

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**04/2010**

**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, 2010  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

## ÍNDICE

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

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 21
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 29
- 4 La economía española 44
- 5 Evolución financiera 59

**Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010** 73

**Las reformas microeconómicas en el área del euro** 85

**El comercio exterior de servicios no turísticos en España** 103

**Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010** 115

**Regulación financiera: primer trimestre de 2010** 145

**Indicadores económicos** 1\*

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

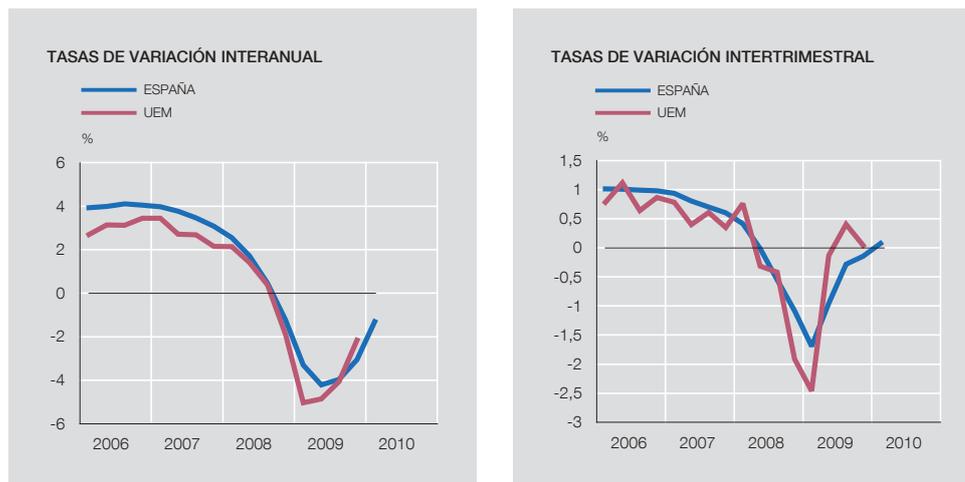
# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 Rasgos básicos

La economía española experimentó en 2009 una acusada contracción, que alcanzó su punto álgido en el primer trimestre; a partir de entonces se moderó, hasta cerrar el año con un descenso del PIB del 0,1%, en términos de su tasa intertrimestral. En el conjunto del año, la producción disminuyó un 3,6%, en respuesta a una demanda nacional que cayó más de un 6% anual, mientras que la demanda exterior neta, con una aportación positiva de 2,8 puntos porcentuales (pp), contribuyó a amortiguar el impacto negativo de aquella sobre el PIB.

En los primeros meses de 2010 prosiguió la mejora gradual de la economía española, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, la continuación de los efectos de las medidas públicas de apoyo a la demanda y el aumento en la confianza de los agentes. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el primer trimestre, el PIB pasó a crecer un 0,1%, en términos de su tasa intertrimestral, tras seis trimestres consecutivos de bajadas. No obstante, en términos de la tasa interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, el producto habría descendido un 1,3%. Por el lado del gasto, la demanda nacional atenuó su ritmo de descenso, hasta el -2,6% (-5% en el período de octubre-diciembre) y la demanda exterior neta redujo su aportación positiva, hasta 1,4 pp (2,2 pp en los tres meses anteriores), con una recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones. Los planes de apoyo al sector privado incidieron en la reactivación de algunos componentes del gasto, en particular del consumo de los hogares, aunque su impacto se ha ido reduciendo, mientras que la finalización de los proyectos vinculados al Fondo Estatal de Inversión Local se reflejó en un cierto retroceso de la inversión en construcción no residencial. En sintonía con este panorama, todas las ramas productivas mantuvieron un tono algo menos deprimido que en trimestres anteriores y el empleo también atenuó su ritmo de descenso, hasta registrar un retroceso en su tasa interanual del 3,6%, según la EPA. No obstante, la tasa de paro experimentó un nuevo repunte en el primer trimestre, hasta el 20%, debido, en parte, a la ralentización en el ritmo de descenso de la población activa. Con el trasfondo de bajo crecimiento y de debilidad de la recuperación, la inflación prolongó su pauta de moderación. La tasa de variación del IPC repuntó en los primeros meses de 2010 (1,4% en marzo), como consecuencia del encarecimiento de la energía, en tanto que el IPSEBENE mantuvo tasas de variación prácticamente nulas. El indicador adelantado del IAPC muestra un aumento de la tasa interanual hasta el 1,6% en abril.

En el panorama económico internacional se prolongó el proceso de reactivación, que, como viene ocurriendo desde que se iniciara, mostró ritmos diferentes entre países y regiones, destacando la recuperación en las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas, si bien Estados Unidos contribuyó también de forma decidida al crecimiento del PIB mundial. No obstante, en la evolución de las economías desarrolladas subsisten factores que representan lastres y riesgos para la recuperación, entre los que cabe destacar la debilidad del mercado laboral y el deterioro generalizado de las posiciones fiscales. Por su parte, la inflación mundial repuntó en estos primeros meses como consecuencia de los incrementos en los precios del petróleo y de las materias primas, si bien las expectativas sobre su evolución futura continúan siendo moderadas. Por último, la tendencia a la estabilización en los mercados financieros internacionales, aunque se afianzó en numerosos segmentos, se interrumpió a partir del mes de febrero como consecuencia de la crisis fiscal en Grecia; esta generó diversos episodios de inestabilidad, que alcanzaron particular severidad en la segunda mitad de abril, sobre todo, en la zona del euro. En sus fases iniciales, estos se localizaron en los mercados de deuda soberana, pero, con posterioridad, se propagaron hacia los mercados bursátiles y cambiarios.



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

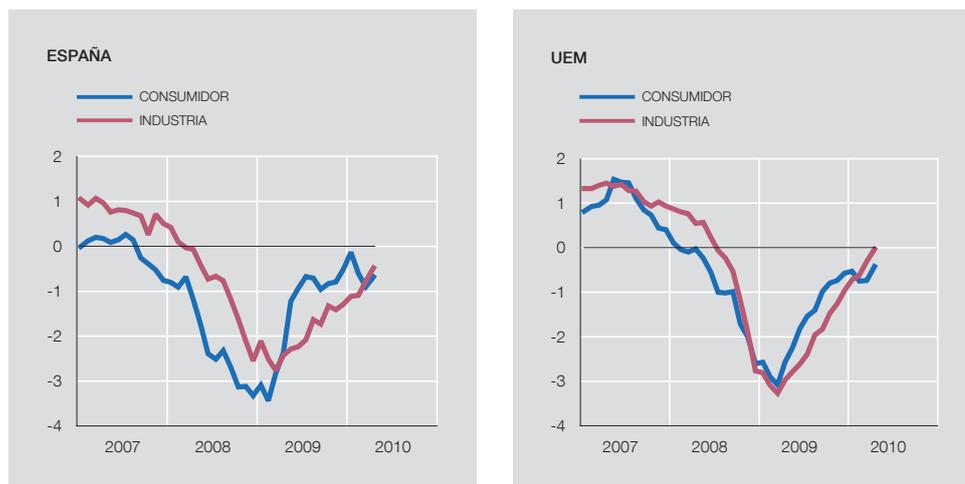
a. Series ajustadas de estacionalidad.

En este contexto, desde principios de año, el tipo de cambio del euro se depreció frente al dólar en torno a un 7,6%.

Ante la ausencia de presiones inflacionistas, las políticas monetarias mantuvieron una orientación expansiva, al tiempo que los principales bancos centrales de los países desarrollados comenzaron a instrumentar los planes anunciados para la retirada de las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y finalizó en marzo el programa de compra de activos. El Banco de Inglaterra, por su parte, confirmó el tipo de interés en el 0,5% y, a partir de febrero, interrumpió el programa de compra de activos. Por último, el tipo de interés oficial instrumentado por el Banco de Japón permaneció en el 0,1%, si bien amplió las operaciones de mercado abierto a plazo fijo que estaban en vigor desde diciembre.

El área del euro participó de las tendencias generales de reactivación, si bien, como ya ocurrió en los meses finales de 2009, con un ritmo algo más pausado. El impulso del sector exterior no se ha traducido todavía en una mayor fortaleza de la demanda interna, en un contexto en el que algunos de los factores transitorios que impulsaron la recuperación, tales como el estímulo fiscal y el cambio en el ciclo de inventarios, empiezan a perder fuerza, y en el que las condiciones climatológicas adversas han podido afectar negativamente a la actividad en determinadas ramas productivas. Por su parte, la inflación experimentó un cierto repunte en los meses iniciales del ejercicio, aunque ello se debió principalmente a factores temporales como consecuencia de incrementos transitorios de los componentes más volátiles (la energía y los alimentos no elaborados). El escenario previsto de recuperación suave, moderación salarial y holgura de la capacidad productiva hace que no se contemplen riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo. Con este trasfondo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en las reuniones que tuvo hasta mayo, mantener inalterados los tipos oficiales, en el 1% para las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecen desde hace un año, mientras que las facilidades de crédito y de depósito se sitúan en el 1,75% y 0,25%, respectivamente.

Por otra parte, el BCE dio pasos adicionales en la definición de la estrategia de retirada gradual de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera, aunque mantuvo

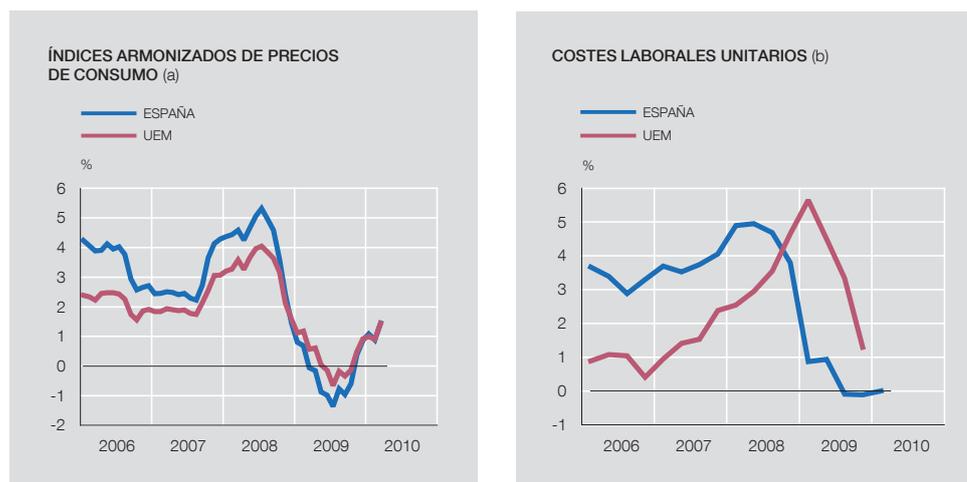


FUENTE: Comisión Europea.

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

la política de provisión de liquidez abundante. En marzo, el Consejo del BCE confirmó que se mantendrían en vigor las condiciones bajo las que se realizan las subastas semanales y las especiales a un mes, al menos hasta el 12 de octubre. Acordó, asimismo, que las operaciones regulares de refinanciación a tres meses recuperarían el procedimiento habitual, de subasta a tipo variable, a partir del 28 de abril, aunque en la adjudicación se tendrían en cuenta las condiciones de los mercados. Por último, el BCE decidió mantener sin cambios sustanciales los requerimientos relativos al colateral más allá de finales de 2010. No obstante, el 3 de mayo, tras dictaminar favorablemente sobre el ambicioso programa de ajuste fiscal aprobado por el Gobierno heleno como parte del plan de ayuda aprobado por parte del Eurogrupo y el FMI, el Consejo de Gobierno del BCE decidió suspender la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda pública griega.

En el ámbito fiscal, se prevé un ligero empeoramiento de las cuentas públicas para el conjunto del área en 2010, tras el descalabro fiscal de 2009, como resultado de las distintas estrategias de consolidación adoptadas a nivel nacional, que en los países con más déficit contemplan la puesta en marcha ya en 2010 de los programas de ajuste, mientras que en el resto se retrasará hasta 2011. No obstante, las dudas que suscitó el plan de ajuste presupuestario presentado inicialmente por Grecia terminaron desencadenando una crisis fiscal de gran severidad que ha requerido la adopción de una serie de medidas sin precedentes, tanto por parte del Gobierno griego como por parte de las autoridades europeas, tal y como se detalla en el recuadro 2. El primero solicitó formalmente el pasado 23 de abril la activación del mecanismo excepcional de apoyo financiero delineado por el Eurogrupo en su reunión del 11 del mismo mes. Esta solicitud fue atendida por los ministros de Finanzas del área el 2 de mayo mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa sin precedentes, que contempla un volumen de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años, de los que 80 mm de euros (30 mm de euros, el primer año) corresponderían a los Estados miembros de la zona del euro, y los restantes 30 mm de euros, al FMI. Los primeros desembolsos tendrán lugar antes del 19 de mayo, fecha en la que vence una suma importante de títulos emitidos por el Tesoro griego. Es importante recalcar que este paquete de ayudas aprobado ahora contempla estrictos elementos de condicionalidad. El Gobierno griego, de hecho, aprobó el mismo día 2, como paso previo a la activación de las ayudas, un ambicioso y severo programa de consolidación fiscal y de amplias reformas es-



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

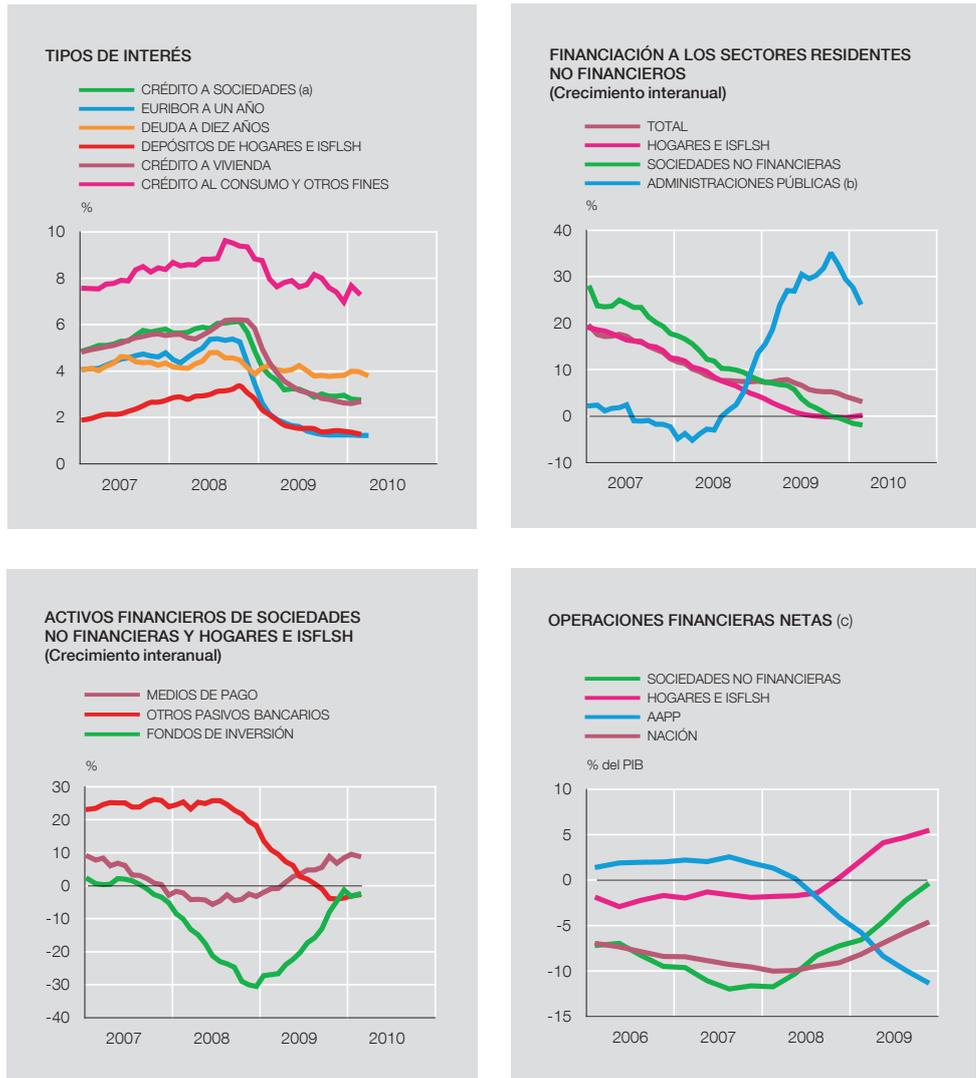
a. Tasas de variación interanual.

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

tructurales, negociado previamente con la Comisión Europea, el FMI y el BCE. Los avances de las autoridades helenas en el cumplimiento de estos exigentes compromisos serán evaluados cada trimestre. Se trata, por tanto, de un gran esfuerzo no solo por parte de Grecia, sino también un esfuerzo de innovación institucional para restablecer la confianza, atajando los graves riesgos que para la estabilidad del área supondría la posibilidad de insolvencia de uno de sus Estados miembros.

De hecho, la crisis griega ha puesto de manifiesto también la necesidad de reforzar la gobernanza del área de euro y de establecer mecanismos multilaterales que aseguren una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales. Atendiendo a estas demandas, la Comisión ha anunciado su intención de presentar en mayo iniciativas en tres áreas que se consideran esenciales: en primer lugar, el reforzamiento de los procedimientos multilaterales de vigilancia de la evolución de la competitividad y de detección temprana de desequilibrios externos; en segundo lugar, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y, en tercer lugar, la formalización de un mecanismo de resolución de crisis y un marco permanente que garantice el apoyo financiero a países miembros en dificultades, sujeto a la condicionalidad apropiada. En paralelo, a lo largo del trimestre se siguió avanzando en la definición de las estrategias más adecuadas para la retirada de los impulsos de política económica que se fueron instrumentando con carácter excepcional durante la crisis económica.

Pese a los episodios de inestabilidad que se registraron en los mercados de deuda pública a partir de febrero, los tipos de interés en los mercados interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos, tanto en el ámbito global como en el área del euro, y las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada se mantuvieron relativamente estables. No obstante, los principales índices bursátiles registraron descensos en Europa y las primas de riesgo soberano se mantuvieron en niveles muy elevados en Grecia y Portugal. La economía española se vio afectada por este episodio de inestabilidad, de manera que, a finales de abril, el IBEX acumulaba en el año una pérdida del 12,1%, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedía en las misma fecha un 5%). En España, el diferencial de la rentabilidad a diez años de la



FUENTE: Banco de España.

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

deuda pública con respecto al bono alemán en el mismo plazo se amplió en casi 40 puntos básicos (pb), hasta situarse en cerca de 100 pb. Por último, su calificación crediticia a largo plazo fue revisada a la baja por una agencia de *rating* el 28 de abril, de AA+ a AA, con un alcance muy inferior a la que realizó sobre la deuda soberana emitida por Grecia y Portugal.

Los costes de financiación de los hogares y de las sociedades permanecieron en niveles similares a los del último trimestre, al igual que el grado de restricción de los criterios que se aplican para la concesión de créditos, que es, en todo caso, más estricto que el que se aplicaba al inicio de la crisis financiera. En el mercado inmobiliario, según los datos que proporciona el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre ralentizó su ritmo de descenso, con una tasa de disminución interanual del 4,7% en el primer trimestre (-6,3% en diciembre de 2009).

