1	4,6	2,0	7,2	5,8	5,2	3,0	6,7	8,5	10,2	8,5	984	8 557
<b>07</b>	P	3,6	2,7	3,6	1,6	5,5	2,2	4,6	4,9	4,2	2,4	6,6	6,1	8,0	5,2	1 053	9 002
<b>08</b>	P	0,9	0,6	-0,6	0,3	5,4	2,1	-4,4	-0,6	-0,5	0,6	-1,0	1,1	-4,9	1,0	1 089	9 263
<b>06 IV</b>	P	4,0	3,5	3,9	2,4	4,7	2,5	6,9	6,9	5,2	3,5	8,3	9,5	11,4	8,0	253	2 181
<b>07 I</b>	P	4,0	3,4	3,7	1,6	5,4	2,2	5,5	7,3	4,5	3,4	7,8	7,1	8,8	6,2	257	2 218
<b>II</b>	P	3,8	2,7	4,1	1,7	5,9	2,2	5,4	4,6	4,6	2,7	6,3	6,1	8,7	5,4	262	2 239
<b>III</b>	P	3,5	2,7	3,5	1,8	5,7	2,3	4,0	4,3	3,8	2,7	8,8	7,0	9,0	6,0	265	2 264
<b>IV</b>	P	3,1	2,2	3,3	1,2	5,1	2,0	3,7	3,2	3,6	2,2	3,8	4,1	5,5	3,4	269	2 281
<b>08 I</b>	P	2,5	2,2	2,1	1,5	4,6	1,5	1,3	2,9	2,4	2,2	3,9	5,6	3,1	4,3	272	2 314
<b>II</b>	P	1,7	1,5	0,2	0,5	5,1	2,1	-1,9	1,2	0,6	1,5	2,4	4,0	-1,3	2,5	274	2 325
<b>III</b>	P	0,4	0,4	-1,3	-0,0	5,8	2,2	-6,0	-0,9	-1,3	0,4	-2,9	1,3	-7,6	1,0	273	2 327
<b>IV</b>	P	-1,2	-1,8	-3,3	-0,7	6,3	2,4	-10,9	-5,5	-3,7	-1,8	-7,1	-6,6	-13,5	-3,7	270	2 297
<b>09 I</b>	P	-3,2	-4,9	-5,2	-1,4	6,4	2,6	-15,1	-11,2	-5,9	-4,9	-16,9	-16,8	-22,6	-12,8	267	2 242
<b>II</b>	P	-4,2	-4,8	-5,9	-0,9	5,2	2,5	-17,2	-11,4	-7,0	-4,8	-15,1	-17,7	-22,0	-14,4	263	2 238
<b>III</b>	P	-4,0	-4,1	-4,9	...	4,9	...	-16,2	...	-6,2	-4,1	-11,1	...	-17,0	...	261	...

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

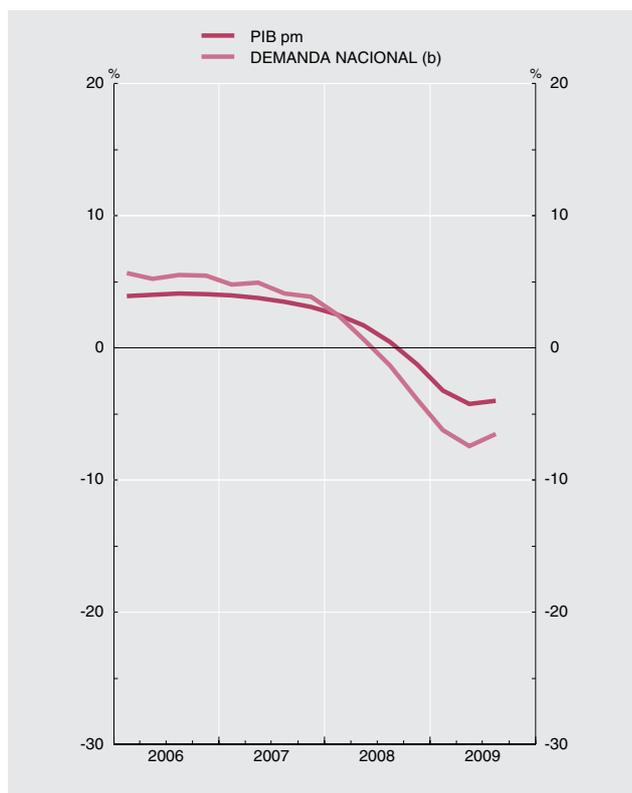
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

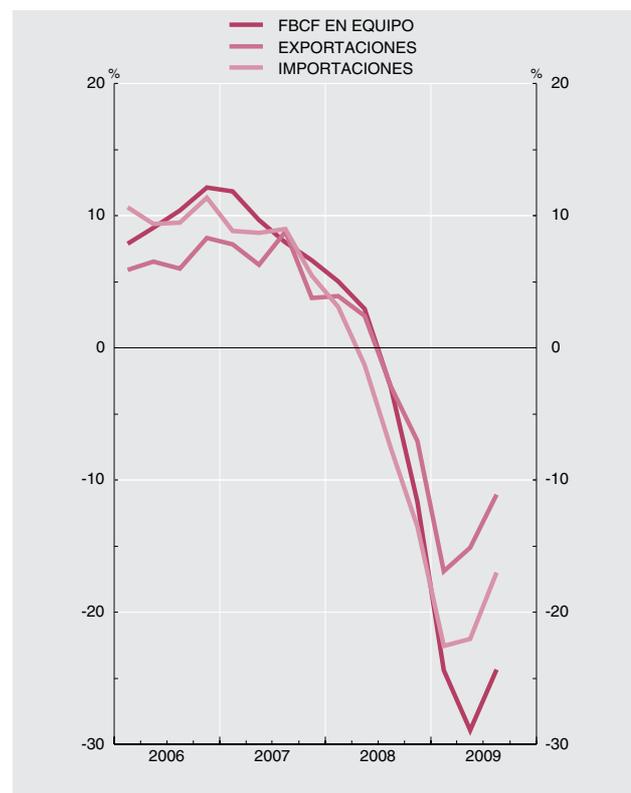
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	P	7,2	9,9	6,0	7,5	0,4	6,7	6,6	1,6	12,3	10,2	10,2	5,9	11,5	5,5	4,0
<b>07</b>	P	4,6	9,0	3,2	3,6	-0,1	6,6	7,4	-0,7	10,7	8,0	7,7	7,2	9,5	4,4	3,6
<b>08</b>	P	-4,4	-1,8	-5,5	-4,3	0,1	-1,0	-1,7	-4,3	4,8	-4,9	-5,6	-6,3	-1,3	-0,5	0,9
<b>06 IV</b>	P	6,9	12,1	5,1	5,6	0,4	8,3	7,3	0,1	21,3	11,4	10,7	7,0	15,7	5,5	4,0
<b>07 I</b>	P	5,5	11,8	3,7	2,6	0,0	7,8	9,0	1,0	9,9	8,8	9,0	11,4	7,7	4,8	4,0
<b>II</b>	P	5,4	9,7	4,1	4,0	-0,1	6,3	7,9	-2,7	8,4	8,7	8,7	8,0	8,7	4,9	3,8
<b>III</b>	P	4,0	8,0	2,8	2,9	-0,1	8,8	8,1	-1,2	21,9	9,0	8,0	6,6	14,6	4,1	3,5
<b>IV</b>	P	3,7	6,6	2,1	5,0	-0,1	3,8	4,7	0,2	3,4	5,5	5,2	3,1	7,3	3,9	3,1
<b>08 I</b>	P	1,3	5,0	-0,5	2,4	0,1	3,9	3,3	1,0	9,0	3,1	2,7	2,8	5,1	2,5	2,5
<b>II</b>	P	-1,9	2,9	-4,1	-1,2	0,2	2,4	1,5	-3,0	11,1	-1,3	-1,2	-3,2	-1,2	0,6	1,7
<b>III</b>	P	-6,0	-3,0	-7,2	-6,1	0,2	-2,9	-2,0	-4,9	-4,7	-7,6	-8,6	-11,4	-2,6	-1,4	0,4
<b>IV</b>	P	-10,9	-11,6	-10,2	-11,8	0,1	-7,1	-9,4	-10,3	4,9	-13,5	-15,1	-13,1	-6,2	-3,9	-1,2
<b>09 I</b>	P	-15,1	-24,4	-11,3	-14,2	0,1	-16,9	-20,2	-14,4	-6,3	-22,6	-25,0	-19,8	-11,7	-6,2	-3,2
<b>II</b>	P	-17,2	-28,9	-11,8	-17,5	-0,0	-15,1	-17,1	-9,5	-12,2	-22,0	-24,1	-12,8	-14,1	-7,4	-4,2
<b>III</b>	P	-16,2	-24,3	-11,5	-19,9	-0,0	-11,1	-10,2	-9,5	-15,7	-17,0	-17,6	-12,4	-15,2	-6,5	-4,0

**PIB. DEMANDA INTERNA**  
Tasas de variación interanual



**PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA**  
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

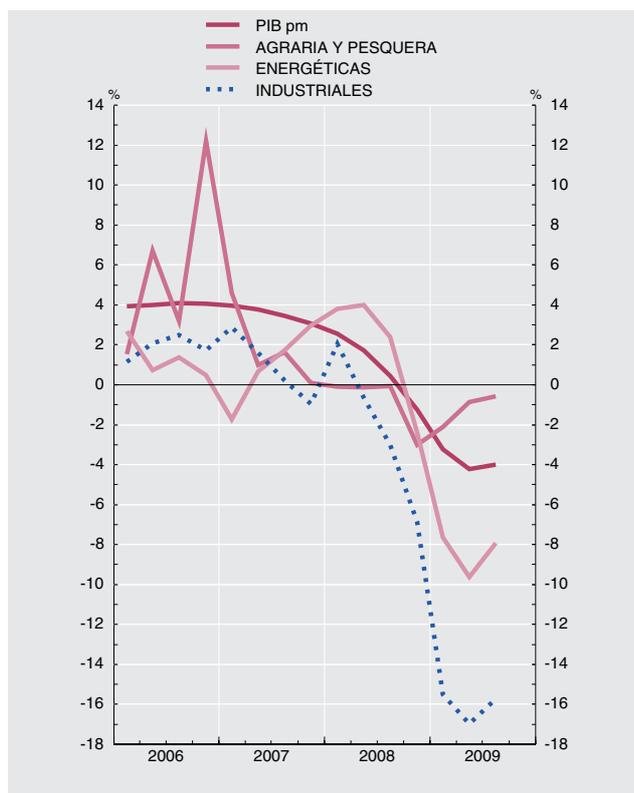
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

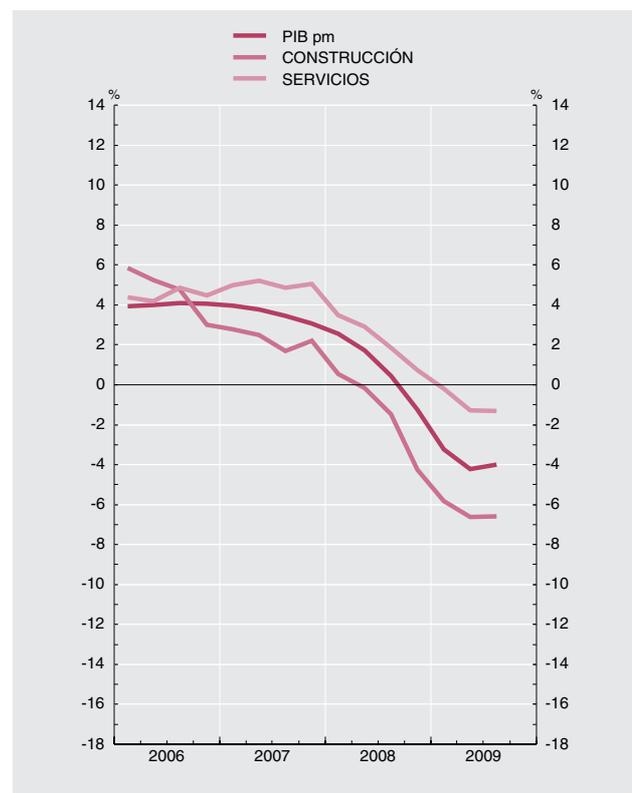
Tasas de variación interanual

		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	4,0	5,8	1,3	1,9	4,7	4,5	4,6	4,0	4,2	6,9	2,8
<b>07</b>	P	3,6	1,8	0,9	0,9	2,3	5,0	5,1	4,8	2,8	3,3	-1,6
<b>08</b>	P	0,9	-0,8	1,9	-2,1	-1,3	2,2	1,6	4,4	-1,4	-1,0	-0,5
<b>06 IV</b>	P	4,0	12,2	0,5	1,7	3,0	4,5	4,5	4,3	3,8	5,5	5,2
<b>07 I</b>	P	4,0	4,6	-1,7	2,9	2,8	5,0	5,1	4,6	3,5	2,2	-0,2
<b>II</b>	P	3,8	1,0	0,7	1,6	2,5	5,2	5,3	4,7	2,9	2,7	-1,4
<b>III</b>	P	3,5	1,6	1,7	0,2	1,7	4,9	4,9	4,7	2,9	4,3	1,4
<b>IV</b>	P	3,1	0,1	3,0	-1,0	2,2	5,0	5,0	5,1	1,9	3,9	-6,0
<b>08 I</b>	P	2,5	-0,1	3,8	2,1	0,5	3,5	3,2	4,5	0,5	4,6	-0,6
<b>II</b>	P	1,7	-0,1	4,0	-0,7	-0,2	2,9	2,3	5,1	-0,4	1,6	-0,5
<b>III</b>	P	0,4	-0,1	2,4	-3,0	-1,5	1,8	1,2	4,3	-2,0	-3,9	-1,4
<b>IV</b>	P	-1,2	-3,0	-2,4	-6,9	-4,3	0,7	-0,1	3,6	-3,5	-6,2	0,4
<b>09 I</b>	P	-3,2	-2,1	-7,6	-15,5	-5,8	-0,2	-1,0	2,9	-3,7	-9,7	2,1
<b>II</b>	P	-4,2	-0,9	-9,6	-17,0	-6,6	-1,3	-2,5	3,2	-4,9	-10,4	1,6
<b>III</b>	P	-4,0	-0,6	-7,9	-15,7	-6,6	-1,3	-2,4	2,6	-4,6	-12,8	1,1

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



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

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

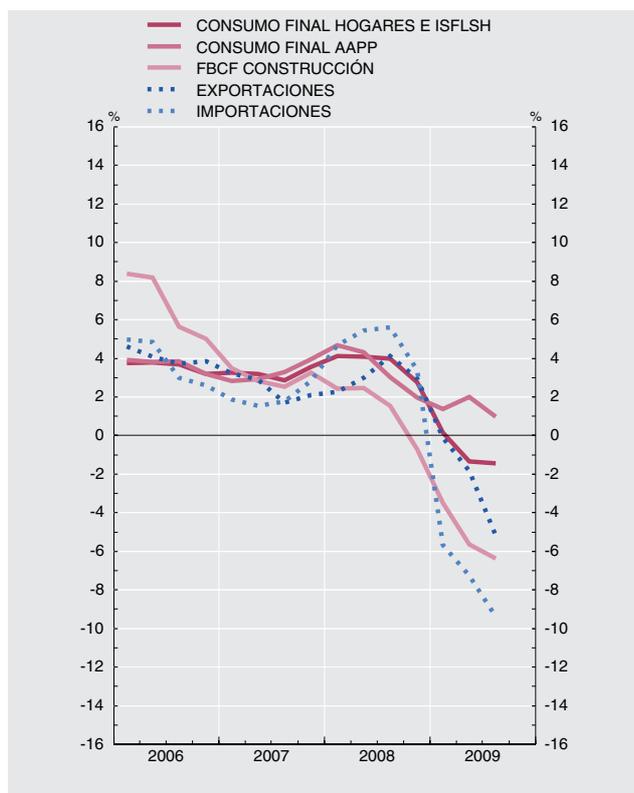
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

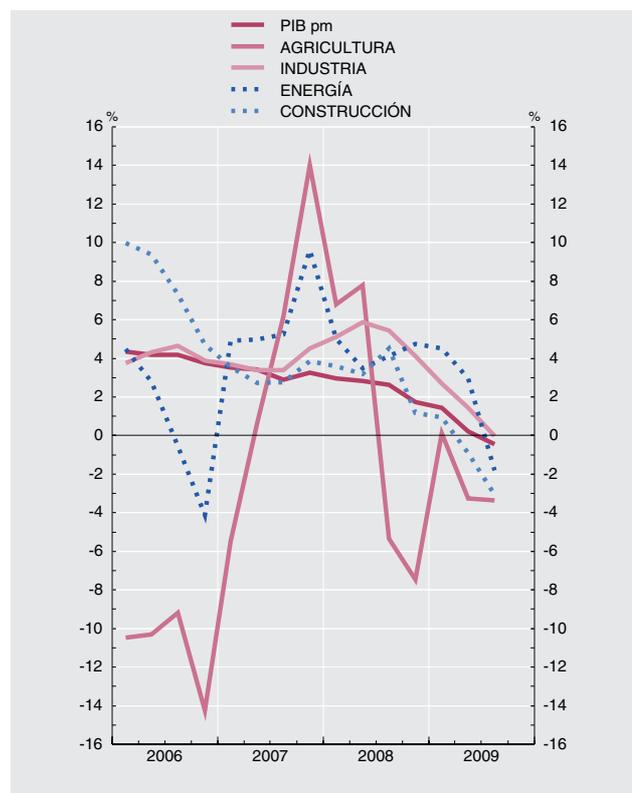
Tasas de variación interanual

		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	3,6	3,7	2,0	6,7	4,7	4,1	3,8	4,1	-11,1	0,6	4,1	7,7	3,5	3,4
<b>07</b>	P	3,2	3,3	1,6	3,0	3,0	2,5	2,0	3,3	3,7	6,2	3,7	3,2	3,6	3,5
<b>08</b>	P	3,7	3,5	1,8	1,4	1,4	3,0	4,7	2,5	0,1	4,3	5,1	3,1	4,7	4,9
<b>06 IV</b>	P	3,2	3,2	1,5	5,0	4,0	3,8	2,6	3,8	-14,2	-4,1	3,9	4,7	3,3	3,3
<b>07 I</b>	P	3,3	2,8	1,2	3,5	3,6	3,2	1,9	3,5	-5,5	4,9	3,7	3,5	3,5	3,5
<b>07 II</b>	P	3,2	2,9	1,4	2,8	3,1	2,9	1,5	3,4	0,6	5,0	3,4	2,7	3,3	3,2
<b>07 III</b>	P	2,9	3,3	1,9	2,5	2,8	1,7	1,8	2,9	6,2	5,2	3,4	2,8	3,4	3,2
<b>07 IV</b>	P	3,6	3,9	1,9	3,3	2,6	2,1	2,8	3,3	14,0	9,6	4,5	3,8	4,1	4,0
<b>08 I</b>	P	4,1	4,7	2,5	2,4	1,3	2,3	4,7	3,0	6,8	5,0	5,1	3,6	4,6	4,7
<b>08 II</b>	P	4,1	4,3	2,0	2,5	1,7	3,0	5,4	2,8	7,8	3,5	5,9	3,2	4,8	5,0
<b>08 III</b>	P	4,0	3,0	1,6	1,5	1,8	4,1	5,6	2,6	-5,4	4,1	5,4	4,5	4,9	5,2
<b>08 IV</b>	P	2,8	2,0	1,1	-0,7	0,9	2,9	3,4	1,7	-7,5	4,7	4,1	1,2	4,5	4,7
<b>09 I</b>	P	0,2	1,4	0,2	-3,5	-0,0	-0,1	-5,7	1,4	0,1	4,5	2,7	0,9	4,2	4,6
<b>09 II</b>	P	-1,3	2,0	-0,9	-5,7	-2,7	-1,8	-7,3	0,2	-3,3	3,0	1,4	-0,9	3,6	3,8
<b>09 III</b>	P	-1,4	1,0	-1,7	-6,4	-3,2	-5,2	-9,4	-0,4	-3,4	-1,8	-0,0	-3,1	2,4	2,6

#### PIB. 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.

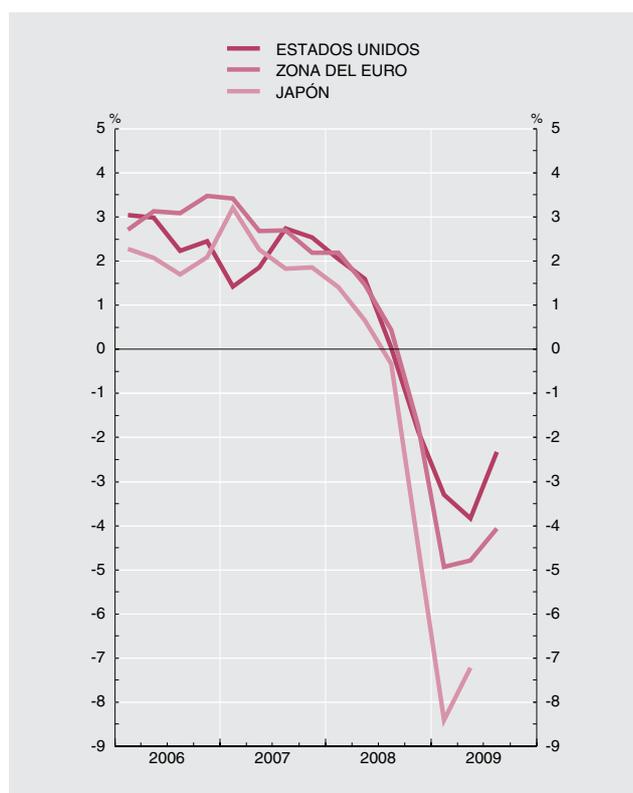
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

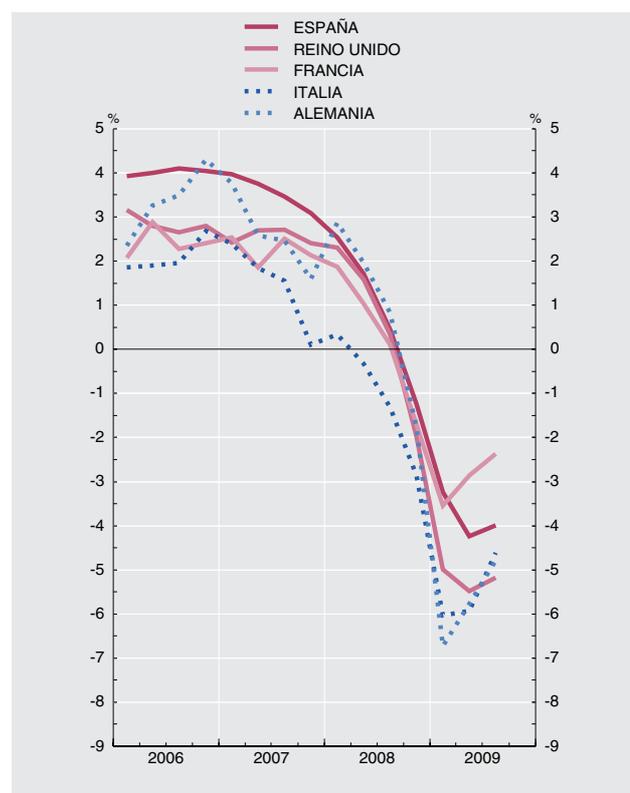
Tasas de variación interanual

	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	3,3	3,1	3,4	4,0	2,7	2,4	2,1	2,0	2,9
<b>07</b>	2,7	2,9	2,7	2,6	3,6	2,1	2,3	1,5	2,3	2,6
<b>08</b>	0,6	0,7	0,6	1,0	0,9	0,4	0,3	-1,0	-0,7	0,6
<b>06 III</b>	2,9	3,2	3,1	3,5	4,1	2,2	2,3	2,0	1,7	2,7
<b>IV</b>	3,0	3,5	3,5	4,3	4,0	2,4	2,4	2,7	2,1	2,8
<b>07 I</b>	2,8	3,4	3,4	3,8	4,0	1,4	2,5	2,4	3,2	2,4
<b>II</b>	2,6	2,8	2,7	2,6	3,8	1,9	1,9	1,8	2,3	2,7
<b>III</b>	2,8	2,8	2,7	2,5	3,5	2,7	2,5	1,5	1,8	2,7
<b>IV</b>	2,7	2,4	2,2	1,6	3,1	2,5	2,1	0,1	1,9	2,4
<b>08 I</b>	2,4	2,4	2,2	2,9	2,5	2,0	1,9	0,3	1,4	2,3
<b>II</b>	1,7	1,7	1,5	2,0	1,7	1,6	1,0	-0,3	0,7	1,6
<b>III</b>	0,4	0,6	0,4	0,8	0,4	0,0	0,1	-1,3	-0,3	0,3
<b>IV</b>	-2,1	-1,7	-1,8	-1,8	-1,2	-1,9	-1,7	-2,9	-4,5	-2,0
<b>09 I</b>	-4,7	-4,8	-4,9	-6,7	-3,2	-3,3	-3,5	-6,0	-8,4	-5,0
<b>II</b>	-4,6	-4,9	-4,8	-5,8	-4,2	-3,8	-2,9	-5,9	-7,2	-5,5
<b>III</b>	...	-4,3	-4,1	-4,8	-4,0	-2,3	-2,4	-4,6	...	-5,2

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

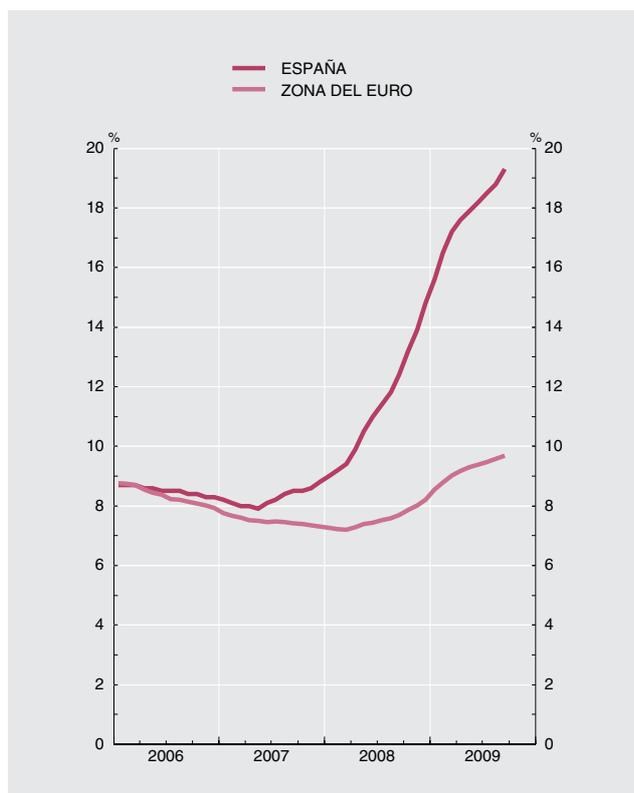
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

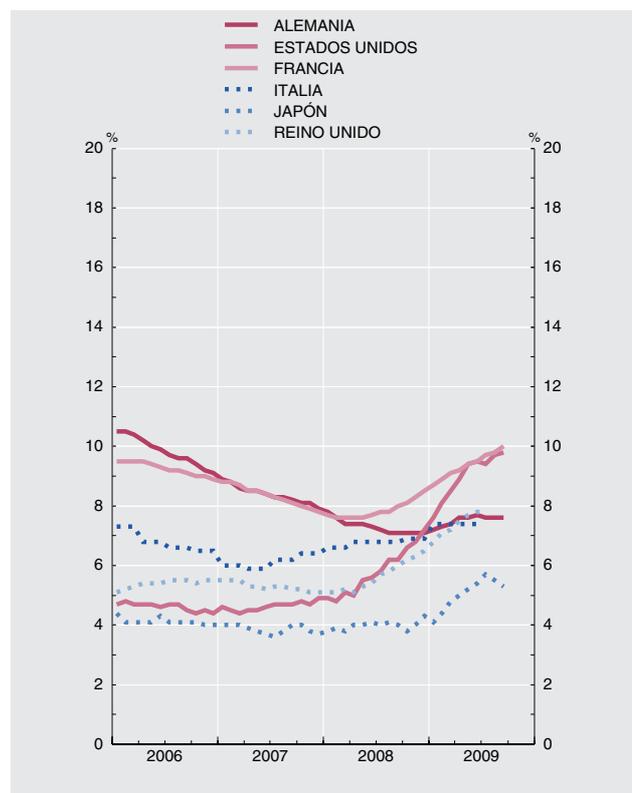
Porcentajes

	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	9,3	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>	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,9	6,8	4,0	5,6
<b>08</b>										
<i>08 Abr</i>	5,7	6,7	7,3	7,4	9,9	5,0	7,6	6,8	4,0	5,1
<i>08 May</i>	5,9	6,8	7,4	7,4	10,5	5,5	7,6	6,8	4,0	5,3
<i>08 Jun</i>	6,0	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,4
<i>08 Jul</i>	6,1	7,0	7,5	7,2	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,7
<i>08 Ago</i>	6,3	7,0	7,6	7,1	11,8	6,2	7,8	6,8	4,1	5,8
<i>08 Sep</i>	6,3	7,1	7,7	7,1	12,4	6,2	8,0	6,8	4,0	6,0
<i>08 Oct</i>	6,5	7,3	7,9	7,1	13,2	6,6	8,1	6,9	3,8	6,2
<i>08 Nov</i>	6,7	7,4	8,0	7,1	13,9	6,8	8,3	6,9	4,0	6,3
<i>08 Dic</i>	6,9	7,6	8,2	7,1	14,8	7,2	8,5	6,9	4,3	6,5
<b>09</b>										
<i>09 Ene</i>	7,2	8,0	8,5	7,2	15,6	7,6	8,7	7,4	4,1	6,8
<i>09 Feb</i>	7,6	8,2	8,8	7,3	16,5	8,1	8,9	7,4	4,4	7,1
<i>09 Mar</i>	7,9	8,5	9,0	7,4	17,2	8,5	9,1	7,4	4,8	7,2
<i>09 Abr</i>	8,1	8,7	9,2	7,6	17,6	8,9	9,2	7,4	5,0	7,5
<i>09 May</i>	8,4	8,8	9,3	7,6	17,9	9,4	9,4	7,4	5,2	7,7
<i>09 Jun</i>	8,5	8,9	9,4	7,7	18,2	9,5	9,5	7,4	5,4	7,8
<i>09 Jul</i>	8,4	9,0	9,5	7,6	18,5	9,4	9,7	...	5,7	7,8
<i>09 Ago</i>	8,6	9,1	9,6	7,6	18,8	9,7	9,8	...	5,5	...
<i>09 Sep</i>	8,6	9,2	9,7	7,6	19,3	9,8	10,0	...	5,3	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

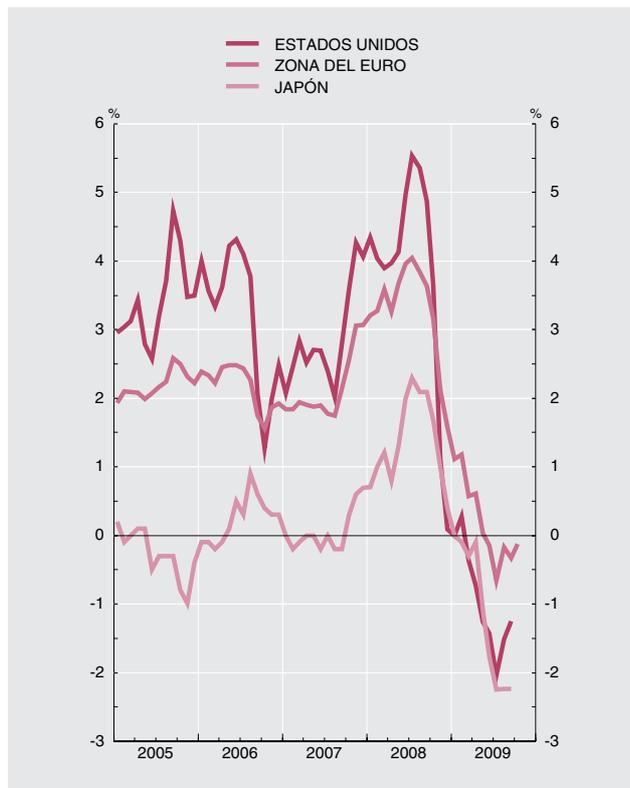
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ 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</b>										
May	3,9	4,0	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
Jun	4,5	4,2	4,0	3,4	5,1	5,0	4,0	4,0	2,0	3,8
Jul	4,8	4,4	4,0	3,5	5,3	5,5	4,0	4,0	2,3	4,4
Ago	4,7	4,3	3,8	3,3	4,9	5,4	3,5	4,2	2,1	4,8
Sep	4,5	4,2	3,6	3,0	4,6	4,9	3,4	3,9	2,1	5,2
Oct	3,7	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5
Nov	2,3	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
Dic	1,5	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
<b>09</b>										
Ene	1,2	1,7	1,1	0,9	0,8	-	0,8	1,4	-	3,0
Feb	1,3	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3	1,0	1,5	-0,1	3,1
Mar	0,9	1,4	0,6	0,4	-0,1	-0,4	0,4	1,1	-0,3	2,9
Abr	0,6	1,3	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,1	1,2	-0,1	2,3
May	0,1	0,8	0,0	-	-0,9	-1,3	-0,3	0,8	-1,1	2,2
Jun	-0,2	0,6	-0,1	-	-1,0	-1,4	-0,6	0,6	-1,8	1,8
Jul	-0,5	0,2	-0,7	-0,7	-1,4	-2,0	-0,8	-0,1	-2,2	1,7
Ago	-0,3	0,6	-0,2	-0,1	-0,8	-1,5	-0,2	0,1	-2,2	1,5
Sep	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	-1,0	-1,3	-0,4	0,4	-2,2	1,1
Oct	...	0,5	-0,1	-0,1	-0,6	...	-0,2	0,3	...	...