El gasto de los hogares confirmó los incipientes signos de mejoría de los dos últimos trimestres, mientras que la inversión empresarial mantuvo un tono relativamente deprimido. En concreto, el consumo de las familias habría mostrado un repunte en su tasa intertrimestral por segundo trimestre consecutivo, ralentizando el ritmo de descenso interanual de este componente de la demanda hasta el  $-0,7\%$  ( $-3,4\%$  en el trimestre precedente). A diferencia de lo ocurrido en la segunda mitad de 2009, el consumo de servicios y, en menor medida, el de bienes duraderos distintos de los automóviles habrían desempeñado un papel determinante en esta recuperación, mientras que los efectos del Plan de ayudas directas a la adquisición de automóviles habrían reducido su empuje. No se puede descartar completamente, no obstante, la presencia de factores extraordinarios, también de naturaleza temporal, en el repunte de determinadas partidas de gasto, que podrían atenuarse más adelante (apagón analógico o adelanto de compras ante la subida del IVA en julio). Para lo que resta de año, cabe prever que continúe la modesta recuperación del consumo condicionada por el comportamiento desfavorable de la renta disponible — como consecuencia, sobre todo, del menor crecimiento de las rentas salariales y de la inferior aportación de otras fuentes de renta, en particular de las provenientes de la actuación de las AAPP—, la reducción de la riqueza de los hogares, la necesidad de disminuir su nivel de endeudamiento y la incertidumbre en torno a la evolución del mercado laboral. No obstante, la tasa de ahorro comenzaría a flexionar a la baja a lo largo de 2010, desde el nivel máximo alcanzado en el último trimestre de 2009 ( $18,8\%$  en acumulado de cuatro trimestres).

La inversión residencial continuó inmersa en su trayectoria de ajuste, si bien su ritmo de descenso volvió a ralentizarse, estimándose una tasa interanual para este componente de la demanda en el entorno del  $-20\%$  ( $-25\%$  en el período de octubre-diciembre). Esta evolución fue compatible con una cierta estabilización de algunos indicadores de la demanda de viviendas (como el número de transacciones o de hipotecas). Asimismo, en los meses iniciales del ejercicio continuaron las mejoras en los niveles de accesibilidad. Todo ello podría plasmarse en una cierta recuperación de la demanda de vivienda en los próximos meses y, con ello, en una absorción algo más rápida del exceso de viviendas sin vender, tras haber alcanzado su nivel máximo en la primera parte de este año, aunque la estimación del exceso de capacidad del sector está sujeta a gran incertidumbre. En lo que resta del año cabe esperar que las caídas de la inversión residencial tiendan a atenuarse, si bien el comportamiento de esta variable continuará lastrando el crecimiento del producto a lo largo de 2010. En este contexto de menor atonía del gasto de los hogares, el saldo de crédito de los hogares se estabilizó (su tasa interanual se incrementó ligeramente, hasta el  $0,1\%$  en febrero), como resultado de un ligero avance del crédito para adquisición de vivienda ( $0,5\%$ ) y un pequeño retroceso en el crédito al consumo y otros fines.

Los planes de inversión de las empresas no dieron señales de recuperación. A los factores que han venido lastrando las decisiones de inversión de las sociedades no financieras en los dos últimos años (perspectivas débiles de recuperación de la demanda, sobre todo en el ámbito doméstico, contracción de los beneficios empresariales, elevados niveles de endeudamiento y exceso de capacidad acumulada), se ha sumado un menor efecto de los planes de estímulo sobre este componente de la demanda (que afectan principalmente a la adquisición de material de transporte y a la participación en proyectos de obra civil). De hecho, la inversión en equipo podría haber retornado a tasas de crecimiento intertrimestral negativas, tras el repunte registrado en la segunda mitad del año pasado, localizado precisamente en aquellos componentes de la inversión. Pese a ello, se prevé una corrección muy significativa en la tasa de caída interanual de la inversión en equipo, que podría situarse en el entorno del  $-3,5\%$ , frente al  $-15,3\%$  del trimestre anterior.

Por su parte, el componente de inversión en otras construcciones, que incluye también la inversión pública por este concepto, dio señales de debilidad, como consecuencia de la finalización de los proyectos en infraestructuras vinculados al Fondo Estatal de Inversión Local y del posible desfase que con gran probabilidad comportará la iniciación de los proyectos que se financien con cargo al Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local (que será, en todo caso, de cuantía inferior). En relación con la financiación de las sociedades no financieras, el crédito continuó contrayéndose (su tasa interanual se hizo más negativa, hasta el -4,3% en febrero), lo que afectó de manera relativamente generalizada a todas las ramas productivas.

Por su parte, la actuación de las AAPP habría empezado a moderar su carácter expansivo como consecuencia de la puesta en marcha del Plan de Consolidación fiscal 2010-2013, lo que se habría reflejado tanto en el consumo como en la inversión pública. Con posterioridad a la publicación del último Informe trimestral de la economía española se han conocido los detalles de este Plan de consolidación, que aprobó el Gobierno a finales de enero. En concreto, propone un descenso del déficit de 1,6 pp del PIB en 2010 y de 2,3 pp del PIB por año entre 2011 y 2013, que sería de naturaleza esencialmente estructural, pues se basa, sobre todo, en recortes de gasto público hasta 2013 — que se distribuirían entre la remuneración de asalariados, los consumos intermedios, las transferencias, la inversión pública y las subvenciones —, aunque también en los incrementos impositivos que fueron aprobados con los presupuestos de 2010. En este sentido, la magnitud del desequilibrio presupuestario hace inevitable tener que recurrir al incremento de los recursos mediante las figuras tributarias con mayor poder recaudatorio y que menores distorsiones generen. Los objetivos del programa son ambiciosos, pero se basan en un escenario macroeconómico optimista, por lo que su estricto cumplimiento puede requerir adoptar medidas complementarias que eviten que se produzcan desviaciones con respecto a los objetivos establecidos.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, señala que en el primer trimestre de 2010 la demanda exterior neta tuvo una aportación positiva al crecimiento interanual del producto (de 1,4 pp), con incrementos sustanciales tanto de las exportaciones como de las importaciones. El despegue de las exportaciones se corresponde con la recuperación de la actividad a escala mundial — si bien nuestros mercados de exportación lo hicieron de manera más moderada —, en un entorno en el que la competitividad-precio prolongó el comportamiento favorable de los últimos meses. No obstante, la contribución del sector exterior fue más reducida que en los trimestres previos, pues las importaciones de bienes volvieron a repuntar en respuesta a la leve recuperación de determinados componentes del gasto interno, aunque hasta ahora lo están haciendo con debilidad y con una trayectoria no exenta de oscilaciones. También el comercio de servicios, del que participa el turismo, mostró una recuperación en el primer trimestre. Todo ello se reflejó en una nueva mejora de las necesidades de financiación de la nación, que continuaron disminuyendo en enero y febrero.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado suavizó su ritmo de retroceso interanual, al igual que ocurrió con la ocupación, pues se produjo una significativa ralentización del proceso de destrucción de puestos de trabajo, que se cifró, según la EPA, en el -3,6% (-6,1% en el período de octubre-diciembre). No obstante, en comparación con el trimestre anterior, solo el valor añadido y el empleo de los servicios de mercado mostraron tasas positivas. El resto de ramas productivas no agrícolas mostró retrocesos, de mayor intensidad en el sector de la construcción, ante la finalización de algunos de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local y, quizá, unas condiciones climatológicas escasamente favorables.

La información más reciente sobre la negociación colectiva indica que el comienzo del ejercicio se está caracterizando por una mayor moderación salarial. Los convenios salariales alcanzados hasta marzo reflejan un impacto medio de las tarifas del 1,4%, 1 pp inferior al establecido en 2009. La incidencia del acuerdo para el empleo y de la negociación colectiva que firmaron los agentes sociales el pasado mes de febrero, y que fija el 1% como el techo para los incrementos salariales en el presente ejercicio, está siendo hasta ahora limitada debido a la mayoritaria presencia de acuerdos revisados en la negociación. No obstante, dicho acuerdo debería permitir, en el futuro inmediato, que el crecimiento de los salarios se acompase en mayor medida a la situación económica, y posibilite una inflexión en la remuneración por asalariado y una desaceleración de los costes laborales por unidad de producto.

En este ámbito de actuación, el Gobierno ha trasladado a los agentes sociales una propuesta de reforma laboral que, aunque adolece de falta de concreción, propone la imposición de límites a la contratación temporal, el fomento de la contratación indefinida, el impulso al contrato a tiempo parcial y el plan de impulso juvenil, aspectos todos ellos que, dependiendo de cómo se materialicen finalmente, pueden resultar muy relevantes para el funcionamiento de nuestro mercado laboral. No obstante, la propuesta desplaza la modificación de la negociación colectiva al acuerdo entre los agentes sociales, lo que desafortunadamente puede retrasar la necesaria reforma de este aspecto central del mercado laboral.

Por último, la cifra de incremento del IPC ha repuntado a principios de este año hasta el 1,4%, en marzo, como consecuencia de la subida de los precios de la energía, pero la inflación subyacente mantuvo la tendencia descendente de los últimos trimestres, lo que llevó la tasa de variación interanual del IPSEBENE —índice que excluye los precios de los productos más volátiles— al 0,1% en el primer trimestre, y permitió que el diferencial de este componente continuara resultando favorable a España, en 0,6 pp. Este es un comportamiento que debería consolidarse de cara al futuro, pues puede suponer una aportación decisiva para la mejora de la competitividad y la recuperación del crecimiento.

## 2 Entorno exterior del área del euro

Durante los primeros meses de 2010 ha continuado la recuperación de los mercados financieros internacionales y de la actividad económica mundial, procesos que se han reforzado mutuamente, a pesar de que se han producido episodios de creciente inestabilidad relacionados, principalmente, con la situación de las finanzas públicas en algunos países europeos. A lo largo del trimestre se percibió una mejoría gradual, y mayor que la anticipada, de la actividad económica mundial, aunque con ritmos diferentes entre países y regiones, destacando la consolidación de la recuperación en las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas. China y el resto de Asia emergente, por una parte, y Estados Unidos, por otra, fueron los principales contribuyentes al crecimiento del PIB mundial. En todo caso, en las economías desarrolladas los niveles de producto se mantienen por debajo de los previos a la crisis, y aún subsisten factores que representan lastres y riesgos para la recuperación, como la debilidad del mercado laboral —a pesar de observarse los primeros signos de mejora—, la fragilidad de la recuperación del mercado de la vivienda —especialmente, en Estados Unidos y Reino Unido—, la atonía del crédito bancario y, sobre todo, la posición de las finanzas públicas (véase recuadro 1).

En los mercados financieros internacionales la recuperación se ha ido afianzando en muchos segmentos. Tras una corrección en febrero y, también, a finales de abril, los principales índices bursátiles acumulaban en los cuatro primeros meses del año ganancias de entre el 2% y el 7%, y han disminuido tanto la volatilidad como los diferenciales de crédito de la deuda privada y los diferenciales soberanos de las economías emergentes. No obstante, la evolución de los mercados ha estado muy ligada a las noticias relacionadas con la fragilidad de la posición fiscal en Grecia, así como con su posible contagio a otros países europeos, que ha dado lugar a diversos episodios de inestabilidad durante el período. La mejoría de las perspectivas económicas propició un aumento de las emisiones de renta fija del sector privado en el primer trimestre —más de un 25% con respecto al cuarto trimestre—. Al mismo tiempo, se prevé un volumen muy elevado de emisiones de renta fija por parte del sector público a lo largo de 2010 —sobre todo, emisiones a medio y a largo plazo—, lo que ha contribuido a que la pendiente de la curva de rendimientos por plazos en Estados Unidos alcance valores máximos. En los mercados cambiarios, desde comienzos de año el dólar se ha fortalecido frente al euro —aunque solo ha corregido parcialmente la depreciación registrada durante 2009—, frente a la libra esterlina y frente al yen, mientras que se ha depreciado frente a la mayoría de las principales monedas de las economías emergentes, impulsadas por el retorno de los flujos de capitales a estos países. En los mercados de materias primas, la recuperación de la demanda en muchas economías emergentes y en algunas desarrolladas ha propiciado un incremento notable de los precios, que han alcanzado máximos no observados desde el otoño de 2008. El barril de petróleo tipo Brent cotiza actualmente en el entorno de 85 dólares/barril y los futuros no prevén aumentos significativos en el precio.

En Estados Unidos, la estimación de avance del PIB en el primer trimestre mostró un crecimiento del 0,8% trimestral (3,2% en tasa anualizada), inferior al 1,4% del cuarto trimestre, debido, sobre todo, al empuje del consumo privado y a la acumulación de existencias. Esta primera estimación confirmó los avances recogidos por los indicadores de oferta y de empleo, aunque persisten las dudas sobre la recuperación del consumo. En el mercado de trabajo se creó empleo neto en el primer trimestre, por primera vez desde finales de 2007, y la tasa de paro se redujo hasta el 9,7% —tres décimas menos que en el cuarto trimestre—. Por el contrario, el mercado de la vivienda sigue mostrando algunos síntomas de debilidad, reflejados en

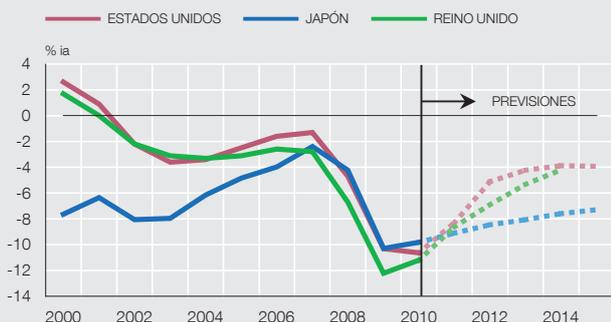
La profunda recesión que han atravesado las economías avanzadas, en el contexto de la crisis económica y financiera global, el fuerte activismo fiscal —esencial para evitar el colapso de la demanda agregada— y, en menor medida, el apoyo al sistema financiero han tenido como consecuencia un drástico incremento de los déficits públicos y de la deuda en esas economías, hasta niveles desconocidos después de la Segunda Guerra Mundial, lo que plantea importantes retos de política y riesgos sobre las perspectivas económicas y financieras.

Las tres principales economías desarrolladas fuera de la zona del euro (Estados Unidos, Reino Unido y Japón) enfrentaron los efectos de la crisis desde puntos de partida relativamente similares en lo que respecta al saldo de las Administraciones Públicas, pero marcadamente diferentes en su endeudamiento público. Así, los tres países presentaban en 2007 déficits de entre el 1% y el 3% del PIB (véase gráfico 1), si bien sus déficits estructurales —que toman en consideración la posición cíclica de la economía— se concentraban en un rango del 2,5%-3%. No obstante, Japón alcanzó esos niveles después de un proceso de consolidación fiscal que le permitió reducir el

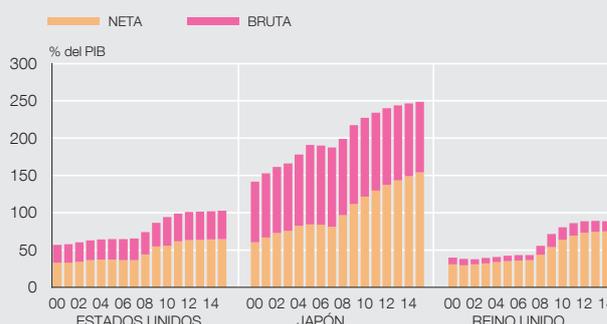
déficit público en más de 5 pp, desde el 8% del PIB en 2002, mientras que en Reino Unido y Estados Unidos los déficits estructurales se mantuvieron relativamente inalterados en ese período, aunque la fase expansiva del ciclo económico propició una mejoría en los saldos de sus Administraciones Públicas. Por lo que respecta a la deuda, la herencia de la crisis bancaria de los años noventa en Japón y la desfavorable evolución económica desde entonces, que ha estado acompañada de una deflación persistente, se reflejaron en un endeudamiento público que alcanzaba el 188% del PIB —en términos brutos— en 2007, frente al 62% en Estados Unidos y al 44% en Reino Unido. No obstante, como muestra el gráfico 2, las diferencias en términos de deuda neta, es decir, tomando en cuenta los activos del Estado y las tenencias de deuda de otras entidades públicas, eran bastante menores. En Estados Unidos y Reino Unido la ratio de deuda neta era similar, de alrededor del 40% del PIB, y en Japón, del 82%.

A raíz de la crisis, los tesoros contribuyeron muy activamente al sostenimiento de la demanda agregada e instrumentaron planes de apoyo al sector financiero. El soporte de la demanda agregada se produjo tanto a través de medidas discrecionales y planes de estímulo

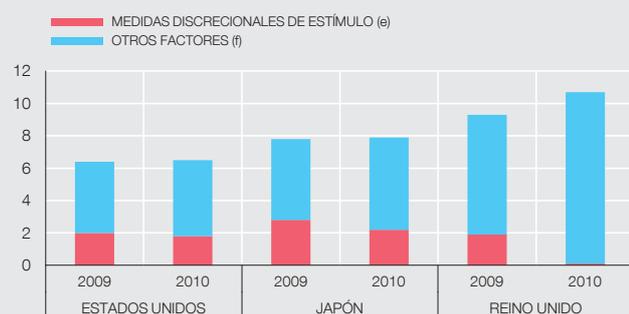
1 DÉFICIT PÚBLICO (a) (b)



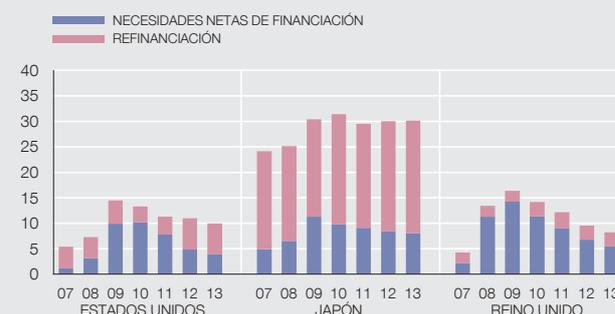
2 DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA (a) (b) (c)



3 APOYO FISCAL A LA DEMANDA AGREGADA (d)



4 EMISIÓN BRUTA DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA (a) (c) (g)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Tesoro de Estados Unidos, Congressional Budget Office, Tesoro del Reino Unido, Cabinet Office y Ministerio de Finanzas (Japón).

- a. Los datos de deuda y déficit en Reino Unido y Japón se refieren a años fiscales.
- b. Las previsiones para Estados Unidos son del CBO, para Japón del FMI y para el Reino Unido del Tesoro del Reino Unido.
- c. En Reino Unido, la deuda bruta se refiere a las AAPP (gobiernos central y locales), mientras que la deuda neta se refiere al total del sector público (incluidas las empresas públicas).
- d. Excluye las medidas de apoyo al sector financiero, para analizar las medidas fiscales con efecto directo sobre la demanda.
- e. Coste presupuestario de medidas discrecionales relacionadas con la crisis, comparado con 2007.
- f. Incluye el impacto de los estabilizadores automáticos y el impacto sobre los ingresos de factores más allá del cambio cíclico (por ejemplo, la caída de los precios de la vivienda o de los beneficios en el sector financiero).
- g. Las previsiones para Estados Unidos son del CBO, para Japón del Ministerio de Finanzas de Japón y para el Reino Unido del Tesoro del Reino Unido.

## DEL EURO (cont.)

como del funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Entre las medidas discrecionales adoptadas a partir de 2008 se incluyeron el incremento de la inversión pública (o adelanto de la programada para 2010 y 2011), el apoyo al empleo (incluyendo programas de formación y colocación), transferencias directas, recortes impositivos y, en algunos casos, ayudas a sectores específicos, como el automóvil y el inmobiliario.

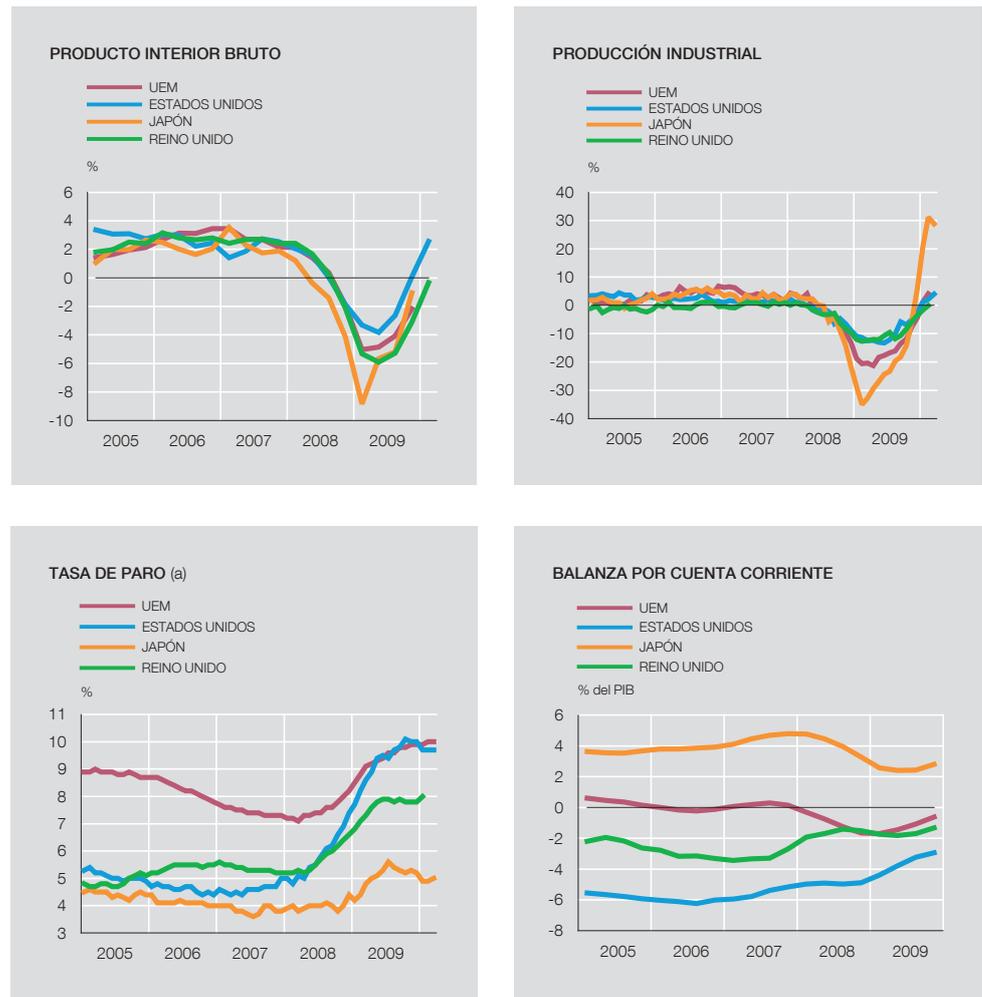
La magnitud del estímulo fiscal discrecional presenta diferencias entre los tres países analizados (véase gráfico 3). En Japón superó los dos puntos del PIB en 2009 (2,8%) y está previsto que se reduzca solo medio punto este año; en Estados Unidos se situó en torno a esa cifra en 2009 y se espera que se mantenga a un nivel similar este año; por último, en Reino Unido el impulso fiscal fue de magnitud similar al de los otros dos países en 2009, aunque en 2010 será prácticamente nulo. Esta diferencia viene explicada por el menor margen de maniobra que otorgan el fuerte deterioro experimentado por el saldo fiscal en ese país y el incremento adicional de la deuda derivado de los apoyos al sector financiero. Respecto al primer punto, el gráfico 3 muestra que el mayor deterioro del saldo fiscal en Reino Unido —de casi 10 pp en los dos últimos años— se produjo tanto por el mayor peso de sus estabilizadores automáticos como por la fuerte caída de la recaudación tributaria proveniente del sector inmobiliario y del financiero, este último con un mayor peso relativo en Reino Unido que en las otras dos economías.

Por el lado de los apoyos al sistema financiero, las principales economías desarrolladas implementaron una serie de medidas que incluyen, entre otras, inyecciones de capital, compra de activos y garantías de activos o pasivos, y cuyo coste directo representó alrededor del 3,5% del PIB de esas economías. Sin embargo, hubo diferencias sustanciales entre países, de acuerdo con el tamaño relativo de sus sistemas financieros, el grado de exposición a los activos dañados y la necesidad de financiación en los mercados mayoristas. Así, en Reino Unido y en Estados Unidos la cantidad de recursos comprometidos llegó a superar, en su conjunto, el 80% del PIB a mediados de 2009, mientras que en Japón apenas superó el 30% —una ratio similar a la del área del euro—. No obstante, las características diferenciales de los apoyos hicieron que el impacto sobre las cuentas públicas de estas medidas llegara a ser notablemente mayor en Reino Unido (8,2% del PIB) que en Estados Unidos, mientras que en Japón el impacto ha sido poco significativo.

Como resultado de todo ello, la crisis ha provocado un aumento muy acusado de los déficits públicos y de la deuda pública. Los déficits superaron en 2009 el 10% del PIB en los tres países mencionados, mientras que la deuda pública se incrementó entre 2007

y 2009 en 20 pp del PIB en Estados Unidos, 28 pp en Reino Unido y 30 pp en Japón. Estos elevados niveles de déficit y deuda pública plantean un difícil reto de política fiscal. Por un lado, la recuperación de la demanda del sector privado aún es frágil, por lo que se necesitaría el mantenimiento de los estímulos fiscales durante el año 2010. Por otro lado, el rápido incremento de la deuda, en un contexto en el que han aumentado las preocupaciones por su sostenibilidad en otras economías desarrolladas, apunta la necesidad de diseñar y comunicar con diligencia planes creíbles de consolidación fiscal en el medio plazo. En este sentido, tanto Estados Unidos como Reino Unido han presentado proyectos presupuestarios que prevén una reducción muy gradual de los déficits —hasta alcanzar en 2013 alrededor del 4% del PIB en Estados Unidos y del 5% en Reino Unido—, basados tanto en una moderación del gasto como en un aumento de la carga impositiva —por mayores impuestos en Reino Unido y por la expiración de las reducciones impositivas previas en Estados Unidos—. En ambos casos, estos planes fiscales se apoyan en previsiones de recaudación hechas con supuestos considerados optimistas. Aunque Japón no ha presentado previsiones de déficits para los próximos años (se espera el anuncio de un plan fiscal de medio plazo en junio de 2010), el FMI estima que se reducirán levemente, hasta el 8% del PIB en 2013. Con todo, a pesar de la prevista recuperación de la actividad, los aún elevados déficits en los próximos cuatro años implican una senda ascendente para la deuda bruta de los tres países, que en 2013 llegaría al 244% del PIB en Japón, al 100% en Estados Unidos y al 90% en Reino Unido. Además, ha habido pocos avances concretos en estos tres países en lo que respecta a reducir la carga fiscal derivada del envejecimiento de la población.

Esta frágil situación de las finanzas públicas contiene elementos de riesgo para la recuperación económica y la estabilidad financiera. En primer lugar, un aumento de la incertidumbre de los agentes sobre la sostenibilidad de la deuda puede forzar un ajuste fiscal más rápido de lo previsto. Al mismo tiempo, los aún elevados déficits para los próximos años en estas tres economías, unidos a la necesidad de refinanciar crecientes volúmenes de deuda (véase gráfico 4), pueden propiciar presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo, a medida que se normalice la situación económica y financiera, que podrían comprometer la incipiente recuperación de la demanda del sector privado. Al mismo tiempo, resulta importante volver a generar un cierto margen de maniobra para la política fiscal con el objetivo de poder afrontar eventuales perturbaciones de demanda en el futuro. Todo ello apunta a la necesidad de presentar estrategias creíbles de consolidación fiscal, junto con un programa de reformas que promueva el incremento del crecimiento potencial y que contribuya a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

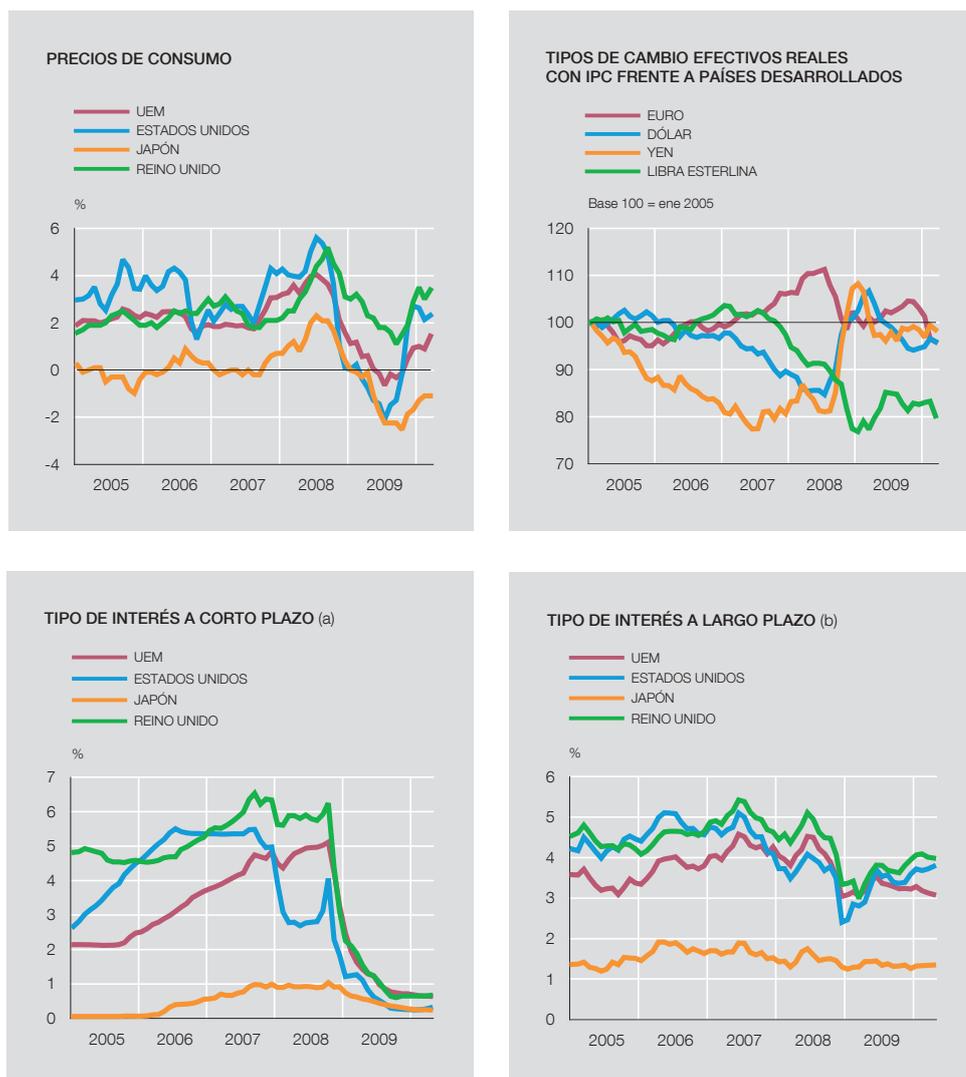


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

la estabilización de los precios y en la atonía de la confianza de los constructores, si bien tanto las viviendas iniciadas como las ventas repuntaron en marzo, anticipándose a la finalización de las ayudas públicas. Por su parte, la inflación medida por el IPC se moderó a lo largo del trimestre, hasta el 2,3% interanual en marzo, mientras que la tasa subyacente se redujo hasta el 1,1%. En este contexto, en su reunión de abril, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial —en el rango del 0% al 0,25%— y reiteró que permanecerá en niveles reducidos por un tiempo prolongado y ligado a la evolución de la economía. Además, finalizó en marzo el programa de compras de activos. En el plano fiscal, se aprobó la reforma del sistema sanitario estadounidense y en febrero el poder ejecutivo presentó el anteproyecto de presupuesto para el año fiscal 2010-2011, en el que plantea una reducción gradual de los déficits hasta el año 2013.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre creció un 0,9% trimestral (-1% interanual), revirtiendo la caída del 0,1% del trimestre anterior. La expansión se sustentó, fundamentalmente, en la fortaleza de la demanda externa, así como en la mejoría de la demanda interna, impulsada por diversas medidas de apoyo fiscal. En el primer trimestre la economía continuó mostrando signos de recuperación. Por una parte, la producción industrial siguió creciendo y el índice Tankan de confianza empresarial recuperó el nivel más elevado desde que comenzó la crisis,

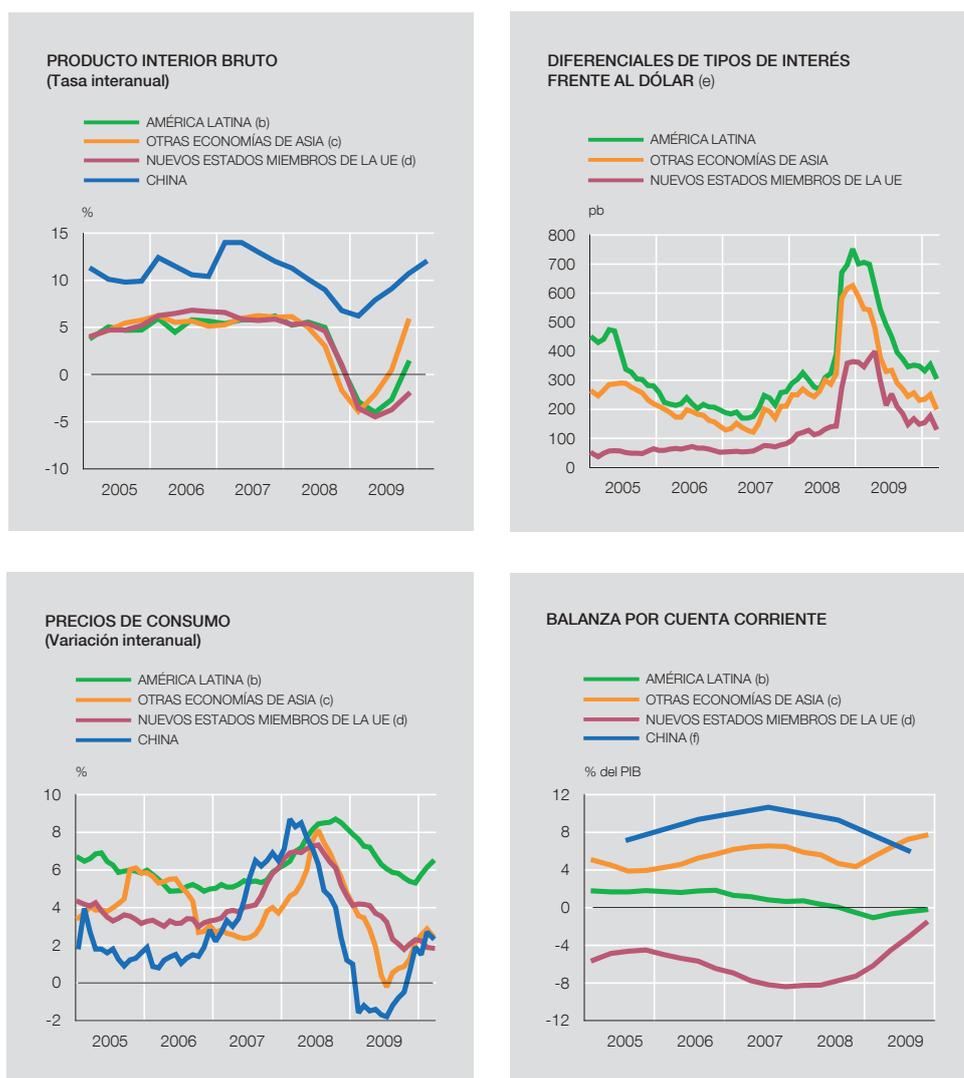


FUENTE: Banco de España.

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

reflejando signos de mejora tanto en el sector servicios como en las pymes. Por otra parte, pese a la debilidad de la renta disponible, el consumo se benefició de los incentivos del Gobierno a la compra de bienes. En el mercado laboral, la tasa de paro se situó en el 5% en marzo —dos décimas inferior a la de diciembre—, debido a la recuperación del empleo en el primer trimestre. Los precios de consumo y al por mayor continuaron cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad, debido al alza de los precios del petróleo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1%, pero decidió ampliar las operaciones de mercado monetario a tipo fijo aprobadas en diciembre, hasta un monto equivalente al 4,2% del PIB. Además, a finales de abril revisó al alza sus perspectivas de crecimiento para el año fiscal 2010-2011, pasando del 1,3% al 1,8%.

La economía del Reino Unido prosiguió su gradual recuperación en el primer trimestre, con un crecimiento del PIB del 0,2% trimestral (-0,3% interanual) —cifra de avance—, frente al 0,4% del cuarto trimestre. Esta evolución ya fue anticipada por los indicadores de producción industrial y de sentimiento empresarial del primer trimestre, que apuntaban una visión positiva de la deman-



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

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

da externa y un cierto pesimismo respecto a la evolución de la demanda interna —en especial, del gasto en inversión—. Asimismo, las ventas al por menor mantuvieron un tono de debilidad en marzo, afectadas todavía por la subida del IVA en enero y una persistente restricción crediticia. Por su parte, el mercado laboral sigue mostrando signos de cierta estabilidad dentro de su fragilidad, si bien la tasa de paro repuntó ligeramente en febrero, situándose en el 8%. Por otra parte, se observó una menor actividad en el mercado inmobiliario, algo atribuible en parte a que en diciembre finalizó la exención fiscal por compra de vivienda. En el primer trimestre la inflación aumentó notablemente —en marzo se elevó hasta el 3,4% interanual—, por los efectos temporales derivados del incremento en el precio del petróleo y el aumento del IVA a principios de año. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y, desde febrero, estableció una pausa en el programa de compra de activos. Finalmente, el Go-

bierno presentó el presupuesto para 2010, que incluye medidas para seguir apoyando la recuperación, al tiempo que perfila los planes de consolidación fiscal de medio plazo.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea fuera del área del euro, la caída del PIB en el cuarto trimestre se moderó hasta el  $-2,2\%$  interanual en promedio, frente al  $-3,6\%$  del tercer trimestre, si bien con marcadas diferencias entre los países —desde una caída en torno al  $18\%$  en Letonia hasta un crecimiento del  $3,1\%$  en Polonia, el único país con tasa interanual positiva—. En el conjunto de 2009, el PIB agregado disminuyó un  $3,6\%$  en comparación con 2008. La gradual mejoría económica continúa apoyada en la recuperación de las exportaciones, mientras que la demanda interna —tanto el consumo como la inversión— permanece estancada. No obstante, en el primer trimestre la producción industrial siguió mejorando, gracias a la expansión del sector exportador, mientras que todavía no hay signos de reactivación en el consumo privado. A lo largo del trimestre, la inflación se mantuvo moderada y en marzo disminuyó una décima, hasta el  $2,7\%$  interanual. En esta situación, Letonia, Rumanía y Hungría redujeron sus tipos de interés oficiales. En el ámbito fiscal, se registró un notable deterioro generalizado de los saldos públicos y de la deuda bruta en 2009 —con la excepción de Estonia—. El déficit público ascendió, en promedio, al  $6,6\%$  del PIB y la deuda bruta se elevó hasta el  $43\%$ . En la segunda reunión plenaria de la denominada «Iniciativa de Viena» —con participación, entre otros, de las autoridades nacionales, de los principales organismos internacionales y de los grupos bancarios con intereses en la región— se propuso fomentar el desarrollo de los mercados de capitales en moneda local y establecer una apropiada política prudencial de regulación para la concesión de préstamos en moneda extranjera. De hecho, algunos países, como Hungría y Polonia, ya se habían anticipado a establecer límites a la concesión de préstamos.