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.

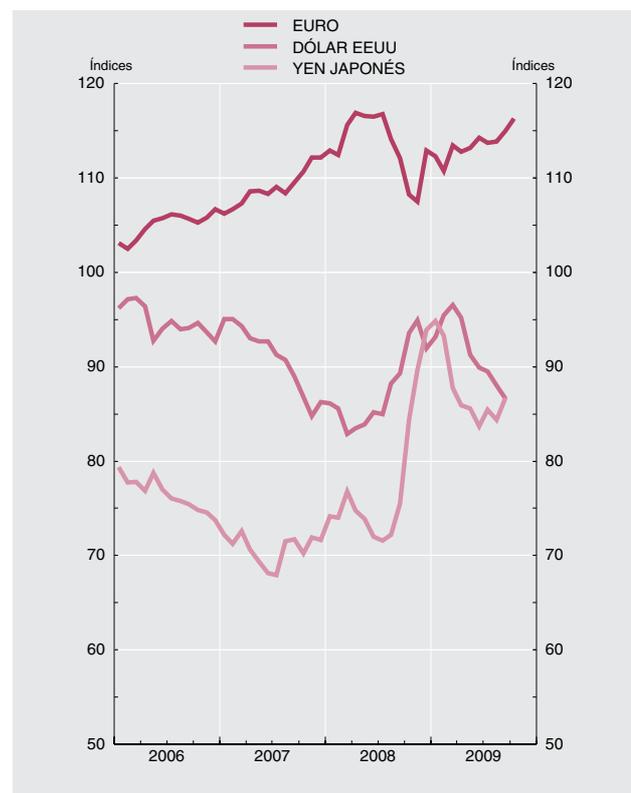
Media de cifras diarias

	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	103,3	97,5	74,4
<b>07</b>	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,2	93,9	69,1
<b>08</b>	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,3	91,8	75,8
<b>08 E-O</b>	1,5029	158,20	105,24	113,7	76,8	96,0	114,2	86,3	74,9	111,1	90,9	72,7
<b>09 E-O</b>	1,3775	129,95	94,39	113,5	81,7	113,2	113,6	91,7	87,5	108,3	95,2	86,4
<b>08 Ago</b>	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,5	92,9	70,4
<b>Sep</b>	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,3	75,5	108,5	95,0	73,5
<b>Oct</b>	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,3	93,5	84,4	104,7	97,8	82,3
<b>Nov</b>	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,5	94,9	89,6	103,8	98,5	88,5
<b>Dic</b>	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,9	92,0	93,9	108,7	94,8	93,5
<b>09 Ene</b>	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	93,1	94,9	107,5	96,2	93,1
<b>Feb</b>	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,7	95,5	93,3	105,7	98,0	92,7
<b>Mar</b>	1,3050	127,65	97,84	113,3	87,1	112,9	113,5	96,5	87,7	108,1	98,6	87,5
<b>Abr</b>	1,3190	130,25	98,74	112,5	85,8	110,8	112,8	95,2	85,9	107,2	98,2	84,4
<b>May</b>	1,3650	131,85	96,61	113,0	82,3	110,8	113,2	91,3	85,6	107,7	95,4	84,4
<b>Jun</b>	1,4016	135,39	96,60	114,0	80,5	109,1	114,2	89,9	83,7	108,4	94,4	82,1
<b>Jul</b>	1,4088	133,09	94,47	113,8	79,9	111,4	113,7	89,5	85,4	108,0	93,2	84,6
<b>Ago</b>	1,4268	135,31	94,84	113,9	78,6	109,9	113,9	88,0	84,3	108,3	92,5	82,8
<b>Sep</b>	1,4562	133,14	91,44	115,2	77,3	113,1	115,0	86,6	86,7	110,1	90,6	85,7
<b>Oct</b>	1,4816	133,91	90,38	116,6	76,0	113,5	116,3	...	...	111,5	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

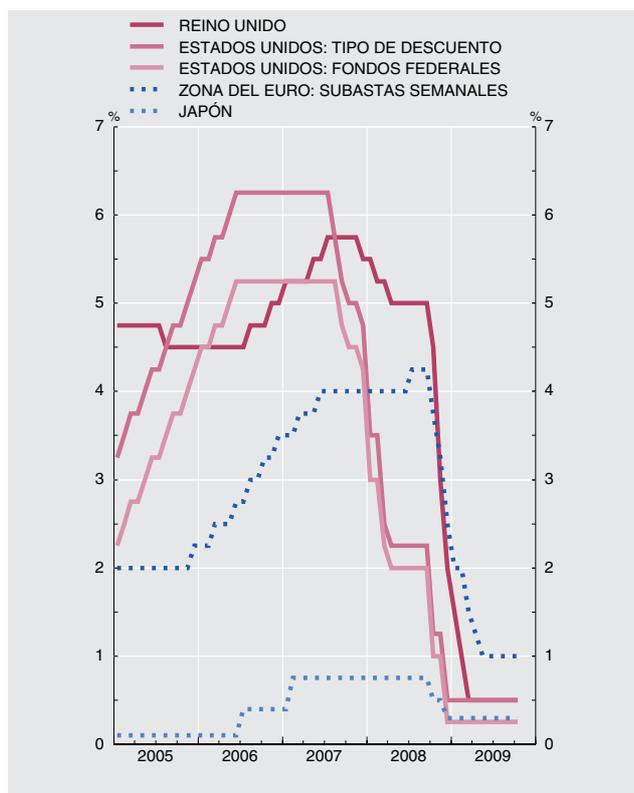
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

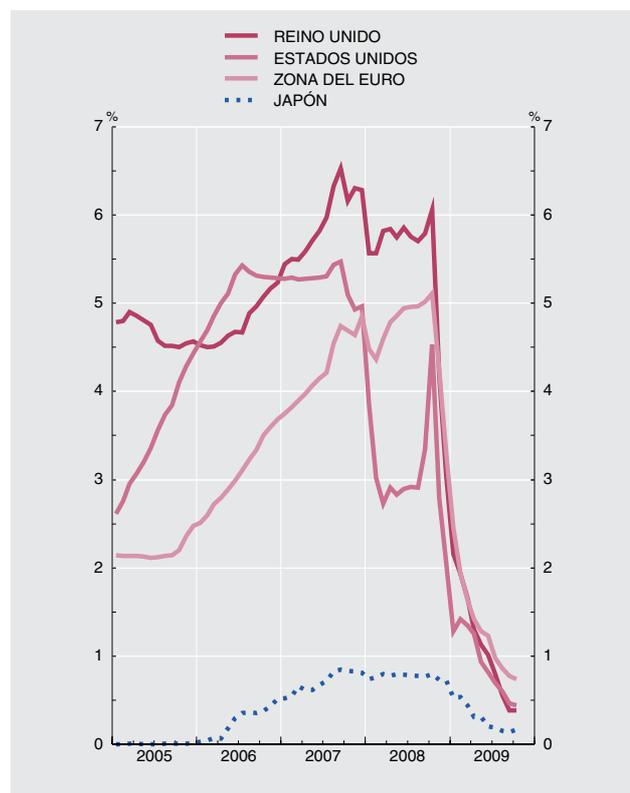
Porcentajes

	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 May</b>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
<i>Jun</i>	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
<i>Jul</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
<i>Ago</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
<i>Sep</i>	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
<i>Oct</i>	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
<i>Nov</i>	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
<i>Mar</i>	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
<i>Abr</i>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<i>May</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<i>Jun</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
<i>Jul</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<i>Ago</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<i>Sep</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
<i>Oct</i>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

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

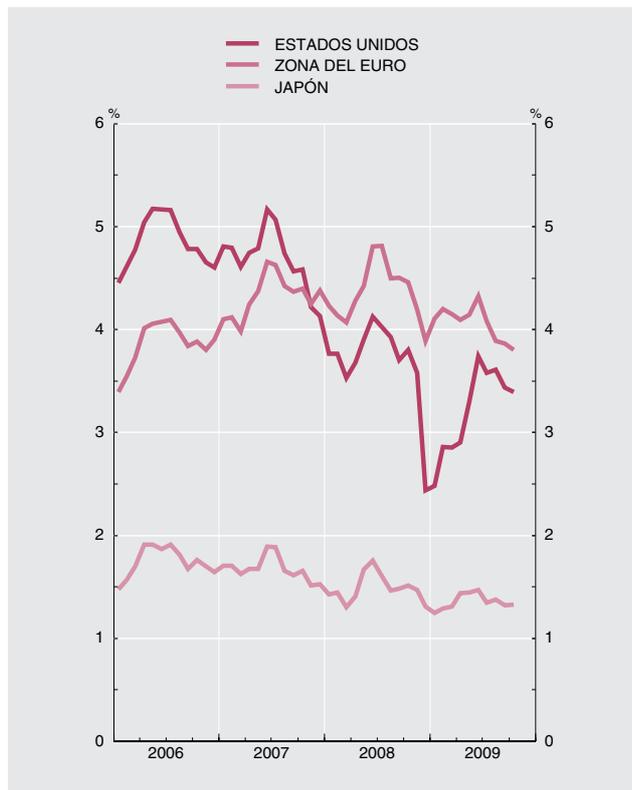
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<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</b>										
<i>May</i>	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
<i>Jun</i>	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
<i>Jul</i>	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
<i>Ago</i>	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
<i>Sep</i>	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
<i>Oct</i>	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
<i>Nov</i>	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
<i>Dic</i>	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
<b>09</b>										
<i>Ene</i>	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
<i>Feb</i>	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59
<i>Mar</i>	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22
<i>Abr</i>	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
<i>May</i>	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66
<i>Jun</i>	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86
<i>Jul</i>	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85
<i>Ago</i>	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72
<i>Sep</i>	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69
<i>Oct</i>	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57

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.

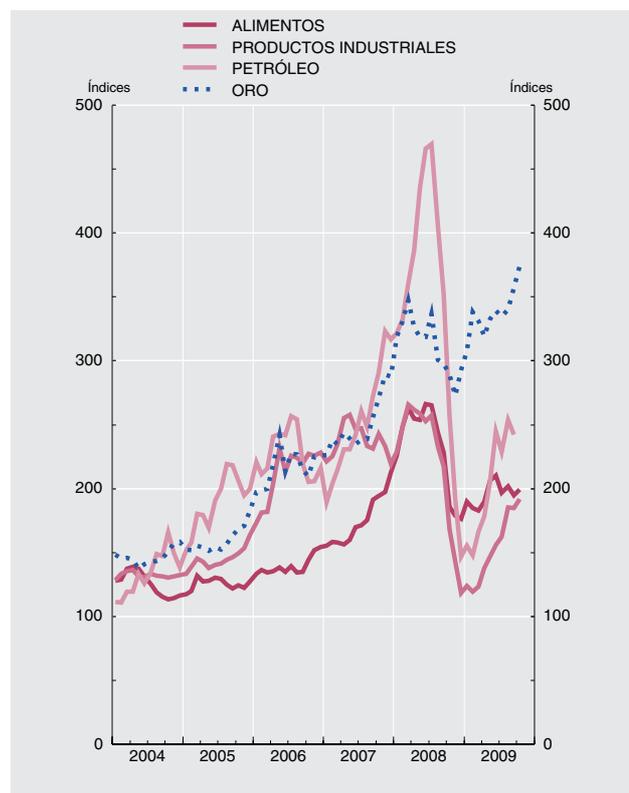
Base 2000 = 100

	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-O	148,5	241,5	243,4	239,0	187,7	267,2	378,6	107,4	318,4	888,2	19,01
09 E-O	118,9	177,3	195,8	153,5	128,8	166,8	...	58,9	337,4	941,4	21,98
08 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	178,1	50,2	319,1	890,2	21,70
May	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	205,8	57,5	332,9	928,6	21,87
Jun	122,9	186,7	210,4	155,9	128,4	170,9	244,8	68,8	339,0	945,7	21,71
Jul	119,3	181,8	196,6	162,6	132,5	179,0	229,0	64,7	334,9	934,2	21,33
Ago	126,4	194,7	202,0	185,1	144,0	207,6	253,7	73,0	340,3	949,4	21,41
Sep	121,2	190,7	195,0	185,0	145,8	206,5	242,2	67,7	357,2	996,6	22,01
Oct	122,4	196,3	199,6	192,1	153,5	213,2	...	73,2	374,0	1 043,3	22,62

**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.

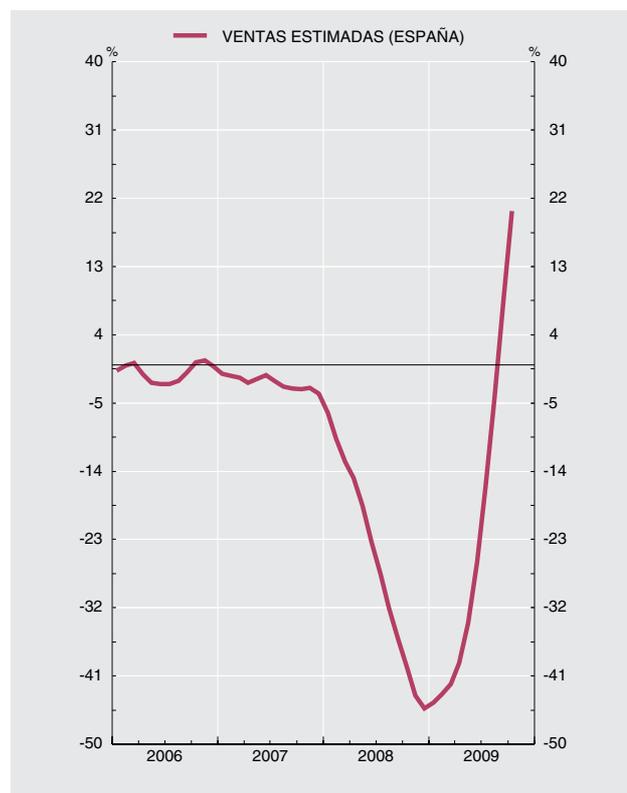
Tasas de variación interanual

	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 unilocales
				1					2	3	4								
<b>06</b>		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	2,5	1,9	1,8	0,9	...	...	1,2	-0,8	2,4
<b>07</b>		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	2,9	2,5	1,3	1,9	6,4	3,4	0,7	1,7
<b>08</b>	P	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,8
<b>08 E-O</b>	P	-31	-31	-19	-27	-16	-5	-23,5	-26,5	-23,8	-4,2	-4,5	-5,6	-1,8	-5,0	1,2	-8,1	-8,2	-0,6
<b>09 E-O</b>	P	-30	-29	-15	-25	-26	-16	-24,6	-17,4	-24,4	0,6	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>08 Nov</b>	P	-45	-42	-26	-26	-26	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-28,4	-10,0	-10,2	-5,4	-8,1	-3,0	-16,0	-12,1	-2,0
<b>08 Dic</b>	P	-47	-44	-26	-34	-31	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-9,7	-7,5	-6,4	-3,8	-9,3	-0,1	-10,2	-6,6	-1,3
<b>09 Ene</b>	P	-44	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-29,4	-6,3	-5,0	-2,1	0,4	2,7	-10,4	-9,0	-1,8
<b>09 Feb</b>	P	-48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-19,0	-11,7	-10,8	-8,9	-11,8	-7,2	-12,5	-10,9	-3,7
<b>09 Mar</b>	P	-42	-47	-22	-27	-34	-17	-39,0	-30,3	-38,7	12,0	-7,6	-6,1	-6,0	-10,7	-3,6	-6,3	-4,5	-2,2
<b>09 Abr</b>	P	-37	-42	-18	-29	-31	-20	-46,0	-42,5	-45,6	-11,3	-8,6	-6,8	-3,1	-5,1	-0,2	-10,0	-8,7	-1,2
<b>09 May</b>	P	-25	-23	-12	-22	-28	-14	-38,8	-33,0	-38,7	-0,0	-8,2	-6,6	-6,4	-7,7	-2,6	-8,0	-6,3	-2,4
<b>09 Jun</b>	P	-22	-23	-10	-22	-25	-17	-15,7	-7,9	-15,9	11,6	-2,6	-0,8	-1,2	1,4	4,8	-1,7	-4,2	-1,6
<b>09 Jul</b>	P	-20	-16	-8	-22	-23	-13	-10,7	-1,3	-10,9	6,7	-4,4	-2,6	-2,9	-3,1	2,1	-5,3	-4,3	-1,5
<b>09 Ago</b>	P	-20	-15	-8	-23	-22	-14	-0,6	1,7	-0,0	14,4	-4,0	-3,1	-4,6	-4,5	-0,5	-4,8	-6,5	-1,7
<b>09 Sep</b>	P	-22	-16	-8	-22	-19	-15	17,8	20,6	18,0	9,7	-3,4	-2,3	-2,4	-3,3	0,6	-1,3	-2,8	-3,3
<b>09 Oct</b>	P	-21	-15	-7	-21	-18	-15	26,3	28,5	26,4	10,9	...	...	...	...	...	...	...	...

#### 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.

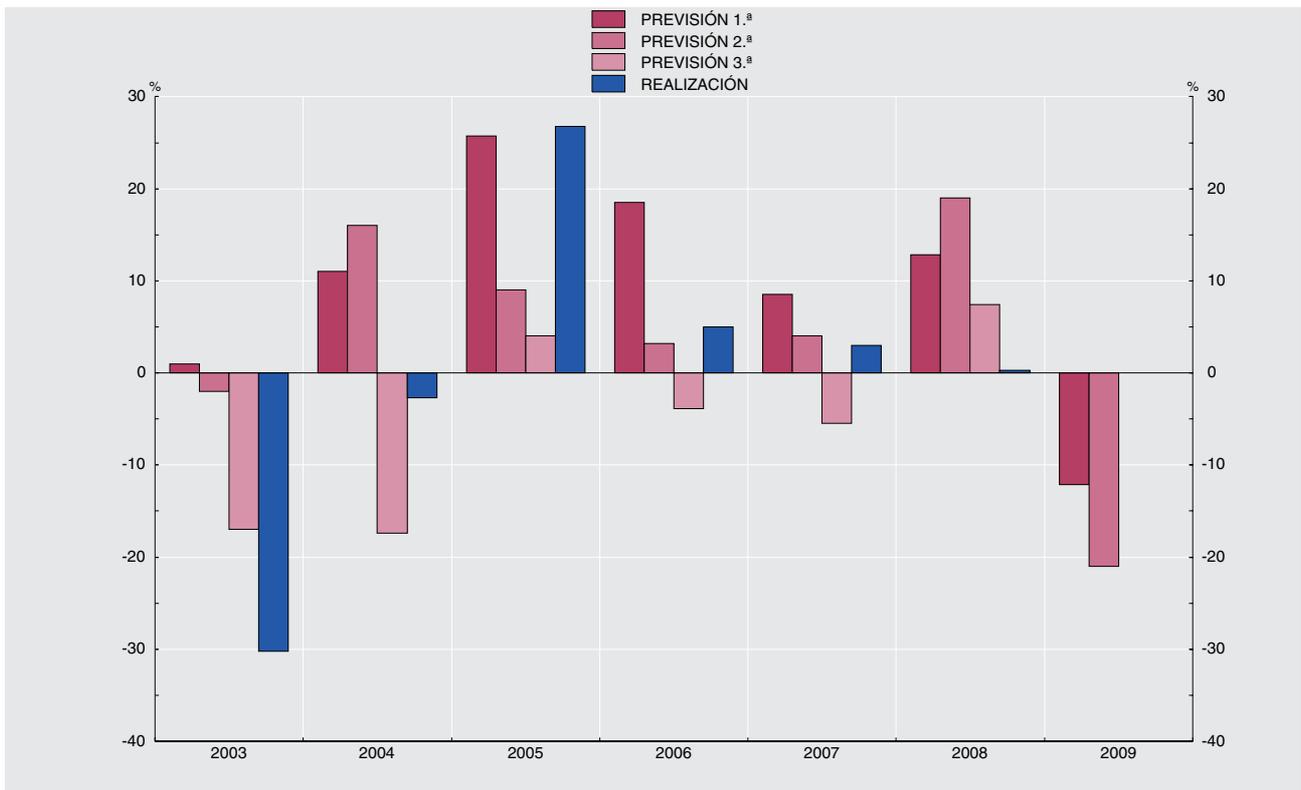
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ 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.

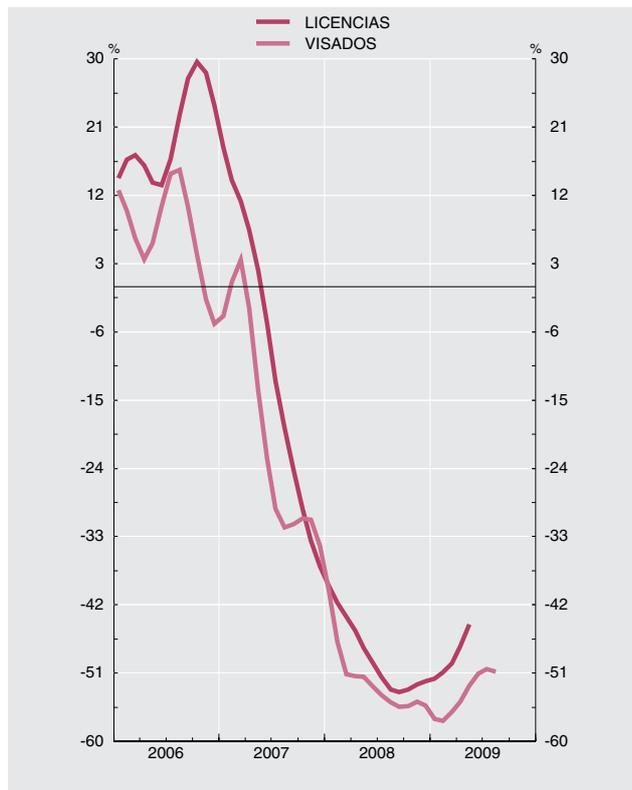
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

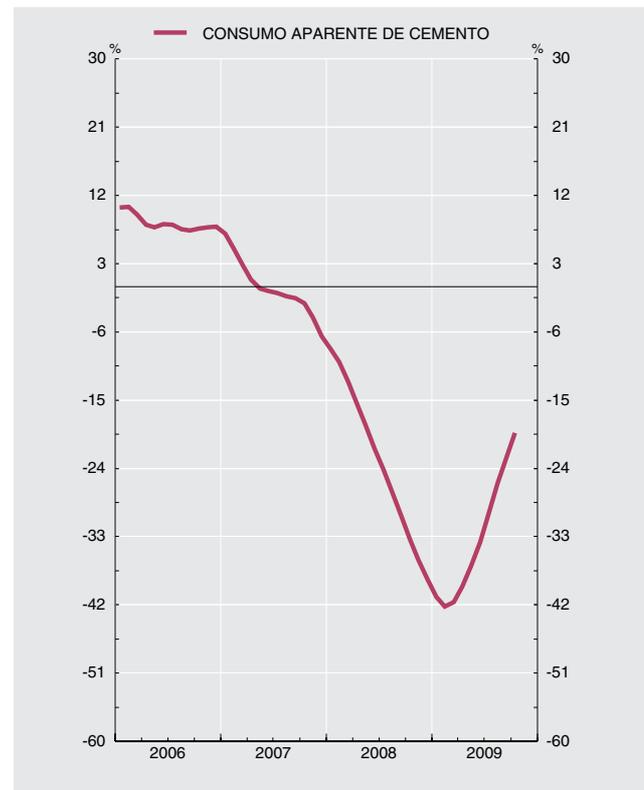
Tasas de variación interanual

	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	
<b>06</b>	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
<b>07</b>	-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
<b>08</b>	P -48,5	P -53,1	P -53,8	P -29,8	P -52,1	P -56,6	3,0	3,0	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8
<b>08 E-O</b>	P -48,2	P -53,1	P -53,8	P -27,0	P -52,2	P -56,6	-1,2	-1,2	-10,8	-3,9	4,4	-12,5	2,9	-20,8
<b>09 E-O</b>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-35,4
<b>08 Jul</b>	-49,4	-55,6	-56,2	-20,5	-52,0	-54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
<b>Ago</b>	P -62,3	P -69,6	P -69,7	P -27,0	P -60,3	P -64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
<b>Sep</b>	P -49,4	P -50,3	P -50,0	P -47,4	P -50,7	P -57,5	41,3	0,0	17,5	30,7	230,2	13,9	50,9	-24,6
<b>Oct</b>	P -53,5	P -59,2	P -59,9	P -28,2	P -56,8	P -62,1	-12,4	-1,2	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,1
<b>Nov</b>	P -58,0	P -61,7	P -62,7	P -44,9	P -57,9	P -63,6	29,5	1,0	45,7	227,9	377,2	4,7	22,8	-41,1
<b>Dic</b>	P -41,3	P -41,8	P -42,4	P -40,4	P -44,5	P -46,3	22,0	3,0	-14,8	-18,2	-44,3	-13,8	33,8	-39,6
<b>09 Ene</b>	P -61,6	P -63,1	P -63,4	P -56,9	P -62,4	P -63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,1	-55,4
<b>Feb</b>	P -44,7	P -54,1	P -52,3	P -16,4	P -62,6	P -65,3	57,3	13,7	87,1	28,1	30,0	100,8	47,3	-46,9
<b>Mar</b>	P -56,7	P -63,1	P -62,0	P -35,4	P -47,0	P -57,4	-27,0	-5,3	49,4	7,5	8,5	59,7	-40,4	-35,3
<b>Abr</b>	P -45,8	P -48,5	P -46,8	P -37,3	P -62,1	P -66,8	-49,1	-17,5	-55,8	-39,2	-21,7	-60,2	-45,4	-45,3
<b>May</b>	P -42,3	P -43,9	P -43,5	P -38,3	P -47,9	P -55,6	46,3	-13,0	148,9	139,5	-6,0	152,6	25,2	-39,1
<b>Jun</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -51,7	P -57,5	92,0	-6,4	86,9	-14,0	49,0	137,7	95,0	-20,6
<b>Jul</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -45,3	P -51,0	2,6	-5,1	54,2	358,7	255,2	14,0	-11,5	-32,3
<b>Ago</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -52,7	P -54,7	8,2	-3,9	-12,9	-33,8	-51,3	-2,8	22,0	-21,2
<b>Sep</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-23,9
<b>Oct</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	-21,1

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.

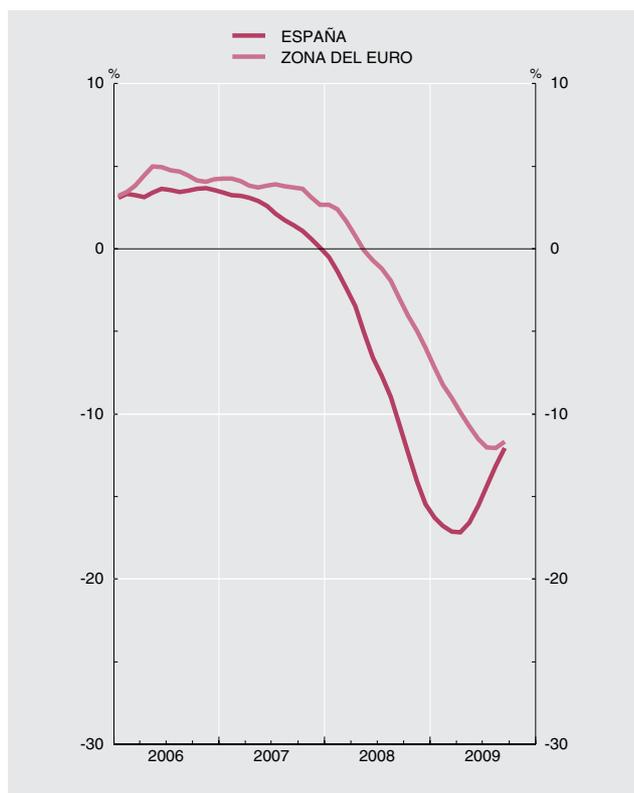
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

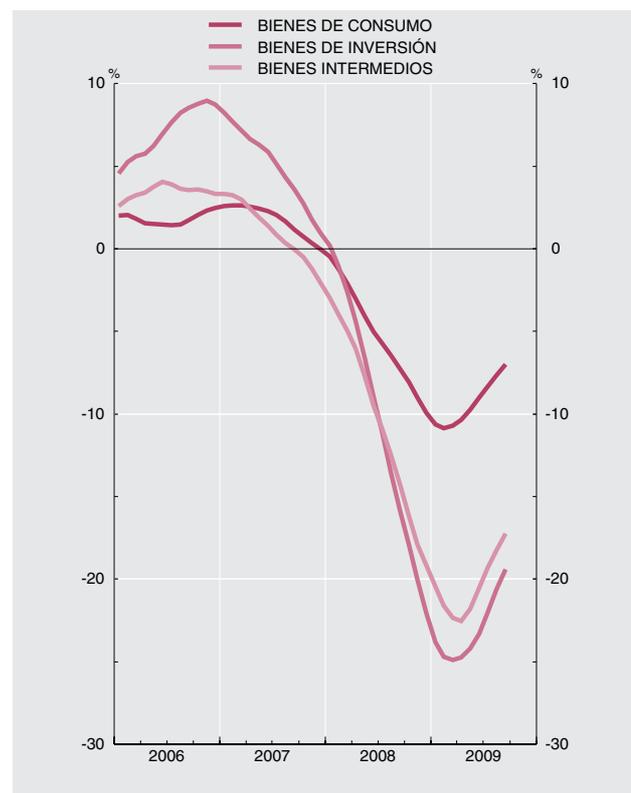
Tasas de variación interanual

		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					
<b>06</b>	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	6,0	4,9
<b>07</b>	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,7	3,7
<b>08</b>	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-2,0	-2,0	-0,2	-3,3
<b>08 E-S</b>	MP	101,2	-4,3	-3,1	-4,9	-7,2	2,8	-10,9	-4,9	2,8	0,9	0,6	-1,1	2,9	-
<b>09 E-S</b>	MP	81,9	-19,1	-10,7	-25,6	-25,6	-8,5	-26,7	-20,2	-7,6	-17,3	...	-5,8	-23,1	-22,7
<b>08 Jun</b>	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,5	-0,3	-0,9	1,0	-1,2
<b>Jul</b>	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-0,9	-0,9	-1,5	-0,5	-1,1
<b>Ago</b>	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,9	-0,9	-2,8	0,5	-0,7
<b>Sep</b>	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,3	-2,4	-2,3	-1,3	-4,1
<b>Oct</b>	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,8	-5,9	-4,5	-5,6	-7,4
<b>Nov</b>	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,0	-9,2	-4,9	-8,9	-12,6
<b>Dic</b>	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,3	-13,1	-4,7	-11,4	-21,4
<b>09 Ene</b>	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,6	-19,1	-6,2	-22,9	-24,1
<b>Feb</b>	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,3	-21,2	-8,5	-25,6	-25,7
<b>Mar</b>	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-19,4	-20,4	-7,5	-23,4	-26,1
<b>Abr</b>	P	79,8	-28,4	-20,8	-33,6	-36,4	-11,2	-38,3	-29,5	-13,2	-21,4	-22,0	-7,4	-27,4	-27,2
<b>May</b>	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-17,7	-18,6	-5,3	-23,0	-23,4
<b>Jun</b>	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,7	-17,8	-5,3	-22,2	-22,1
<b>Jul</b>	P	91,8	-16,9	-10,7	-25,2	-20,5	-6,7	-28,6	-17,9	-5,1	-15,9	-16,9	-4,0	-23,5	-20,0
<b>Ago</b>	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,0	-16,9	-11,4	-3,5	-15,1	-16,1	-5,4	-22,0	-19,0
<b>Sep</b>	P	87,3	-12,5	-5,7	-15,7	-17,9	-6,9	-14,1	-13,3	-3,9	-12,9	-13,3	-2,7	-18,2	-16,0

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.