En China, el PIB se aceleró en el primer trimestre, al crecer un  $11,9\%$  interanual, superior al  $10,7\%$  del cuarto trimestre. Esta fuerte expansión confirmó el vigor que apuntaban la producción industrial, la inversión en activos fijos y las ventas al por menor. Por el contrario, en el frente exterior, el superávit comercial disminuyó significativamente en el primer trimestre —de hecho, en marzo se registró el primer déficit desde 2004—, por el fuerte crecimiento de las importaciones (un  $65\%$  interanual), mientras que las exportaciones aumentaron en torno al  $24\%$ . No obstante, continuaron acumulándose reservas, que a finales de marzo ascendieron a 2,4 billones de dólares. En un contexto de gradual desaceleración de la oferta monetaria y de los préstamos bancarios —por el efecto de las medidas restrictivas—, la inflación se redujo tres décimas en marzo, hasta el  $2,4\%$  interanual. En el resto de Asia, la actividad económica y el sector exterior continuaron mostrando un notable dinamismo en el primer trimestre, y en algunos países se aprecian signos de recalentamiento. La inflación ha tendido a disminuir en la mayoría de países —con la notable excepción de la India, donde se elevó al  $9,9\%$  interanual en marzo—. Esta evolución de los precios propició que la India —en dos ocasiones— y Malasia aumentaran sus tipos de interés oficiales a lo largo del trimestre. Asimismo, la fuerte aceleración de la actividad en Singapur y las presiones inflacionistas indujeron, a mediados de abril, a reevaluar su tipo de cambio y a anunciar la gradual apreciación de las bandas de intervención en el futuro.

En América Latina, el PIB creció un  $1,3\%$  interanual en el cuarto trimestre, tras tres trimestres consecutivos de caídas, de forma que en el conjunto de 2009 la actividad se contrajo un  $2,1\%$  —había crecido un  $4,2\%$  en 2008—. La recuperación se ha apoyado en la contribución positiva de la demanda externa y en la reactivación de la demanda interna, en especial del consumo privado. Los indicadores del primer trimestre apuntarían a una aceleración de la recuperación, que sería más acusada en Brasil y algo menos vigorosa en México. En el trimestre, la inflación siguió una senda al alza, por el aumento de los precios de los alimentos y de los

combustibles, y en marzo ascendió al 6,5% interanual en el conjunto de la región, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 6,6%. En Brasil, la evolución de los precios, unida al dinamismo de la actividad, propició que el banco central aumentase en 75 pb el tipo de interés oficial. Por el contrario, Colombia lo redujo, por sorpresa, en 50 pb, mientras que en el resto de países los tipos se mantuvieron inalterados. Por su parte, el déficit por cuenta corriente agregado disminuyó en 2009 (del 0,7% al 0,1% del PIB), gracias a la mejoría de las balanzas comerciales. Por otra parte, aumentaron de forma muy notable los flujos por inversiones de cartera —tanto los Gobiernos como las empresas incrementaron sus emisiones de renta fija en los mercados internacionales, especialmente en el cuarto trimestre—, mientras que disminuyeron hasta niveles mínimos de 2006 las entradas de inversión directa. En el ámbito fiscal, los saldos primarios registraron una mejoría generalizada a finales de año, debida a la recuperación de los ingresos. Por su parte, Argentina presentó el nuevo canje de deuda para los tenedores que no accedieron al de 2005.

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

La información disponible sobre el primer trimestre del año apunta a que prosiguió la recuperación en el área del euro, si bien a un ritmo moderado. El impulso del sector exterior no se ha traducido todavía en una mayor fortaleza de la demanda interna, en un contexto en el que algunos de los factores transitorios que impulsaron dicha recuperación, tales como el estímulo fiscal y el cambio en el ciclo de inventarios, se están desvaneciendo y las condiciones climatológicas adversas han podido afectar muy negativamente a la actividad de la rama de la construcción en dicho período. Más a medio plazo, las previsiones publicadas recientemente por los organismos internacionales siguen anticipando un ritmo de salida de la crisis muy gradual en los próximos trimestres, apoyado principalmente por el dinamismo de la demanda externa y por la progresiva normalización de la situación financiera.

Por su parte, la inflación aumentó más de lo esperado en el primer trimestre del año, como consecuencia de incrementos de los componentes más volátiles, la energía y los alimentos no elaborados, que han debido verse afectados por la dureza climatológica del invierno. No obstante, el carácter vacilante de la recuperación de la actividad prevista para los próximos trimestres, junto con la infrautilización de la capacidad instalada y la moderación de los salarios que cabría esperar dada la atonía del mercado de trabajo, no hace prever tensiones inflacionistas significativas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en sus últimas reuniones mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación, así como avanzar —a la vista de la normalización progresiva de los mercados financieros— en el proceso de retirada gradual de las medidas extraordinarias que habían sido adoptadas en los momentos de mayor virulencia de la crisis. Con estas decisiones, el Eurosistema ha mantenido su política de provisión de liquidez en condiciones favorables, al tiempo que previene las distorsiones en los mercados que generaría mantener dichas medidas más tiempo del requerido.

En el ámbito fiscal, los últimos datos proporcionados por los Estados miembros de la UEM acentúan el deterioro de las finanzas públicas en 2009, con un déficit público para el conjunto del área del 6,3% del PIB, 4,3 pp superior al de 2008. Para el año 2010, la agregación de los planes de estabilidad indica un ligero empeoramiento de los saldos presupuestarios, consecuencia principalmente del mantenimiento del estímulo fiscal por parte de Francia y de Alemania, que pospondrían la corrección de sus déficits al período 2011-2013. Por el contrario, los países con saldos negativos más abultados —Irlanda, Grecia, Portugal y España— han presentado planes de estabilidad que proponen ya para el año en curso consolidaciones ambiciosas. En este momento, trece de los dieciséis países de la UEM están sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo, siendo de particular relevancia el caso de Grecia, cuyo déficit y volumen de deuda se situaron, respectivamente, en el 13,6% y el 115% del PIB en 2009.

De hecho, el deterioro de la situación fiscal en Grecia y las tensiones financieras resultantes constituyeron el principal elemento definitorio de la evolución económica de la zona del euro en los primeros meses del año (véase recuadro 2). La acción de las autoridades griegas para reforzar la credibilidad del programa de consolidación fiscal y las medidas acordadas por el Eurogrupo para garantizar la estabilidad financiera del área del euro no lograron, inicialmente, reconducir la situación y el 23 de abril el Gobierno griego solicitó formalmente el apoyo financiero, cuyas condiciones básicas habían sido delineadas en la reunión de los ministros de finanzas del área el 11 de abril. Esta solicitud fue atendida por el Eurogrupo el pasado 2 de

Durante los primeros meses del año, la crisis fiscal de la economía griega ha propiciado un aumento del nivel y de la volatilidad de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública de los países de la zona del euro. Estas tensiones se trasladaron también a los mercados de deuda de otros países de la zona del euro, especialmente en aquellos casos con mayores déficits presupuestarios; a los mercados bursátiles, que registraron abultadas caídas, más intensas en el sector bancario por su exposición a la deuda soberana; y a los mercados de divisas.

El origen de estos episodios se remonta al otoño de 2009, cuando las autoridades griegas desvelaron la grave situación de sus finanzas públicas, que había sido encubierta por deficiencias estadísticas severas, lo que sumió a Grecia en una crisis de confianza institucional que está dificultando la reconducción de sus desequilibrios. Así, a finales de octubre el Gobierno griego reveló que el déficit estimado para ese año ascendía hasta el 12,7% del PIB, cifra casi ocho puntos por encima de la anunciada anteriormente y prolegómeno de una nueva revisión más reciente, hasta el 13,6%. La deuda supera el 115% del PIB, la más elevada de la UEM después de Italia. Esta circunstancia llevó a las principales agencias a rebajar de forma sucesiva la calificación de la deuda soberana griega, al tiempo que su rentabilidad registraba un aumento sustancial, que ha venido a incrementar los costes de financiación de esta economía (véase gráfico 1).

En enero de 2010, el Gobierno griego presentó su programa de estabilidad con un objetivo de reducción del déficit en 2010 relativamente ambicioso (4 pp), pero que se asentaba principalmente en medidas de aumento de los ingresos. Los Jefes de Gobierno de la UE emitieron el 11 de febrero una declaración política de apoyo a la economía griega y, posteriormente, el ECOFIN de 16 de febrero estableció la senda de corrección que debería seguir el déficit griego, al tiempo que exigió una mayor concreción de las medidas necesarias para lograr los objetivos de déficit en 2010 y la introducción de reformas adicionales en los años posteriores. Asimismo, se reforzaron los me-

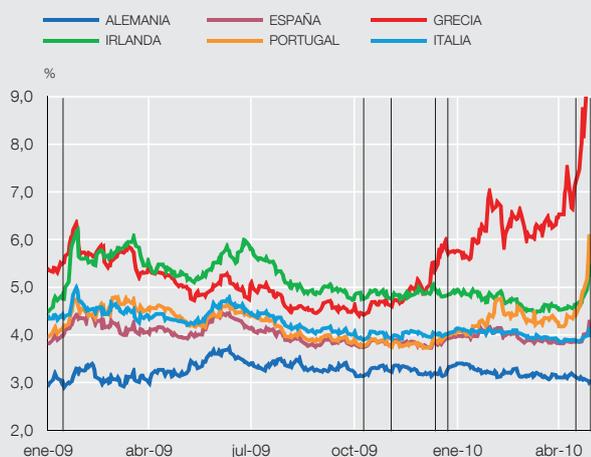
canismos de vigilancia de las cuentas públicas griegas, al exigir a este Gobierno la elaboración de sucesivos informes sobre el estado de aprobación y la ejecución de las iniciativas adoptadas.

A principios de marzo, el Gobierno griego adoptó medidas fiscales complementarias, entre las que destacan la reducción de los salarios de los empleados públicos y el incremento de los tipos del IVA. No obstante, el deterioro de las cuentas públicas griegas había sido tan intenso que resultaba muy difícil vencer la incertidumbre sobre su sostenibilidad a medio y a largo plazo. En este clima, se añadieron dudas sobre la capacidad que tendría esta economía para refinanciar los elevados vencimientos de deuda a los que tiene que hacer frente en los próximos tres años.

Ante la gravedad de la situación y los riesgos que la misma comportaba para la estabilidad del área del euro, las instituciones europeas se vieron obligadas a establecer un mecanismo de emergencia a finales de marzo, para atajar las posibles dificultades de financiación del Gobierno griego. En su reunión del 11 de abril, el Eurogrupo delineó los detalles de este mecanismo. Pero en los últimos días de abril la rentabilidad de los bonos griegos volvió a registrar nuevos máximos históricos y los CDS, que aproximan el coste de asegurar el riesgo de impago de la deuda soberana, aumentaron a todos los plazos, y especialmente en los plazos más cortos, lo que refleja que los mercados aún asignaban una probabilidad no desdeñable a una eventual reestructuración de la deuda por parte de esta economía (véase gráfico 2).

El viernes 23 de abril, Grecia solicitó de manera formal la activación de este mecanismo de ayuda. Su petición fue atendida en la reunión extraordinaria del Eurogrupo celebrada el 2 de mayo, donde se llegó a un acuerdo histórico, por su ambición y grado de consenso, para ayudar al Gobierno griego. El mecanismo aprobado contempla un programa de préstamos conjunto de los países de la zona del euro y del FMI, que tendrá una duración de tres años. Los países de la zona

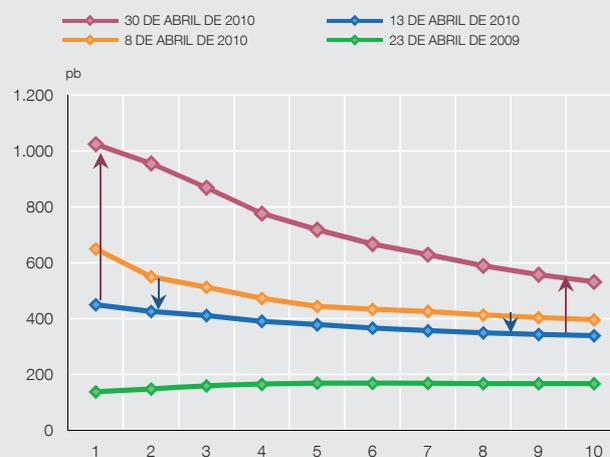
1 TIPO DE BONOS DEL TESORO A DIEZ AÑOS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Datastream.

a. Las líneas verticales indican las fechas de empeoramiento del rating de la deuda de Grecia.

2 ESTRUCTURA TEMPORAL DE CDS (AÑOS)



del euro concederán préstamos bilaterales por un importe de 80 mm de euros (30 mm el primer año), que se incrementará con una aportación del FMI de 30 mm. De este modo, la magnitud total de los préstamos asciende a un 45% del PIB griego. Para establecer el tipo de interés de esta aportación se utilizará como referencia el EURIBOR a tres meses para los préstamos a tipo variable o la correspondiente referencia del *swap* del EURIBOR para los préstamos a tipo fijo, añadiendo un coste adicional de 300 pb (más otros 100 pb si el préstamo es a más de tres años). Además, los costes operativos se cubrirán con una comisión de 50 pb. Por ejemplo, a mediados de abril un préstamo a tipo fijo a tres años se habría realizado a un interés próximo al 5%, a medio camino entre los tipos concesionales que habitualmente aplica el FMI a estos préstamos y los tipos de mercado. Los primeros desembolsos tendrán lugar antes del 19 de mayo, fecha en la que el Gobierno griego debe afrontar la refinanciación de un importante volumen de deuda.

La concesión de este préstamo está sujeta a una estricta condicionalidad, que se concreta en un programa de reformas que el FMI, la Comisión Europea y el BCE han consensuado con las autoridades griegas. De hecho, el mismo 2 de mayo el Consejo de Ministros de Grecia aprobó un nuevo paquete de medidas fiscales de gran alcance, en el que establecen, entre otras, un aumento adicional de los tipos del IVA (el tipo medio aumenta de nuevo dos puntos, hasta situarse en el 23%), mayores recortes en los salarios de los empleados públicos y una congelación de las pensiones durante los próximos tres años. El objetivo final de este nuevo paquete es reducir el déficit griego en 5 pp del PIB en 2010, situándolo por debajo del 3% en 2014. La aplicación de este conjunto de medidas estará sujeta a un estricto seguimiento de carácter trimestral por parte del FMI, del BCE y de la Comisión Europea. El paquete contiene, además, reformas estructurales que tratan de recobrar la confianza en las instituciones de esta economía.

mayo mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa que contempla un volumen de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años (80 mm procedentes de los Estados miembros del área, y el resto, del FMI). Este plan está sujeto a una estricta condicionalidad y los avances en el severo programa de ajuste fiscal y de reformas estructurales negociado por las autoridades helenas con la Comisión Europea, el FMI y el BCE, y aprobado por el Gobierno griego el mismo 2 de mayo como paso previo a la activación del plan de ayudas, serán evaluados trimestralmente (véase recuadro 2). Al cierre de este Boletín, los tipos de interés de la deuda griega continuaban en niveles muy elevados y se habían producido algunos brotes de contagio a otras economías del área; singularmente, Portugal, aunque también Irlanda, Italia y España.

La crisis griega ha incrementado la conciencia sobre la necesidad de reforzar la gobernanza del área de euro y de establecer los mecanismos multilaterales que aseguren una mayor coordinación de las políticas económicas nacionales. En este sentido, la Comisión ha anunciado que en mayo presentará iniciativas en tres áreas claves: en primer lugar, el reforzamiento de los procedimientos multilaterales de vigilancia de la evolución de la competitividad y de detección temprana de desequilibrios externos; en segundo lugar, la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fortaleciendo tanto los mecanismos de detección de los desequilibrios fiscales como los instrumentos que garantizan un cumplimiento más estricto de los compromisos adquiridos; y, en tercer lugar, la formalización de un mecanismo de resolución de crisis y un marco permanente que garantice, sujeto a la condicionalidad apropiada, el apoyo financiero a países miembros en dificultades.

### 3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área registró un crecimiento nulo en el cuarto trimestre de 2009, cuatro décimas menos que en el período julio-septiembre (véase cuadro 1). Esta ralentización obedeció a que los componentes más dinámicos del trimestre anterior —el consumo público y la variación de inventarios— redujeron marcadamente su contribución, mientras que el gasto privado siguió restando impulso a la actividad. A pesar de la continua mejora en el clima de confianza, el consumo privado no varió y la inversión disminuyó con intensidad, por el empeoramiento de todos sus componentes (véase gráfico 8). Por ello, la aportación de la demanda interna al crecimiento del PIB —exclui-

	2008		2009			2010		
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	-0,4	-1,9	-2,5	-0,1	0,4	0,0		
Consumo privado	0,0	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0		
Consumo público	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	-1,3	-4,1	-5,2	-1,6	-0,9	-1,3		
Importaciones	0,1	-4,8	-7,6	-2,8	2,9	1,3		
Exportaciones	-1,1	-7,3	-8,0	-1,1	2,9	1,9		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna, excluidas existencias</i>	-0,2	-1,1	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3		
<i>Variación de existencias</i>	0,3	0,3	-1,0	-0,7	0,5	0,1		
<i>Demanda exterior neta</i>	-0,5	-1,1	-0,2	0,6	-0,1	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	0,4	-1,9	-5,0	-4,9	-4,1	-2,2		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-3,4	-5,9	-7,7	-2,7	0,9	2,0	3,0	
Sentimiento económico	92,4	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	96,6	100,6
PMI compuesto	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	54,4	57,3
Empleo	-0,3	-0,4	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3		
Tasa de paro	7,6	8,0	8,8	9,3	9,7	9,8	10,0	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	1,4	
IPRI	7,8	1,2	-3,2	-6,5	-7,6	-2,9	-0,4	
Precio del petróleo (valor en dólares)	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	78,8	84,5
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,0	4,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU – UEM	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,08	3,78
Tipo de cambio dólar/euro	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,441	1,348	1,332
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	-1,0	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-4,5	-5,5
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-1,2	-5,0

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

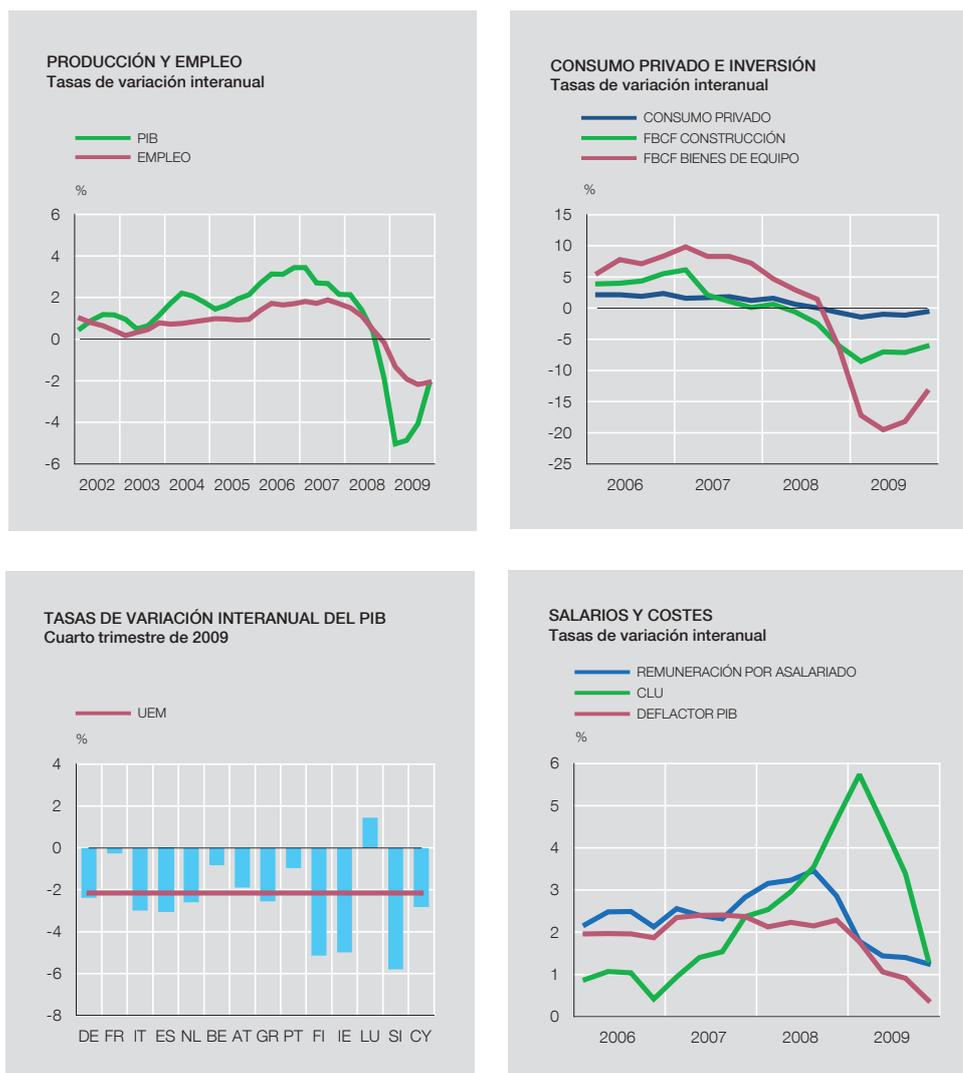
a. Información disponible hasta el día 30 de abril de 2010.

b. Variación porcentual acumulada en el año.

das existencias— fue negativa, mientras que la de la demanda exterior neta fue positiva, gracias al mayor ritmo de avance de las exportaciones que de las importaciones. En términos interanuales, el PIB cayó un 2,1%. El desglose del producto por ramas de actividad revela un retroceso generalizado en todas ellas, excepto en los servicios de intermediación y en la administración.

La ralentización en el crecimiento de la actividad durante el último trimestre del año y su composición fue desigual entre los países miembros de la UEM. El PIB en Alemania se mantuvo estable, ya que la contribución positiva del sector exterior compensó completamente la caída de la demanda interna y la aportación negativa de las existencias. En Francia, sin embargo, la marcada aceleración del consumo privado y, en menor medida, del público aumentó el ritmo de avance intertrimestral del PIB, hasta el 0,6%. Sin embargo, el sector exterior restó dinamismo a la actividad. Finalmente, el PIB de Italia se redujo un 0,3% en relación con el tercer trimestre, por el retroceso del consumo, la inversión y la demanda exterior neta, parcialmente contrarrestados por la contribución positiva de las existencias.

La disminución del empleo se moderó en el cuarto trimestre de 2009, hasta registrar una contracción del 0,2%, que se tradujo en una caída interanual del 2%. Los descensos, aunque generalizados en todas las ramas, fueron más acusados en la industria (-1,1% en relación con



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

el trimestre anterior). El ritmo de retroceso del empleo y del producto fue similar, lo que suavizó sustancialmente la caída interanual de la productividad aparente del trabajo, hasta el  $-0,3\%$  (véase recuadro 3). Este comportamiento, unido a la moderación salarial, supuso una importante desaceleración del coste laboral unitario, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el  $1,6\%$ . No obstante, este aumentó por encima del deflactor del PIB, por lo que los márgenes empresariales volvieron a estrecharse (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente apunta a que la actividad real del área ha podido registrar un ritmo de avance positivo, aunque moderado, en la primera parte del año (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, con información hasta febrero, los pedidos industriales y, sobre todo, la producción industrial aumentaron en relación con el trimestre anterior. Sin embargo, la producción del sector de la construcción se contrajo fuertemente, condicionada en gran medida por la crudeza climatológica del invierno. Los indicadores de confianza prolongaron su senda ascendente y se situaron por encima del promedio de largo plazo tanto en el caso de las encuestas de la Comisión Europea como, sobre todo, en el de los gestores de compras, comportamiento que ha continuado en abril. Por otra parte, la tasa de paro aumentó en febrero hasta el  $10\%$ , mientras que los indicadores cualitativos del mercado de trabajo mejoraron, aunque todavía permanecen por debajo de sus valores medios históricos.

La crisis económica y financiera que ha atravesado la UEM se ha traducido en una fuerte contracción de la actividad, que, sin embargo, no se ha visto correspondida en el conjunto del área del euro con un ajuste significativo del empleo (véase cuadro 1). Así, durante el período bajista de este ciclo —comprendido entre el primer trimestre de 2008 y la primavera de 2009—, el PIB acumuló una caída del 5,2%, muy superior a la registrada en el número de empleados, del 1,7%.

La escasa respuesta del mercado laboral en este período contrasta con lo acontecido en la etapa recesiva de comienzos de los noventa, cuando el empleo se mostró más reactivo al deterioro de la actividad (véase gráfico 2). De hecho, la elasticidad del empleo al PIB en esta coyuntura es aproximadamente cuatro veces inferior a la del período 1992-1993. Esta evolución resulta aún más inopinada si se tiene en cuenta que, en este último período, la compensación real por empleado ha aumentado a pesar de la abultada caída de la productivi-

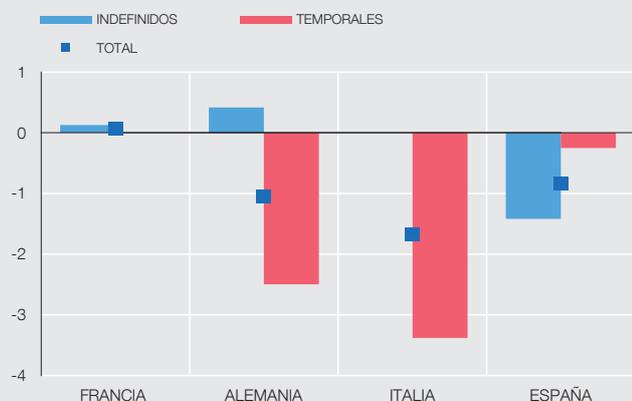
dad —al contrario de lo ocurrido en los noventa—, lo que debería haber conducido a una mayor destrucción de empleo. Además, el aumento de la flexibilidad contractual que ha tenido lugar en estos años podría haberse traducido también en una mayor sensibilidad del empleo al ciclo (véase gráfico 3).

La información relativa al número de horas trabajadas totales apunta a que la baja elasticidad del empleo a la situación económica está relacionada en parte con el hecho de que, a nivel del conjunto del área del euro, empresarios y trabajadores han hecho un uso más intensivo de las oportunidades para reducir la jornada laboral conservando los puestos de trabajo (véase cuadro 1). Esta estrategia ha estado apoyada fundamentalmente en los programas de sostenimiento del empleo introducidos, o ampliados, en la mayoría de los países europeos, siendo Alemania el caso más paradigmático. Así, el *Kurzarbeit* alemán permite que todos los trabajadores, incluidos los contratados a través de una agencia de trabajo temporal, se acojan

1 CRECIMIENTO ACUMULADO EN LOS PERÍODOS RECESIVOS (a) (b)

	I TR 92- II TR 93	I TR 08- II TR 09	II TR 09- IV TR 09
PIB	-1,6	-5,2	0,4
<b>EMPLEO</b>			
Empleados totales	-1,9	-1,7	-0,8
Horas trabajadas totales	-2,8	-3,3	-0,1
Horas por empleado	-0,9	-1,5	0,7
Elasticidad empleados - PIB	1,2	0,3	-1,7
Elasticidad horas trabajadas - PIB	1,8	0,6	-0,1
<b>COMPENSACIÓN NOMINAL Y REAL</b>			
Compensación total nominal	2,7	0,5	0,0
Compensación nominal por empleado	4,7	2,2	0,8
Compensación nominal por hora trabajada	3,6	2,1	-0,7
Deflactor del PIB	4,6	1,8	0,2
Compensación total real	-2,9	-1,3	-0,2
Compensación real por empleado	-0,9	0,5	0,6
Compensación real por hora trabajada	0,0	2,0	-0,2
<b>PRODUCTIVIDAD</b>			
Productividad por empleado	0,3	-3,4	1,2
Productividad por hora trabajada	1,2	-1,9	0,5

3 CAMBIO EN EL GRADO DE PROTECCIÓN DEL EMPLEO ENTRE 1990 Y 2008



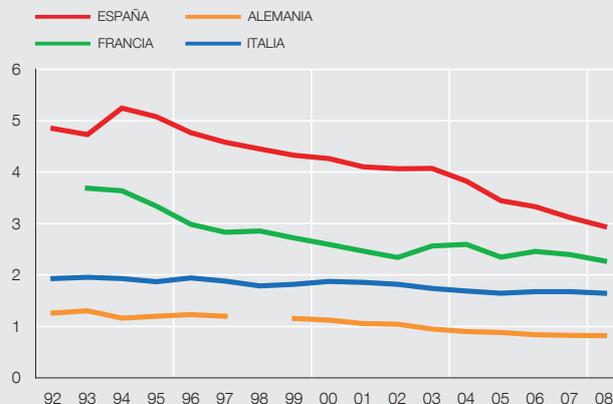
FUENTES: Eurostat y OCDE.

- a. Las etapas contractivas están definidas como el período entre el último trimestre de crecimiento positivo intertrimestral y último trimestre de descenso intertrimestral.
- b. La última columna recoge los dos últimos datos disponibles. Estos dos trimestres no se consideran como etapa recesiva.

2 EVOLUCIÓN DEL PIB Y DEL EMPLEO. DIFERENCIA ENTRE LAS RECESIONES DE 2008 Y 1992 (a)



4 RATIO ENTRE COHORTES DE 25-34 AÑOS Y DE 50-59 AÑOS. POBLACIÓN ACTIVA CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS



a los programas de sostenimiento del empleo durante un período máximo de 24 meses, comprometiéndose el Gobierno a financiar hasta un 67% de la reducción del salario y un 50% de las contribuciones a la Seguridad Social de las horas no trabajadas. Los programas del resto de países son bastante similares, aunque con algunos matices tanto en la duración de los mismos como, en menor medida, en su cuantía. Así, en relación con la duración, destaca en un extremo el caso italiano, donde determinadas empresas tienen la posibilidad de acogerse a los programas de reducción bonificada de las horas trabajadas durante un máximo de cuatro años, mientras que en Holanda el tiempo máximo no supera los 15 meses. Por su parte, en relación con el porcentaje de salario subvencionado, casi todos los Gobiernos garantizan entre el 70% y el 80% del salario, con la excepción de Austria, en donde, si la reducción de horas trabajadas no está vinculada a formación, el complemento estatal no supera el 55% del salario neto.

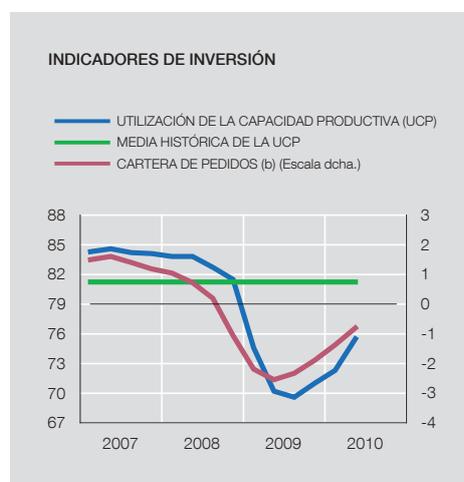
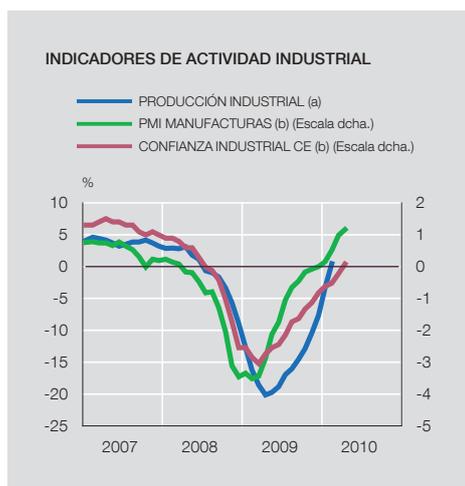
Adicionalmente, la relativa contención del empleo podría haber estado impulsada además no solo por los programas de ayuda gubernamentales, sino también por la respuesta de las propias empresas, que, ante un *shock* de demanda que juzgan transitorio, optan por mantener a sus trabajadores en un entorno en el que la fuerza laboral cualificada es cada vez menor. Los datos sobre educación de la población activa muestran cómo en las dos últimas décadas la propor-

ción de trabajadores cualificados ha aumentado significativamente. Así, por ejemplo, en países como Francia o España el peso de los jóvenes con estudios universitarios dentro de su cohorte (25-34 años) ha pasado de representar un 25% y 28%, respectivamente, a situarse a finales de 2009 por encima del 40%. Sin embargo, en un contexto de inversión de la pirámide poblacional, donde las nuevas cohortes entrantes en la población activa son cada vez más estrechas, la mayor inversión en capital humano de los jóvenes puede no ser suficiente para sustituir a las cohortes salientes. Esta parece ser la situación en Alemania, donde la tasa de reemplazo de los activos universitarios que se muestra en el gráfico 4 se ha situado en los últimos años por debajo del valor crítico de la unidad.

No debe olvidarse, sin embargo, que la efectividad a medio y largo plazo de estas actuaciones dependerá crucialmente de la persistencia de las perturbaciones de demanda. En particular, si en determinadas empresas o sectores la contracción económica responde a factores de carácter más estructural (sectores sobredimensionados, por ejemplo), las decisiones adoptadas podrían terminar resultando contraproducentes. De hecho, la recepción de las subvenciones actualmente está supeditada a que el empleado permanezca en una misma empresa, desincentivando los ajustes en la estructura productiva necesarios para corregir los desequilibrios sectoriales, lo que podría lastrar el proceso de salida de la crisis.

En la vertiente de la demanda, los indicadores reflejan la prolongación de la atonía del gasto interno y cierto dinamismo de la demanda procedente del exterior. Así, las ventas al por menor y las matriculaciones retrocedieron con datos hasta febrero, afectadas estas últimas por la retirada de los planes de ayuda a la compra de automóviles, y la confianza de los consumidores apenas avanzó en los primeros meses del año. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de la capacidad productiva registró un ascenso en los primeros meses del año, mientras que la valoración de la cartera de pedidos de la industria de la Comisión Europea se incrementó notablemente a lo largo del primer trimestre y en abril, si bien ambos permanecieron en niveles muy por debajo de sus medias de largo plazo. Por otra parte, la información de enero y febrero refleja, en media, un aumento moderado de las ventas al exterior, mientras prosigue la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Finalmente, el indicador de la valoración del nivel de existencias de la Comisión Europea sugiere que, durante la primera parte del año, la contribución de la variación de existencias al PIB podría ser nula o ligeramente positiva.

En definitiva, los últimos datos disponibles señalan una expansión moderada del producto en los primeros meses del año, en un contexto de debilidad de la demanda interna y de gradual desaparición de los factores de naturaleza transitoria que estaban sosteniendo la recuperación, como la contribución de las políticas económicas y de las existencias. A medio plazo, las últimas previsiones de los organismos internacionales dibujan una senda de recuperación económica gradual y lenta para los próximos dos años, condicionada por diversos factores (véase cuadro 2). En particular, las desfavorables perspectivas del mercado laboral y la atonía en la confianza de los consumidores limitarían la fortaleza del consumo privado, mientras que el exceso de la capacidad instalada y las expectativas de beneficios reducidas dificultarían el despegue de la inversión. A su vez,



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

b. Series normalizadas.

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

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (marzo 2010)	0,4-1,2	0,8-1,6	0,5-2,5	0,9-2,1
Comisión Europea (febrero 2010)	0,7	—	1,1	—
FMI (abril 2010)	1,0	1,1	1,5	1,3
OCDE (noviembre 2009)	0,9	0,9	1,7	0,7
<i>Consensus Forecast</i> (abril 2010)	1,2	1,2	1,5	1,4
Eurobarómetro (marzo 2010)	1,2	1,1	1,6	1,4

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

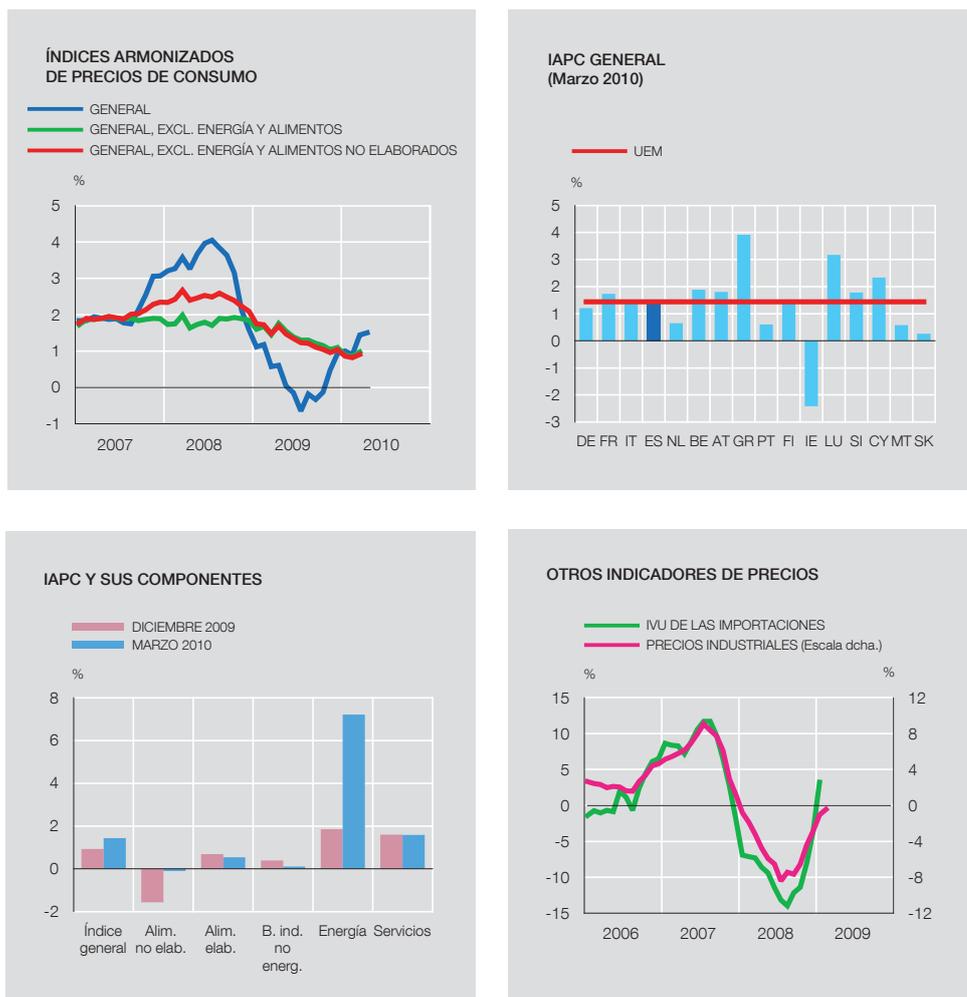
a. Tasas de variación anual.

es previsible que el crecimiento mundial previsto no se traslade completamente a la demanda de exportaciones de la UEM por la especialización de su comercio en zonas que experimentan una recuperación menos dinámica, como Europa del Este. Finalmente, la necesidad del sector privado de la economía de recomponer sus balances tras la crisis, junto con la consolidación fiscal iniciada en algunos países, tenderán a moderar el ritmo de recuperación de la demanda interna.

A lo largo del primer trimestre del año, la inflación en la UEM se elevó, hasta situarse, según la estimación preliminar de Eurostat, en el 1,5% en abril (véase gráfico 10). Este repunte inesperado obedeció principalmente a factores transitorios, que es previsible que desaparezcan en los próximos meses. En particular, las condiciones climatológicas especialmente adversas del invierno podrían explicar parte del aumento de los precios energéticos y la interrupción del ritmo de caída de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que el efecto del adelanto de la Semana Santa habría impulsado algo más de lo anticipado los precios de algunos servicios, como los de paquetes turísticos. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo en una décima entre diciembre y marzo, hasta el 0,9%. Por otra parte, los precios industriales redujeron su caída interanual hasta el -0,5% en febrero, tras el -1,1% de enero, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del componente energético.