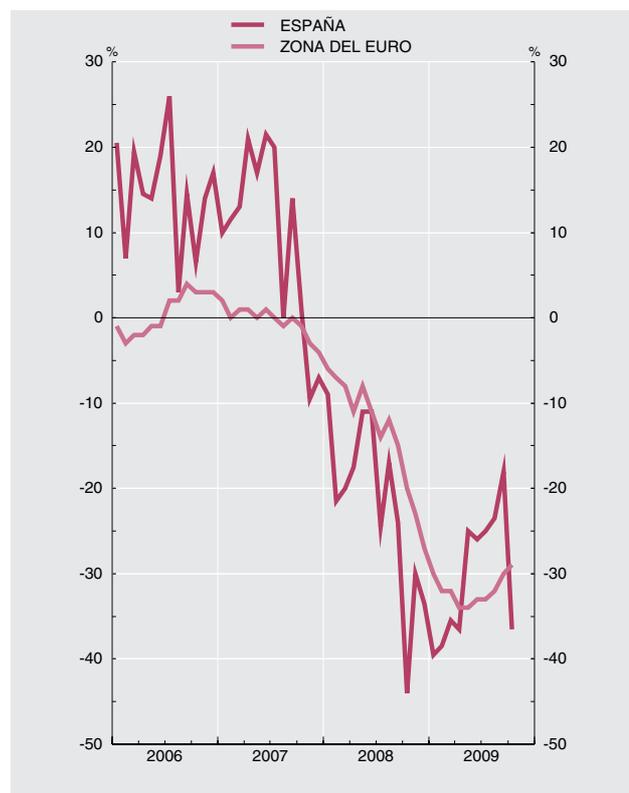
Saldo

		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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0
08	M	-18	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
08 E-O	M	-14	-10	-5	-20	-16	18	-10	-3	-24	-5	-20	-3	-17	-9	-18	-6	-10	-11
09 E-O	M	-30	-36	-12	-54	-53	23	-20	-29	-39	-35	-30	-21	-31	-11	-20	-31	-58	-32
08 Jul		-16	-16	-7	-28	-19	14	-10	-9	-26	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14
Ago		-19	-10	-9	-25	-20	21	-14	-8	-26	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12
Sep		-22	-20	-12	-34	-27	21	-16	-6	-36	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
Oct		-27	-20	-18	-37	-32	27	-16	-27	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
Nov		-32	-40	-21	-44	-38	31	-18	-26	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
Dic		-34	-47	-24	-49	-48	29	-20	-34	-49	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09 Ene		-31	-41	-21	-47	-44	26	-17	-27	-46	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
Feb		-35	-54	-23	-54	-57	29	-22	-31	-52	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32
Mar		-36	-55	-26	-55	-60	28	-21	-38	-51	-31	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
Abr		-33	-42	-15	-56	-58	27	-22	-33	-43	-47	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
May		-31	-41	-12	-55	-57	25	-21	-31	-38	-51	-25	-26	-37	2	-18	-33	-61	-34
Jun		-30	-32	-10	-56	-54	26	-18	-25	-42	-58	-26	-24	-35	-3	-34	-32	-63	-33
Jul		-27	-25	-6	-55	-56	19	-18	-32	-33	-28	-25	-20	-22	-15	-21	-30	-61	-33
Ago		-25	-27	-2	-55	-49	19	-18	-22	-30	-37	-24	-26	-21	-7	-3	-25	-56	-32
Sep		-25	-25	-5	-53	-45	17	-21	-25	-26	-46	-18	-20	-24	9	-23	-24	-56	-30
Oct		-24	-16	-5	-52	-48	16	-18	-24	-26	-50	-37	-19	-46	-25	-21	-21	-53	-29

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

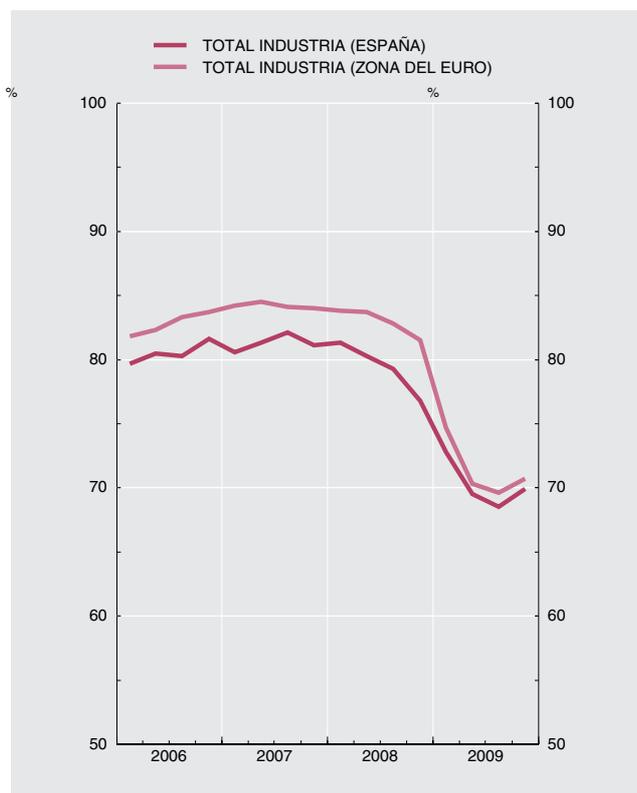
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

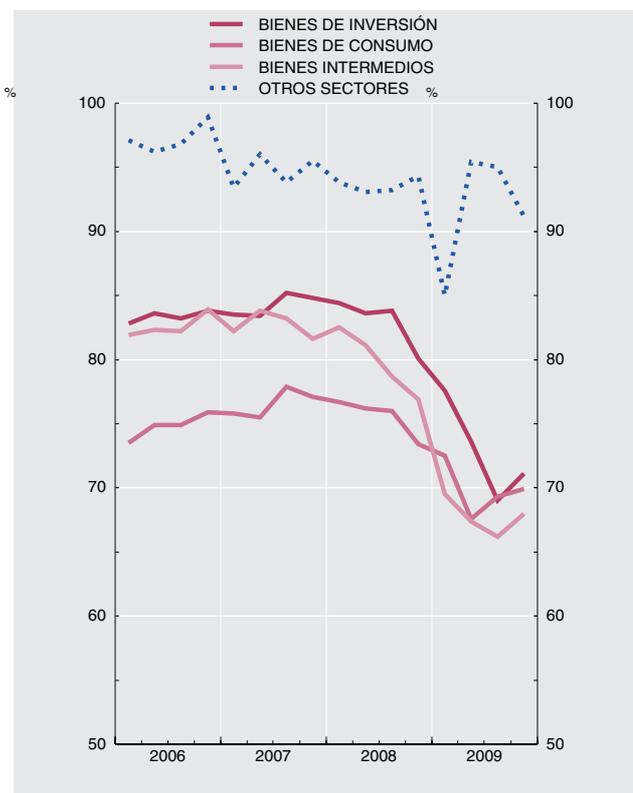
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<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-IV</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>09 I-IV</b>	70,2	70,4	25	69,8	70,6	17	72,8	72,7	24	67,8	67,7	34	91,7	92,6	1	71,3
<b>07 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>07 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>07 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>08 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>08 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>08 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>09 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	-	70,3
<b>09 III</b>	68,5	69,4	30	69,3	70,7	18	69,0	69,3	34	66,2	66,9	38	95,0	96,0	2	69,6
<b>09 IV</b>	69,9	70,1	25	69,9	71,1	22	71,1	72,7	22	68,0	66,5	29	91,2	92,2	-	70,7

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

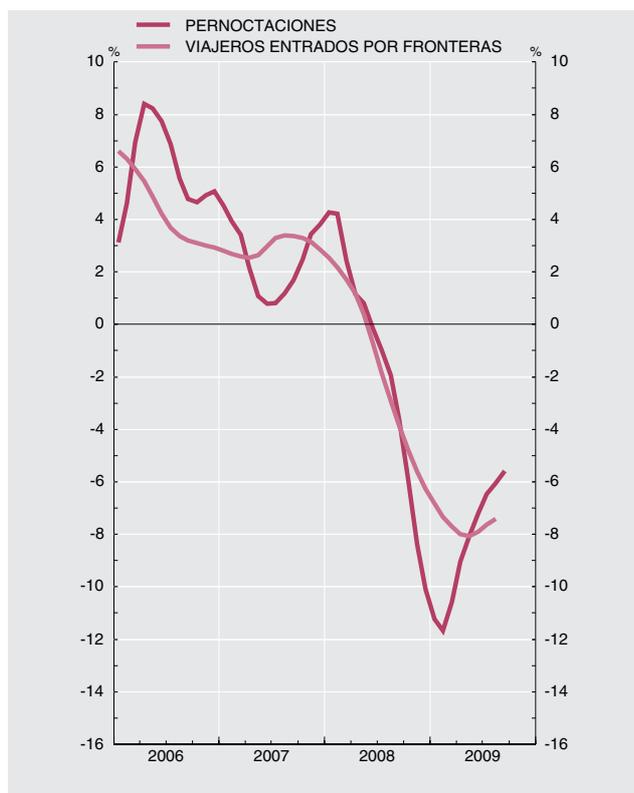
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

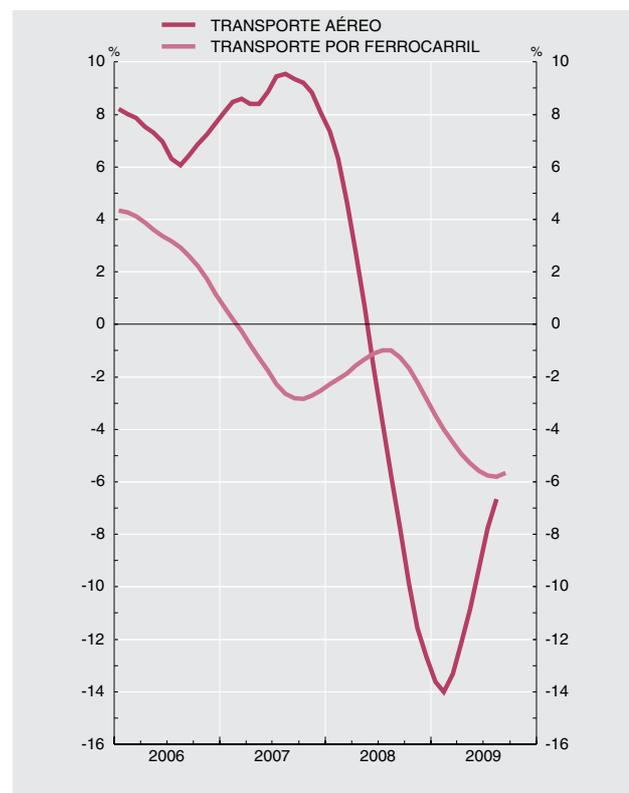
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,9	3,7	4,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,2	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,5	-10,3
08 E-S	0,3	1,9	0,5	1,7	0,5	-0,9	2,5	-0,1	-4,2	2,8	2,8	-1,0	1,3	-0,4	-6,4
09 E-S	-8,2	-11,4	-7,6	-10,0	-7,3	-9,8	-3,7	...	...	...	...	...	...	-6,7	...
08 Jun	-3,2	-1,6	-2,5	-1,8	1,5	0,6	3,1	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	1,1	-8,9
Jul	0,5	1,6	0,7	2,7	-4,4	-7,4	0,8	-3,5	-9,0	0,0	3,5	-5,0	0,0	0,3	-7,3
Ago	-0,7	-0,0	-0,5	1,1	-0,4	-3,0	2,9	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-11,7
Sep	-3,0	-2,1	-2,8	-2,2	-6,4	-5,8	-7,2	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	0,6	-4,8
Oct	-6,7	-3,6	-5,2	-2,9	-5,8	-4,9	-7,2	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	-1,1	-5,7	0,5	-14,2
Nov	-12,0	-11,5	-10,5	-8,6	-7,9	-11,5	-3,5	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	0,3	-26,8
Dic	-9,3	-12,3	-10,6	-11,0	-10,3	-12,9	-7,6	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	-2,9	-27,8
09 Ene	-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	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-8,7	-15,7	0,3	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-33,1
Mar	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,3	-20,8	-12,5	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-13,0
Abr	-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	-8,2	-10,4	-8,9	-10,2	-11,1	-11,7	-10,3	-11,9	-13,0	-11,2	-19,9	-5,1	-18,0	-3,8	-32,1
Jun	-7,2	-9,5	-6,4	-7,1	-9,4	-10,0	-8,4	-8,7	-9,2	-8,4	-21,4	-2,6	-12,9	-7,7	-28,1
Jul	-5,2	-9,0	-5,5	-9,0	-3,2	-6,1	1,5	-4,8	-2,5	-6,1	-9,4	4,0	-15,9	-6,3	-29,4
Ago	-4,9	-10,9	-5,0	-10,6	-4,3	-8,1	0,2	-5,4	-1,4	-7,7	-10,4	...	...	-8,4	-28,3
Sep	-6,4	-9,7	-6,6	-8,8	-7,3	-9,5	-3,6	...	...	...	...	...	...	-7,0	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes.

En junio de 2009 se ha actualizado el directorio de establecimientos hoteleros de Canarias.

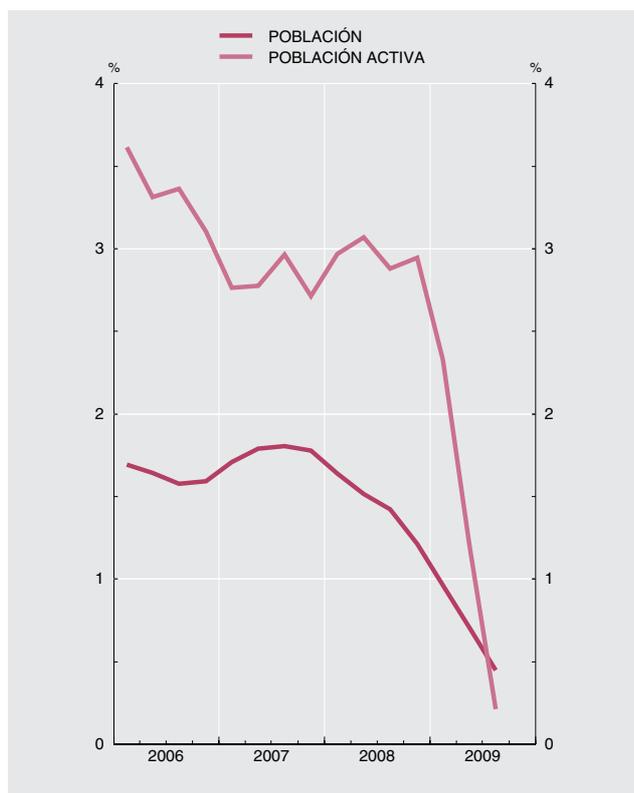
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

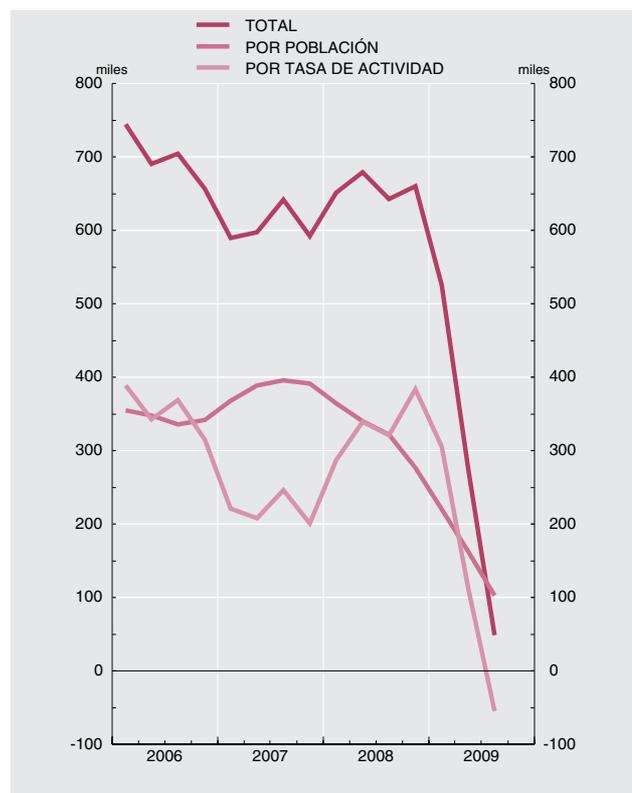
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				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-III	M	38 158	573	1,5	59,69	22 776	1 973	1 027	947	3,0	
09 I-III	M	38 428	269	0,7	60,01	23 059	849	485	364	1,2	
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8	
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8	
III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0	
IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7	
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0	
II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1	
III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9	
IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	

#### ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



#### POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



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

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

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

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

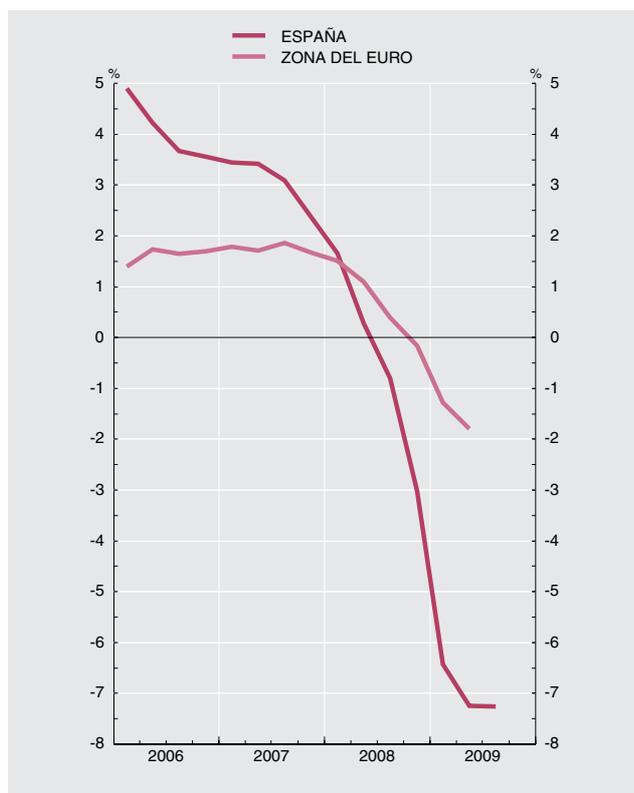
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

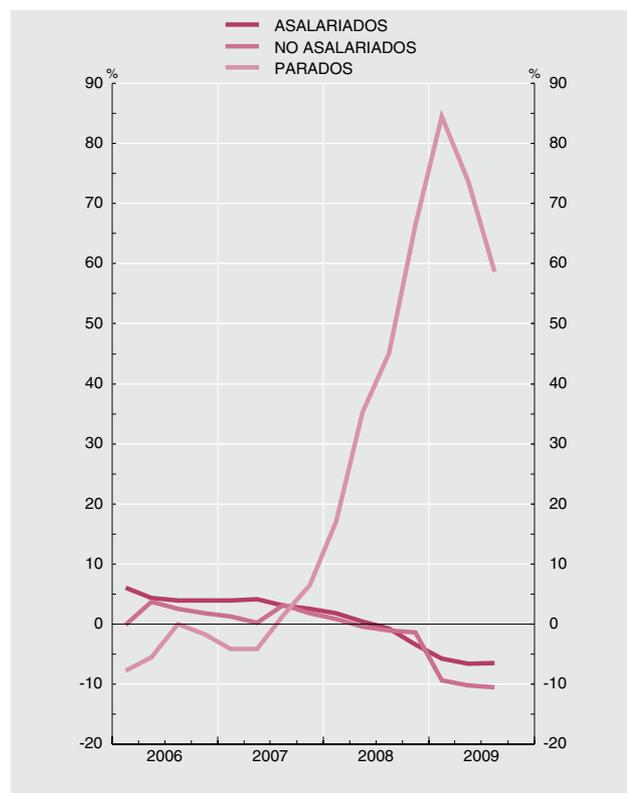
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<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	8,35
<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	7,49
<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-III</b>	M	20 391	76	0,4	16 806	84	0,5	3 586	-9	-0,2	2 385	582	32,3	10,47	1,0	7,40
<b>09 I-III</b>	M	18 969	-1 423	-7,0	15 743	-1 062	-6,3	3 225	-360	-10,1	4 091	1 706	71,5	17,74	...	9,21
<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	7,49
<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	1,9	7,45
<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	7,34
<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	7,23
<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	0,4	7,60
<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	-0,2	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	-1,3	8,78
<b>II</b>		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,8	9,28
<b>III</b>		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	...	9,58

**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).

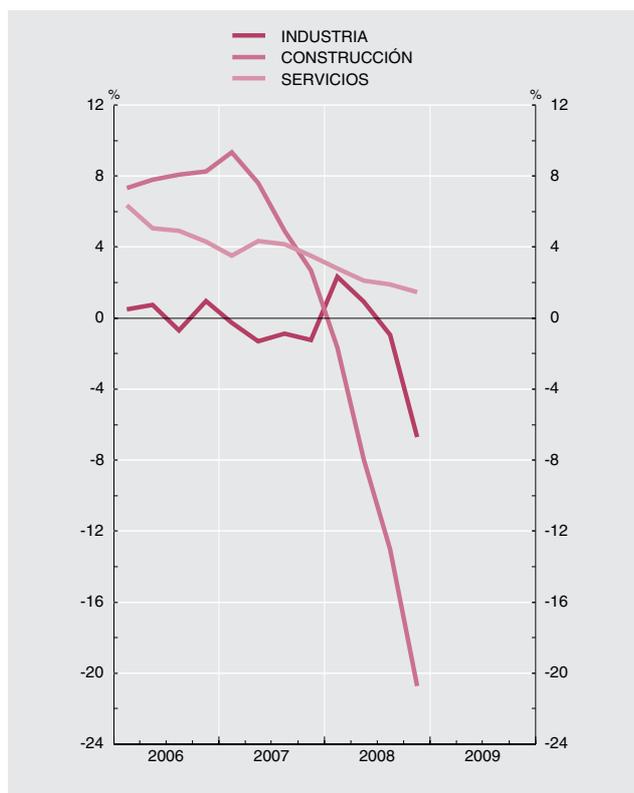
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

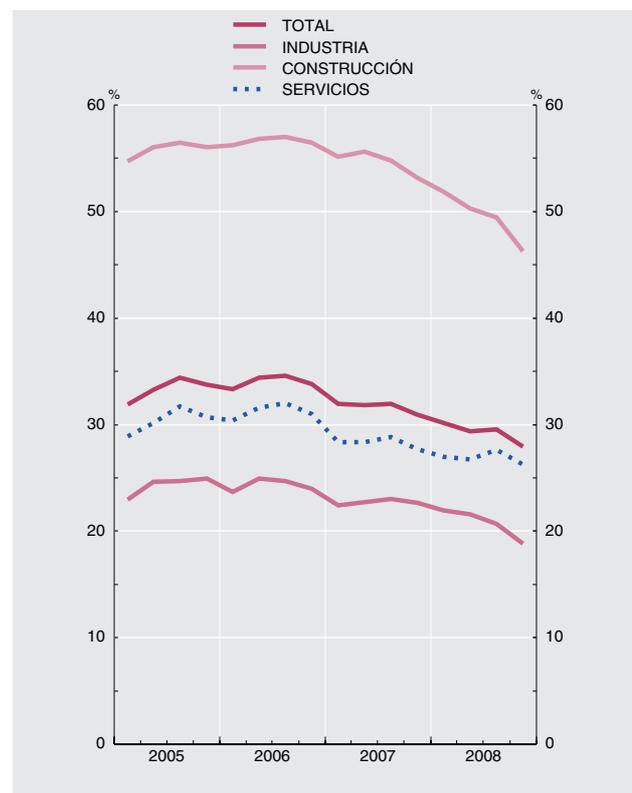
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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	8,2	56,3	5,0	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,3	3,8	3,8	28,4	3,3
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
08 I-III	M	0,4	0,5	29,7	-5,2	-9,5	57,4	0,5	0,9	21,4	-7,2	-8,3	49,9	2,2	2,6	27,2	-0,6
09 I-III	M	-7,0	-6,3	25,5	-4,5	0,4	59,0	-13,7	-13,6	15,8	-24,7	-27,0	42,1	-2,3	-1,1	24,2	-7,3
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,2	63,1	-0,4	-0,3	22,7	9,4	10,0	54,7	3,5	3,8	28,4	3,6
II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,3	58,6	-1,3	-0,8	22,8	7,5	8,9	55,2	4,3	4,7	28,4	3,8
III		3,1	3,1	31,9	-3,1	0,3	55,6	-0,9	-0,7	23,2	4,8	5,4	54,4	4,1	3,7	28,9	3,4
IV		2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,1	27,8	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,1	21,9	-1,4	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0
II		0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,8	1,1	21,4	-7,5	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5
III		-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,6	20,8	-12,6	-14,1	48,7	2,0	2,4	27,7	-0,6
IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

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

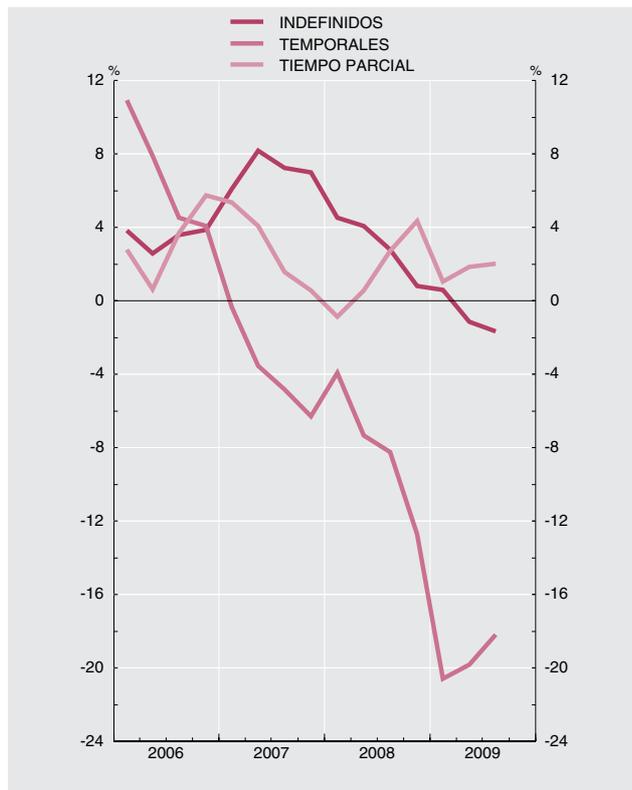
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

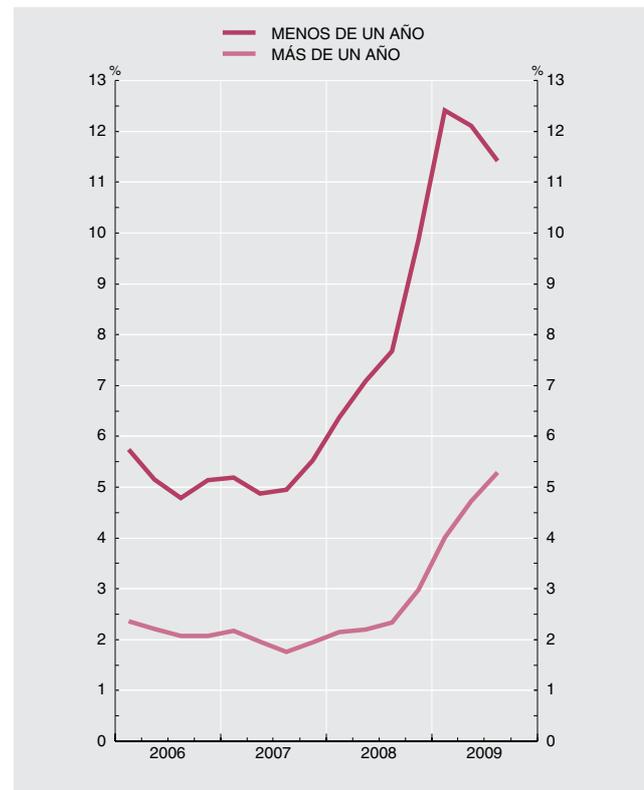
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		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-III	M	431	3,8	-347	-6,5	29,69	-175	-1,2	15	0,7	12,13	7,04	45,0	2,23	16,9
09 I-III	M	-87	-0,7	-975	-19,5	25,50	-1 136	-7,7	34	1,6	13,16	11,98	72,2	4,67	112,3
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

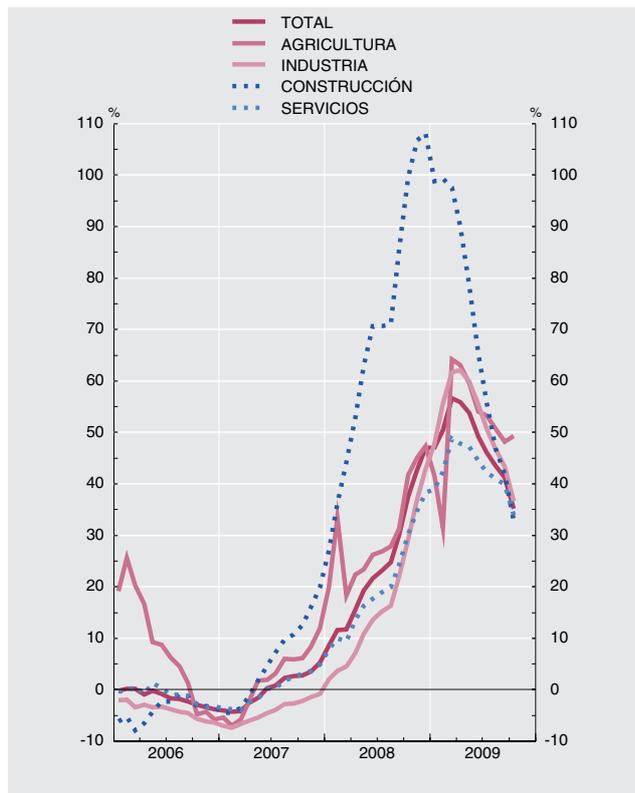
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

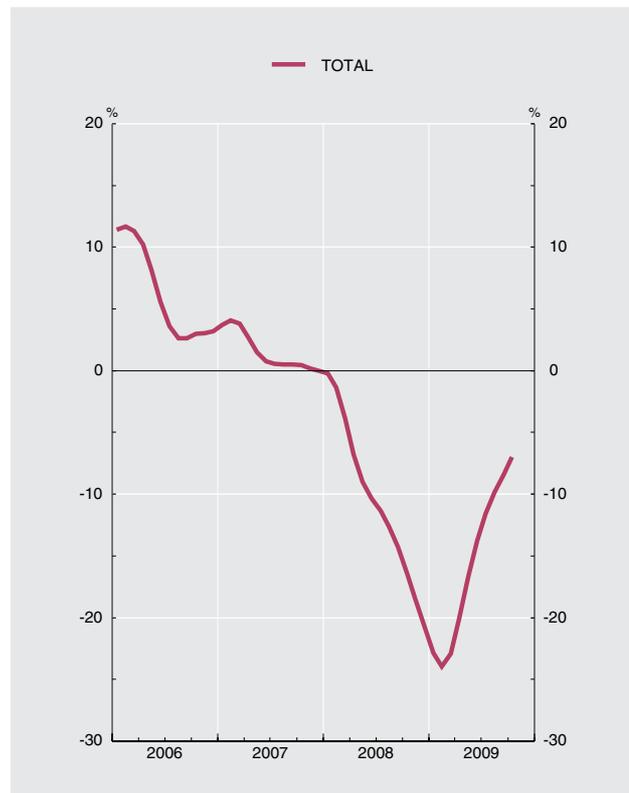
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación 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	Agricoltura	Total	Industria	Construcción								Servicios
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
08 E-O	M	2 436	412	20,3	5,1	22,2	27,2	22,1	12,3	62,5	16,7	1 432	-9,2	11,63	25,15	88,37	1 407	-8,0
09 E-O	M	3 594	1 157	47,5	33,3	49,1	51,5	49,1	52,0	70,7	42,7	1 168	-18,4	9,65	27,75	90,35	1 168	-17,0
08 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
08 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
08 Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
08 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
09 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
09 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
09 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
09 May		3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	47,2	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2
09 Jun		3 565	1 174	49,1	35,7	50,3	54,0	50,3	55,3	65,3	44,5	1 275	-10,2	8,45	27,70	91,55	1 260	-8,8
09 Jul		3 544	1 117	46,0	41,7	46,4	53,3	46,2	50,7	55,8	42,2	1 403	-13,7	7,92	29,98	92,08	1 383	-12,5
09 Ago		3 629	1 099	43,4	46,2	43,2	50,7	43,0	46,7	46,9	40,9	945	-10,0	7,27	26,95	92,73	963	-6,5
09 Sep		3 709	1 084	41,3	45,3	41,0	48,2	40,8	43,3	41,8	39,9	1 355	-9,8	9,48	30,88	90,52	1 398	-7,3
09 Oct		3 808	990	35,1	43,6	34,5	49,4	34,1	36,6	32,8	33,9	1 358	-14,3	9,32	32,90	90,68	1 380	-12,1

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.