Es previsible que la inflación continúe registrando tasas muy moderadas en los próximos meses por la debilidad de la demanda, reflejada en el notable grado de holgura de la capacidad productiva. De este modo, las últimas previsiones del FMI, publicadas a finales de abril, estiman que la inflación se situaría en el 1,1% y el 1,3% en 2010 y 2011, respectivamente. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento de las materias primas, así como de posibles incrementos de impuestos indirectos y precios administrados, para cumplir los objetivos de consolidación fiscal recogidos en los planes de estabilidad recientemente aprobados por la Comisión Europea.

La balanza por cuenta corriente de la UEM, de acuerdo con las estimaciones publicadas por el BCE, acumuló, entre enero y febrero de 2010, un déficit de 20 mm de euros (un 1,3% del PIB de la UEM), por debajo de los 29 mm de euros (2% del PIB) observados en el mismo período del año anterior. Esta mejoría obedeció a que, con la excepción de la balanza de transferencias corrientes, cuyo déficit aumentó ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Así, la balanza de bienes mantuvo el saldo negativo, aunque de menor magnitud, como consecuencia de un aumento mayor de las exportaciones que de las importaciones, mientras que el superávit de la balanza de servicios aumentó y el déficit de la balanza de rentas se tornó nulo. Por su parte, en relación con la cuenta financiera durante el mismo período, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 3 mm de euros,

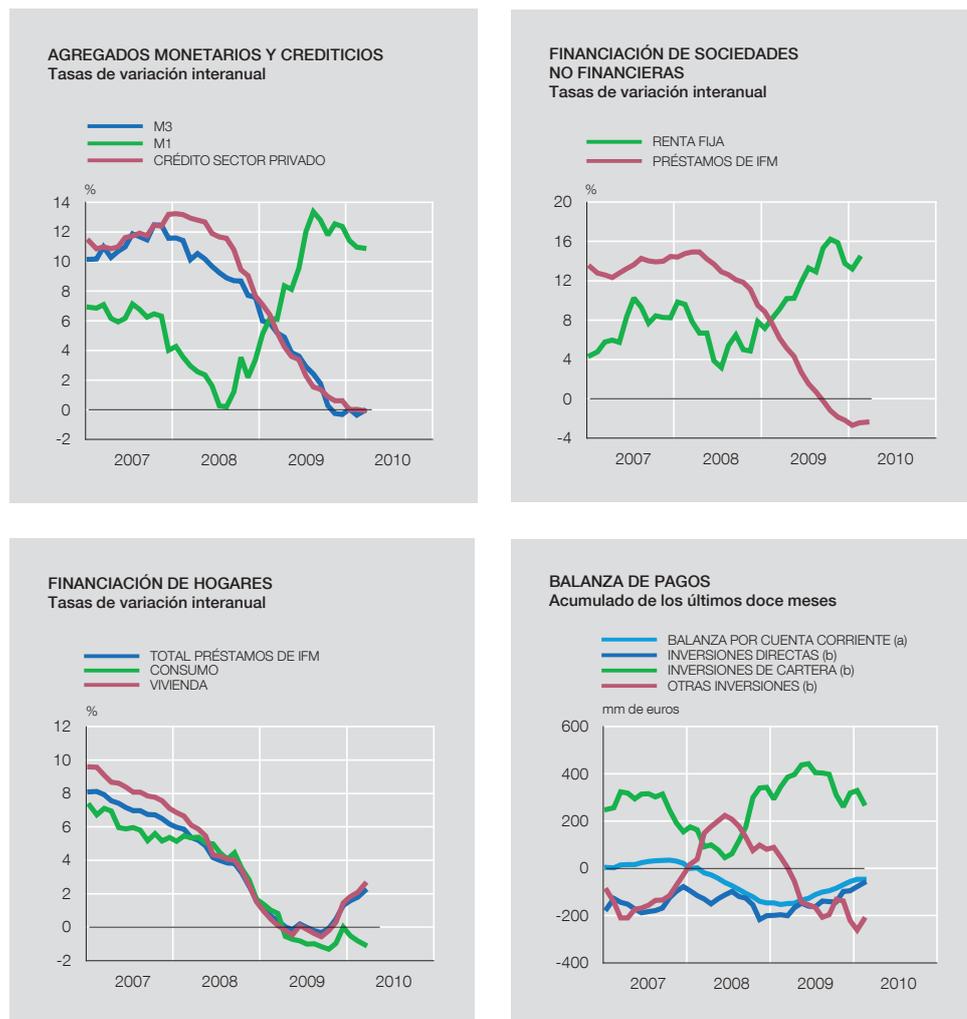


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

una décima parte de los 37 mm del mismo período de 2009, mientras que en forma de inversión de cartera se produjo una entrada neta de 10 mm de euros, menor que los 53 mm del mismo período el año anterior. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, apenas varió, alcanzando un saldo negativo de 12,8 mm de euros (véase gráfico 11).

Según los últimos datos notificados por los Estados miembros de la UEM a la Comisión Europea en primavera, el déficit público del conjunto del área en 2009 habría aumentado 4,7 pp, hasta el 6,3% del PIB (véase cuadro 3). Esta cifra, de acuerdo con la agregación de los datos recogidos en los planes de estabilidad presentados durante los últimos meses, se incrementaría en cuatro décimas en 2010, para ir corrigiéndose de forma gradual en los años siguientes, hasta alcanzar en 2013 el objetivo del 3% marcado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este momento, trece de los dieciséis países de la UEM (Chipre, Finlandia y Luxemburgo constituyen la excepción) están sujetos a Procedimiento de Déficit Excesivo, siendo de particular relevancia el caso de Grecia, cuyo déficit y volumen de deuda se situaron, respectivamente, en el 13,6% y en el 115% del PIB en 2009 (véase recuadro 2).

El ligero empeoramiento de las cuentas públicas que se espera en 2010 para el conjunto del área es producto de las distintas estrategias de consolidación fiscal adoptadas a nivel nacio-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

nal. Así, los países con déficits más elevados —Grecia, Irlanda y España— han establecido programas de ajuste ya para 2010, mientras que Francia y Alemania mantendrán el estímulo fiscal durante este año, concentrando su consolidación en el período 2011-2013. Finalmente, de acuerdo con estos planes, la deuda pública alcanzaría el 83,8% del PIB en 2010, desde el 78,6% previsto para 2009 y el 69,3% de 2008.

La Comisión Europea, a finales de marzo, valoró positivamente los planes de estabilidad presentados por los Estados miembros, puesto que permitirían corregir los saldos presupuestarios de aquellos que se enfrentan a Procedimientos de Déficit Excesivo en los plazos propuestos. No obstante, expresó ciertas reservas sobre el relativo optimismo de los escenarios macroeconómicos en los que se basan dichas proyecciones, solicitó una mayor concreción de las medidas que se deberían adoptar e incidió en la necesidad del cumplimiento estricto de las medidas recogidas en los planes de estabilidad.

**3.2 Evolución monetaria y financiera**

El deterioro de la situación fiscal en Grecia devino en los primeros meses del año en una crisis financiera que elevó las rentabilidades exigidas a la deuda griega hasta cotas sin parangón desde la creación de la UEM. Los mercados financieros del área se vieron muy afectados por

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
		PDE (b)	PE (c)	FMI (d)	PE (c)	
Bélgica	-0,2	-1,2	-6,0	-5,9	-5,1	-4,8
Alemania	0,2	0,0	-3,3	-3,2	-5,7	-5,5
Grecia	-3,7	-7,7	-13,6	-12,7	-8,7	-8,7
España	1,9	-4,1	-11,2	-11,4	-10,3	-9,8
Francia	-2,7	-3,4	-7,5	-7,9	-8,3	-8,2
Irlanda	0,3	-7,2	-14,3	-11,7	-12,1	-11,6
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,0
Luxemburgo	3,7	2,5	-0,7	-1,1	-3,8	-3,9
Holanda	0,2	0,7	-5,3	-4,9	-5,9	-6,1
Austria	-0,6	-0,4	-3,4	-3,5	-4,8	-4,7
Portugal	-2,6	-2,7	-9,4	-9,3	-8,7	-8,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,2	-2,2	-3,6	-3,6
Eslovenia	0,0	-1,8	-5,5	-5,7	-6,1	-5,7
Chipre	3,4	0,9	-6,1		-7,6	
Malta	-2,2	-4,7	-3,8	-3,8	-5,0	-3,9
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-6,8	-6,3	-8,0	-5,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	2,4	1,0				
Saldo total	-0,6	-2,0	-6,3	-6,3	-6,9	-6,7
Deuda pública	66,0	69,3	78,7	78,6		83,8

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
 b. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de primavera de 2010.  
 c. Programas de Estabilidad y Convergencia presentados a primeros de 2010.  
 d. Previsiones del FMI de abril de 2010.

el desarrollo de la crisis, que a lo largo del primer trimestre generó repetidos episodios de inestabilidad en los mercados de deuda pública, cambiarios y bursátiles del área. Las diversas medidas adoptadas por Grecia y los Gobiernos del resto de países del área del euro (véase recuadro 2) no lograron reconducir la situación y el 23 de abril el Gobierno griego solicitó formalmente apoyo financiero al resto de países del área del euro y al FMI, siguiendo las líneas que habían sido aprobadas previamente por el Eurogrupo. El apoyo fue finalmente concedido el 2 de mayo, bajo una estricta condicionalidad (véase recuadro 2).

En relación con la evolución de los esquemas de apoyo al sistema bancario en la UEM, cabe destacar que en abril, tras obtener el consentimiento de la Comisión Europea, la agencia irlandesa NAMA, encargada del saneamiento de los activos dañados en los balances de las instituciones financieras, realizó la primera adquisición de préstamos inmobiliarios, con un valor en el balance de las entidades de 16 mm de euros, a los que aplicó un descuento medio del 47%. Se trata del primer tramo de un programa que tendrá un coste de 54 mm de euros, más del 30% del PIB irlandés, en el que participan cinco instituciones que constituyen el grueso del sector bancario irlandés.

La ausencia de tensiones inflacionistas relevantes a medio plazo, en un contexto en el que la recuperación se prevé lenta, determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta mayo, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde

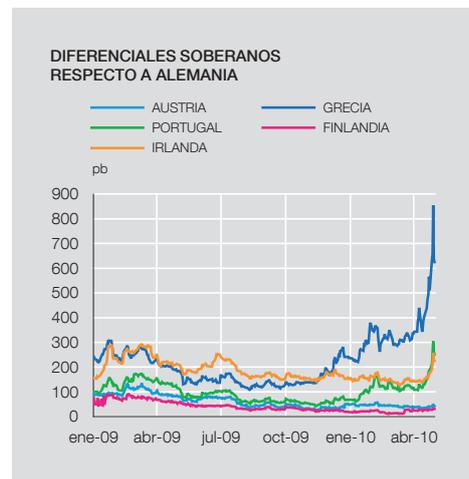
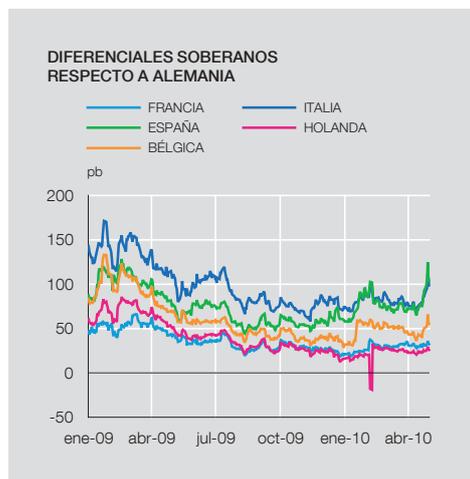
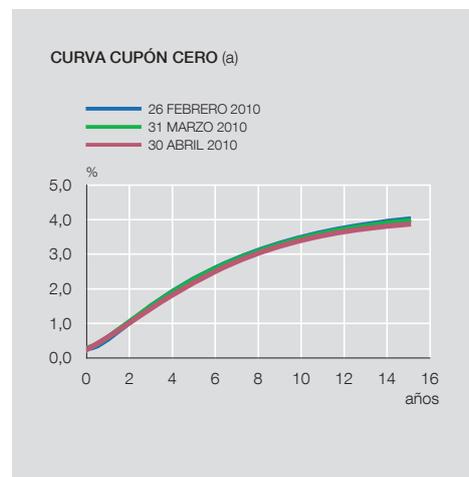
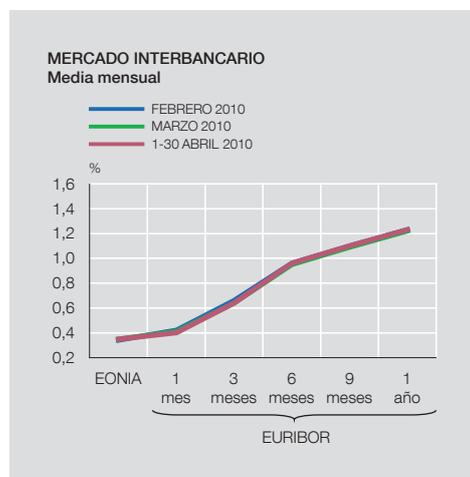
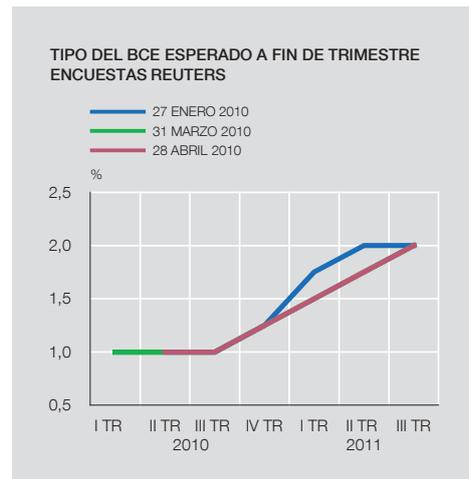
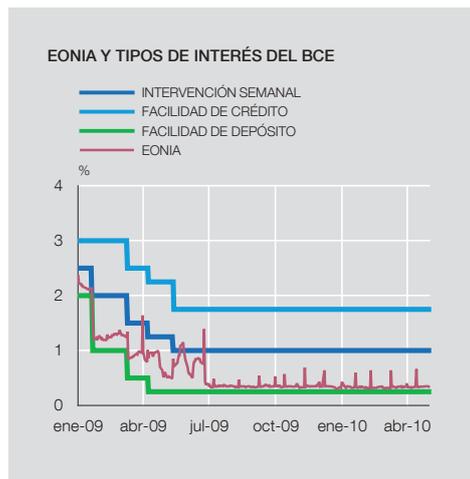
mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito lo han hecho en el 1,75% y el 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

El BCE continuó durante el primer trimestre con una política de provisión de liquidez amplia, al tiempo que fue retirando gradualmente algunas medidas extraordinarias. En particular, el Consejo de marzo decidió que las subastas semanales y las especiales a un mes continuarán realizándose a tipo fijo y con adjudicación plena mientras sea necesario y, al menos, hasta el 12 de octubre. En cambio, a partir del 28 de abril las operaciones regulares de refinanciación a tres meses volverían al procedimiento habitual de subastas a tipo variable, si bien las cantidades adjudicadas se determinarían con el objetivo de suavizar las condiciones en los mercados y evitar diferenciales significativos con respecto al tipo de las operaciones principales de financiación. Asimismo, en cuanto a los requerimientos de colateral, el Consejo de abril decidió mantener más allá de finales de 2010 el umbral mínimo de calidad crediticia en el nivel de grado de inversión BBB-/Baa3, salvo en el caso de los bonos de titulización de activos, e introdujo un sistema de recortes de valoración escalonados para los activos de menor calidad, aunque manteniendo el recorte adicional y uniforme del 5%, que actualmente se aplica para los instrumentos de deuda de la Administración Central con calificación BBB+/BBB/BBB- de Fitch o Standard & Poor's o Baa1/Baa2/Baa3 de Moody's. No obstante, el Consejo de Gobierno del BCE decidió el 3 de mayo suspender la aplicación del umbral mínimo de calidad crediticia a la deuda griega, tras la concesión del plan de ayuda por parte del Eurogrupo y del FMI y el ambicioso programa de ajuste fiscal aprobado por el Gobierno heleno.

En este contexto, los tipos de interés interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos durante el primer cuatrimestre del año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios del 0,66% y del 1,2%. La rentabilidad a largo plazo para el índice de deuda pública a diez años de la UEM repuntó a finales de abril, hasta el 4,6%, mientras que aumentó la demanda de los valores públicos alemanes, cuyo tipo de interés se redujo ligeramente, hasta el entorno del 3% (véase gráfico 13). Las primas de riesgo soberano se mantuvieron en niveles elevados a lo largo de los cuatro primeros meses y una agencia de calificación volvió a introducir rebajas de muy diverso alcance en la deuda soberana de Grecia, Portugal y España. Tras la mejora transitoria que introdujo el acuerdo de ayuda financiera a Grecia, la rentabilidad de la deuda griega volvió a elevarse a niveles máximos en los últimos días, superando el 10% en la referencia a diez años.

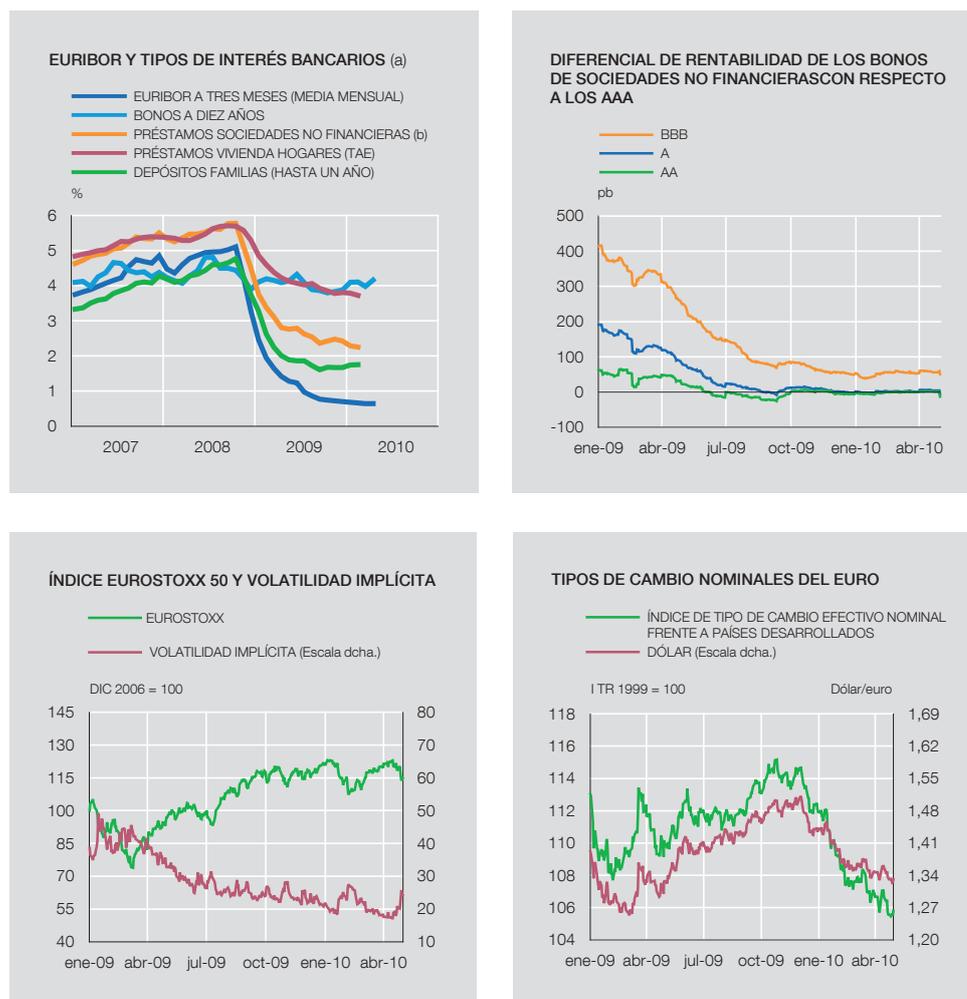
Las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada se mantuvieron relativamente estables. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios tendió a estabilizarse en torno a los niveles reducidos alcanzados a finales del verano, con ligeras caídas en el caso del crédito a familias. No obstante, las condiciones de financiación siguieron siendo estrictas. De acuerdo con la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios correspondiente al primer trimestre del año, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y a sociedades experimentaron un muy ligero endurecimiento, y las entidades no esperan cambios significativos en el segundo trimestre. Además, la demanda de préstamos se habría reducido, si bien las entidades esperan cierta recuperación en el segundo trimestre. En este contexto, el saldo de los préstamos bancarios al sector privado registró suaves caídas en términos interanuales en marzo, con un comportamiento diferencial por tipo de prestatario. Los préstamos a sociedades no financieras retrocedieron de forma algo más pronunciada que la observada a finales de 2009, mientras que los préstamos a hogares mostraron una suave recuperación, gracias al mayor dinamismo del componente destinado a la adquisición de vivienda.

Los mercados de renta variable se han visto afectados por las tensiones e informaciones relacionadas con la crisis fiscal griega. De este modo, el índice EUROS TOXX 50 ha acumulado



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Correspondientes a nuevas operaciones.

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

desde finales de 2009 un retroceso superior al 5%, siendo el subíndice de bancos el más penalizado por su exposición a los mercados de deuda soberanos, con descensos acumulados superiores al 12% en el año.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se depreció durante el primer trimestre de 2010, llegando a cotizar por debajo de los 1,33 dólares/euro a finales de abril. Así, en lo que va de año el euro ha acumulado una depreciación frente al dólar del 7,6%, y respecto a las principales monedas en términos efectivos nominales, de en torno al 5,5%.

Finalmente, durante el primer trimestre el agregado monetario M3 mantuvo un escaso dinamismo, registrando una caída interanual del 0,1% en marzo, similar a la de finales de 2009. Esta evolución del agregado contrasta con el comportamiento diferencial de su componente más líquido M1 —efectivo y depósitos a la vista—, que mantuvo un elevado dinamismo, en un contexto en el que los bajos tipos de interés apoyan la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1.

## 4 La economía española

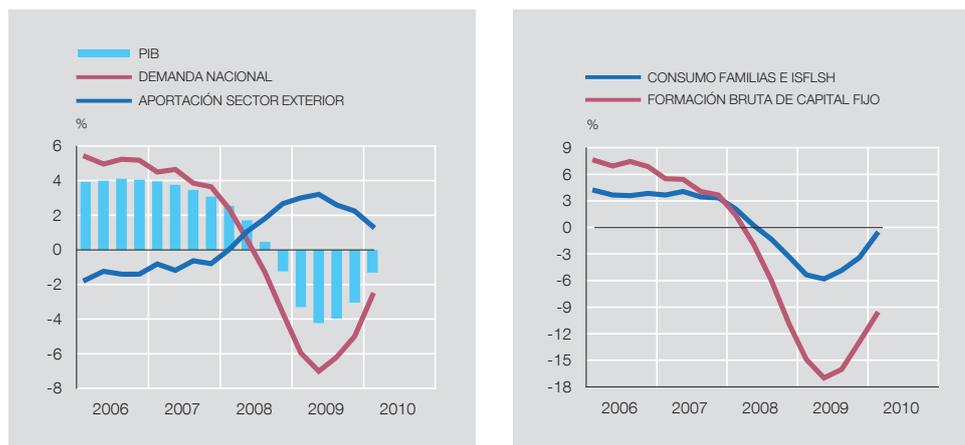
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el PIB moderó su ritmo de contracción interanual en el último trimestre de 2009, registrando un descenso del 3,1%, caída inferior en 0,9 pp a la observada en el período anterior. La tasa intertrimestral se mantuvo en valores negativos (-0,1%), aunque el retroceso fue menos acusado que el del tercer trimestre. La menor disminución interanual del PIB fue consecuencia de la ralentización del descenso de la demanda nacional, mientras que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto se mantuvo elevada. El menor retroceso de la actividad se trasladó a la evolución del empleo, que experimentó una variación interanual del -6,1%.

La información disponible indica que en el primer trimestre de 2010 el producto pasó a experimentar una tasa levemente positiva (0,1%) en términos intertrimestrales, en un entorno caracterizado por la progresiva recuperación de la economía mundial, una cierta mejora en la confianza de los agentes y la continuación de los efectos de algunas medidas públicas de apoyo a la demanda. Por su parte, se estima que la caída interanual del PIB en los primeros meses de 2010 continuó atenuándose, hasta el -1,3%, 1,8 pp menos acusada que la observada en los meses finales de 2009 (véase gráfico 14). Esta evolución estaría reflejando el tono progresivamente menos desfavorable de la demanda nacional, que presentó todavía descensos apreciables (-2,6% en términos interanuales), pero menos pronunciados que los observados a finales de 2009, como consecuencia, sobre todo, de la paulatina mejoría del consumo privado. La contribución del sector exterior al crecimiento interanual del PIB se mantuvo en niveles relativamente elevados (1,4 pp), gracias al dinamismo de las exportaciones, favorecidas por la mejoría del contexto internacional y por la depreciación del tipo de cambio del euro.

Por el lado de la oferta, el valor añadido de la economía de mercado también suavizó sustancialmente su ritmo de retroceso interanual en el primer trimestre, mientras que los indicadores disponibles del mercado laboral señalan que el proceso de destrucción de puestos de trabajo se atenuó, con una caída interanual del empleo en torno al 3,7% frente al mismo período de 2009. De este modo, el crecimiento de la productividad se habría moderado, tras los fuertes repuntes observados a lo largo de 2009. Por su parte, la remuneración por asalariado continuó frenando su ritmo de avance, lo que, dada la evolución de la productividad, permitió mantener estabilizados los costes laborales unitarios de las empresas. Finalmente, la tasa de variación interanual del IPC repuntó en los primeros meses de 2010, hasta el 1,4% en marzo, como consecuencia del encarecimiento de la energía, en tanto que el IPSEBENE mantuvo tasas de variación cercanas a cero.

### 4.1 Demanda

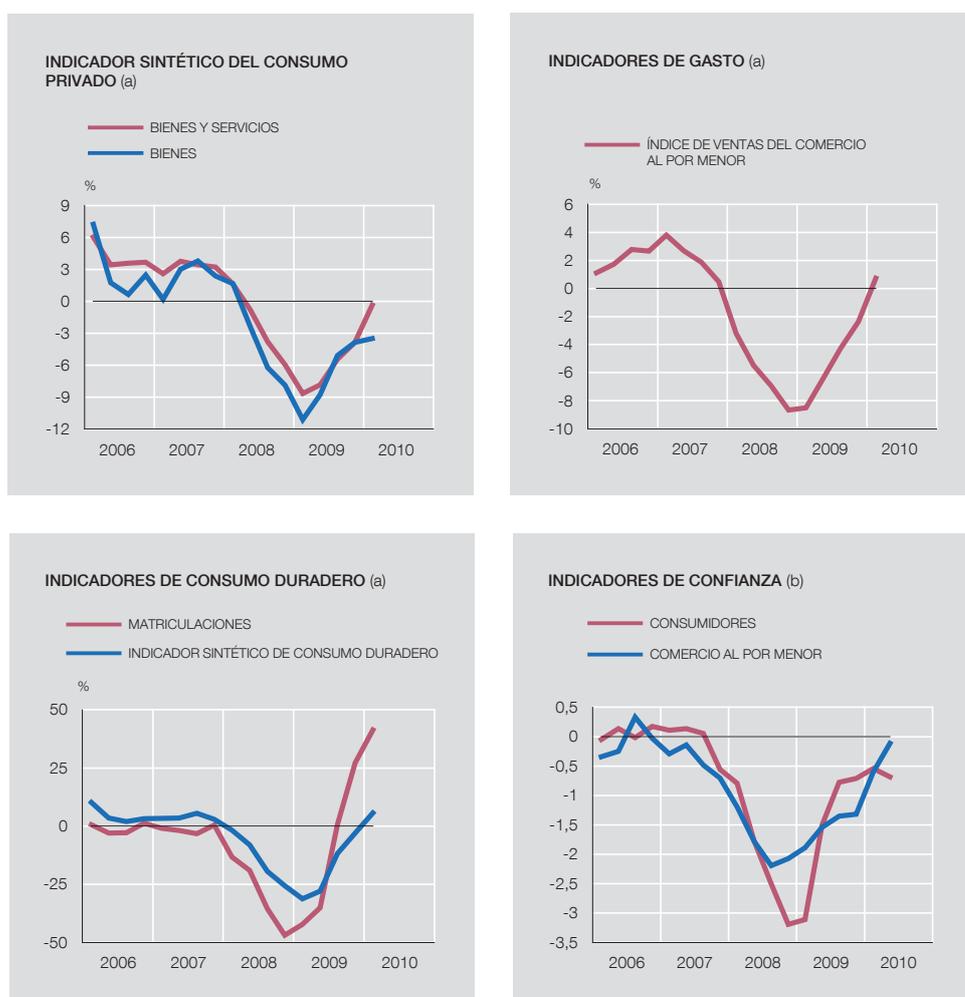
En el primer trimestre de 2010, el consumo de los hogares continuó ralentizando su ritmo de caída interanual, tras registrar, como a finales de 2009, una variación trimestral positiva. Los diferentes indicadores disponibles muestran de manera generalizada menores ritmos de contracción respecto al mismo trimestre del año pasado (véase gráfico 15). Los indicadores de confianza repuntaron en media trimestral, sobre todo, la confianza del comercio minorista, mientras que, en el caso de los consumidores, la mejora se concentró en enero, observándose descensos en los dos meses siguientes. Entre los indicadores cuantitativos volvió a destacar el intenso crecimiento interanual de las matriculaciones (con una tasa del 44% en el primer trimestre), aunque, en términos intertrimestrales, mostraron un dinamismo inferior al registrado a finales de 2009. El índice de comercio al por menor también mejoró sustancialmente en el trimestre, hasta alcanzar su primer crecimiento interanual positivo desde finales de 2007.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



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

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

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

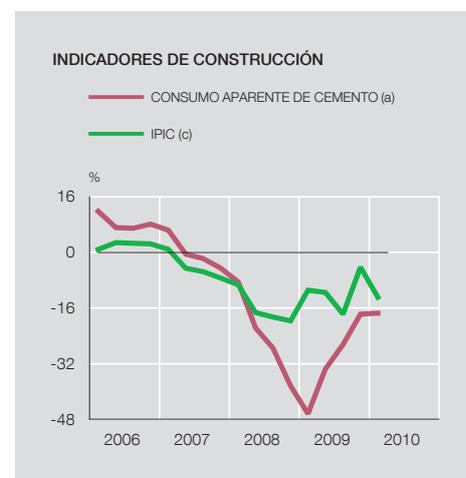
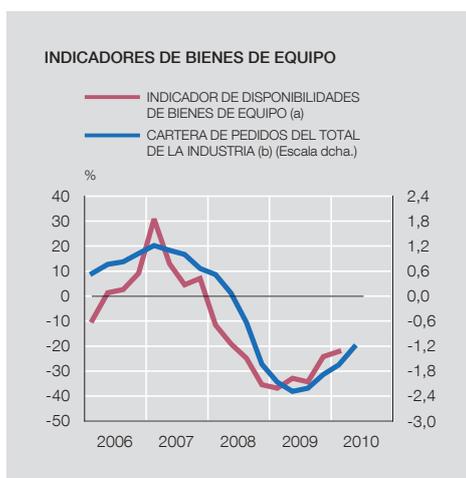
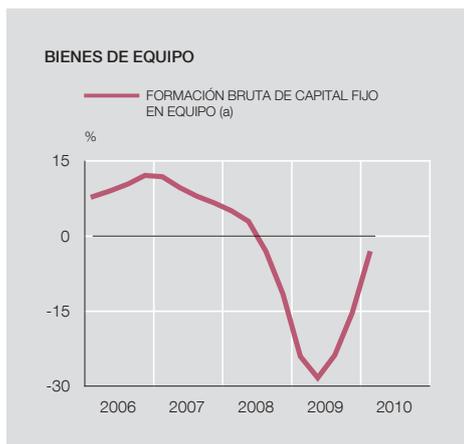
Aunque faltan todavía unos meses para la subida del IVA, no puede descartarse que algunas de las decisiones de consumo de los primeros meses del año —en especial, las relativas a la adquisición de bienes duraderos— representen una anticipación de gasto futuro, de modo que el mayor dinamismo del consumo que se observa podría tener un cierto componente transitorio.

En todo caso, las decisiones de gasto de los hogares siguen estando afectadas por el deterioro del mercado laboral, en términos tanto de las rentas salariales corrientes como de la incertidumbre acerca de su evolución en el futuro, a lo que hay que sumar el mantenimiento de condiciones crediticias relativamente restrictivas y la disminución de la riqueza asociada a la caída del precio de la vivienda. En este sentido, de acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que abarcan hasta el cuarto trimestre del pasado año, la debilidad del consumo provocó un significativo aumento de la tasa de ahorro de las familias en 2009, hasta el 18,8% de la renta bruta disponible, casi 6 pp superior a la del ejercicio anterior y muy por encima de los registros de las últimas décadas. En la medida en que el gasto de los hogares parece estar fortaleciéndose al comienzo de 2010, cabe esperar que esa trayectoria ascendente del ahorro de los hogares revierta, teniendo en cuenta, además, que, en el contexto del plan de consolidación fiscal programado, las AAPP tendrán que reducir su aportación al sostenimiento de la renta disponible de las familias. La mejora de los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista en abril sugiere que el mayor dinamismo del consumo podría proseguir en el segundo trimestre del año.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP habría mantenido en el primer trimestre del año un incremento interanual relativamente reducido y similar al de finales de 2009, a lo que habría contribuido la evolución tanto de las compras netas como de los gastos de personal, de acuerdo con la información de ejecución presupuestaria.

Tras el repunte de la inversión en equipo que se observó en la segunda mitad de 2009 en términos intertrimestrales, la información disponible apunta a un cierto retroceso en el primer trimestre de 2010. Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga, favorecidas por el Plan 2000E, mostraron, de nuevo, tasas positivas en los primeros meses del año, aunque más moderadas que a finales de 2009. Asimismo, el indicador de disponibilidades, aunque todavía con información incompleta para el conjunto del trimestre, apunta a un descenso intertrimestral de este componente del gasto. En todo caso, estos desarrollos son coherentes con una mejora sustancial en términos de la tasa interanual en los tres primeros meses del año (véase gráfico 16). La confianza de los empresarios de este segmento de la industria repuntó ligeramente en el trimestre, con un avance más claro en las opiniones sobre la cartera de pedidos prevista. Por último, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera se encuentra todavía por debajo de su media histórica, si bien en el segundo trimestre aumentó hasta el 70,9%, 2 pp más que en el trimestre anterior.

Al igual que en el caso del consumo privado, parte de la inversión en bienes de equipo podría estar reflejando un adelanto en las decisiones de compra ligado a los planes públicos de estímulo, lo que tendería a moderar el aumento de la inversión en los trimestres venideros. Asimismo, la incertidumbre sobre la intensidad de la recuperación y el mantenimiento de un entorno restrictivo para el acceso al crédito continuarían frenando la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión por parte de las sociedades no financieras. Al mismo tiempo, las empresas parecen estar afrontando un cierto saneamiento de sus balances, de manera que cerraron el año 2009 con unas necesidades de financiación del 2,2% del PIB, más de 5 pp por debajo de las del año anterior, llegando a disponer de capacidad de financiación en el cuarto trimestre por primera vez en los últimos cinco años.

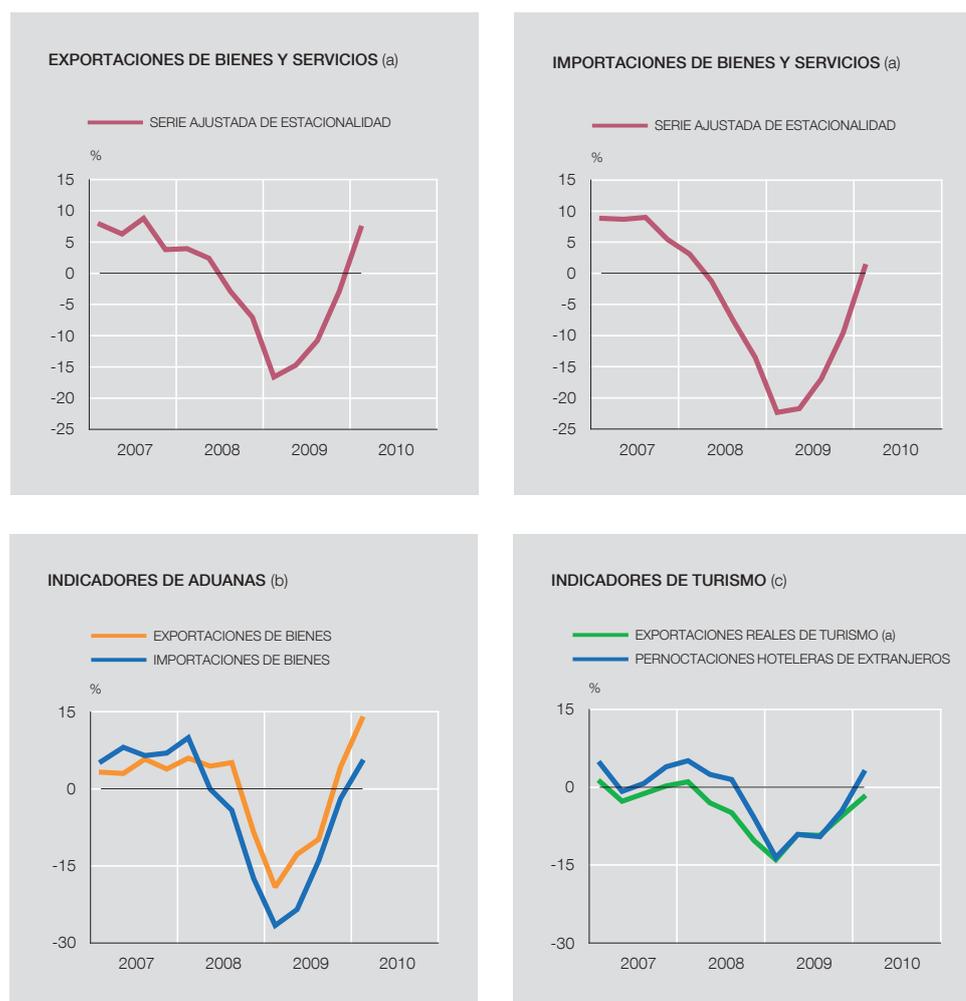


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

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

Por lo que se refiere al conjunto de la inversión en construcción, los indicadores contemporáneos de empleo y de consumos intermedios relativos al sector mostraron una suavización de los descensos en términos interanuales, con la excepción del consumo de cemento. No obstante, en términos de las tasas intertrimestrales, se observó un cierto retroceso, posiblemente asociado a la finalización de las obras relacionadas con el Fondo de Inversión Local y a la espera del comienzo de las nuevas actuaciones que serán objeto de financiación por parte del Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local.