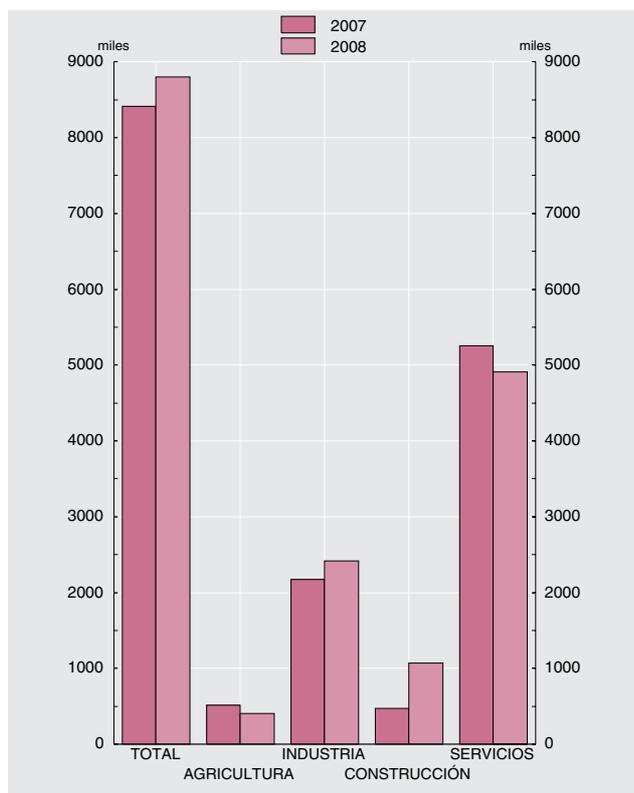
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

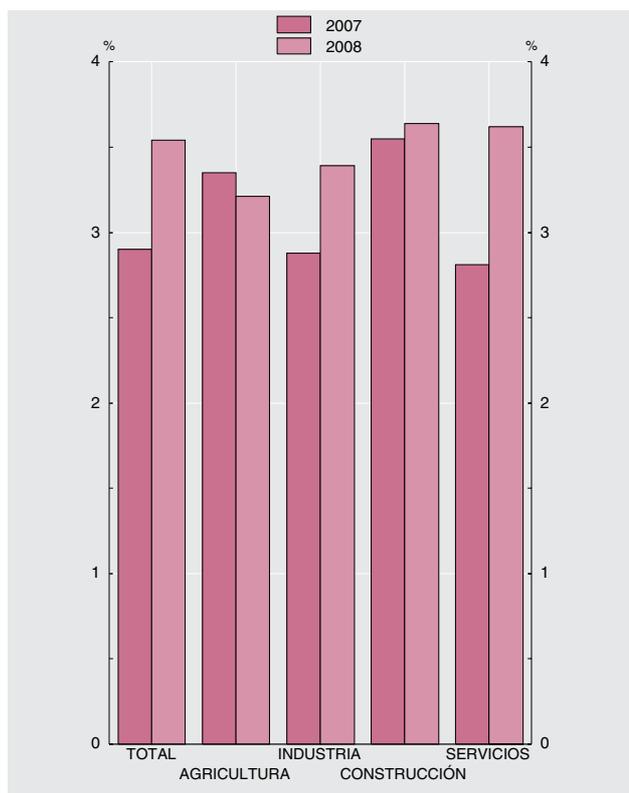
Miles de personas y porcentajes

	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 re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (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>	11 427	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>08 May</b>	11 205	3,58	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>Jun</b>	11 254	3,58	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>Jul</b>	11 262	3,58	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>Ago</b>	11 263	3,58	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>Sep</b>	11 385	3,60	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>Oct</b>	11 424	3,60	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>Nov</b>	11 425	3,60	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>Dic</b>	11 427	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09 Ene</b>	8 193	2,61	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>Feb</b>	8 199	2,61	5 977	6	5 983	689	189	1 827	841	3 125	2,68	1,86	2,68	2,81	2,52	3,59	2,53
<b>Mar</b>	8 200	2,61	6 215	19	6 234	610	193	1 862	939	3 240	2,70	2,73	2,70	2,85	2,52	3,58	2,55
<b>Abr</b>	8 377	2,59	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
<b>May</b>	8 378	2,59	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53
<b>Jun</b>	8 380	2,59	7 042	343	7 385	135	440	1 913	1 114	3 918	2,66	2,99	2,67	2,45	2,51	3,56	2,52
<b>Jul</b>	8 383	2,59	7 069	367	7 436	-30	445	1 939	1 114	3 939	2,66	2,92	2,67	2,44	2,51	3,58	2,52
<b>Ago</b>	8 385	2,59	7 070	376	7 446	-207	447	1 942	1 114	3 944	2,66	2,90	2,67	2,45	2,51	3,58	2,52
<b>Sep</b>	8 385	2,59	7 350	478	7 828	-162	455	1 973	1 114	4 287	2,64	2,65	2,64	2,44	2,50	3,58	2,48
<b>Oct</b>	8 386	2,59	7 491	895	8 386	19	480	2 005	1 146	4 755	2,63	2,30	2,59	2,40	2,48	3,58	2,42

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.

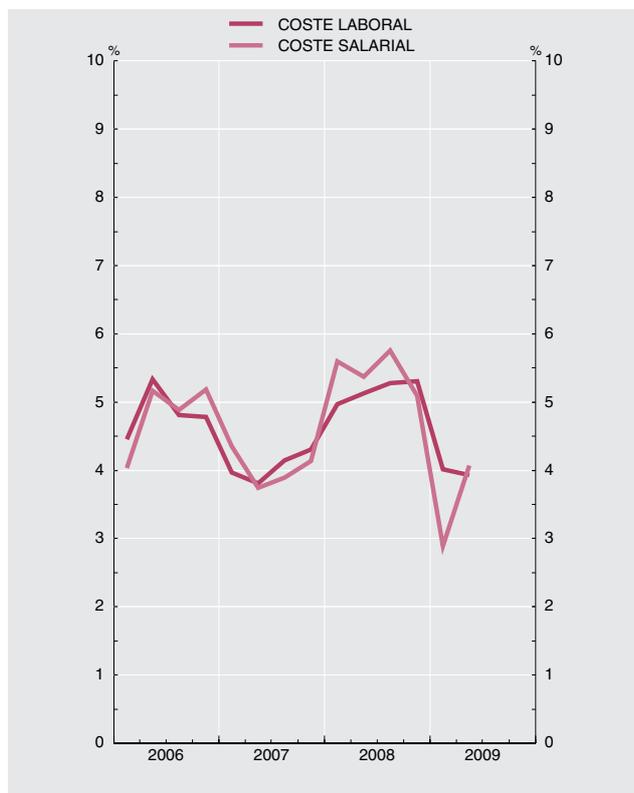
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

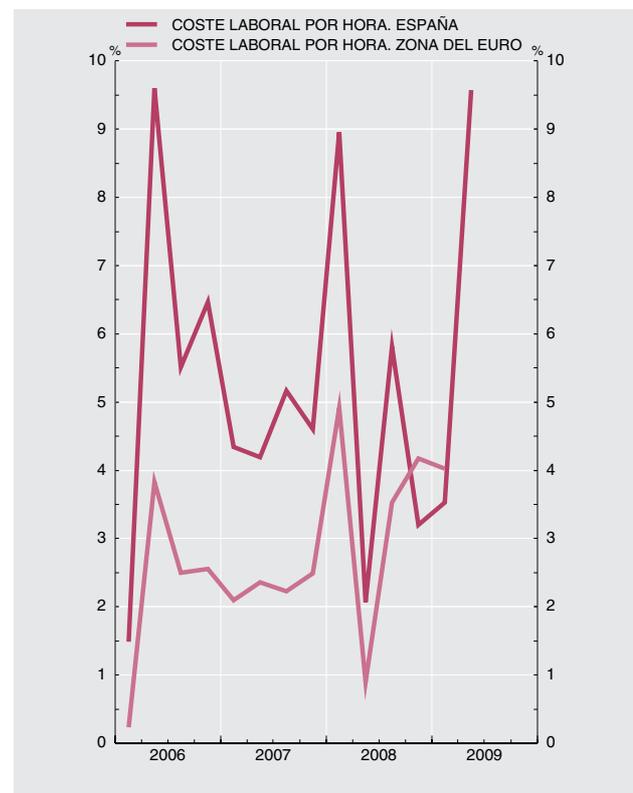
Tasas de variación interanual

		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	2,3	
07	MP	4,1	3,6	4,8	4,1	4,6	4,0	3,4	4,5	4,2	4,6	4,1	2,3	
08	MP	5,2	5,1	6,5	5,0	4,9	5,4	5,6	6,5	5,1	5,1	4,4	3,3	
08	I-II	MP	5,1	5,2	6,0	4,9	5,4	5,5	5,9	6,5	5,0	5,8	3,9	2,8
09	I-II	MP	4,0	3,4	6,3	3,9	6,6	3,5	1,7	5,0	3,7	6,1	5,3	...
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	2,6
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	2,1
	II	P	3,8	2,6	4,2	4,1	4,2	3,7	3,5	3,6	3,9	4,2	4,0	2,4
	III	P	4,1	3,7	4,9	4,2	5,2	3,9	2,9	4,0	4,2	5,0	4,8	2,2
	IV	P	4,3	3,9	5,3	4,3	4,6	4,1	3,3	5,4	4,1	4,4	4,8	2,5
08	I	P	5,0	4,3	5,7	5,0	9,0	5,6	6,1	5,8	5,2	9,6	3,3	4,9
	II	P	5,1	6,2	6,2	4,7	2,1	5,4	5,6	7,2	4,9	2,3	4,4	0,9
	III	P	5,3	4,5	6,0	5,5	5,8	5,8	5,3	6,3	5,7	6,3	4,0	3,5
	IV	P	5,3	5,2	7,9	5,0	3,2	5,1	5,3	6,7	4,7	3,0	6,0	4,2
09	I	P	4,0	3,9	6,5	3,8	3,5	2,9	1,1	4,5	3,0	2,4	7,1	4,0
	II	P	3,9	3,0	6,1	4,1	9,6	4,1	2,3	5,5	4,3	9,7	3,5	...

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

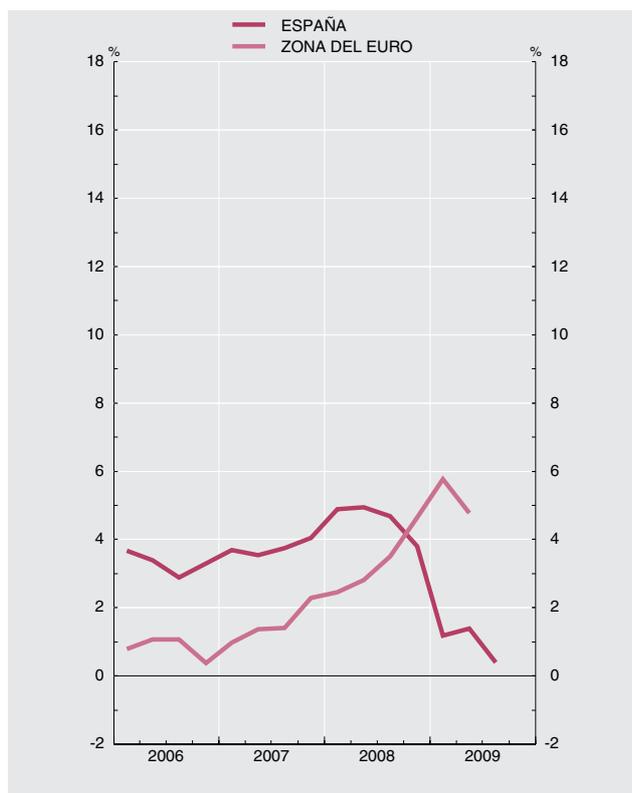
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

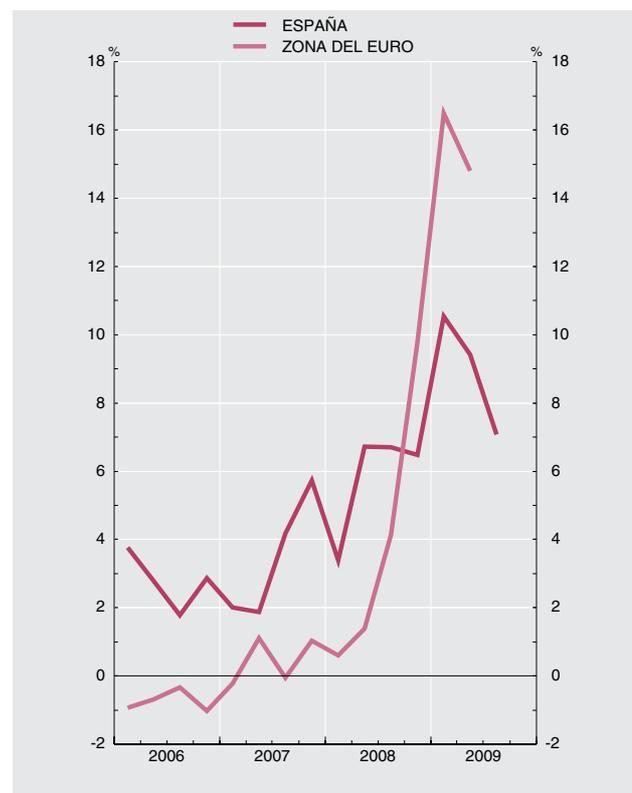
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro (d)
								España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>06</b>	P	3,3	0,8	4,0	2,3	0,7	1,5	4,0	3,1	3,3	1,6	2,8	-0,7
<b>07</b>	P	3,8	1,5	4,5	2,5	0,7	0,9	3,6	2,7	2,8	1,8	3,4	0,5
<b>08</b>	P	4,6	3,4	6,1	3,2	1,5	-0,2	0,9	0,6	-0,6	0,7	5,7	4,0
<b>06 IV</b>	P	3,3	0,4	4,3	2,1	1,0	1,7	4,0	3,5	3,1	1,7	2,9	-1,0
<b>07 I</b>	P	3,7	1,0	4,4	2,6	0,7	1,6	4,0	3,4	3,3	1,8	2,0	-0,2
<b>II</b>	P	3,5	1,4	4,2	2,3	0,7	0,9	3,8	2,7	3,1	1,7	1,9	1,1
<b>III</b>	P	3,7	1,4	4,5	2,2	0,7	0,8	3,5	2,7	2,8	1,9	4,2	-0,0
<b>IV</b>	P	4,0	2,3	4,9	2,8	0,9	0,5	3,1	2,2	2,2	1,7	5,7	1,0
<b>08 I</b>	P	4,9	2,4	6,0	3,1	1,0	0,6	2,5	2,2	1,5	1,5	3,4	0,6
<b>II</b>	P	5,0	2,8	6,4	3,2	1,4	0,3	1,7	1,5	0,3	1,1	6,7	1,4
<b>III</b>	P	4,7	3,5	6,2	3,5	1,4	-0,0	0,4	0,4	-1,0	0,4	6,7	4,1
<b>IV</b>	P	3,8	4,6	6,0	2,9	2,1	-1,6	-1,2	-1,8	-3,2	-0,2	6,5	9,8
<b>09 I</b>	P	1,2	5,8	4,5	1,8	3,2	-3,7	-3,2	-4,9	-6,3	-1,3	10,5	16,5
<b>II</b>	P	1,4	4,8	4,7	1,6	3,2	-3,1	-4,2	-4,8	-7,2	-1,8	9,4	14,8
<b>III</b>	P	0,4	...	3,9	...	3,4	...	-4,0	-4,1	-7,2	...	7,1	...

**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

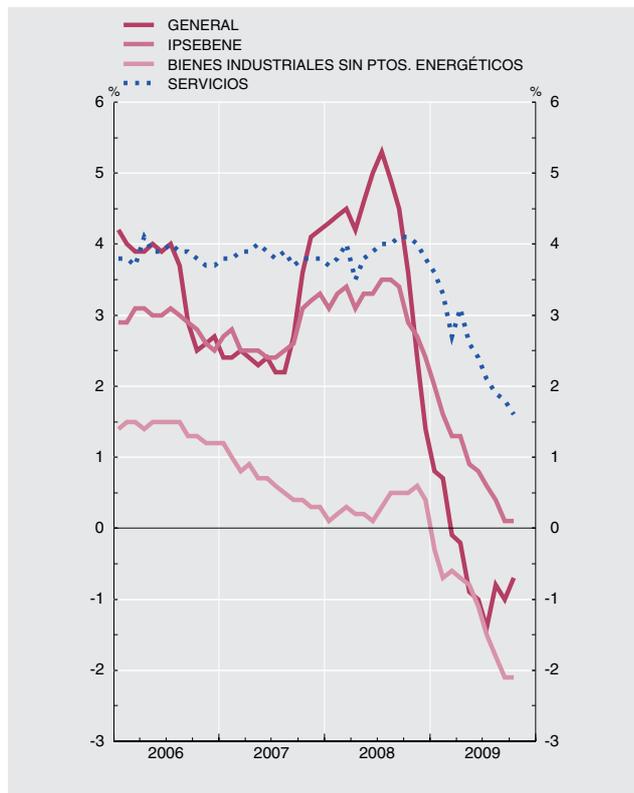
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m-1 (a)	T-12 (b)	s/T-dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T-12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	98,3	-1,7
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
08 E-O	M	106,9	0,2	4,5	1,5	4,4	7,1	0,3	15,3	3,9	3,3	109,0	7,2
09 E-O	M	106,5	0,0	-0,5	-0,4	-1,0	0,9	-1,2	-11,4	2,5	0,9	...	...
08 Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	3,5	101,4	12,6
Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	3,5	98,8	6,0
Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	3,4	105,1	-0,8
Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	2,9	104,1	-7,6
Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	2,7	101,7	-10,5
Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	2,4	100,5	-10,3
09 Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	2,0	101,0	-7,2
Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	1,6	102,9	-5,4
Mar		105,8	0,2	-0,1	-1,1	0,8	1,2	-0,6	-11,6	2,7	1,3	105,4	-7,1
Abr		106,8	1,0	-0,2	-0,1	-	0,7	-0,7	-12,4	3,1	1,3	107,8	-7,7
May		106,8	-	-0,9	-0,1	-0,6	-	-0,8	-15,3	2,6	0,9	101,8	-15,1
Jun		107,2	0,4	-1,0	0,3	-2,7	0,4	-1,1	-14,2	2,4	0,8	93,7	-17,2
Jul		106,3	-0,9	-1,4	-0,5	-2,7	0,9	-1,5	-15,9	2,1	0,6	83,3	-17,9
Ago		106,7	0,3	-0,8	-0,2	-2,5	0,8	-1,8	-10,2	1,9	0,4	83,7	-15,3
Sep		106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	0,1	...	...
Oct		107,2	0,7	-0,7	0,3	-2,6	0,4	-2,1	-6,6	1,6	0,1	...	...

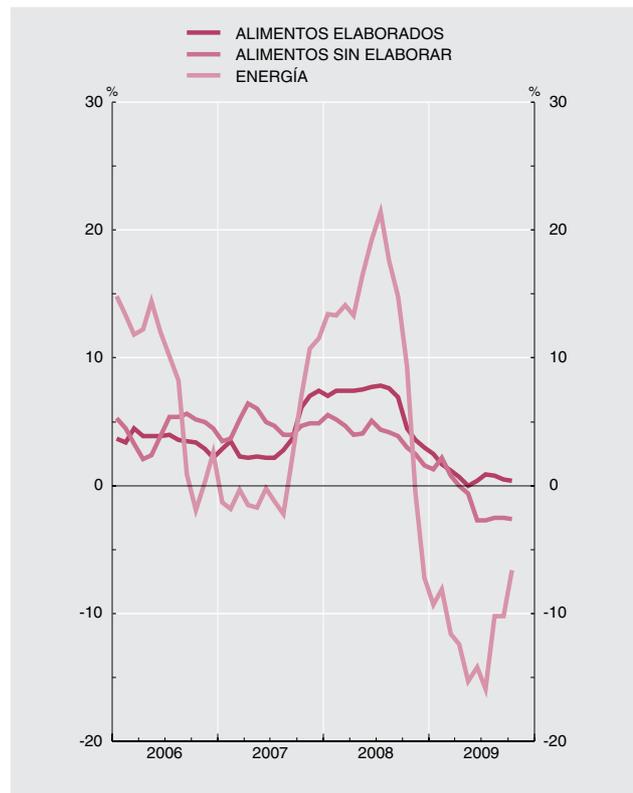
#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



#### ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

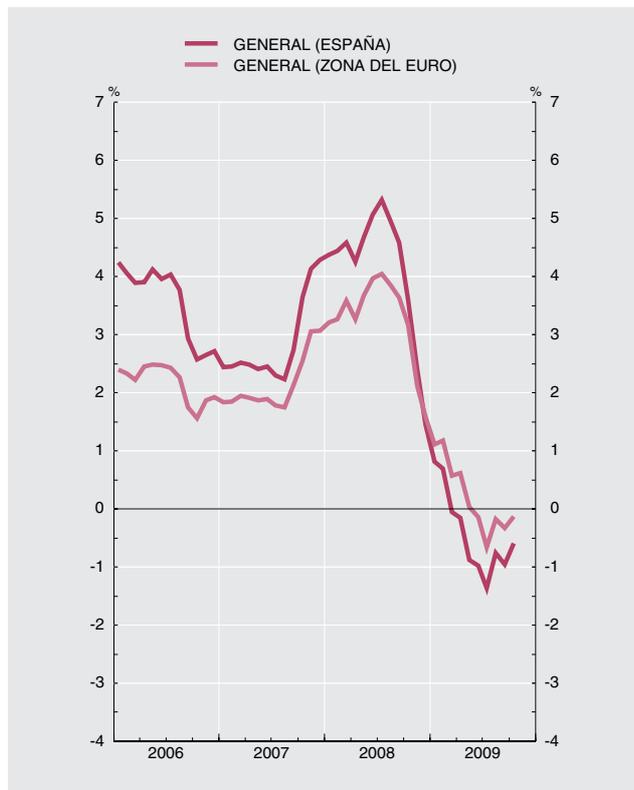
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

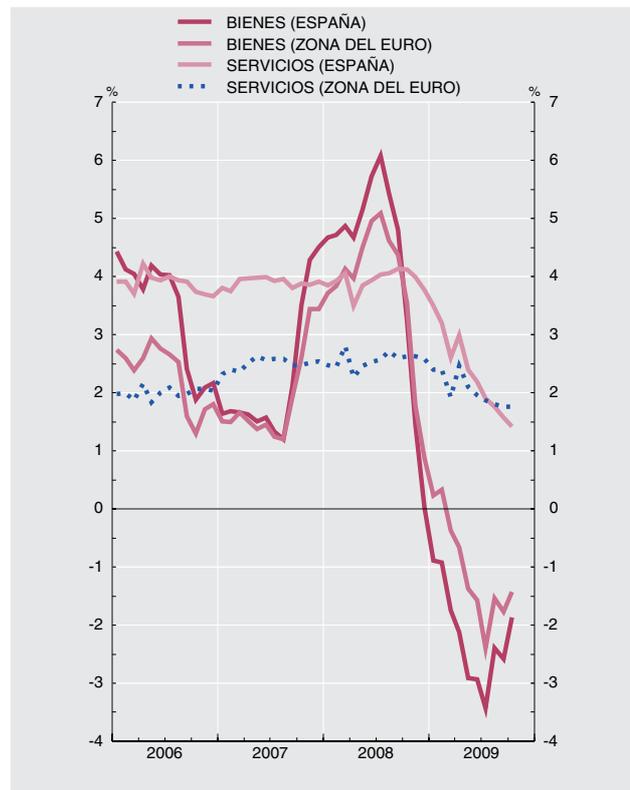
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
08 E-O	M	4,6	3,6	4,9	4,3	6,2	5,4	8,3	6,5	4,2	3,7	4,1	3,7	0,4	0,8	15,3	12,8	3,9	2,5
09 E-O	MP	-0,4	0,2	-2,2	-1,1	0,3	0,9	1,0	1,2	-0,4	0,5	-3,6	-2,0	-0,9	0,6	-11,4	-9,5	2,3	2,0
08 Jul		5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6
08 Ago		4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7
08 Sep		4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6
08 Oct		3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6
08 Nov		2,4	2,1	1,5	1,8	3,2	3,7	3,5	4,2	2,9	2,8	0,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,7	4,0	2,6
08 Dic		1,5	1,6	-	0,9	2,6	3,3	3,0	3,5	2,1	2,8	-1,5	-0,3	0,4	0,8	-7,1	-3,7	3,8	2,6
09 Ene		0,8	1,1	-0,9	0,2	2,1	2,7	2,4	2,7	1,8	2,6	-2,5	-1,0	-0,2	0,5	-9,2	-5,3	3,5	2,4
09 Feb		0,7	1,2	-0,9	0,3	1,9	2,5	1,6	2,0	2,2	3,3	-2,4	-0,7	-0,5	0,7	-8,0	-4,9	3,2	2,4
09 Mar		-0,1	0,6	-1,7	-0,4	1,0	1,9	1,0	1,6	1,1	2,4	-3,3	-1,5	-0,4	0,8	-11,5	-8,1	2,6	1,9
09 Abr		-0,2	0,6	-2,1	-0,7	0,5	1,4	0,6	1,2	0,3	1,6	-3,6	-1,7	-0,6	0,8	-12,3	-8,8	3,0	2,5
09 May		-0,9	-	-2,9	-1,4	-0,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-4,5	-2,5	-0,6	0,8	-15,2	-11,6	2,4	2,1
09 Jun		-1,0	-0,1	-2,9	-1,6	-0,6	0,7	0,5	1,1	-1,7	-	-4,4	-2,7	-0,9	0,6	-14,1	-11,7	2,2	2,0
09 Jul		-1,4	-0,7	-3,4	-2,4	-0,3	-	1,2	0,8	-1,8	-1,1	-5,2	-3,6	-1,2	0,5	-15,8	-14,4	1,9	1,9
09 Ago		-0,8	-0,2	-2,4	-1,5	-0,2	-0,1	1,1	0,6	-1,6	-1,2	-3,6	-2,3	-1,4	0,6	-10,2	-10,2	1,8	1,8
09 Sep		-1,0	-0,3	-2,6	-1,8	-0,5	-0,2	0,7	0,5	-1,8	-1,3	-3,8	-2,6	-1,6	0,5	-10,1	-11,0	1,6	1,8
09 Oct	P	-0,6	-0,1	-1,9	-1,4	-0,5	-0,4	0,8	0,3	-2,0	-1,6	-2,7	-2,0	-1,6	0,3	-6,5	-8,5	1,4	1,8

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))

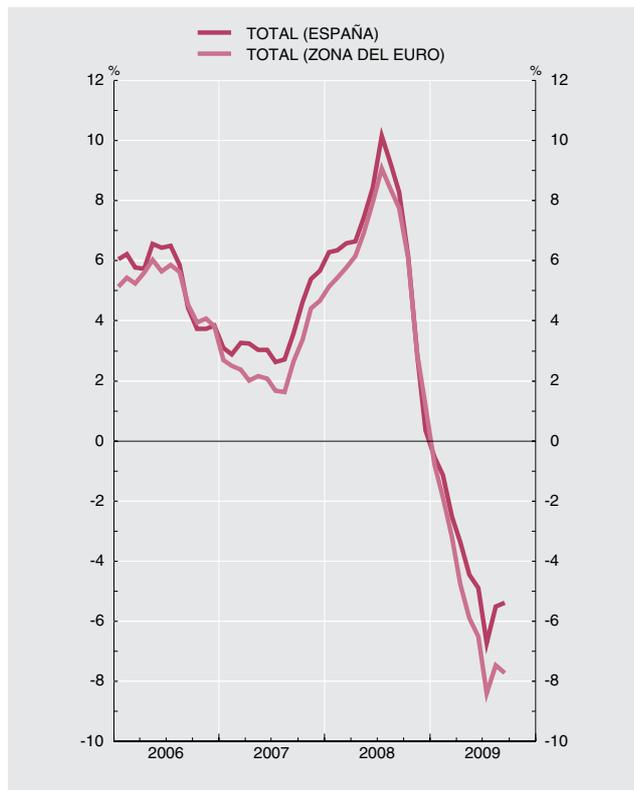
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

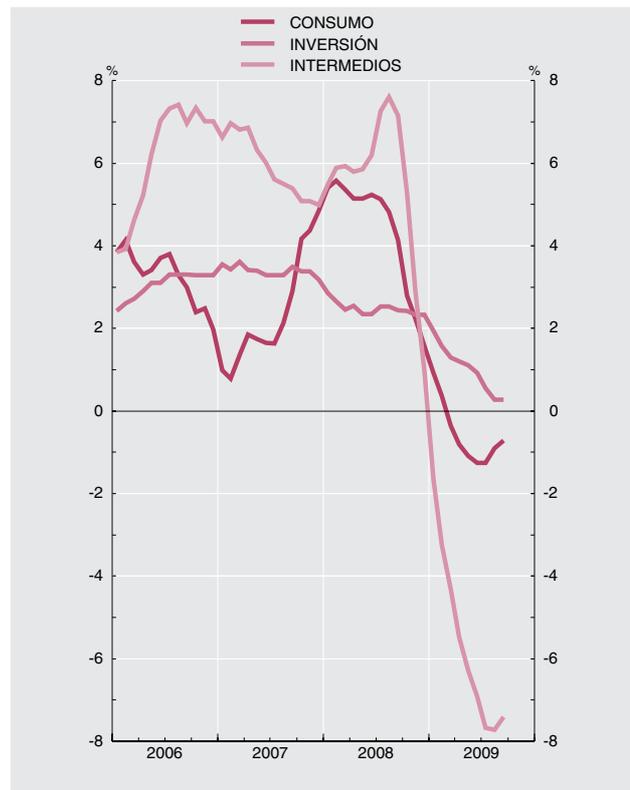
Tasas de variación interanual

		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	5,1	1,5	1,6	4,6	13,6
<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	6,1	3,9	2,1	4,0	14,2
<b>08 E-S</b>	MP	116,9	—	7,7	—	5,1	—	2,5	—	6,4	—	17,5	6,9	4,6	2,0	4,4	16,7
<b>09 E-S</b>	MP	112,3	—	-3,9	—	-0,6	—	1,0	—	-5,7	—	-8,6	-5,2	-1,9	0,7	-5,3	-11,8
<b>08 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	7,9	4,8	2,2	4,3	20,4
<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	9,1	4,6	2,3	5,4	23,9
<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	8,4	4,2	2,4	5,4	21,4
<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	7,7	3,7	2,2	5,5	19,4
<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	6,1	2,8	2,8	4,1	14,5
<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	4,9
<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	1,0
<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	-0,8	-0,5	1,9	-1,2	-1,9
<b>Feb</b>	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,1	1,6	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,9	-1,0	1,8	-2,9	-3,6
<b>Mar</b>	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-0,1	1,3	-0,4	-4,3	-0,9	-5,0	-3,2	-1,6	1,5	-3,9	-6,9
<b>Abr</b>	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,6	-5,5	-0,3	-6,8	-4,8	-1,8	1,1	-5,0	-11,0
<b>May</b>	P	111,8	0,1	-4,4	-0,2	-1,1	-	1,1	-0,3	-6,3	1,1	-9,8	-5,9	-2,0	0,5	-5,7	-13,7
<b>Jun</b>	P	112,5	0,6	-4,9	-	-1,3	-0,1	0,9	-0,2	-6,9	3,2	-10,1	-6,5	-2,3	0,3	-6,4	-14,8
<b>Jul</b>	P	112,3	-0,2	-6,7	0,1	-1,3	-0,1	0,5	0,3	-7,7	-1,0	-16,0	-8,4	-2,5	-0,0	-7,5	-19,9
<b>Ago</b>	P	113,0	0,6	-5,5	0,5	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,6	-11,5	-7,5	-2,6	-0,2	-7,4	-16,7
<b>Sep</b>	P	112,5	-0,4	-5,4	0,1	-0,7	0,1	0,3	0,1	-7,4	-2,2	-11,5	-7,7	-2,7	-0,5	-7,4	-17,6

#### 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.

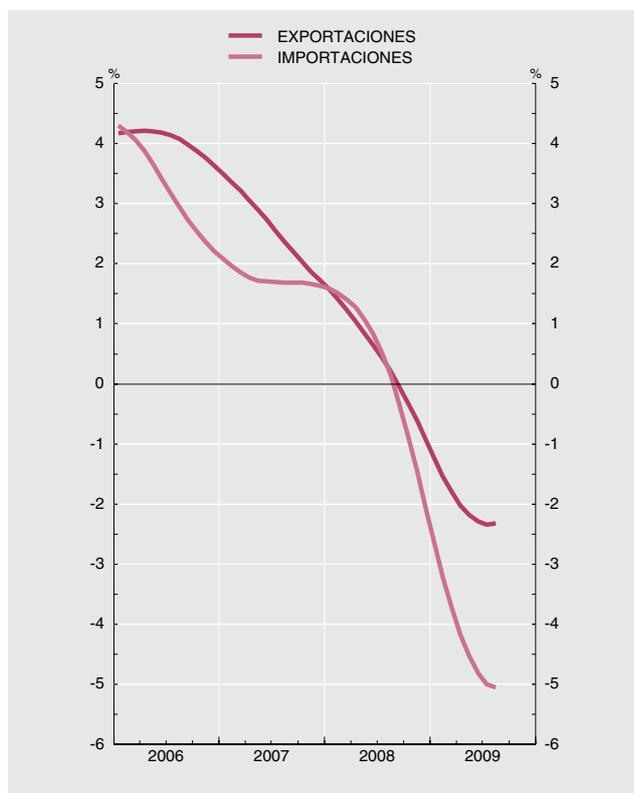
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

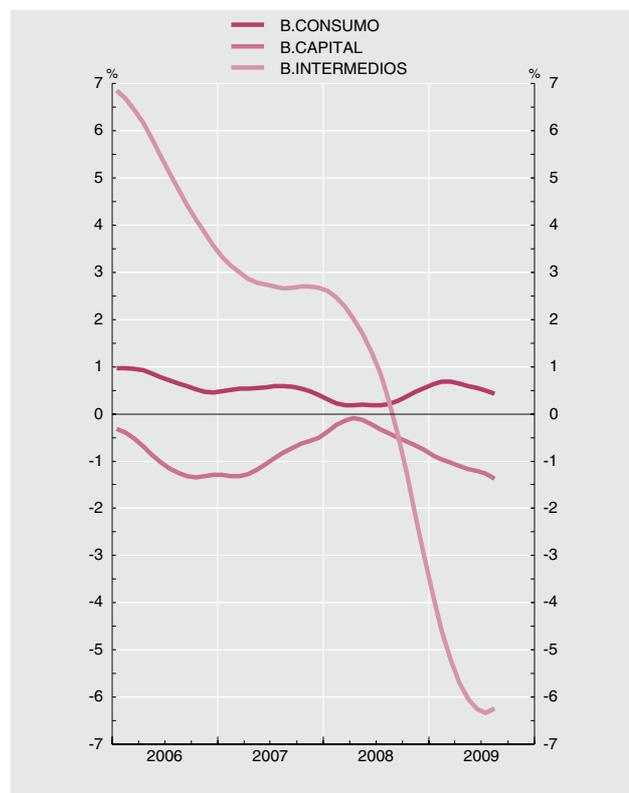
Tasas de variación interanual

	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>	2,1	1,2	2,2	2,7	36,7	-0,2	4,4	-1,5	2,7	7,1	29,4	-1,3
<b>09 E-A</b>	-6,4	-2,2	-6,4	-9,2	-27,1	-6,9	-10,2	-0,4	-3,2	-15,1	-31,9	-8,2
<b>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>08 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>09 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>09 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>09 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
<b>09 May</b>	-8,3	-3,5	0,2	-12,9	-34,4	-11,2	-10,1	1,4	-6,4	-15,2	-36,6	-8,6
<b>09 Jun</b>	-5,7	1,9	-8,2	-10,3	-30,2	-7,7	-10,7	-1,8	0,1	-15,2	-35,2	-6,5
<b>09 Jul</b>	-7,2	-1,0	-6,2	-11,7	-39,8	-7,5	-13,2	-5,5	5,2	-17,8	-33,6	-10,2
<b>09 Ago</b>	-11,2	-5,1	-8,5	-14,9	-42,1	-10,2	-16,4	-11,3	-15,0	-18,7	-29,7	-12,8

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

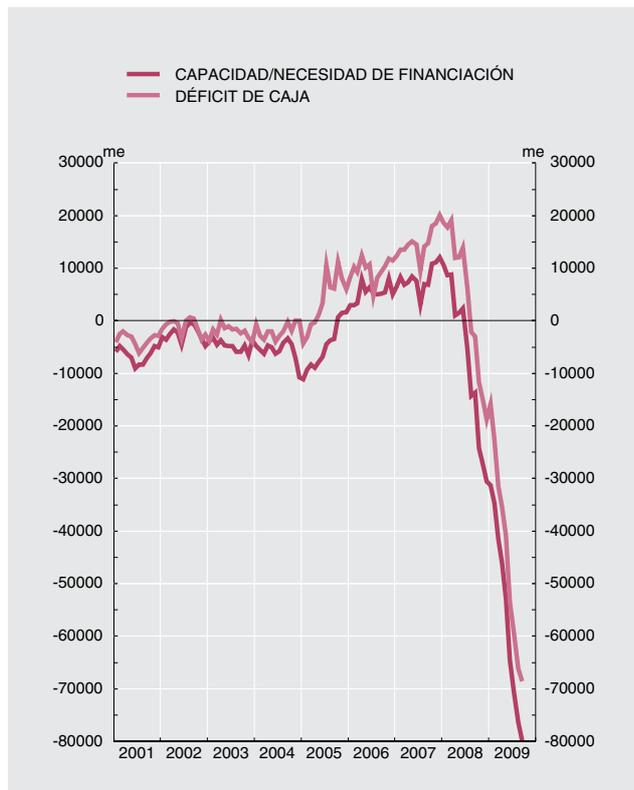
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

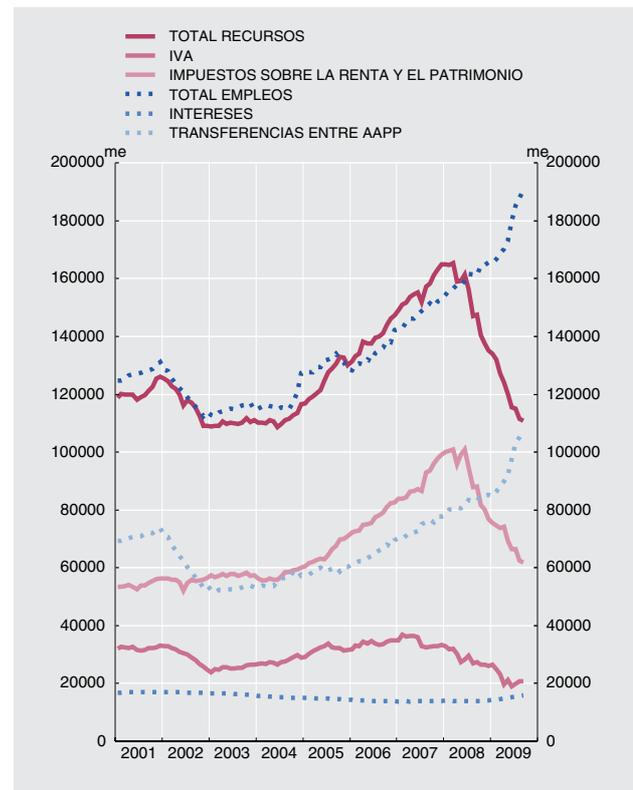
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital					Pro memoria: déficit de caja			
		Total	Impuesto 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
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	P -30 527	135 145	26 065	12 715	6 904	76 930	12 531	165 672	19 244	14 145	85 348	5 857	41 078	-18 747	129 336	148 082
08 E-S	P -13 457	96 727	18 726	9 667	3 954	56 012	8 368	110 184	13 750	10 370	59 741	2 538	23 785	-13 009	93 566	106 575
09 E-S	A -62 808	72 350	13 321	8 450	4 322	41 012	5 245	135 158	14 362	12 105	81 900	1 671	25 120	-62 800	70 701	133 501
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
09 Jun	A -19 066	1 875	-1 377	833	441	-52	2 030	20 941	2 734	1 378	12 339	112	4 378	-17 716	673	18 389
09 Jul	A -11 083	10 719	3 945	845	587	5 886	-544	21 802	1 442	1 434	16 025	253	2 648	-14 127	11 405	25 532
09 Ago	A -10 660	2 464	-5 428	1 066	410	6 081	335	13 124	1 441	1 374	7 627	185	2 497	-11 506	1 424	12 930
09 Sep	A -2 447	11 934	3 495	1 142	398	5 644	1 255	14 381	1 426	1 336	8 504	204	2 911	-347	11 521	11 868

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

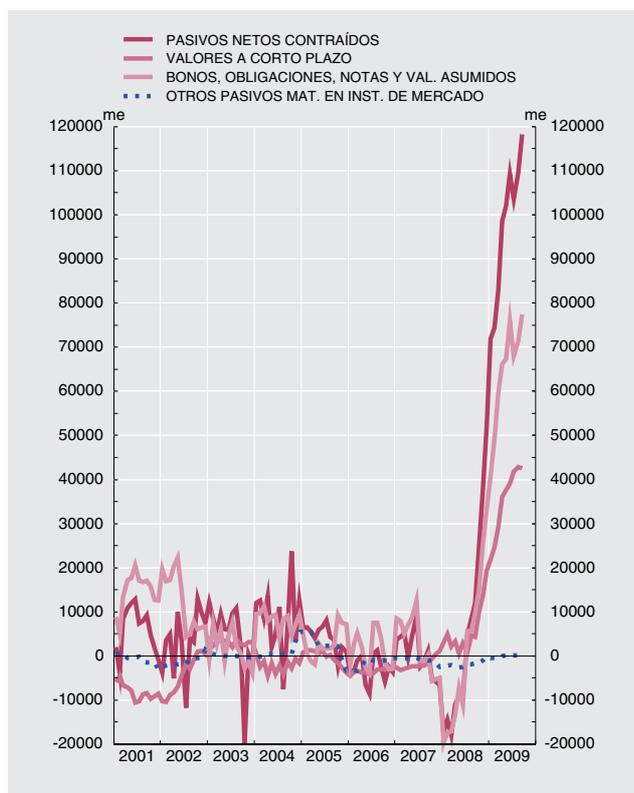
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

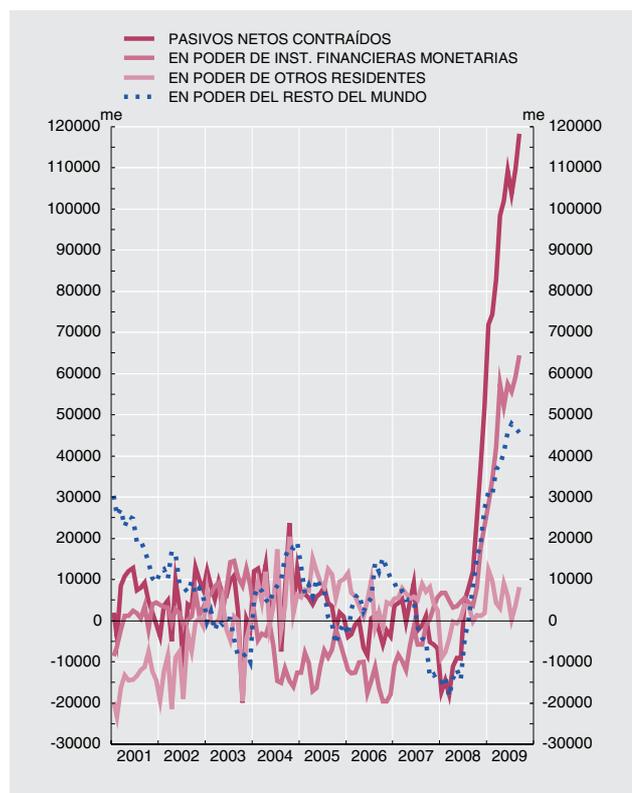
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Del cual	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
											Total	Instituciones financieras monetarias			Otros sectores residentes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 212	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	12 098	5 344	65	-6 754	-120	1 206	-4 916	-519	-2 495	-30	8 273	5 698	2 574	-15 026	-6 724
08	P -30 527	21 492	4 337	52 019	2 243	19 355	33 275	-520	-102	11	24 818	23 013	1 805	27 201	52 008
08 E-S	P -13 457	5 588	17	19 045	2 657	3 757	17 061	-520	-303	-950	1 204	837	367	17 841	19 995
09 E-S	A -62 808	22 501	-501	85 309	2 496	26 943	61 179	-535	-50	-2 227	48 959	42 305	6 654	36 350	87 537
09 Ene	A 722	11 613	3 998	10 891	3	5 821	-7 170	-	-24	12 263	6 676	5 531	1 145	4 215	-1 373
09 Feb	A 4 591	8 317	1 500	3 726	2	1 714	13 701	-	-11	-11 679	2 437	6 573	-4 136	1 289	15 404
09 Mar	A -12 907	-1 846	-3 498	11 061	780	3 916	11 559	-	-56	-4 359	7 338	5 890	1 448	3 723	15 420
09 Abr	A 1 034	17 507	13 478	16 473	-14	5 475	11 321	-535	-6	220	11 728	8 345	3 384	4 745	16 254
09 May	A -12 992	-4 662	-6 980	8 330	2	940	8 248	-	13	-871	4 372	931	3 441	3 958	9 201
09 Jun	A -19 066	-6 832	-8 999	12 234	3	1 141	11 477	-	31	-414	8 177	8 798	-621	4 057	12 649
09 Jul	A -11 083	-12 376	-3 906	-1 293	2	2 862	-6 468	-	27	2 286	-6 006	-5 437	-569	4 713	-3 579
09 Ago	A -10 660	-5 491	6	5 169	2	3 089	4 366	-	16	-2 303	3 909	1 960	1 948	1 260	7 471
09 Sep	A -2 447	16 271	3 900	18 718	1 715	1 986	14 143	-	-39	2 629	10 328	9 715	613	8 390	16 089

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.

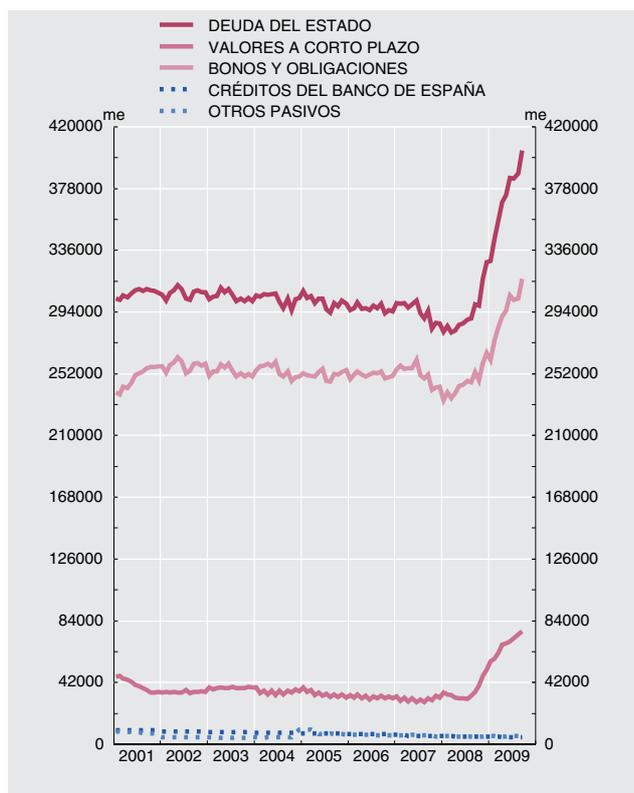
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

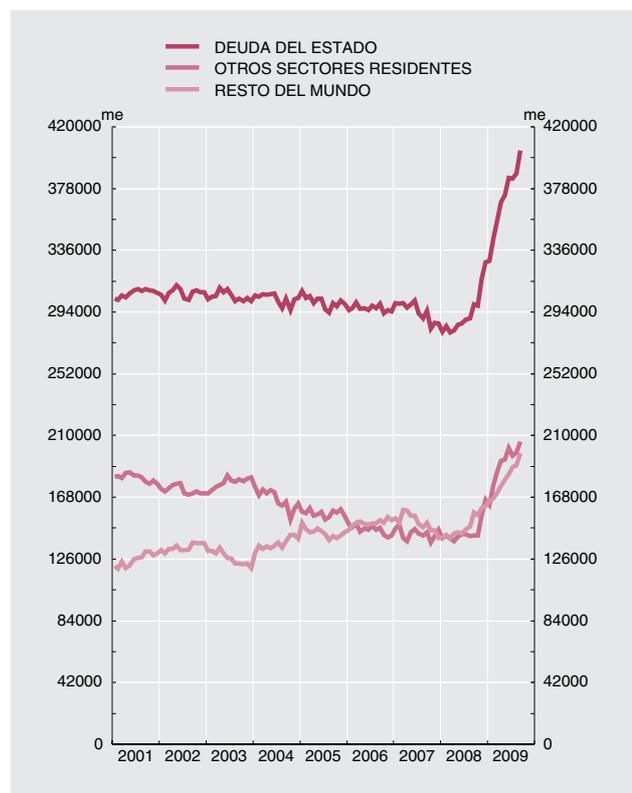
Millones de euros

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		286 090	355	31 644	243 246	5 832	5 367	171 398	25 551	145 847	140 243	165	6 162	
08	P	327 929	63	50 790	266 385	5 249	5 505	200 608	34 458	166 150	161 779	4 502	8 152	
09	Ene	A	328 874	67	56 556	261 588	5 249	5 481	198 435	35 558	162 877	165 997	8 500	8 051
	Feb	A	343 342	67	58 211	274 413	5 249	5 470	211 289	35 226	176 063	167 280	10 000	15 106
	Mar	A	356 238	64	62 154	283 421	5 249	5 414	221 499	36 178	185 320	170 918	6 502	22 453
	Abr	A	368 574	67	67 566	290 935	4 665	5 407	232 472	39 564	192 908	175 666	19 980	34 048
	May	A	373 511	69	68 521	294 904	4 665	5 421	235 942	42 059	193 883	179 628	13 000	39 874
	Jun	A	385 249	70	70 007	305 125	4 665	5 451	243 295	41 734	201 562	183 687	4 001	46 398
	Jul	A	384 787	70	72 292	302 351	4 665	5 478	239 859	43 471	196 388	188 400	95	46 949
	Ago	A	388 049	68	74 825	303 064	4 665	5 495	244 552	46 160	198 392	189 657	101	47 191
	Sep	A	403 685	66	76 920	316 645	4 665	5 456	251 869	46 229	205 640	198 045	4 001	47 882

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**

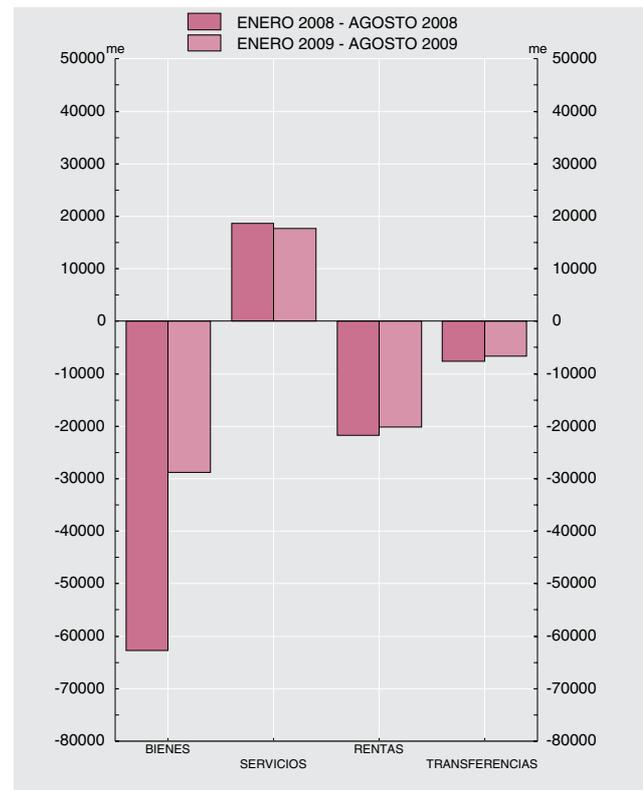
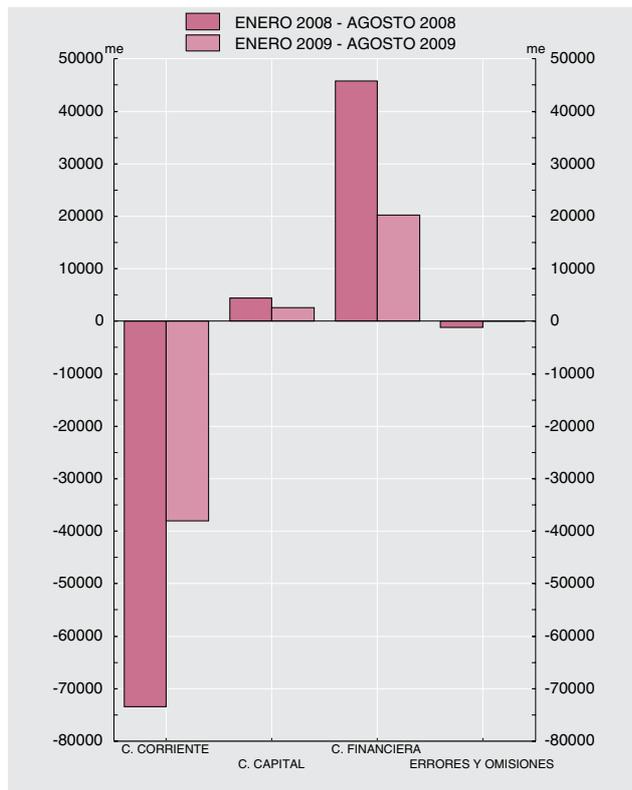
■ Serie representada gráficamente.

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 omision- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<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 -73 441	-62 743	130 636	193 379	18 647	65 188	28 974	46 540	9 261	-21 764	40 909	62 673	-7 582	4 455	-68 985	70 112	-1 126	
<b>09 E-A</b>	P -37 981	-28 841	104 736	133 578	17 647	58 870	26 088	41 223	7 910	-20 174	35 046	55 220	-6 614	2 625	-35 356	35 276	80	
<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>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>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>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>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>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>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>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 -5 917	-4 115	11 444	15 558	1 377	6 581	2 486	5 204	948	-2 765	4 650	7 415	-415	340	-5 577	6 242	-665	
<b>Feb</b>	P -9 064	-5 492	12 782	18 275	1 196	6 326	2 077	5 130	890	-2 826	3 260	6 087	-1 941	238	-8 826	5 182	3 644	
<b>Mar</b>	P -6 213	-3 227	14 138	17 365	1 255	6 508	2 441	5 253	829	-3 319	4 706	8 025	-922	374	-5 839	7 258	-1 419	
<b>Abr</b>	P -4 402	-3 229	13 611	16 840	1 412	6 625	2 520	5 213	946	-1 522	5 114	6 636	-1 063	911	-3 491	1 686	1 805	
<b>May</b>	P -4 200	-2 911	13 259	16 171	2 527	7 044	3 177	4 517	689	-3 363	4 535	7 899	-452	119	-4 081	4 909	-828	
<b>Jun</b>	P -2 952	-2 849	14 248	17 097	2 743	7 920	3 749	5 178	1 147	-2 396	4 418	6 814	-450	126	-2 826	3 339	-513	
<b>Jul</b>	P -2 046	-2 799	14 897	17 696	3 619	9 405	4 716	5 786	1 181	-2 479	5 350	7 829	-387	235	-1 811	3 080	-1 268	
<b>Ago</b>	P -3 187	-4 219	10 357	14 577	3 519	8 461	4 923	4 942	1 280	-1 503	3 013	4 516	-983	283	-2 904	3 580	-676	

**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).

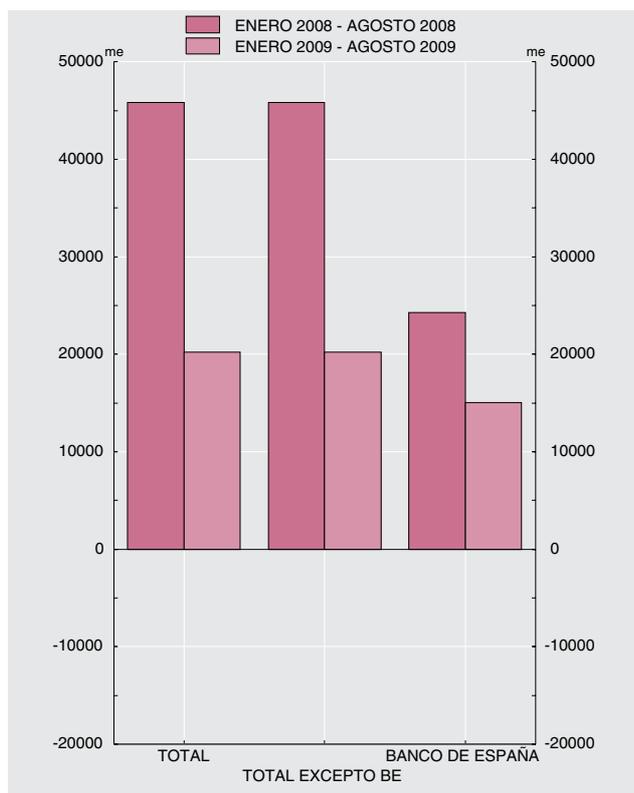
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

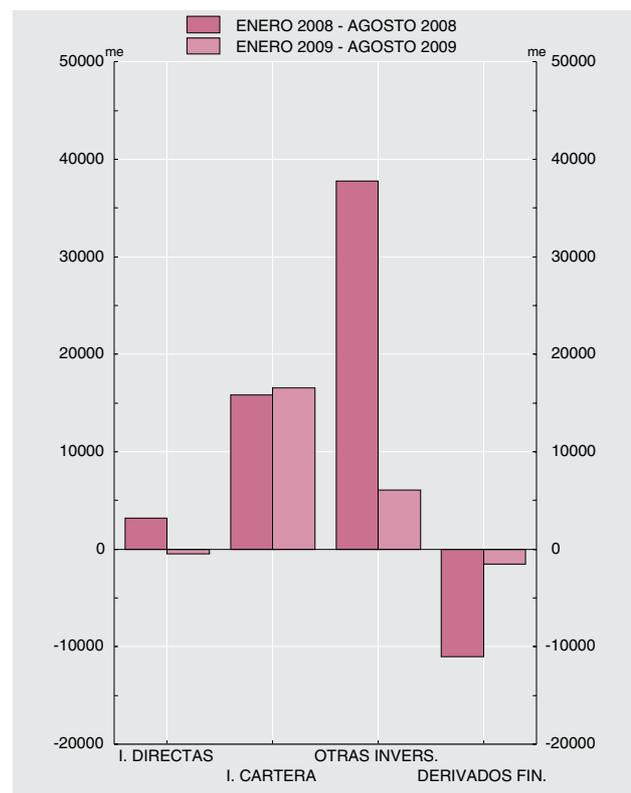
Millones de euros

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) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11
<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 70 112	45 815	3 186	33 151	36 337	15 861	-7 587	8 274	37 798	59 060	96 857	-11 029	24 297	-27	22 262	2 061
<b>09 E-A</b>	P 35 276	20 222	-503	17 668	17 166	16 536	595	17 130	6 057	-11 329	-5 272	-1 867	15 053	-1 159	10 386	5 826
<b>08 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 6 242	9 263	-5 387	5 632	245	10 458	-7 057	3 402	3 841	7 521	11 362	350	-3 021	-16	-2 439	-566
<b>Feb</b>	P 5 182	-9	-338	1 728	1 390	-4 163	-1 476	-5 639	4 895	-11 385	-6 490	-403	5 191	-84	4 972	303
<b>Mar</b>	P 7 258	9 945	-5 306	3 483	-1 823	2 014	1 379	3 393	13 868	-9 169	4 699	-630	-2 687	-165	-5 382	2 859
<b>Abr</b>	P 1 686	6 999	596	2 555	3 152	768	-103	665	2 713	-2 322	391	2 922	-5 313	-19	-6 379	1 085
<b>May</b>	P 4 909	2 511	-70	491	421	-2 664	5 148	2 484	5 739	-5 092	646	-494	2 398	-120	1 177	1 340
<b>Jun</b>	P 3 339	-5 812	8 419	13	8 432	-6 223	6 721	498	-6 694	8 438	1 744	-1 314	9 151	-187	8 321	1 017
<b>Jul</b>	P 3 080	-48	-1 354	1 842	488	9 265	-3 795	5 470	-7 344	-7 471	-14 815	-615	3 128	-348	4 015	-540
<b>Ago</b>	P 3 580	-2 626	2 936	1 924	4 861	7 081	-223	6 858	-10 962	8 152	-2 810	-1 682	6 207	-220	6 099	327

**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

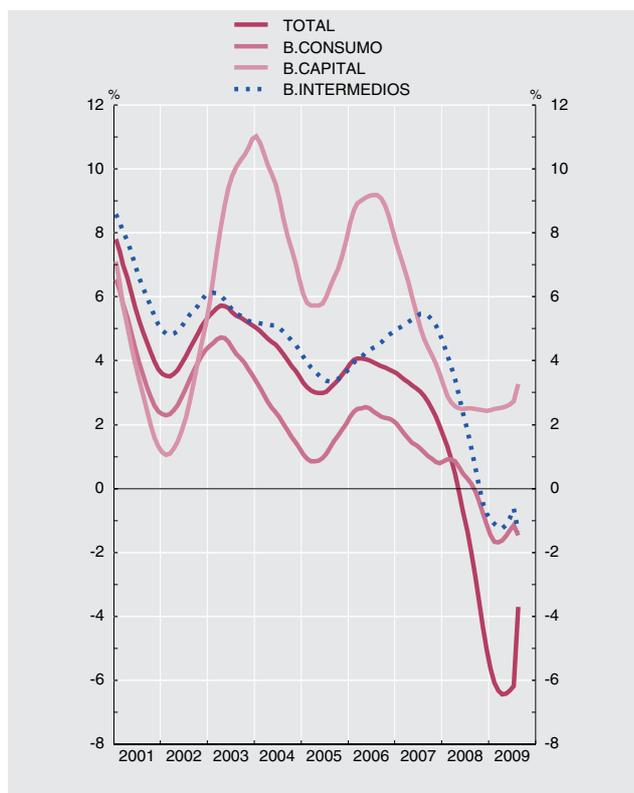
■ Serie representada gráficamente.

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>02</b>	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,7	1,4	3,3	2,4	9,5	-19,8	25,5	5,7
<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 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>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>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>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>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>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>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>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>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
<b>May</b>	P 12 893	-22,4	-15,4	-9,6	-34,1	-16,2	-1,7	-16,9	-23,7	-22,6	-22,4	-19,4	-2,8	-22,2	-12,6	-5,1
<b>Jun</b>	P 13 896	-10,1	-4,7	5,9	-12,5	-10,2	-20,8	-9,6	-11,7	-9,6	-10,8	-17,5	25,8	-15,8	0,1	-1,8
<b>Jul</b>	P 14 475	-15,8	-9,3	-0,1	-10,0	-15,2	-36,2	-13,9	-13,0	-12,2	-12,6	-11,4	-21,1	-20,3	-15,6	-19,7
<b>Ago</b>	P 10 072	-16,9	-6,4	2,2	-5,8	-11,3	-23,0	-10,4	-13,5	-8,5	-15,2	-40,9	-21,3	-20,5	-14,2	-22,0

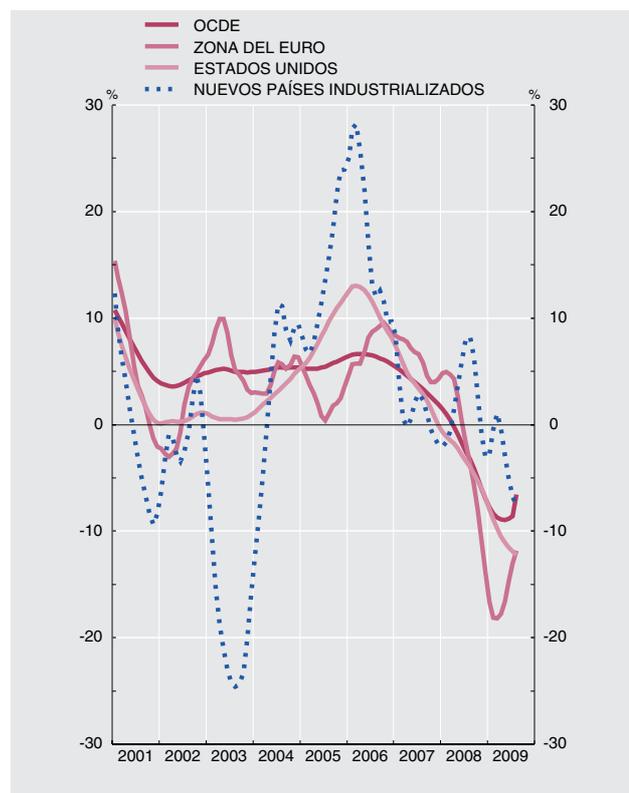
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

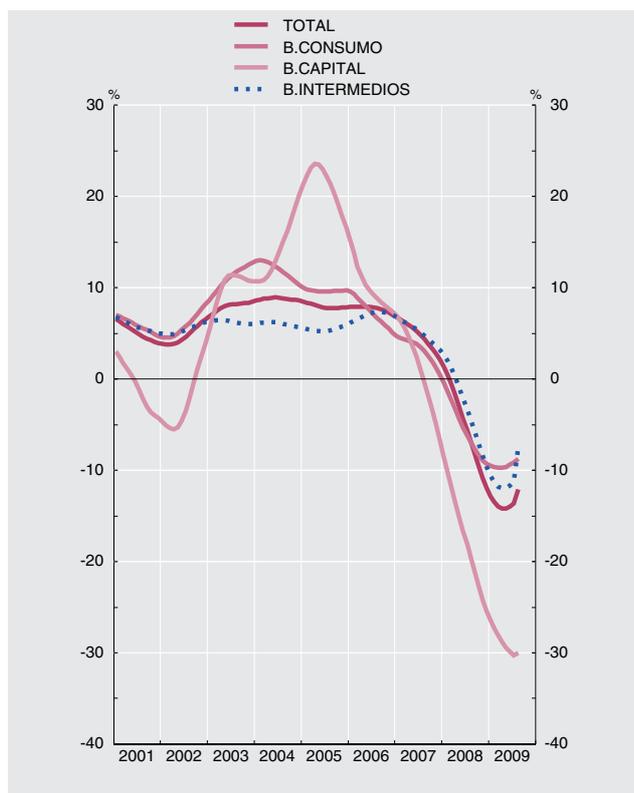
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomin	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>02</b>	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,7	2,0	0,9	-8,5	-9,0	5,7	13,6	2,4
<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 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
<b>May</b>	P 16 160	-34,3	-26,9	-19,8	-32,3	-29,0	-7,3	-33,4	-29,9	-30,6	-31,7	-31,1	-42,8	-45,1	-39,9	-31,3
<b>Jun</b>	P 17 131	-29,0	-20,5	-7,4	-35,2	-23,5	-19,7	-24,5	-19,8	-21,3	-22,5	-19,8	-52,5	-36,7	-35,1	-51,2
<b>Jul</b>	P 17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-24,3	-26,1	-25,1	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9
<b>Ago</b>	P 14 595	-26,0	-11,4	2,2	-15,9	-16,3	-13,4	-17,2	-19,3	-20,2	-21,5	-34,9	-43,3	-29,9	-29,8	-34,1

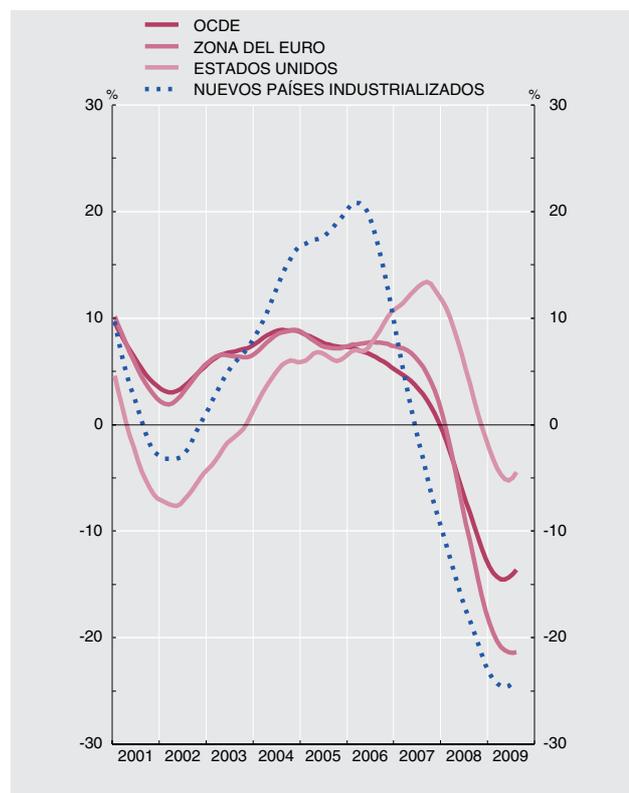
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

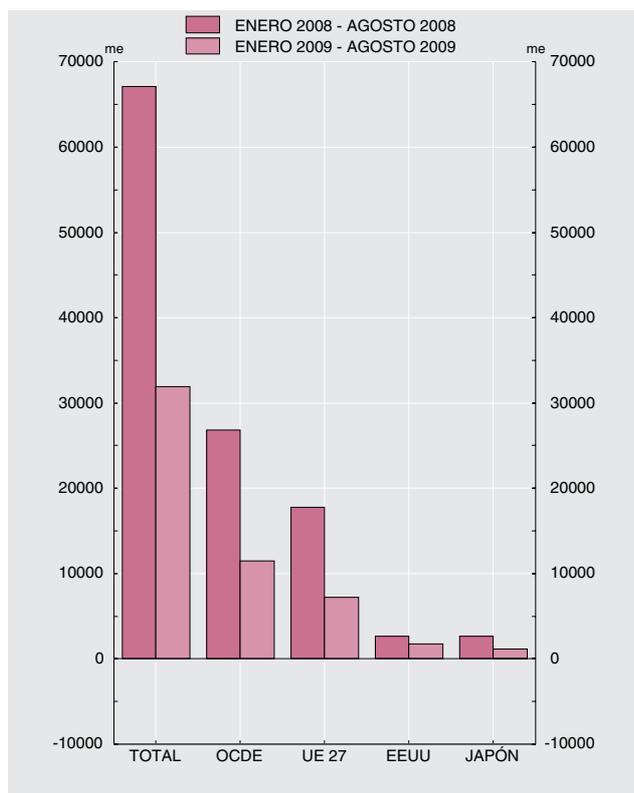
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

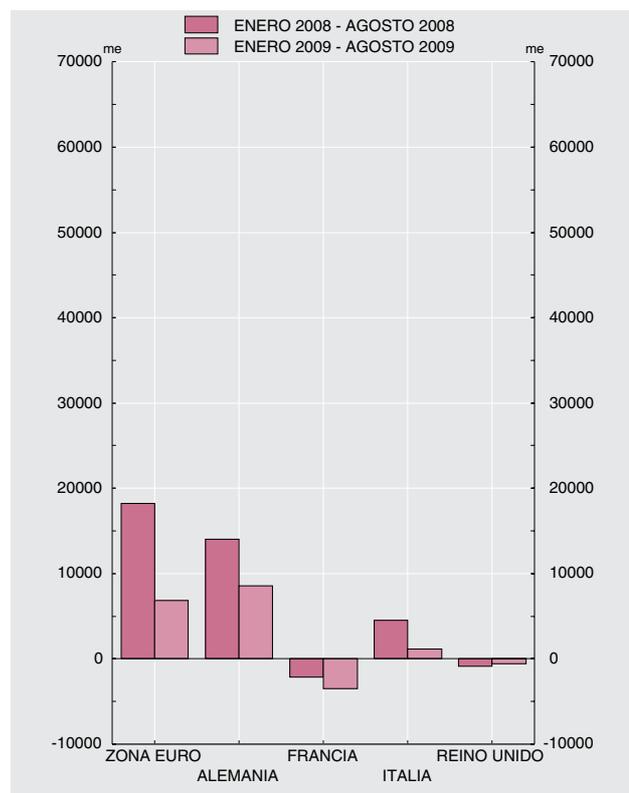
Millones de euros

	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>	-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	...	-4 971	-18 340	-3 296	
<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	-234	
<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	-196	
<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	-279	
<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	-278	
<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	-293	
<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	-241	
<b>09 Ene</b> P	-4 498	-511	-531	-1 034	662	-154	20	33	-1 235	-265	-166	-917	-343	-1 265	-199	
<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	-130	
<b>09 Mar</b> P	-3 657	-395	-571	-1 242	773	-109	175	188	-1 110	-274	-169	-919	-344	-870	-124	
<b>09 Abr</b> P	-3 636	-832	-725	-1 236	659	-63	-107	20	-1 424	-293	-133	-831	-256	-884	-155	
<b>09 May</b> P	-3 266	-785	-849	-1 343	675	-134	63	163	-1 142	-132	-156	-887	-168	-793	-139	
<b>09 Jun</b> P	-3 235	-780	-591	-850	662	3	-190	31	-1 191	-235	-140	-829	-236	-885	-111	
<b>09 Jul</b> P	-3 231	-298	-270	-799	670	-200	-29	116	-550	110	-161	-990	-139	-1 080	-212	
<b>09 Ago</b> P	-4 523	-1 270	-985	-765	109	-252	-285	-14	-1 742	-160	-137	-1 100	-226	-1 085	-111	

**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.

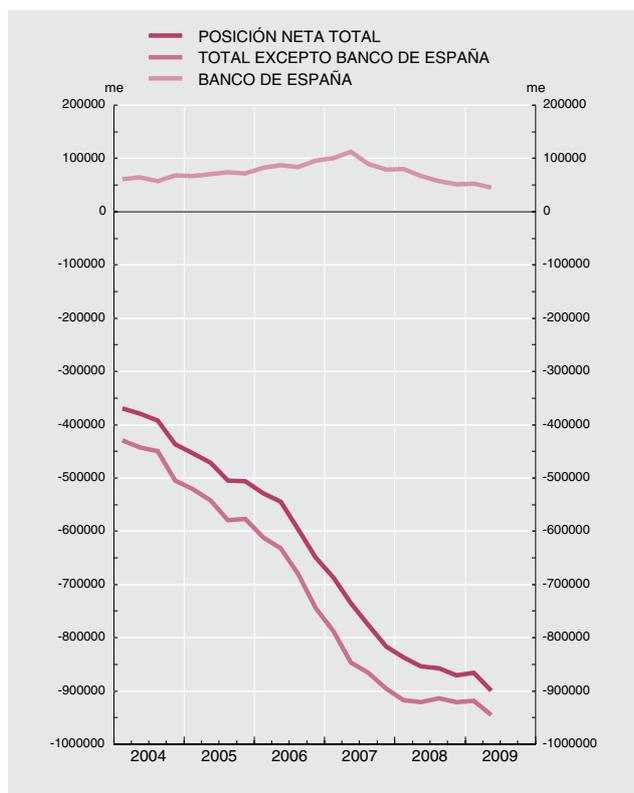
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

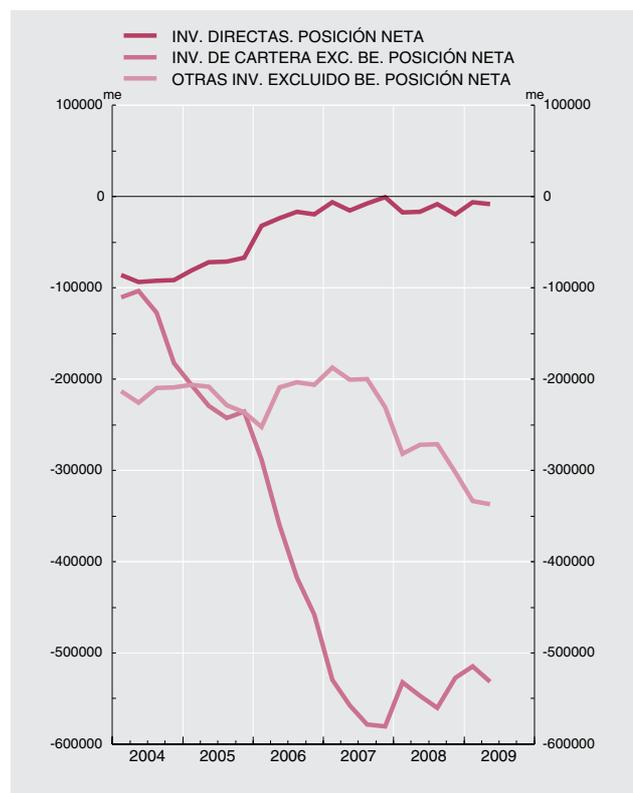
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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=
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 I	-544,7	-632,0	-23,8	308,9	332,7	-399,2	444,3	843,5	-209,0	299,5	508,5	-	87,3	14,6	32,2	40,5
06 II	-596,1	-679,5	-17,1	326,4	343,5	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	-	83,4	15,0	25,4	43,0
06 III	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-686,9	-787,3	-6,0	342,5	348,5	-582,4	461,0	1 043,3	-187,6	358,4	546,1	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
07 II	-734,7	-846,8	-15,0	355,2	370,2	-614,9	471,0	1 085,9	-200,9	361,7	562,6	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
07 III	-776,0	-865,6	-7,4	364,4	371,8	-640,2	455,2	1 095,4	-200,2	383,6	583,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
07 IV	-816,5	-895,4	-0,7	398,6	399,3	-645,0	443,3	1 088,3	-230,9	378,4	609,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-836,4	-917,1	-17,6	399,2	416,8	-596,7	420,7	1 017,4	-282,0	380,0	662,1	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
08 II	-853,4	-920,6	-16,6	417,2	433,8	-608,6	401,2	1 009,8	-272,0	416,3	688,3	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
08 III	-857,3	-914,3	-8,6	432,8	441,4	-622,9	387,7	1 010,5	-271,1	422,2	693,4	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
08 IV	-870,2	-921,1	-19,5	432,1	451,6	-593,1	361,6	954,7	-302,1	385,7	687,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	66,9
09 I	-865,8	-918,1	-6,6	446,9	453,5	-578,2	353,6	931,8	-333,4	374,0	707,3	0,0	52,2	15,7	-27,4	63,9
09 II	-899,6	-944,9	-8,7	455,2	463,9	-592,1	377,2	969,2	-336,9	369,8	706,8	-7,3	45,3	15,1	-30,5	60,7

### 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.

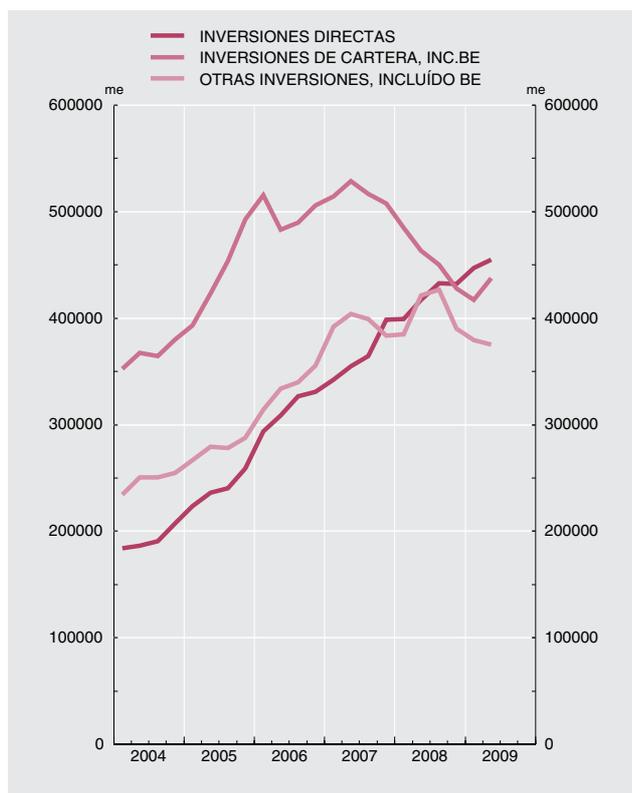
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

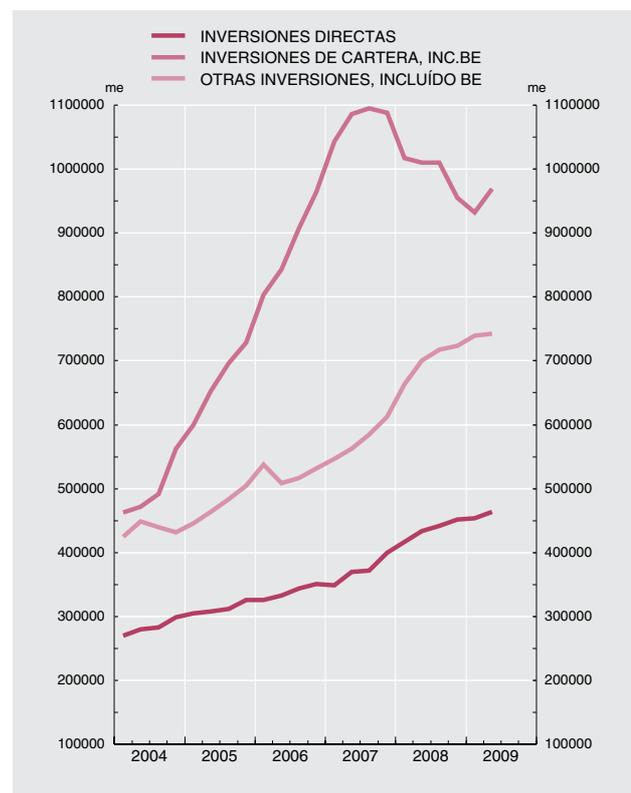
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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> //	286 382	22 501	259 517	73 179	122 047	361 127	206 547	636 951	333 653	508 828	-	-
///	304 826	21 608	264 483	79 063	126 170	363 383	232 494	674 271	339 974	516 719	-	-
IV	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b> /	321 408	21 139	269 769	78 768	140 704	373 512	256 533	786 784	391 843	546 395	33 197	44 487
II	339 487	15 665	284 521	85 654	153 729	374 852	267 241	818 657	403 748	563 001	39 921	55 856
III	342 770	21 633	289 484	82 274	142 095	374 617	271 300	824 065	399 488	584 056	44 181	62 069
IV	371 734	26 861	308 503	90 777	134 762	372 789	283 669	804 609	383 640	612 824	44 642	63 487
<b>08</b> /	371 619	27 544	329 670	87 104	105 912	379 311	237 465	779 900	384 953	663 911	53 297	74 001
II	388 495	28 682	343 280	90 494	98 479	364 805	218 475	791 341	421 097	700 611	58 579	82 016
III	401 803	31 000	344 661	96 763	84 523	365 861	202 106	808 424	427 024	717 627	70 066	81 757
IV	400 982	31 117	348 355	103 202	64 880	362 907	172 711	782 022	390 481	723 071	108 228	114 023
<b>09</b> /	414 678	32 270	349 993	103 520	57 805	359 353	145 300	786 514	379 406	739 810	111 633	111 519
II	422 999	32 217	354 623	109 267	65 971	371 480	178 871	790 372	375 299	742 361	92 809	100 032

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

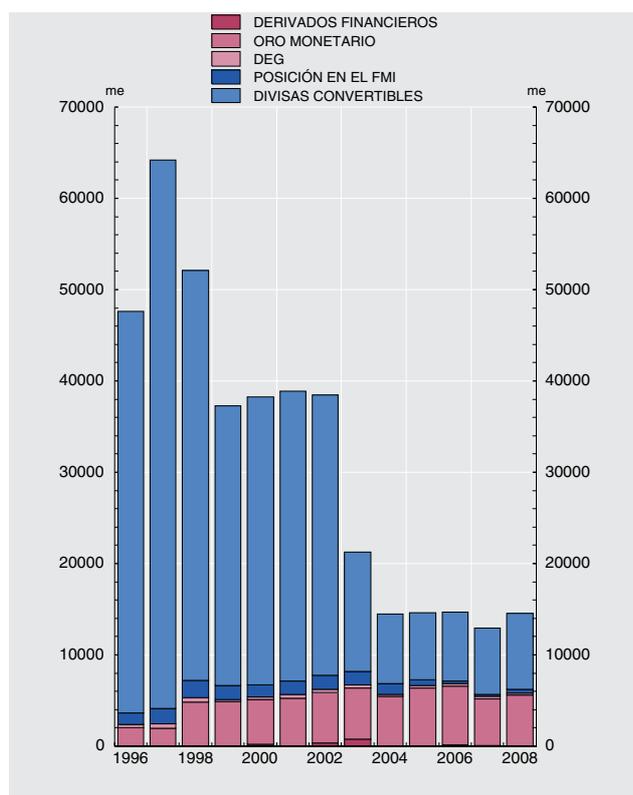
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

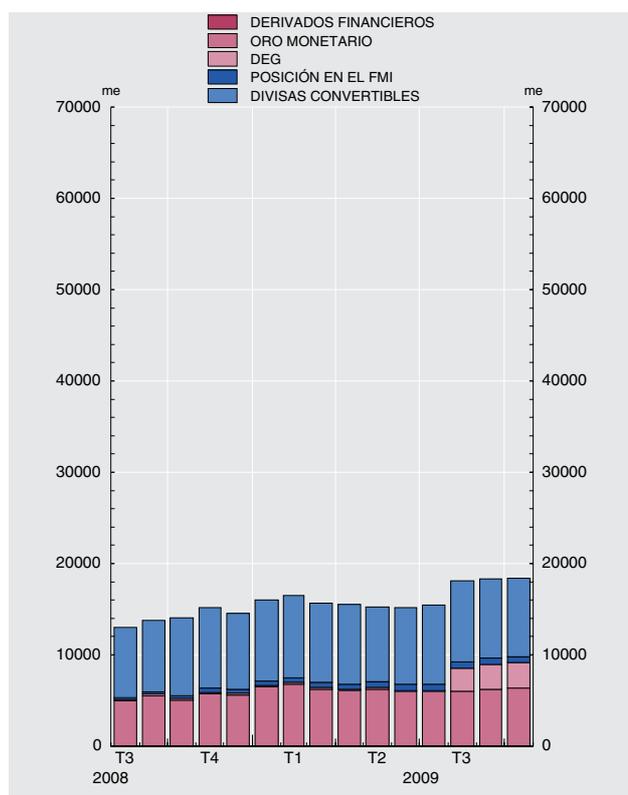
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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</b>							
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
Jul	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
Ago	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
Sep	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
Oct	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
Nov	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
Dic	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>							
Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
Feb	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
Mar	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
Abr	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
May	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
Jun	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1
Jul	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
Ago	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
Sep	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1
Oct	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1

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> //	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
///	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
IV	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
//	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
///	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<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
//	1 523 013	215 158	5 446	443	190 503	18 766	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
///	1 541 184	207 169	4 820	1 329	182 455	18 566	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 561 865	197 861	4 653	878	173 266	19 064	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08</b> /	1 587 835	194 230	6 329	558	167 692	19 651	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
//	1 642 035	196 219	5 594	161	170 922	19 542	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
///	1 680 791	212 336	9 722	493	182 155	19 966	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 664 543	227 258	12 330	2 098	191 968	20 863	-	766 316	12 214	400 693	249 210	104 200
<b>09</b> /	1 687 372	235 680	15 801	479	198 390	21 009	-	783 719	15 198	411 446	248 380	108 694
//	1 704 766	249 884	22 119	978	205 113	21 674	-	784 285	14 310	410 017	250 955	109 003

**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> //	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
///	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
<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
//	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010
///	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581
<b>07</b> /	322	322	455 347	5 303	21 641	550	317 258	109 329	334	931	128 663	50 034	78 629
//	423	423	481 336	5 418	26 985	1 066	336 291	110 223	331	1 021	141 355	50 486	90 868
///	277	277	493 659	2 553	21 864	854	345 252	121 804	339	992	133 063	52 229	80 834
IV	3 550	3 550	491 906	701	20 050	314	343 564	126 136	331	810	144 433	55 142	89 291
<b>08</b> /	1 855	1 855	479 197	927	19 569	431	328 226	128 317	320	1 407	144 025	56 315	87 709
//	12 326	12 326	489 321	6 217	20 854	1 369	327 505	131 811	317	1 248	150 083	61 376	88 706
///	24 276	24 276	496 947	18 093	22 958	1 213	318 792	134 540	323	1 028	154 740	62 286	92 455
IV	35 233	35 233	476 285	12 955	20 839	2 457	303 346	135 343	322	1 023	159 451	67 058	92 393
<b>09</b> /	32 491	32 491	474 435	19 446	17 376	2 989	289 298	143 471	356	1 498	161 048	68 639	92 410
//	35 596	35 596	462 968	18 172	16 262	2 141	279 702	144 843	349	1 498	172 033	79 676	92 357

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 May</b>	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099
Jul	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473
Ago	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420
Sep	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611
Oct	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
Nov	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
Dic	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
<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
Feb	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259
Mar	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027
Abr	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
May	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602
Jun	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107
Jul	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638
Ago	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755
Sep	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196
Oct	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854

### 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 May</b>	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559
Jul	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828	24 027
Ago	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465	24 495
Sep	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846	27 807
Oct	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
Nov	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490
Dic	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955
<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
Feb	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964	26 622
Mar	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242	25 633
Abr	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
May	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400
Jun	70 703	29 661	46 695	-118	-	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177	26 966
Jul	73 283	14 765	78 806	-940	-	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583	25 574
Ago	74 820	10 000	78 007	-845	-	2	12 345	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609	26 033
Sep	79 591	11 743	72 170	-722	-	4	3 604	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481	26 427
Oct	82 534	5 940	82 025	-579	-	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257

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

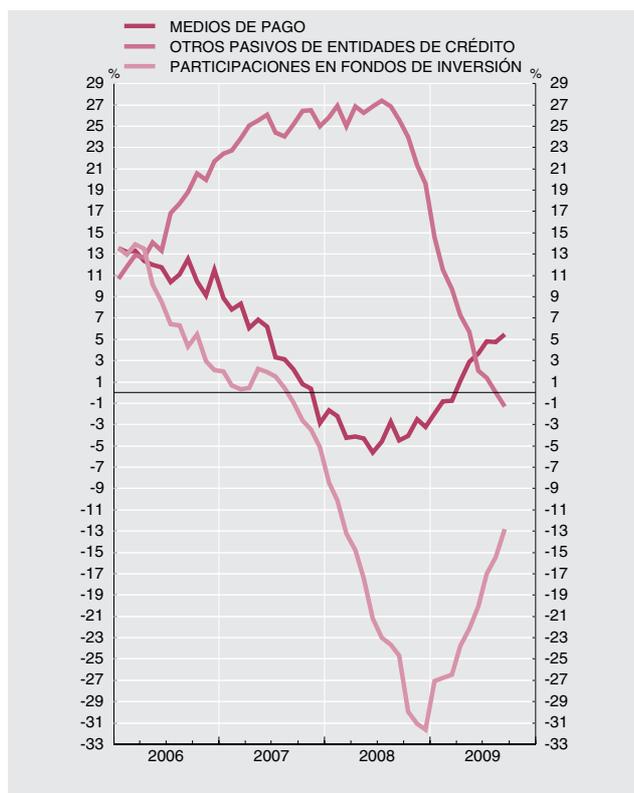
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

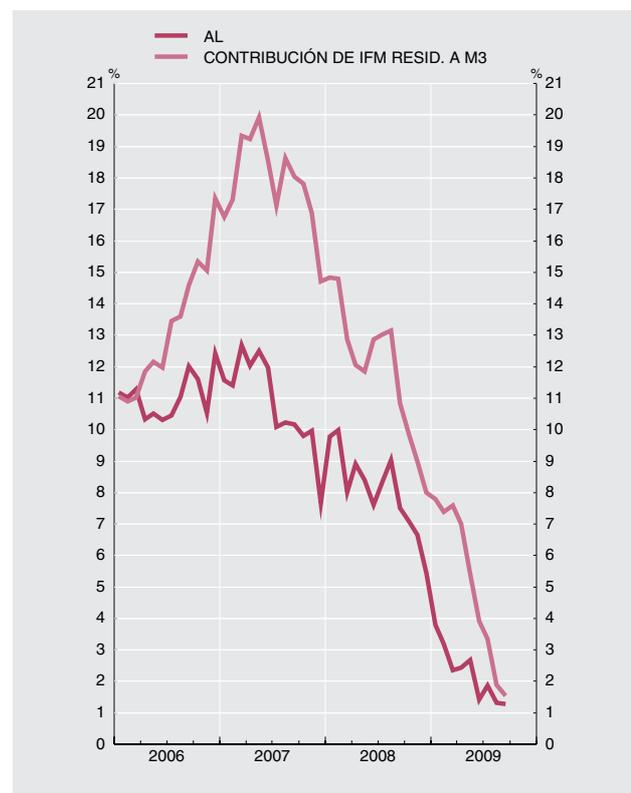
Millones de euros y porcentajes

	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)	Contri- bución 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	365 988	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	457 574	25,0	29,8	4,6	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,7	14,7
<b>08</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 381	19,6	24,3	-10,2	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,4	8,0
<b>08 Jun</b>	487 821	-5,6	-2,5	-6,3	523 104	26,9	30,7	8,3	2,5	180 008	-21,2	-4,1	-33,2	7,6	12,9
<b>Jul</b>	479 771	-4,6	-2,8	-5,0	528 697	27,4	31,7	8,4	-9,5	174 592	-23,0	-6,4	-34,8	8,4	13,0
<b>Ago</b>	478 080	-2,8	-3,2	-2,7	536 491	26,9	31,8	3,6	-7,3	172 826	-23,6	-9,1	-34,5	9,0	13,2
<b>Sep</b>	478 656	-4,5	-3,7	-4,7	539 646	25,6	29,6	8,0	-11,7	167 508	-24,7	-10,9	-35,2	7,5	10,8
<b>Oct</b>	465 576	-4,1	1,2	-5,4	544 646	24,0	27,5	9,2	-18,8	154 705	-30,0	-14,3	-41,6	7,1	9,9
<b>Nov</b>	475 795	-2,5	0,9	-3,4	543 899	21,3	25,8	-1,1	-24,5	149 333	-31,1	-16,0	-42,5	6,7	9,0
<b>Dic</b>	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 381	19,6	24,3	-10,2	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,4	8,0
<b>09 Ene</b>	473 030	-1,9	1,3	-2,8	538 686	14,5	19,9	-19,0	-23,7	150 116	-27,1	-19,3	-34,3	3,8	7,8
<b>Feb</b>	476 275	-0,8	1,4	-1,4	538 417	11,5	16,8	-23,3	-22,3	148 002	-26,8	-18,3	-34,6	3,2	7,4
<b>Mar</b>	477 051	-0,8	2,0	-1,4	537 783	9,7	15,5	-29,1	-21,3	144 862	-26,5	-19,3	-33,5	2,4	7,6
<b>Abr</b>	476 246	1,1	3,1	0,6	538 763	7,3	11,8	-23,1	-26,4	147 716	-23,8	-16,4	-31,1	2,4	7,0
<b>May</b>	490 903	2,9	3,6	2,7	538 206	5,7	9,7	-20,6	-25,5	147 212	-22,2	-15,0	-29,2	2,7	5,4
<b>Jun</b>	505 785	3,7	3,7	3,7	533 731	2,0	7,2	-26,4	-48,7	143 885	-20,1	-14,3	-25,9	1,4	3,9
<b>Jul P</b>	502 730	4,8	4,0	5,0	535 934	1,4	5,8	-25,2	-41,4	144 943	-17,0	-10,9	-23,2	1,9	3,3
<b>Ago P</b>	500 864	4,8	3,8	5,0	536 653	0,0	4,2	-25,0	-42,0	146 183	-15,4	-9,6	-21,5	1,3	1,9
<b>Sep P</b>	504 928	5,5	3,4	6,0	532 510	-1,3	2,6	-26,7	-35,2	146 026	-12,8	-5,8	-20,2	1,3	1,5

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.

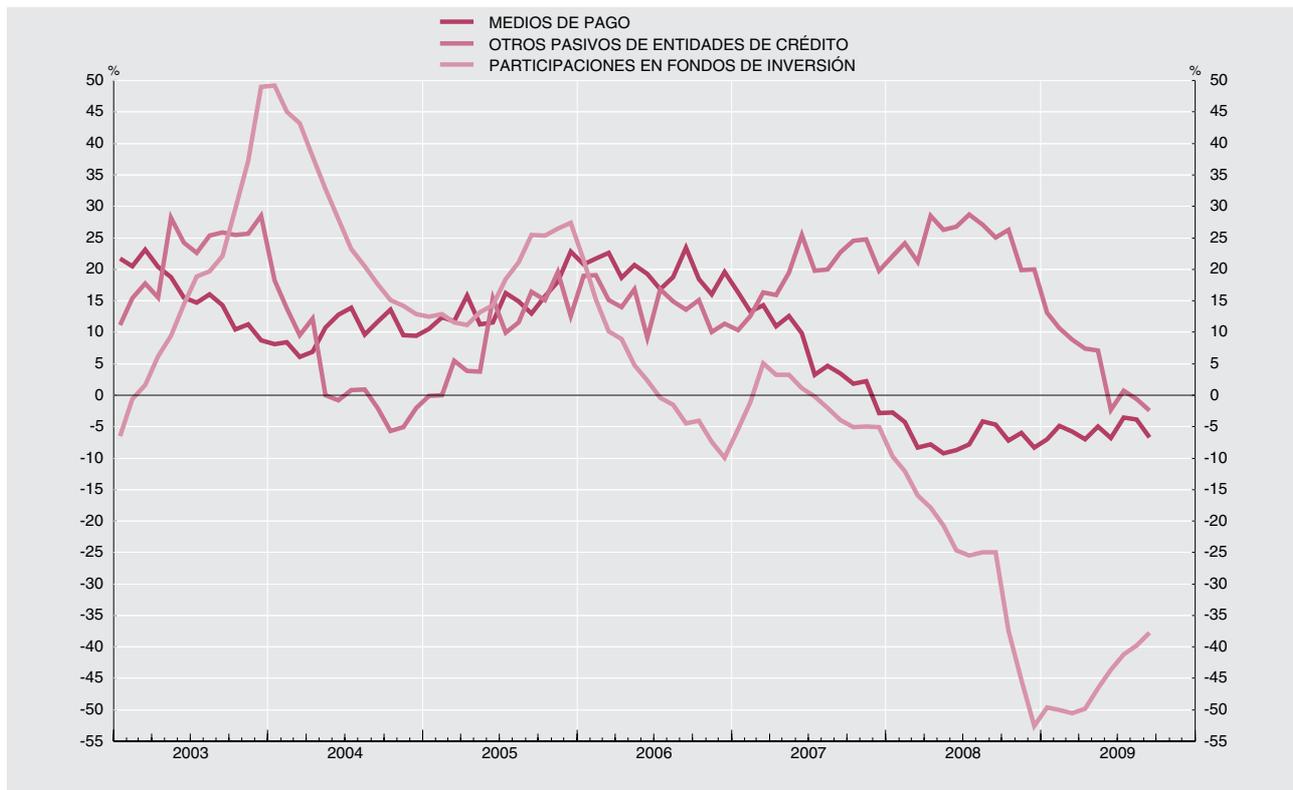
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	78 262	11,4	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
<b>07</b>	133 469	-2,8	93 758	19,8	37,4	-8,8	25 188	-5,0	-2,2	-7,1
<b>08</b>	122 377	-8,3	112 523	20,0	25,1	7,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>08 Jun</b>	125 284	-8,7	111 919	26,8	35,7	8,5	20 434	-24,7	-7,1	-37,1
<i>Jul</i>	118 279	-7,8	109 949	28,7	38,1	10,1	19 719	-25,4	-8,8	-37,2
<i>Ago</i>	120 854	-4,2	113 010	27,0	38,2	6,2	19 424	-25,0	-10,9	-35,5
<i>Sep</i>	126 336	-4,6	114 247	25,1	30,6	14,2	18 739	-25,0	-12,2	-34,8
<i>Oct</i>	116 473	-7,2	115 843	26,2	28,9	20,3	15 780	-37,5	-24,0	-47,5
<i>Nov</i>	121 399	-6,0	111 506	19,9	23,1	12,0	13 777	-45,3	-33,4	-54,2
<i>Dic</i>	122 377	-8,3	112 523	20,0	25,1	7,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09 Ene</b>	116 487	-7,0	106 412	13,1	20,1	-4,8	12 345	-49,7	-43,3	-55,4
<i>Feb</i>	118 191	-4,9	107 215	10,6	16,8	-6,2	12 173	-50,1	-43,0	-56,5
<i>Mar</i>	116 255	-5,8	108 102	8,9	16,7	-12,0	11 915	-50,5	-44,1	-56,6
<i>Abr</i>	110 400	-7,0	110 521	7,4	11,7	-5,1	11 600	-49,9	-46,3	-53,4
<i>May</i>	115 209	-4,9	112 462	7,1	11,8	-6,7	11 768	-46,5	-42,8	-50,3
<i>Jun</i>	116 810	-6,8	109 281	-2,4	8,2	-29,1	11 515	-43,6	-41,5	-45,9
<i>Jul</i> P	114 047	-3,6	110 711	0,7	12,6	-29,1	11 603	-41,2	-38,3	-44,1
<i>Ago</i> P	116 215	-3,8	112 300	-0,6	12,3	-32,3	11 697	-39,8	-36,6	-43,1
<i>Sep</i> P	117 932	-6,7	111 421	-2,5	13,1	-37,5	11 661	-37,8	-33,3	-42,3

#### 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.

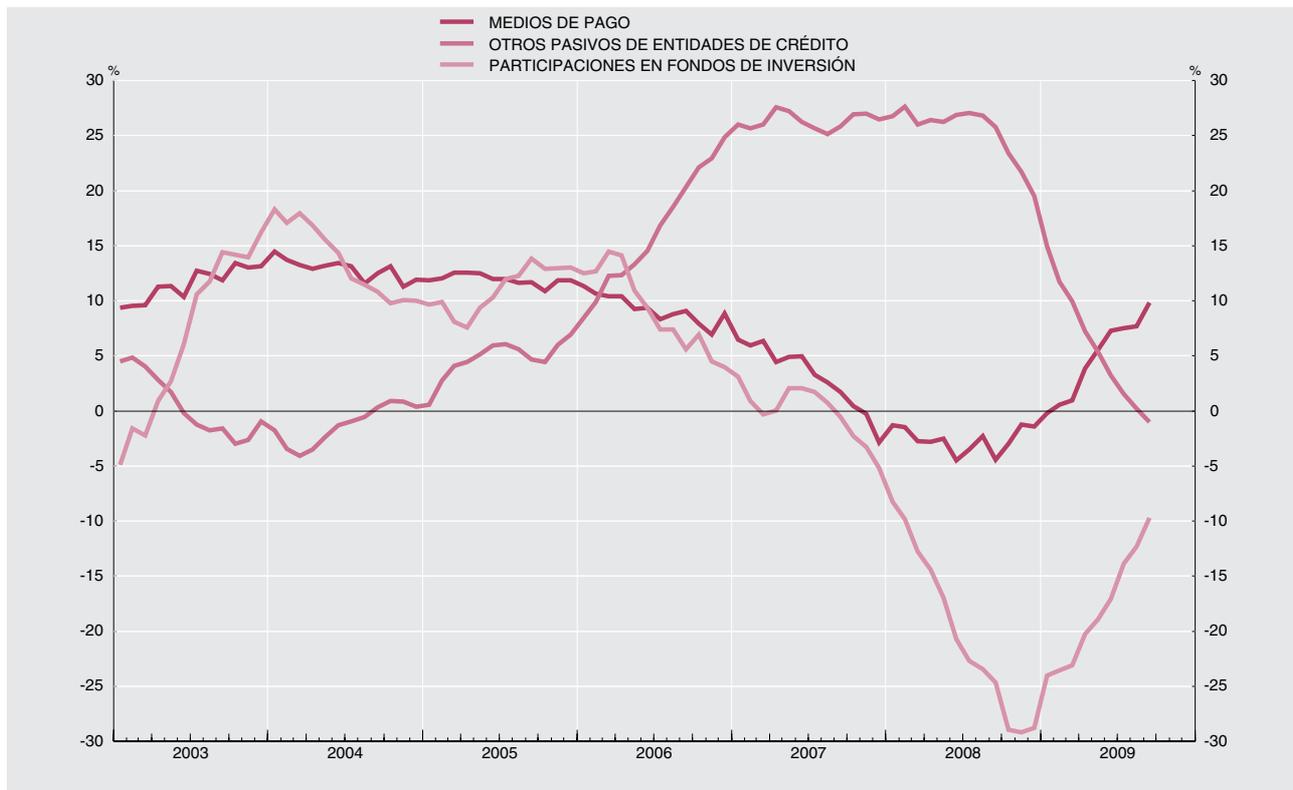
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	287 726	24,8	23,8	33,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
<b>07</b>	364 418	-2,9	2,9	-4,6	363 816	26,4	28,4	11,1	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 857	19,5	24,2	-23,3	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>08 Jun</b>	362 537	-4,5	-1,0	-5,6	411 185	26,9	29,6	6,3	159 574	-20,7	-3,7	-32,7
<b>Jul</b>	361 492	-3,5	-1,2	-4,2	418 747	27,1	30,4	0,9	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
<b>Ago</b>	357 226	-2,3	-1,5	-2,5	423 481	26,8	30,5	-2,5	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
<b>Sep</b>	352 319	-4,4	-1,8	-5,3	425 399	25,8	29,4	-4,7	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
<b>Oct</b>	349 103	-3,0	3,1	-5,0	428 803	23,4	27,2	-9,8	138 925	-29,0	-13,0	-40,8
<b>Nov</b>	354 396	-1,3	3,0	-2,6	432 393	21,7	26,3	-19,1	135 556	-29,2	-13,7	-41,0
<b>Dic</b>	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 857	19,5	24,2	-23,3	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>09 Ene</b>	356 543	-0,2	3,3	-1,3	432 274	14,9	19,8	-30,8	137 771	-24,0	-16,1	-31,4
<b>Feb</b>	358 084	0,6	3,3	-0,3	431 202	11,8	16,7	-35,2	135 829	-23,6	-15,0	-31,6
<b>Mar</b>	360 796	1,0	3,6	0,1	429 681	10,0	15,2	-39,2	132 947	-23,1	-16,0	-30,3
<b>Abr</b>	365 846	3,8	4,6	3,6	428 242	7,2	11,8	-36,3	136 116	-20,2	-12,4	-28,0
<b>May</b>	375 694	5,5	4,9	5,7	425 745	5,4	9,3	-31,8	135 444	-19,0	-11,3	-26,5
<b>Jun</b>	388 976	7,3	4,9	8,0	424 450	3,2	7,0	-31,5	132 370	-17,0	-10,8	-23,4
<b>Jul</b>	388 683	7,5	4,9	8,4	425 224	1,5	4,4	-27,0	133 340	-13,9	-7,4	-20,5
<b>Ago</b>	384 649	7,7	4,5	8,7	424 353	0,2	2,5	-24,3	134 485	-12,3	-6,2	-18,8
<b>Sep</b>	386 996	9,8	4,0	11,7	421 089	-1,0	0,5	-18,5	134 365	-9,7	-2,4	-17,3

#### 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.

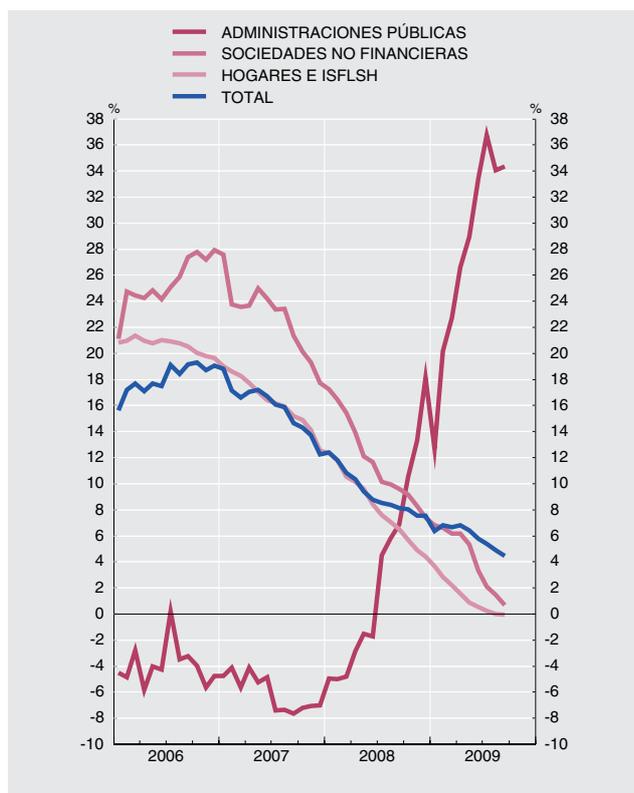
### 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

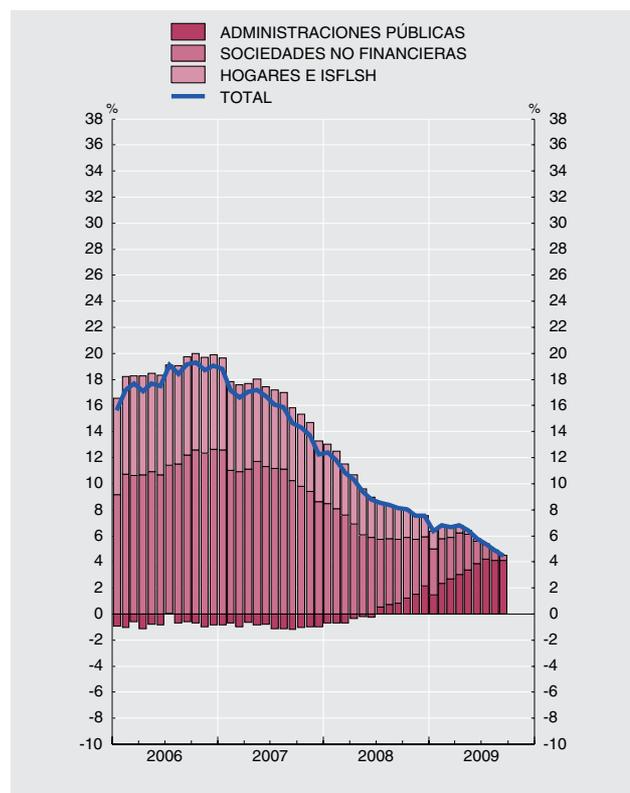
Millones de euros y porcentajes

	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	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>	2 103 444	335 860	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>	2 369 050	258 015	12,3	-7,0	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4			
<b>08</b>	2 547 314	179 119	7,6	18,2	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 Jun</b>	2 461 069	27 964	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>Jul</b>	2 470 307	14 532	8,5	4,5	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>Ago</b>	2 485 857	14 392	8,4	5,8	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,6	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2			
<b>Sep</b>	2 499 554	11 262	8,1	6,8	8,3	9,6	6,5	7,8	6,9	11,8	0,8	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4			
<b>Oct</b>	2 502 734	1 705	8,0	10,5	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>Nov</b>	2 517 470	15 018	7,6	13,3	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,5	6,1	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0			
<b>Dic</b>	2 547 314	32 147	7,6	18,2	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>	2 530 472	-19 668	6,3	12,7	5,5	6,8	3,7	4,9	17,9	7,8	1,5	4,9	3,5	1,4	3,7	0,3	0,9			
<b>Feb</b>	2 554 464	24 290	6,8	20,2	5,1	6,6	2,8	4,2	22,0	8,4	2,4	4,5	3,4	1,1	3,1	0,3	1,0			
<b>Mar</b>	2 567 767	13 864	6,7	22,7	4,5	6,2	2,2	3,3	26,5	9,3	2,7	4,0	3,2	0,8	2,5	0,4	1,1			
<b>Abr</b>	2 576 014	8 826	6,8	26,6	4,3	6,2	1,6	2,9	24,5	10,2	3,0	3,8	3,2	0,6	2,2	0,4	1,2			
<b>May</b>	2 587 568	12 164	6,4	28,9	3,5	5,3	0,9	2,2	18,0	9,7	3,4	3,1	2,8	0,3	1,6	0,3	1,2			
<b>Jun</b>	2 603 816	13 759	5,8	33,4	2,1	3,3	0,5	0,8	12,9	8,7	3,9	1,9	1,7	0,2	0,6	0,2	1,1			
<b>Jul</b>	P 2 609 155	5 951	5,4	36,7	1,3	2,1	0,2	-0,0	26,2	6,4	4,2	1,2	1,1	0,1	-0,0	0,4	0,8			
<b>Ago</b>	P 2 610 742	1 979	4,9	34,1	0,9	1,5	0,0	-0,5	25,4	6,3	4,1	0,8	0,8	0,0	-0,4	0,4	0,8			
<b>Sep</b>	P 2 611 253	1 899	4,5	34,4	0,4	0,7	-0,0	-1,0	26,6	5,6	4,1	0,3	0,4	-0,0	-0,8	0,4	0,7			

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

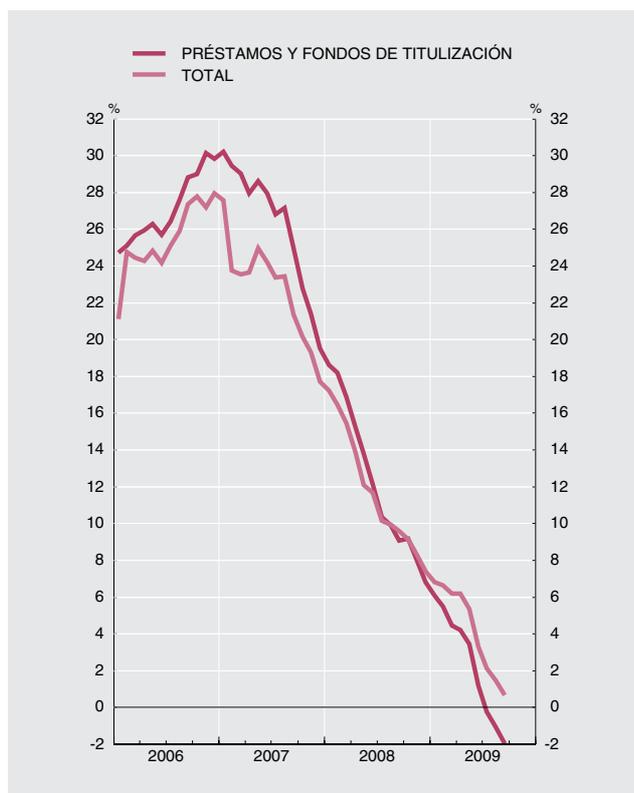
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

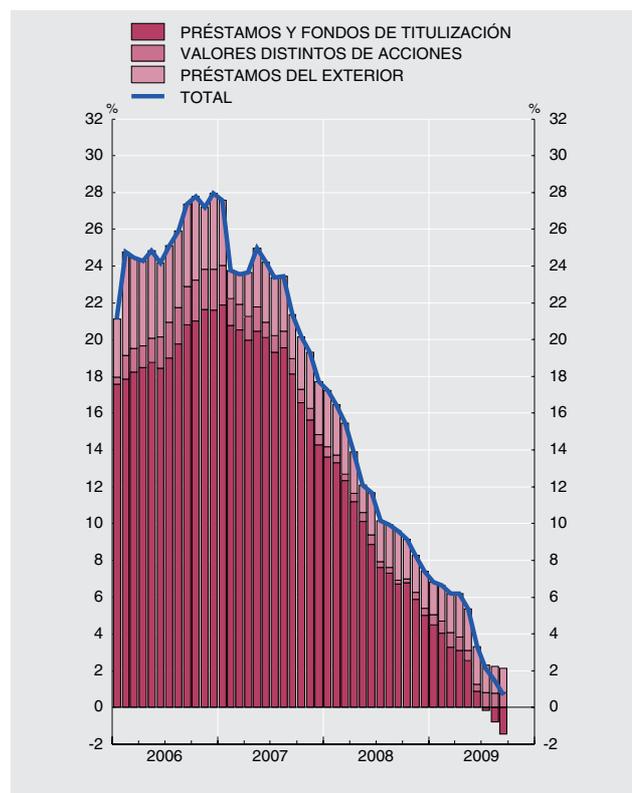
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro 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>	1 215 217	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 913	12,1	2,9	2 678
<b>08</b>	1 306 632	90 017	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	311 421	8,7	2,0	2 060
<b>08 Jun</b>	1 268 186	15 127	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	296 793	9,6	2,3	2 422
<b>Jul</b>	1 278 441	15 505	10,1	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	297 810	9,5	2,2	2 351
<b>Ago</b>	1 278 297	-1 383	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	299 424	10,0	2,3	2 205
<b>Sep</b>	1 291 287	10 230	9,6	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	305 699	11,6	2,7	2 187
<b>Oct</b>	1 300 876	7 952	9,2	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	308 797	9,4	2,2	2 103
<b>Nov</b>	1 303 717	2 979	8,3	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	309 935	8,6	2,0	2 075
<b>Dic</b>	1 306 632	4 741	7,4	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	311 421	8,7	2,0	2 060
<b>09 Ene</b>	1 311 396	1 800	6,8	954 548	6,1	4,5	43 266	27 882	17,9	0,5	313 582	7,7	1,8	1 944
<b>Feb</b>	1 313 264	1 975	6,6	953 408	5,5	4,0	44 689	30 002	22,0	0,7	315 167	8,3	1,9	1 900
<b>Mar</b>	1 315 949	2 540	6,2	952 533	4,4	3,3	45 433	30 788	26,5	0,8	317 982	9,2	2,1	1 788
<b>Abr</b>	1 323 923	8 528	6,2	955 133	4,2	3,1	45 783	31 893	24,5	0,7	323 008	10,1	2,3	2 798
<b>May</b>	1 320 576	-2 985	5,3	953 229	3,5	2,5	45 110	31 520	18,0	0,5	322 237	9,7	2,2	2 498
<b>Jun</b>	1 313 738	-9 926	3,3	940 241	1,2	0,9	44 483	31 731	12,9	0,4	329 014	8,7	2,0	1 560
<b>Jul</b>	P 1 314 164	669	2,1	936 112	-0,2	-0,2	49 913	35 958	26,2	0,8	328 138	6,3	1,5	1 476
<b>Ago</b>	P 1 304 301	-9 730	1,5	926 617	-1,1	-0,8	49 534	35 444	25,4	0,8	328 149	6,2	1,5	1 441
<b>Sep</b>	P 1 303 821	268	0,7	924 865	-2,0	-1,4	49 283	35 308	26,6	0,8	329 674	5,6	1,3	1 404

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

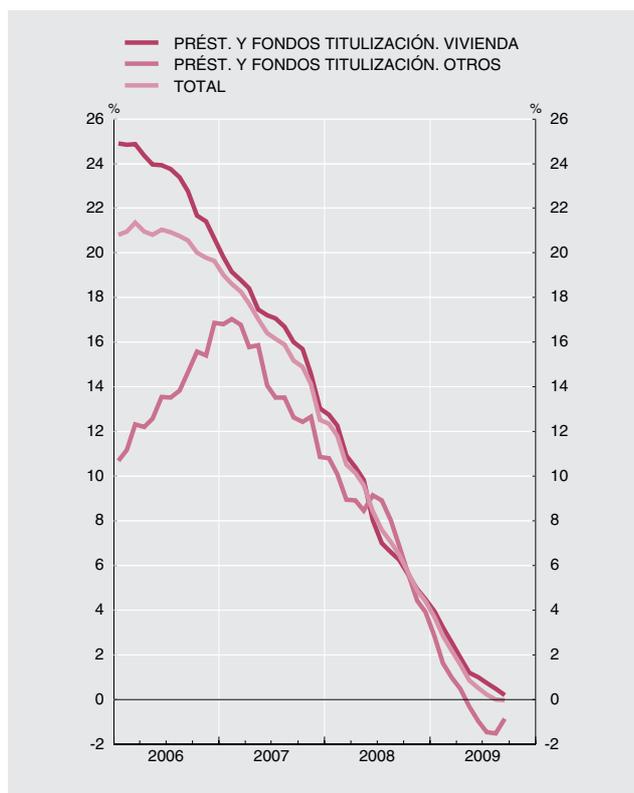
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

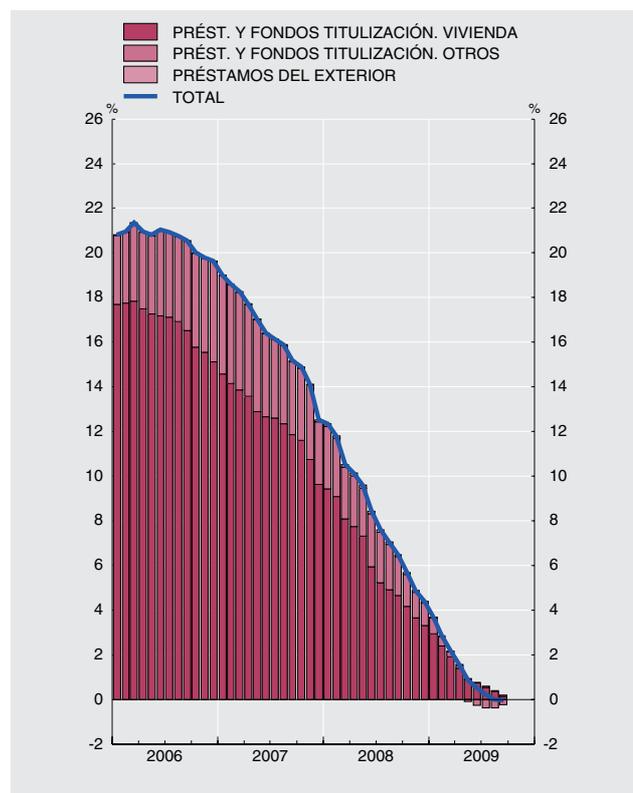
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa 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	575 676	20,6	15,1	201 522	16,9	4,5	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
<b>07</b>	874 405	97 497	12,5	650 116	13,0	9,6	222 510	10,9	2,8	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
<b>08</b>	910 536	38 385	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 375	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>08 Jun</b>	906 874	9 382	8,4	670 109	8,0	6,0	234 471	9,1	2,4	2 294	76,3	0,1	24 823	5 298
<b>Jul</b>	907 208	378	7,6	672 880	7,0	5,2	232 020	8,9	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
<b>Ago</b>	906 863	-264	7,0	674 196	6,6	4,9	230 359	8,0	2,0	2 309	57,2	0,1	23 942	5 444
<b>Sep</b>	907 457	920	6,5	675 999	6,3	4,7	229 140	6,9	1,7	2 318	52,6	0,1	24 041	4 830
<b>Oct</b>	909 428	2 133	5,7	677 415	5,6	4,2	229 666	5,6	1,4	2 347	46,7	0,1	23 427	4 617
<b>Nov</b>	915 349	6 065	4,9	678 952	4,9	3,7	234 039	4,4	1,1	2 358	41,7	0,1	23 515	4 540
<b>Dic</b>	910 536	-4 336	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 375	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09 Ene</b>	907 814	-2 584	3,7	678 335	4,0	2,9	226 980	2,8	0,7	2 499	14,5	0,0	23 179	4 319
<b>Feb</b>	904 845	-2 779	2,8	677 745	3,2	2,4	224 579	1,6	0,4	2 521	15,2	0,0	23 054	4 217
<b>Mar</b>	902 735	-1 404	2,2	676 851	2,6	1,9	223 327	1,0	0,2	2 557	14,6	0,0	25 356	4 497
<b>Abr</b>	903 797	1 087	1,6	676 964	1,9	1,4	224 264	0,5	0,1	2 569	14,3	0,0	25 015	4 798
<b>May</b>	902 672	-877	0,9	675 846	1,2	0,9	224 246	-0,3	-0,1	2 580	13,1	0,0	24 000	4 480
<b>Jun</b>	908 464	6 391	0,5	675 955	1,0	0,7	229 919	-1,0	-0,2	2 590	12,9	0,0	24 392	4 369
<b>Jul P</b>	905 753	-2 344	0,2	677 005	0,8	0,6	226 133	-1,4	-0,4	2 614	13,3	0,0	24 218	4 224
<b>Ago P</b>	903 339	-2 156	0,0	676 479	0,5	0,4	224 220	-1,5	-0,4	2 639	14,3	0,0	24 196	4 125
<b>Sep P</b>	903 240	543	-0,0	676 335	0,2	0,1	224 241	-0,9	-0,2	2 664	14,9	0,0	23 898	4 017

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

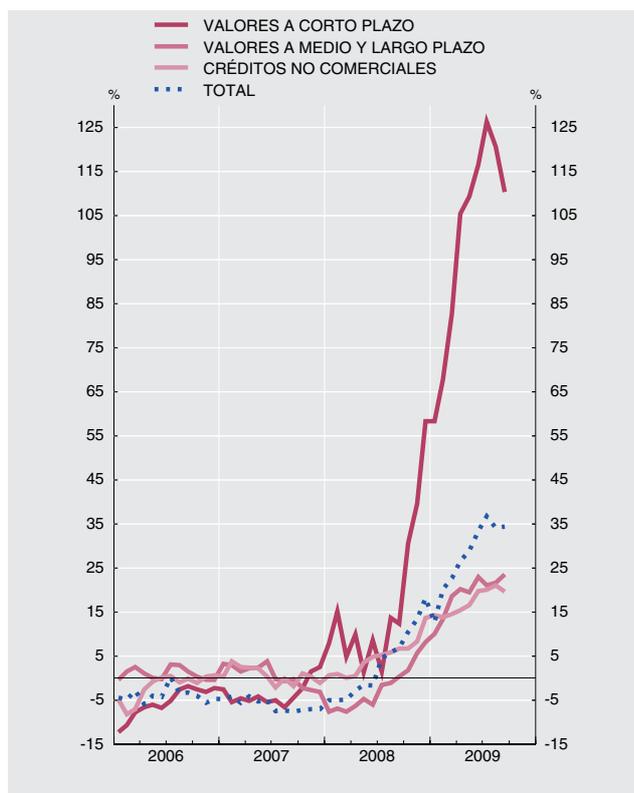
## 8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

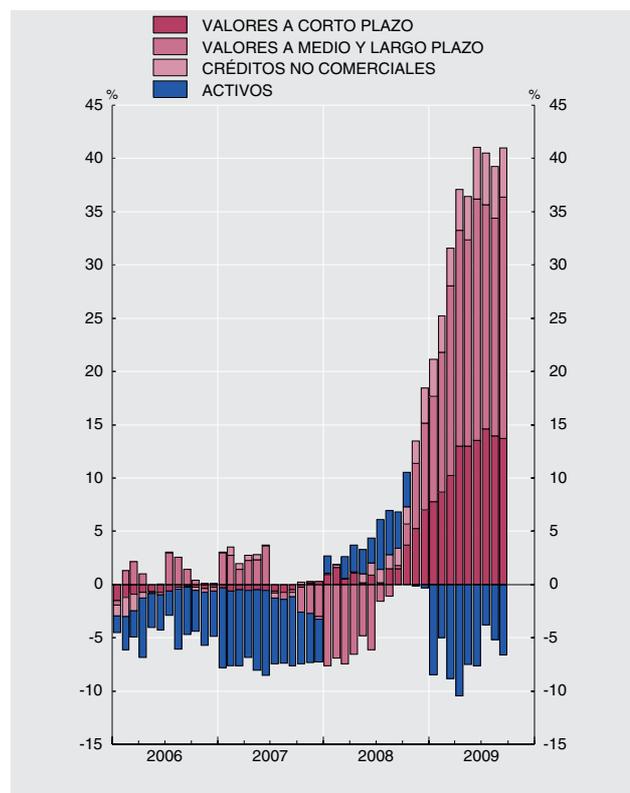
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos					T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total						
		Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)		Créditos no comerciales y resto (b)	Activos			Pasivos		Activos	Pasivos		Activos				
					Total	Valores		Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total		Valores			
						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	-9 053	-2,8	2 327	-4 042	7 366	-997	-695	12 075	0,6	-10,8	2,6	-1,5	17,7	-1,2	2,3	-0,3	-3,5	
<b>06</b>	P	300 484	-14 936	-4,7	-1 596	-770	-1 217	391	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,6	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2	
<b>07</b>	P	279 429	-21 055	-7,0	-8 887	823	-9 001	-708	2 973	9 195	-2,3	2,5	-3,1	-1,0	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0	
<b>08</b>	A	330 146	50 717	18,2	51 536	19 481	22 835	9 221	740	79	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3	
<b>08</b>	Abr	A	275 079	-9 387	-2,8	2 210	-1 286	3 632	-137	2 833	8 764	-3,9	9,9	-6,3	0,4	-6,5	1,1	-6,5	0,1	2,5
	May	A	282 553	7 474	-1,5	5 432	-321	4 808	945	1 913	-3 955	-2,8	1,4	-4,7	3,5	-6,2	0,2	-4,8	0,8	2,3
	Jun	A	286 009	3 456	-1,7	2 145	-476	1 571	1 049	-355	-957	-3,0	8,6	-6,0	4,8	-6,5	0,9	-6,1	1,1	2,4
	Jul	A	284 658	-1 351	4,5	1 729	-241	3 126	-1 156	-6 785	9 865	-0,1	1,5	-1,5	5,3	-11,0	0,2	-1,6	1,3	4,6
	Ago	A	300 697	16 039	5,8	637	1 873	-899	-337	-2 929	-12 473	1,3	13,6	-1,1	5,8	-11,9	1,5	-1,1	1,3	4,1
	Sep	A	300 810	113	6,8	10 367	2 531	6 856	980	2 646	7 608	2,4	12,4	0,3	6,8	-9,1	1,5	0,3	1,6	3,5
	Oct	A	292 430	-8 380	10,5	-727	4 530	-5 917	660	19 739	-12 086	5,1	30,7	1,8	6,7	-7,5	3,7	1,9	1,7	3,2
	Nov	A	298 404	5 974	13,3	19 540	6 851	11 820	869	4 542	9 024	9,3	39,6	5,7	8,3	0,3	5,2	6,1	2,1	-0,1
	Dic	A	330 146	31 742	18,2	15 201	4 179	5 950	5 072	-21 588	5 047	13,5	58,3	8,2	13,7	0,8	7,0	8,2	3,3	-0,3
<b>09</b>	Ene	A	311 261	-18 885	12,7	1 031	5 540	-4 659	150	6 810	13 105	15,6	58,3	10,1	14,3	23,7	7,8	9,9	3,5	-8,5
	Feb	A	336 355	25 094	20,2	17 022	1 871	14 068	1 083	3 922	-11 994	18,6	67,7	13,3	13,8	14,1	8,7	13,1	3,4	-5,0
	Mar	A	349 084	12 728	22,7	15 189	4 118	10 244	827	-2 259	4 720	23,9	82,8	18,6	14,6	27,6	10,3	17,8	3,5	-8,8
	Abr	A	348 294	-789	26,6	14 406	5 335	8 687	384	11 305	3 890	27,0	105,4	20,2	15,4	28,0	13,0	20,2	3,8	-10,5
	May	A	364 319	16 025	28,9	6 427	621	3 871	1 935	-9 383	-216	26,9	109,2	19,5	16,6	21,1	13,0	19,4	4,1	-7,5
	Jun	A	381 614	17 294	33,4	16 636	1 446	11 699	3 491	-3 898	3 239	30,5	116,6	23,0	19,8	22,0	13,5	22,7	4,9	-7,6
	Jul	A	389 239	7 625	36,7	-380	2 632	-1 790	-1 223	-7 638	-367	29,8	126,2	21,0	20,1	10,5	14,6	21,1	4,9	-3,8
	Ago	A	403 103	13 864	34,1	3 257	2 300	641	316	3 873	-14 480	30,4	120,6	21,6	21,1	17,9	14,0	20,4	4,8	-5,2
	Sep	A	404 192	1 088	34,4	15 633	1 736	13 713	185	5 483	9 062	31,0	110,3	23,5	19,7	20,4	13,7	22,7	4,6	-6,6

### 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.

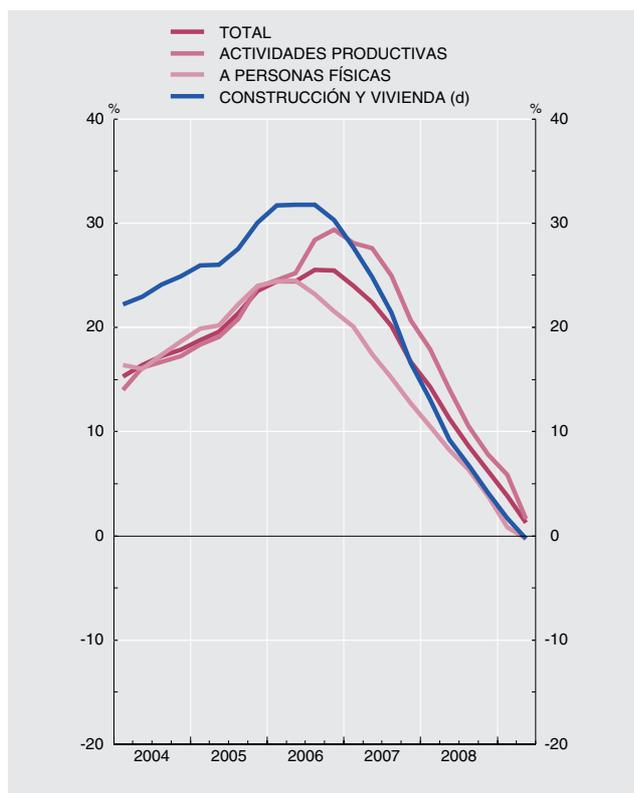
### 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

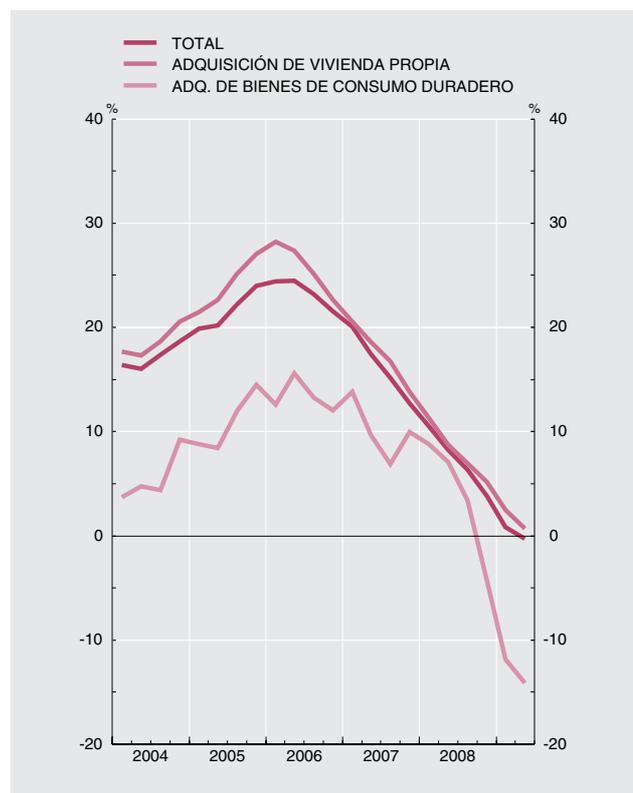
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual								Total	Adquisición de vivienda
<b>06</b>	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107	
<b>07</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507	
<b>08</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
<b>05 /</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	448 688	426 954	45 928	81 638	4 666	17 648	711 535	
<b>06 /</b>	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	475 038	452 318	46 320	83 520	4 788	18 813	762 711	
<b>II</b>	1 350 190	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 697	502 002	478 158	49 161	91 535	5 109	21 077	817 195	
<b>III</b>	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247	
<b>IV</b>	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107	
<b>07 /</b>	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479	
<b>II</b>	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287	
<b>III</b>	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731	
<b>IV</b>	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507	
<b>08 /</b>	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519	
<b>II</b>	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062	
<b>III</b>	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765	
<b>IV</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
<b>09 /</b>	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231	
<b>II</b>	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917	

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.

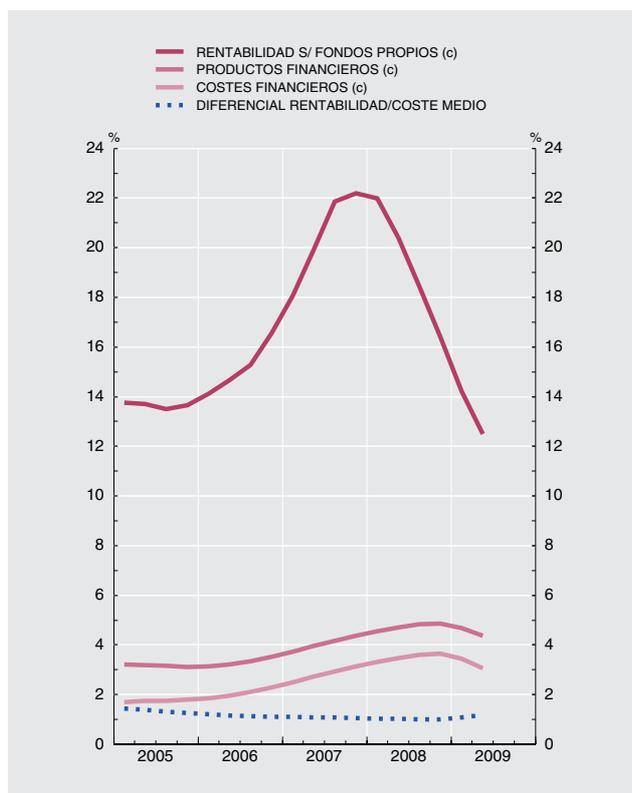
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO RESIDENTES EN ESPAÑA

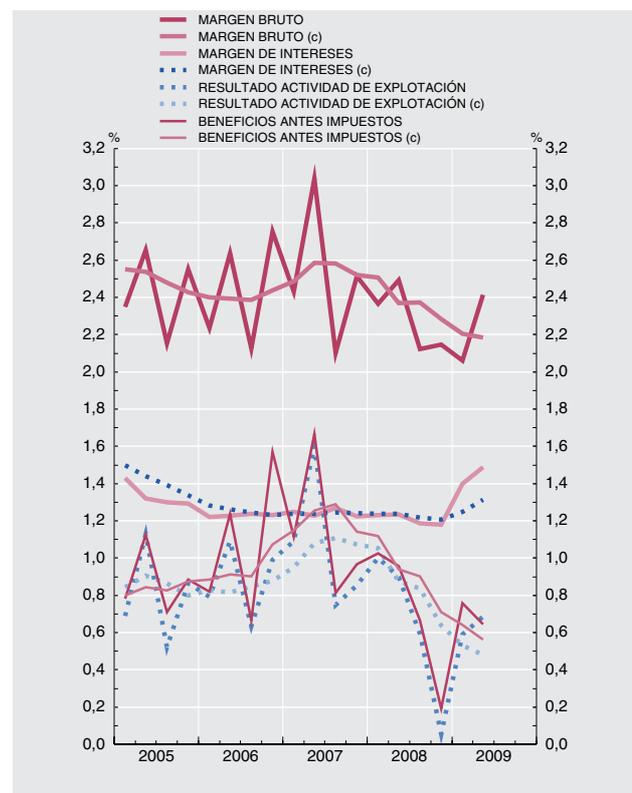
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje					
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	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>	3,4	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>06 ///</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>06 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>07 //</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>07 ///</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>07 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>08 //</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>08 ///</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>08 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	
<b>09 //</b>	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2	

**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.

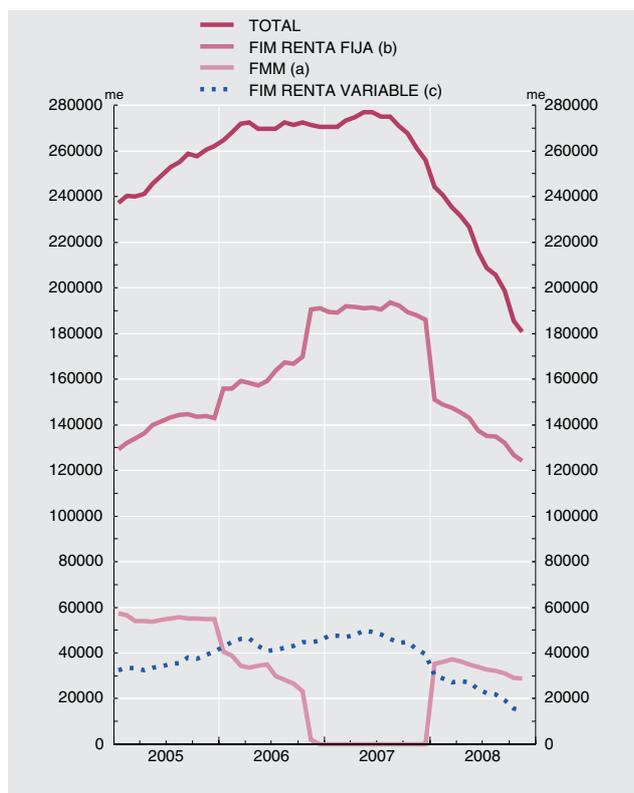
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

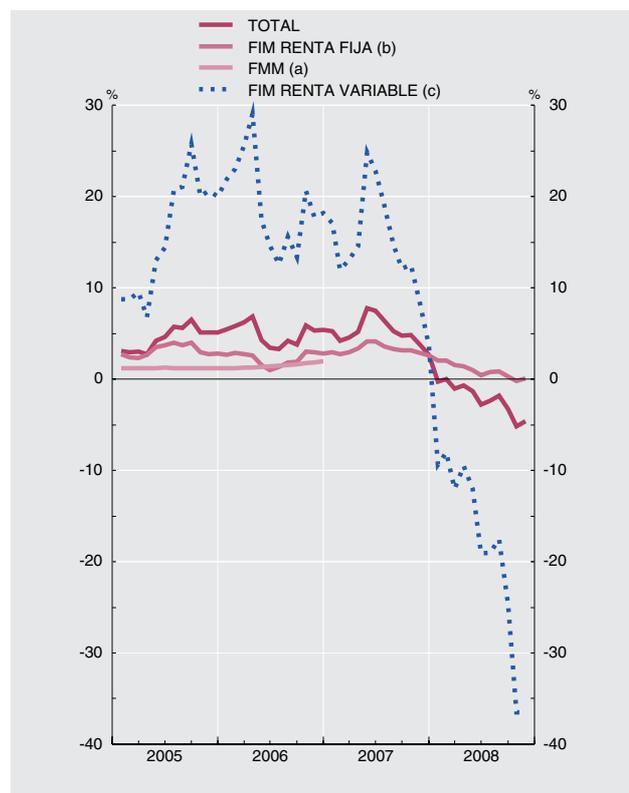
Millones de euros y porcentajes

	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.

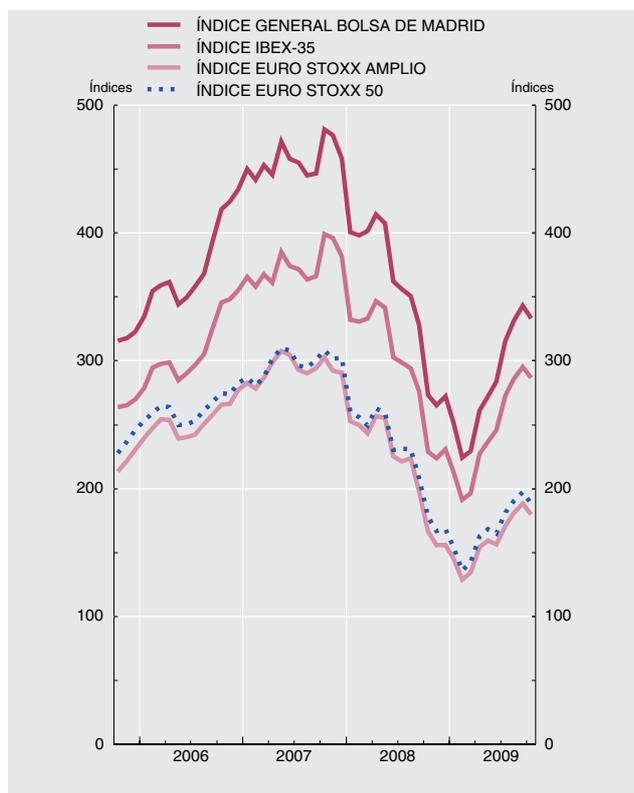
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

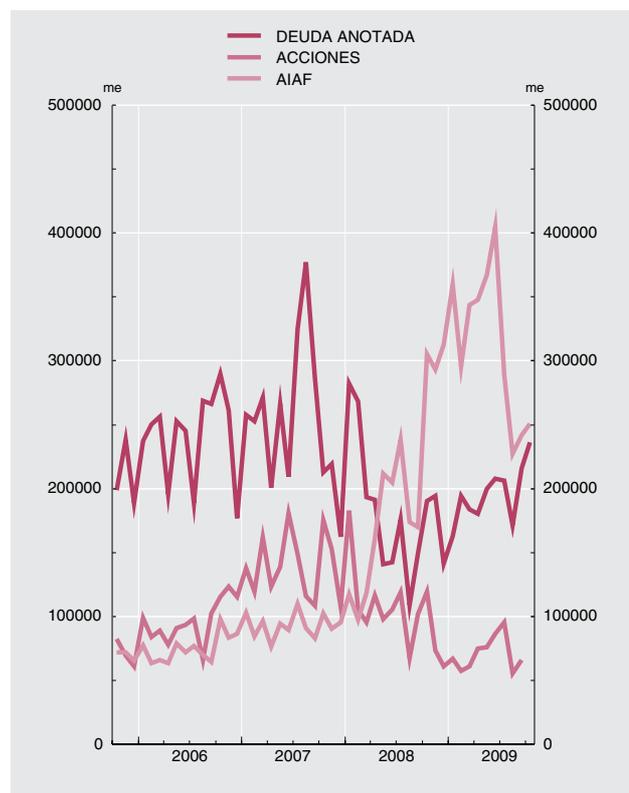
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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 1 020,99	9 769,43	228,47	2 457,98	638 935	56 921	1 957 640	3 128 061	-	28 764	-	4 854
<b>08 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>	1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	86 272	5 753	207 861	404 790	...	3 984	...	531
<b>Jul</b>	1 131,04	10 855,10	243,92	2 638,13	95 572	5 654	206 118	289 376	...	2 363	...	516
<b>Ago</b>	1 187,30	11 365,10	257,84	2 775,17	55 638	4 336	171 127	227 500	...	2 090	...	423
<b>Sep</b>	1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	215 553	241 874	...	4 438	...	469
<b>Oct</b>	P 1 194,17	11 414,80	256,63	2 743,50	...	...	236 222	250 942	...	3 648	...	495

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)

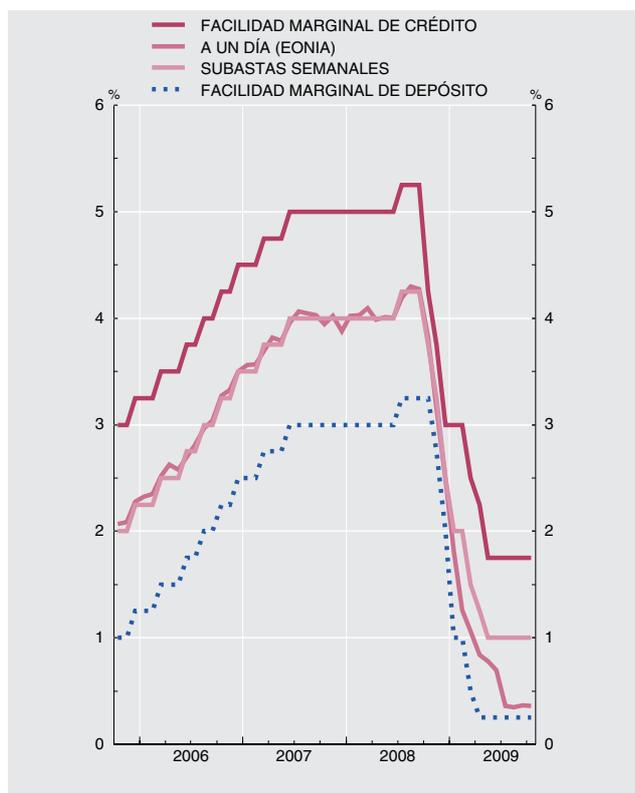
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

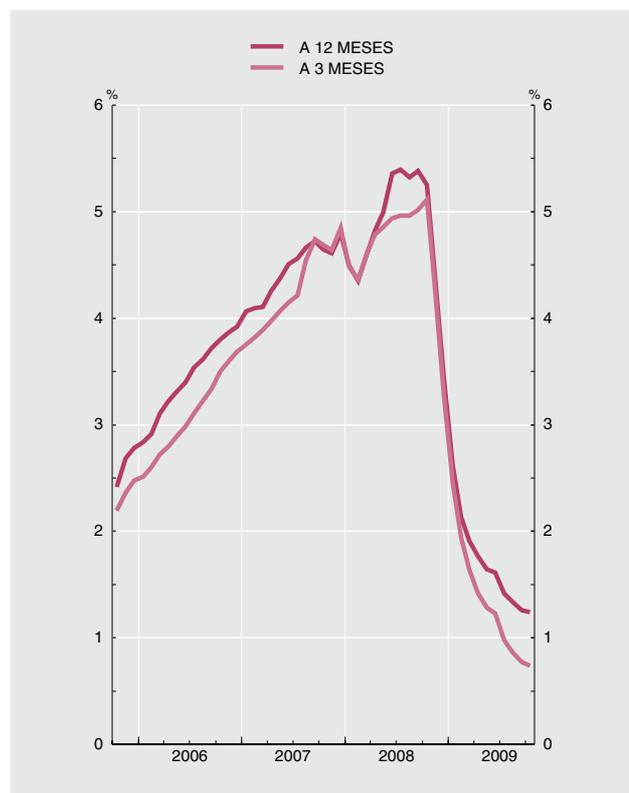
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	0,785	0,98	1,33	1,52	1,69	0,74	1,03	1,33	1,49	1,71	0,68	0,69	0,72	0,88
08 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	3,32	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	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,358	0,61	0,97	1,21	1,41	0,30	0,59	0,95	1,18	1,41	0,26	0,36	0,45	0,55
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,347	0,51	0,86	1,12	1,33	0,30	0,52	0,86	1,10	1,34	0,26	0,29	0,41	-
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,363	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,359	0,43	0,74	1,02	1,24	0,30	0,43	0,75	1,00	-	0,27	0,29	0,42	0,81

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

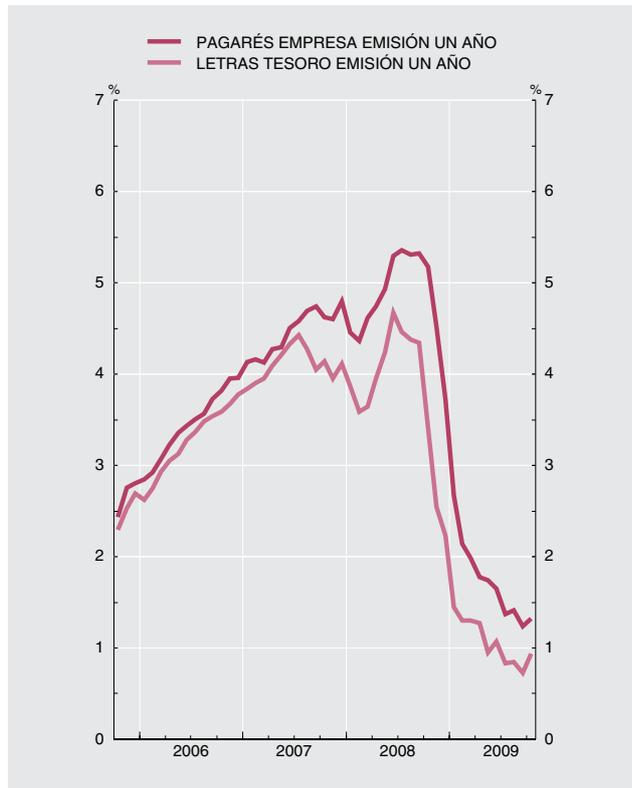
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

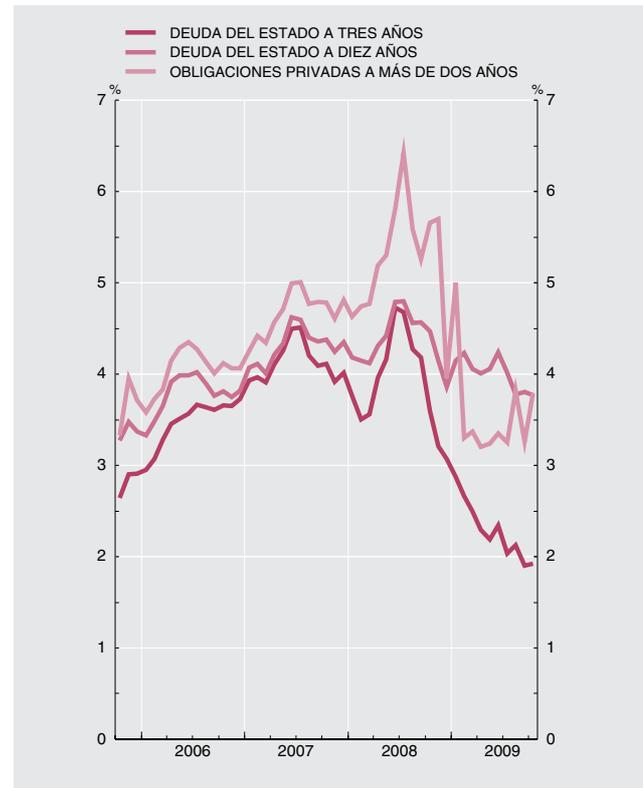
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagars de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<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>	1,07	1,02	1,73	1,76	2,13	2,98	4,01	4,51	4,86	2,28	4,01	3,56
<b>08 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
<b>Jul</b>	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25
<b>Ago</b>	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82
<b>Sep</b>	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26
<b>Oct</b>	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

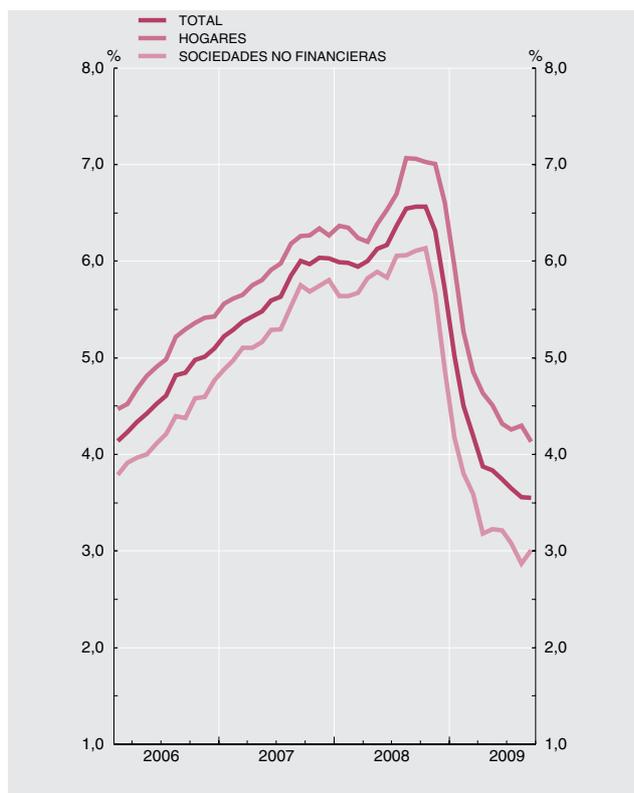
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

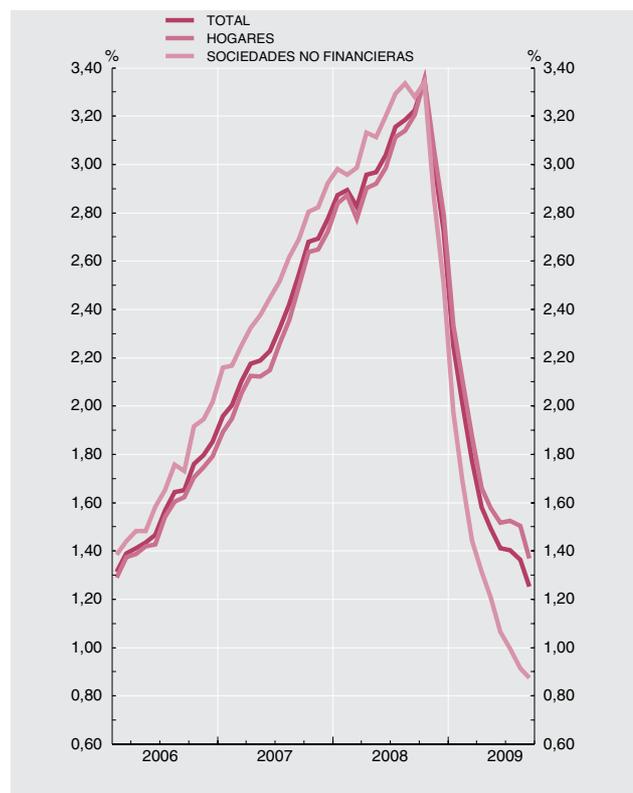
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	6,03	6,27	5,53	8,38	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
<b>08</b>	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09</b>	3,55	4,13	2,82	8,01	3,01	4,60	2,27	1,25	1,37	0,37	2,13	0,37	0,88	0,54	1,34	0,32
<b>08 Feb</b>	5,98	6,35	5,59	8,53	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>	5,94	6,24	5,43	8,59	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>	6,00	6,20	5,38	8,58	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02
<b>May</b>	6,13	6,39	5,55	8,82	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06
<b>Jun</b>	6,17	6,53	5,72	8,82	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07
<b>Jul</b>	6,36	6,70	5,94	8,85	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24
<b>Ago</b>	6,55	7,07	6,18	9,62	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34
<b>Sep</b>	6,56	7,06	6,21	9,52	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21
<b>Oct</b>	6,56	7,02	6,21	9,39	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,34	2,25	4,67	3,42
<b>Nov</b>	6,31	7,01	6,18	9,35	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98	2,88
<b>Dic</b>	5,70	6,61	5,83	8,83	4,87	5,91	4,42	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
<b>09 Ene</b>	5,02	5,94	4,97	8,77	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59
<b>Feb</b>	4,50	5,27	4,35	7,97	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18
<b>Mar</b>	4,19	4,85	3,91	7,63	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94
<b>Abr</b>	3,87	4,63	3,55	7,82	3,18	4,69	2,56	1,58	1,66	0,49	2,46	0,74	1,31	0,87	1,90	0,76
<b>May</b>	3,84	4,51	3,36	7,90	3,23	4,62	2,57	1,49	1,58	0,46	2,38	0,64	1,21	0,79	1,77	0,70
<b>Jun</b>	3,74	4,32	3,16	7,62	3,22	4,69	2,67	1,41	1,52	0,42	2,34	0,67	1,06	0,65	1,60	0,70
<b>Jul</b>	3,65	4,26	3,07	7,72	3,08	4,56	2,48	1,40	1,52	0,41	2,37	0,35	1,00	0,62	1,50	0,33
<b>Ago</b>	3,56	4,30	2,99	8,16	2,87	4,44	2,26	1,36	1,50	0,42	2,31	0,35	0,91	0,64	1,31	0,28
<b>Sep</b>	3,55	4,13	2,82	8,01	3,01	4,60	2,27	1,25	1,37	0,37	2,13	0,37	0,88	0,54	1,34	0,32

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

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

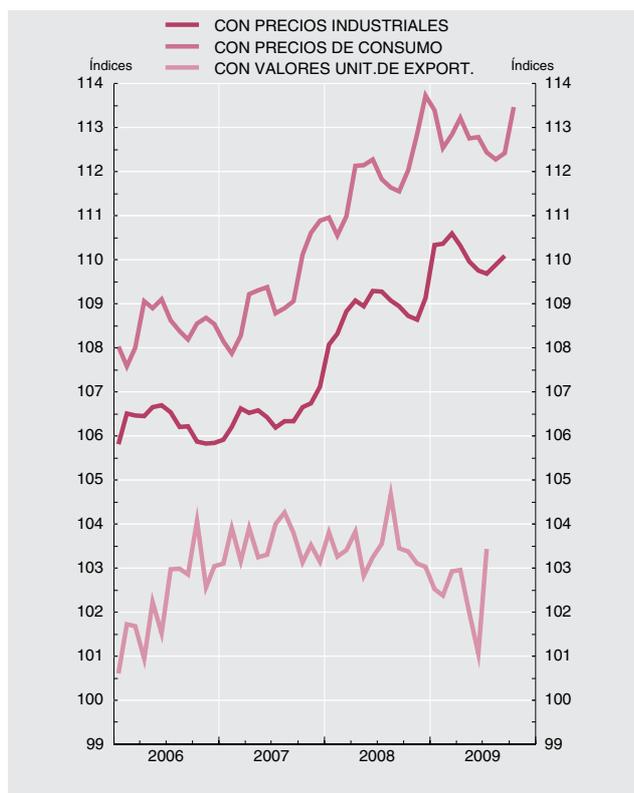
■ Serie representada gráficamente.

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>	106,3	108,5	109,2	102,3	100,0	106,3	108,5	109,2	102,3	106,3	108,6	110,2	117,7	103,9
<b>07</b>	106,5	109,2	111,2	103,5	99,9	106,6	109,3	111,3	103,6	106,6	109,5	112,7	121,6	104,9
<b>08</b>	108,9	111,9	114,3	103,5	101,5	107,3	110,2	112,6	101,9	107,7	110,6	114,2	123,4	104,7
<b>07 IV</b>	106,8	110,5	112,2	103,3	100,3	106,6	110,3	111,9	103,0	106,7	110,5	113,5	124,4	104,7
<b>08 I</b>	108,4	110,8	114,6	103,5	101,0	107,4	109,8	113,5	102,5	107,6	110,0	115,1	122,3	104,8
<b>II</b>	109,1	112,2	115,0	103,3	101,4	107,6	110,7	113,4	101,9	108,1	111,0	115,0	125,1	104,7
<b>III</b>	109,1	111,7	114,2	103,9	101,3	107,7	110,2	112,7	102,5	108,2	110,6	114,3	125,3	105,3
<b>IV</b>	108,8	112,9	113,5	103,2	102,3	106,4	110,3	110,9	100,8	107,1	110,8	112,4	120,8	103,8
<b>09 I</b>	110,4	112,9	112,3	102,6	103,7	106,5	108,9	108,3	99,0	107,6	109,5	109,6	115,9	103,1
<b>II</b>	110,0	112,9	112,4	102,0	103,2	106,6	109,4	108,9	98,8	107,8	110,0	110,4	118,7	102,9
<b>III</b>	109,9	112,4	111,0	...	102,9	106,7	109,2	107,8	...	108,0	109,9	109,4	119,6	...
<b>09 Ene</b>	110,3	113,4	...	102,5	103,7	106,4	109,4	...	98,9	107,4	109,9	...	...	102,9
<b>Feb</b>	110,4	112,5	...	102,4	103,5	106,7	108,8	...	98,9	107,8	109,3	...	...	103,0
<b>Mar</b>	110,6	112,8	...	102,9	103,9	106,4	108,6	...	99,0	107,7	109,1	...	...	103,5
<b>Abr</b>	110,3	113,2	...	103,0	103,5	106,6	109,4	...	99,5	107,8	110,0	...	...	103,8
<b>May</b>	110,0	112,8	...	102,0	103,2	106,5	109,2	...	98,8	107,8	109,9	...	...	103,0
<b>Jun</b>	109,8	112,8	...	101,1	103,0	106,6	109,5	...	98,2	107,8	110,2	...	...	102,1
<b>Jul</b>	109,7	112,4	...	103,4	102,9	106,6	109,2	...	100,5	107,8	110,0	...	...	104,5
<b>Ago</b>	109,9	112,3	...	...	102,8	106,9	109,3	...	...	108,2	110,0	...	...	...
<b>Sep</b>	110,1	112,4	...	...	103,1	106,7	109,0	...	...	108,0	109,8	...	...	...
<b>Oct</b>	...	113,5	...	...	103,5	...	109,7	...	...	...	110,4	...	...	...

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>06</b>	108,9	110,8	120,7	104,0	101,2	107,6	109,5	119,3	102,8	109,0	111,4	101,6	107,3	109,7
<b>07</b>	110,5	113,0	125,8	106,2	102,3	108,0	110,5	122,9	103,8	110,9	113,9	103,0	107,6	110,6
<b>08</b>	113,1	116,1	130,3	106,3	104,1	108,6	111,5	125,1	102,0	113,6	117,2	105,2	107,9	111,4
<b>07 IV</b>	111,5	115,0	129,5	106,4	103,1	108,1	111,5	125,5	103,2	112,0	116,1	104,1	107,6	111,5
<b>08 I</b>	113,1	115,4	128,4	106,6	103,9	108,8	111,0	123,6	102,6	113,7	116,5	105,0	108,3	111,0
<b>08 II</b>	114,2	117,3	132,7	106,7	104,8	109,0	111,9	126,6	101,8	115,0	118,8	106,2	108,3	111,9
<b>08 III</b>	113,8	116,4	132,9	107,0	104,5	108,9	111,4	127,1	102,3	114,3	117,6	105,7	108,1	111,2
<b>08 IV</b>	111,2	115,3	127,1	104,7	103,2	107,7	111,7	123,2	101,5	111,3	115,9	104,0	107,0	111,5
<b>09 I</b>	112,1	114,7	123,4	103,9	103,9	107,9	110,4	118,8	100,0	112,2	115,3	104,7	107,2	110,1
<b>09 II</b>	112,4	115,6	127,2	103,9	104,2	107,9	110,9	122,1	99,7	112,5	116,3	105,1	107,1	110,6
<b>09 III</b>	112,8	115,5	128,3	...	104,4	108,0	110,6	122,8	...	113,1	116,5	105,6	107,1	110,3
<b>09 Ene</b>	112,1	115,3	...	103,8	104,0	107,8	110,8	...	99,8	112,3	115,9	104,8	107,1	110,5
<b>09 Feb</b>	111,7	114,0	...	103,4	103,4	108,0	110,2	...	100,0	111,7	114,5	104,1	107,3	110,0
<b>09 Mar</b>	112,4	114,8	...	104,5	104,3	107,8	110,1	...	100,2	112,6	115,5	105,2	107,1	109,8
<b>09 Abr</b>	112,4	115,5	...	104,6	104,1	107,9	110,9	...	100,4	112,4	116,1	104,9	107,1	110,6
<b>09 May</b>	112,3	115,4	...	103,8	104,2	107,8	110,8	...	99,6	112,4	116,1	105,1	107,0	110,5
<b>09 Jun</b>	112,4	115,8	...	103,2	104,3	107,8	111,0	...	99,0	112,8	116,7	105,3	107,1	110,8
<b>09 Jul</b>	112,4	115,5	...	105,5	104,3	107,8	110,7	...	101,2	112,7	116,3	105,4	107,0	110,3
<b>09 Ago</b>	112,8	115,5	...	...	104,3	108,1	110,7	...	...	113,2	116,4	105,5	107,3	110,4
<b>09 Sep</b>	113,0	115,7	...	...	104,7	108,0	110,5	...	...	113,5	116,7	106,0	107,1	110,1
<b>09 Oct</b>	...	116,8	...	...	105,1	...	111,1	...	...	...	117,8	106,4	...	110,8

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

- a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.
- b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)
- c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.
- d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

DIC 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</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>

	La asimilación salarial de los inmigrantes en España	59	
	Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008	71	
	La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera	81	
	Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo	95	
JUL-AGO 2009	Informe trimestral de la economía española	11	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009	81	
	El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España	95	
	Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral	117	
	Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico	129	
	El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional	139	
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008	153	
	Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008	171	
	Regulación financiera: segundo trimestre de 2009	183	
SEP 2009	Evolución reciente de la economía española	11	
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2009	31	
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	47	
	Algunas consideraciones sobre los efectos macroeconómicos de los salarios y del empleo de las Administraciones Públicas	57	
	¿Afectan los cambios institucionales a los ciclos económicos?	75	
	La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: contenido informativo sobre la evolución de los componentes del PIB	85	
	La financiación del déficit exterior de Estados Unidos	95	
	La economía de género: un campo de investigación en expansión	109	
OCT 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11	
	Informe trimestral de la economía española	21	
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009	91	
	Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España	105	
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009	113	
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2009	143	
NOV 2009	Evolución reciente de la economía española	11	
	Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009	31	
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	51	
	Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios	63	
	La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos	73	
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2009	83	
	Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera	95	

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.<sup>a</sup> GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.
- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.

- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.
- 0907 LAURA HOSPIDO: Job changes and individual-job specific wage dynamics.
- 0908 M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA Y JUAN S. MORA: La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas.
- 0909 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Multivariate location-scale mixtures of normals and mean-variance-skewness portfolio allocation.
- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCÍA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term Indicator of Growth.
- 0913 RAQUEL VEGAS, ISABEL ARGIMÓN, MARTA BOTELLA Y CLARA I. GONZÁLEZ: Retirement behaviour and retirement incentives in Spain.
- 0914 FEDERICO CINGANO, MARCO LEONARDI, JULIÁN MESSINA Y GIOVANNI PICA: The effect of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: Evidence from a firm-level panel of EU countries.
- 0915 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: Cash, access to credit, and value creation in M&As.
- 0916 MARGARITA RUBIO: Housing market heterogeneity in a monetary union.
- 0917 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: High-Growth Recoveries, Inventories and the Great Moderation.
- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.
- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.<sup>a</sup> VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.

## 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*.

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema

Unidad de Publicaciones  
Alcalá, 522; 28027 Madrid  
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488  
Correo electrónico: publicaciones@bde.es  
www.bde.es