En los primeros meses de 2010, habría continuado con intensidad el ajuste de la inversión residencial, con un nuevo descenso en el saldo de las viviendas en construcción, dado que el número de proyectos terminados al comienzo del año continuó superando al de las viviendas iniciadas. Esta evolución refleja, especialmente, el comportamiento de la vivienda iniciada libre, mientras que la disminución de la iniciación de viviendas protegidas fue mucho más moderada, dando lugar a un nuevo aumento en el peso relativo de este segmento dentro del total. Por el lado de la demanda, de acuerdo con los datos de transacciones y de hipotecas concedidas, se ha apreciado durante los últimos meses una estabilización de las cifras de compraventas, que ha supuesto el paso a tasas interanuales positivas. Esta evolución podría



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

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

estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad provocada por el descenso de los tipos de interés y del precio de la vivienda. Los cambios fiscales ya aprobados (subida del IVA en julio de 2010) o anunciados (eliminación parcial de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda en enero de 2011) podrían también estar incentivando la anticipación de algunas decisiones de compra. Por su parte, tanto la edificación no residencial, según los datos de visados de obra nueva, como la ejecución de obra civil mantuvieron una tónica contractiva durante el trimestre.

Como se ha indicado, la última información disponible apunta a que, en el primer trimestre del año, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría continuado siendo positiva, aunque inferior a la observada a finales de 2009, como resultado de sendos avances tanto de las exportaciones como de las importaciones (véase gráfico 17). La recuperación adicional de las ventas al exterior en este trimestre está en consonancia con los avances en el comercio internacional y con una cierta mejora de los índices de competitividad-precio, favorecidos por la depreciación del tipo de cambio. Por su parte, la aceleración de las importaciones está asociada a la progresiva recuperación observada en la demanda

final, principalmente, de las propias exportaciones, partida cuyo contenido importador es relativamente alto.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aumentaron un 13,6% en los dos primeros meses del año, frente al 4,3% observado en el cuarto trimestre de 2009, con un fuerte repunte de las ventas de bienes intermedios no energéticos y de bienes de consumo duradero, en especial, automóviles, que posiblemente siguieron beneficiándose de los programas de apoyo a su adquisición en algunos países europeos. Por áreas geográficas, destacó el aumento de las ventas destinadas a países de fuera de la UE, lo que podría reflejar tanto el mayor empuje de algunas economías emergentes como la depreciación del euro.

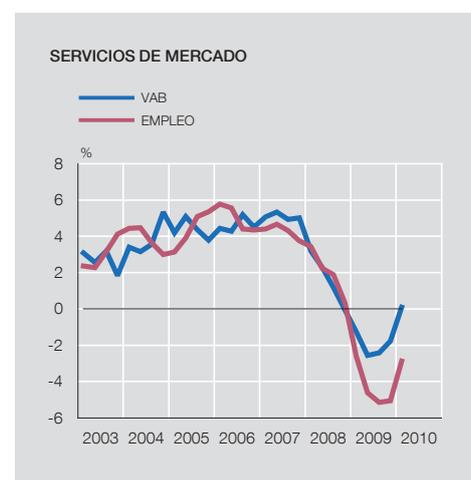
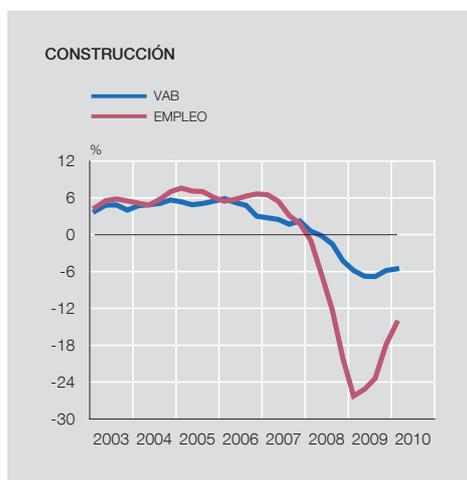
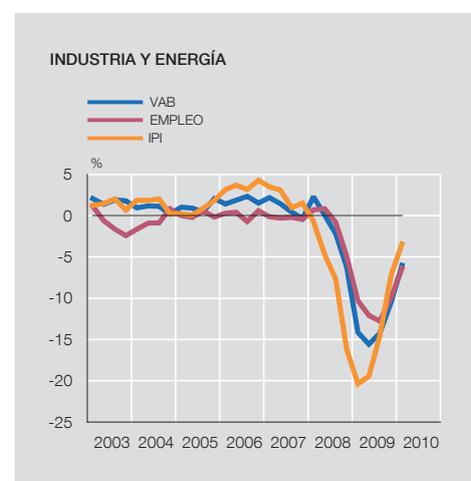
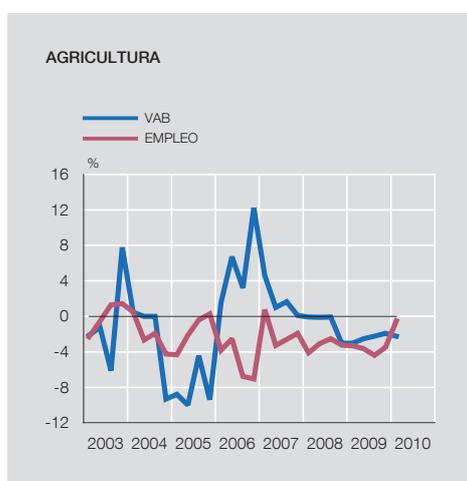
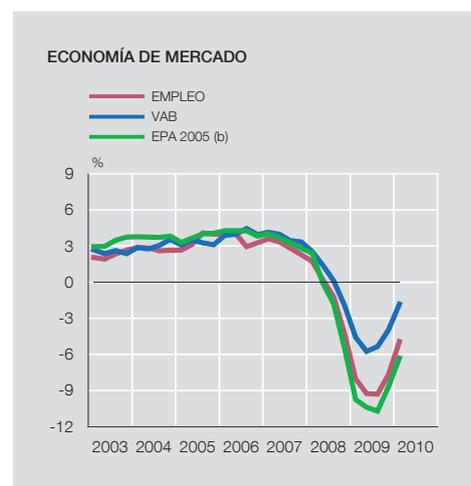
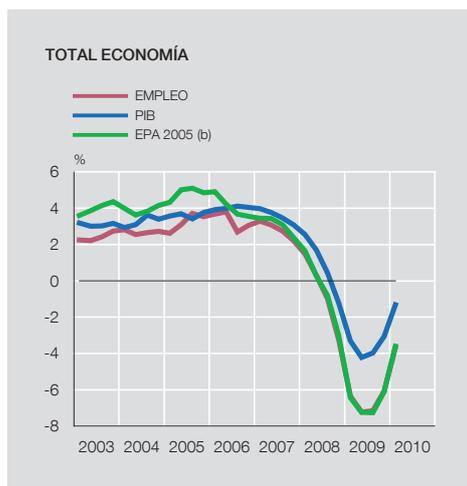
En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible apunta hacia una nueva ralentización de su ritmo de caída interanual, según se desprende de la progresiva recuperación de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras, que pasaron a mostrar tasas interanuales positivas en el primer trimestre del año (0,3% y 3,3%, respectivamente), aunque estas cifras podrían estar sesgadas al alza al celebrarse la Semana Santa en este año a caballo entre marzo y abril. También el gasto nominal de los turistas repuntó en el primer trimestre, hasta el 2,1%, de acuerdo con EGATUR. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos habrían atenuado su caída en el primer trimestre, en línea con la recuperación del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.

En la vertiente importadora, los datos de Aduanas mostraron un crecimiento real del 2% en los dos primeros meses del año, frente al descenso del 1,7% registrado en los meses finales de 2009. Por grupos de productos, el mayor vigor descansó en las compras exteriores de bienes intermedios no energéticos —en principio, muy relacionados con la actividad industrial y con las exportaciones— y de bienes de consumo duradero distintos de los automóviles, lo que podría estar vinculado a la compra de electrodomésticos por el apagón analógico y por la anticipación de las próximas subidas impositivas. En cambio, las importaciones de automóviles retrocedieron significativamente. Por último, las importaciones reales de servicios moderaron su ritmo de descenso en el primer trimestre de 2010, reflejando una evolución menos desfavorable tanto de la rúbrica de turismo como de las compras de servicios no turísticos, tal y como se deduce de los datos nominales de la Balanza de Pagos de enero y febrero.

#### **4.2 Producción y empleo**

Durante el primer trimestre de 2010, el valor añadido bruto del conjunto de la economía de mercado se habría mantenido estable respecto a los meses finales de 2009, después de registrar caídas durante siete trimestres consecutivos. Esta evolución —que supone una moderación ostensible de los ritmos de caída interanual— se extendió a la mayoría de las ramas productivas (véase gráfico 18).

Por lo que respecta a la industria, la contracción del valor añadido de esta rama habría continuado en términos interanuales en el período de enero-marzo, aunque a un ritmo inferior al registrado a finales de 2009. El índice de producción industrial (IPI) tuvo una evolución irregular en los dos primeros meses del año, pues la desaceleración observada en enero vino seguida de un mayor dinamismo en febrero. Los indicadores procedentes del mercado de trabajo también atenuaron sus caídas interanuales a lo largo del trimestre. En la misma línea, los principales indicadores de opinión del sector continuaron mostrando signos de mejora: el indicador de confianza de la Comisión Europea aumentó cuatro puntos en la media del primer trimestre respecto al cuarto de 2009, mientras que el índice de directores de compras (PMI) también se recuperó, superando en marzo, por primera vez desde noviembre de 2007, el nivel de 50, que se interpreta como el umbral que separa la expansión de la contracción del sector. Ya en abril,



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

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

la encuesta de la Comisión Europea volvió a mostrar un incremento de la confianza de la industria, de cuatro puntos respecto a marzo.

En el caso de la actividad constructora, el retroceso interanual de su valor añadido en el primer trimestre sería muy similar al observado a finales de 2009, como consecuencia de la atonía de la inversión residencial y de la finalización de las obras relacionadas con el Fondo de Inversión Local.

En los servicios de mercado, la información coyuntural muestra un repunte trimestral de la actividad, que conduciría a un estancamiento interanual del valor añadido de la rama, frente a los descensos de los trimestres previos. Entre los indicadores cualitativos, la mejora fue generalizada, con un aumento de dos puntos en la confianza media de los servicios en el primer trimestre, según la encuesta de la Comisión Europea, y con un repunte también notable del indicador PMI, que, al igual que en la industria, superó en marzo el nivel de los 50 puntos. Los indicadores cuantitativos, como el índice de cifra de negocios, mostraron menores caídas interanuales en enero y febrero. La mejora fue especialmente acusada en algunas ramas, según la información que proviene de las ventas de las grandes empresas, como el transporte y las comunicaciones, y el comercio y la hostelería, donde, con datos hasta febrero, comenzaron a registrarse aumentos interanuales de la actividad. Finalmente, los indicadores de empleo también mostraron unos retrocesos interanuales de la afiliación media del sector más moderados, con una variación trimestral que pasó a ser ligeramente positiva en el primer trimestre. En cuanto al segundo trimestre, se dispone ya del indicador de confianza de los servicios de abril, que experimentó una caída de tres puntos respecto al de marzo.

En el mercado de trabajo, los distintos indicadores coyunturales apuntan a un menor ritmo de deterioro del empleo en el primer trimestre de 2010. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 3% en tasa interanual, frente al -4,6% registrado en el período comprendido entre octubre y diciembre de 2009, aunque en términos trimestrales el empleo siguió cayendo. Por su parte, tras los acusados descensos de 2009, la contratación registrada en el INEM registró un repunte en el primer trimestre (del 2%), que se concentró en la modalidad temporal.

La EPA del primer trimestre muestra una caída interanual del empleo del -3,6%, inferior en 2,5 pp a la del trimestre anterior, aunque en términos trimestrales solo se suavizó levemente la caída desestacionalizada del empleo. Este menor descenso interanual del empleo afectó a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a las ramas de servicios, mientras que la construcción y la industria mantuvieron descensos aún muy apreciables. La ralentización en el ritmo de caída del empleo se trasladó tanto al colectivo de asalariados, que disminuyeron un 3,7% interanual, frente al 5% del trimestre pasado, como a los no asalariados, que retrocedieron un 3,4%, después de caídas superiores al 10% en los últimos trimestres. Por nacionalidad, aunque el empleo mantuvo un mayor descenso entre el colectivo de nacionalidad extranjera (-4,6%), se estrecharon las diferencias respecto a los trabajadores españoles, que disminuyeron un 3,5%. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales volvieron a moderar su ritmo de caída interanual (-7,6%), si bien continuaron mostrando un ajuste superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 2,4%, algo por encima del descenso registrado el trimestre precedente (-1,3%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 24,4%, 1 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial repuntó en el primer trimestre del año (-1,2%), mientras que los asalariados a tiempo completo disminuyeron un 4,4%. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,3%, frente al 12,7% de un año antes.

La población activa estabilizó en el primer trimestre del año su ritmo de caída interanual en el 0,4% observado a finales de 2009, frenando el perfil de progresiva ralentización observado a lo largo del año pasado. La población mayor de 16 años mostró una suave desaceleración adicional, con un aumento del 0,1% (0,2% en el trimestre anterior), mientras que la tasa de actividad se estabilizó en el 59,8% observado en los dos trimestres anteriores. Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina repuntó en el primer trimestre, hasta un crecimiento del 1,4% (1% en el cuarto trimestre de 2009), mientras que el colectivo masculino mantuvo su senda descendente con una caída del 1,8%, algo superior a la de hace tres meses. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron un 1,4%, como consecuencia, por primera vez en los últimos años, de una reducción de la población extranjera, un -0,4% en términos interanuales. La tasa de actividad de este colectivo, sin embargo, repuntó hasta el 77,3% en el primer trimestre del año, tras sucesivas caídas en los tres últimos trimestres. Los activos de nacionalidad española, por su parte, mantuvieron un descenso interanual similar al observado en el trimestre pasado (-0,2%) y su tasa de actividad permaneció también estabilizada en el 57,4%.

Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 286.000 personas en el primer trimestre, hasta alcanzar los 4,6 millones de personas. No obstante, el aumento interanual se moderó hasta alrededor de 700.000 de personas, con una tasa de variación interanual del 15%, por debajo del 35% del trimestre precedente. La tasa de paro se elevó 1,2 pp en el trimestre, hasta alcanzar el 20% de la población activa, aunque, de nuevo en términos interanuales, moderó su avance. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en los primeros meses de 2010, con un incremento interanual del 18,5%, tras el 29,8% del cuarto trimestre de 2009.

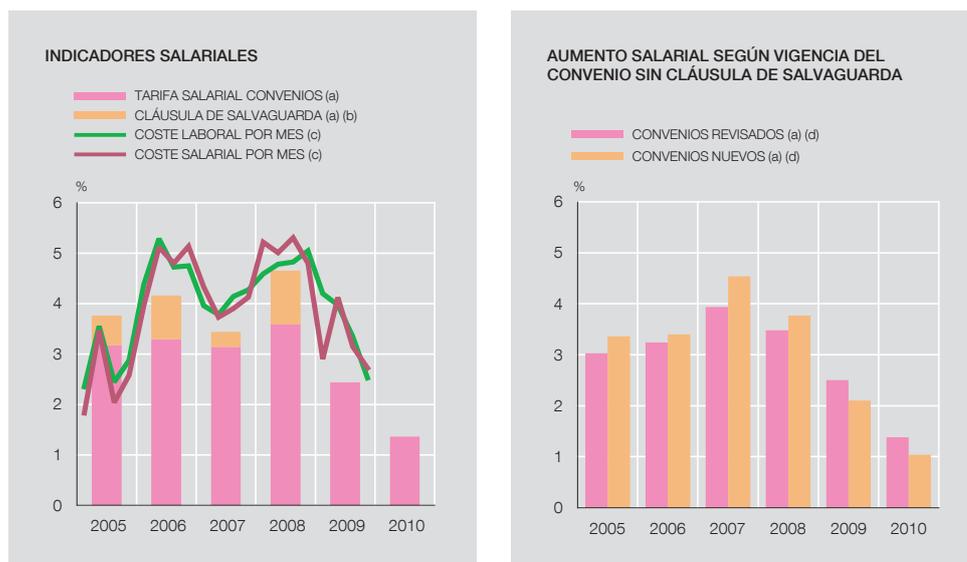
### 4.3 Costes y precios

La trayectoria de la negociación colectiva en los primeros meses de 2010 muestra una mayor moderación salarial, favorecida, sobre todo, por el descenso de la inflación en los meses finales de 2009, aunque también empieza a influir el acuerdo plurianual firmado por los agentes sociales el pasado febrero. Los acuerdos firmados en lo que va de año son, casi en su totalidad, convenios revisados de ejercicios anteriores, e incorporan un incremento salarial del 1,4% para 2010, 1 pp por debajo de lo pactado el año anterior (véase gráfico 19). Sin embargo, los todavía escasos convenios de nueva firma contienen, por término medio, aumentos salariales para el presente ejercicio algo más bajos, en línea con el límite superior del 1% establecido en el acuerdo salarial firmado para el período de 2010-2012.

En términos de la remuneración por asalariado, se espera que esta desaceleración de las tarifas salariales contribuya a una ralentización adicional en el incremento de los costes laborales de las empresas, después del crecimiento superior al 3% observado en 2009 (véase gráfico 20). Además, el crecimiento de la productividad permitiría mantener estabilizados los costes laborales unitarios.

Tras la caída del deflactor del PIB en la segunda mitad de 2009, se estima que 2010 también se habría iniciado con un descenso interanual en el componente interior de la inflación, con caídas de los deflatores de los principales componentes de la inversión. El deflactor del consumo privado repuntó, aunque esto vino explicado, fundamentalmente, por el incremento de los precios de las importaciones.

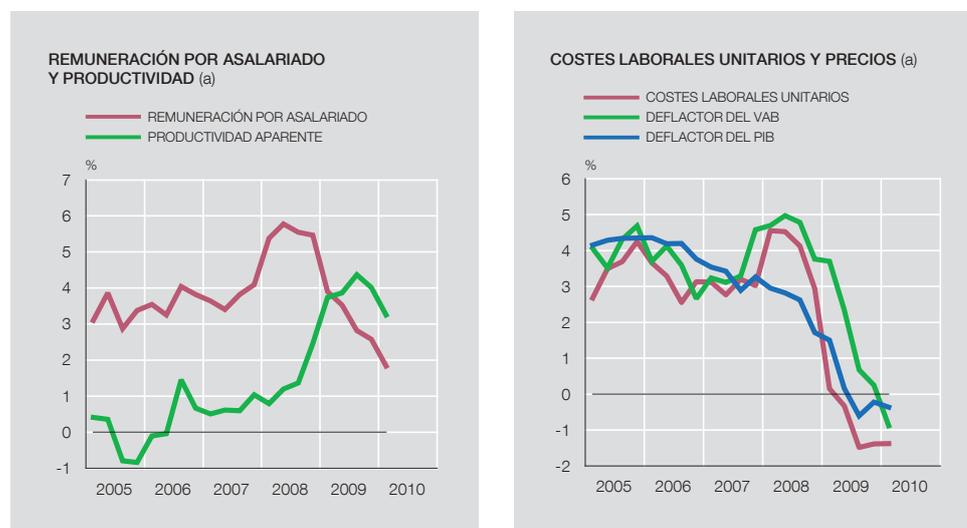
Los principales indicadores de precios de consumo registraron un repunte en el primer trimestre, de forma que, en términos del IPC, el crecimiento habría sido del 1,1%, frente al 0,1% registrado a finales de 2009 (véase gráfico 21). Esta evolución respondió, principalmente, a la aceleración de los precios energéticos, tras los retrocesos del año pasado y el reciente incremento de los precios del petróleo. En el resto de componentes, en general, se prolongaron las



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

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2010.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

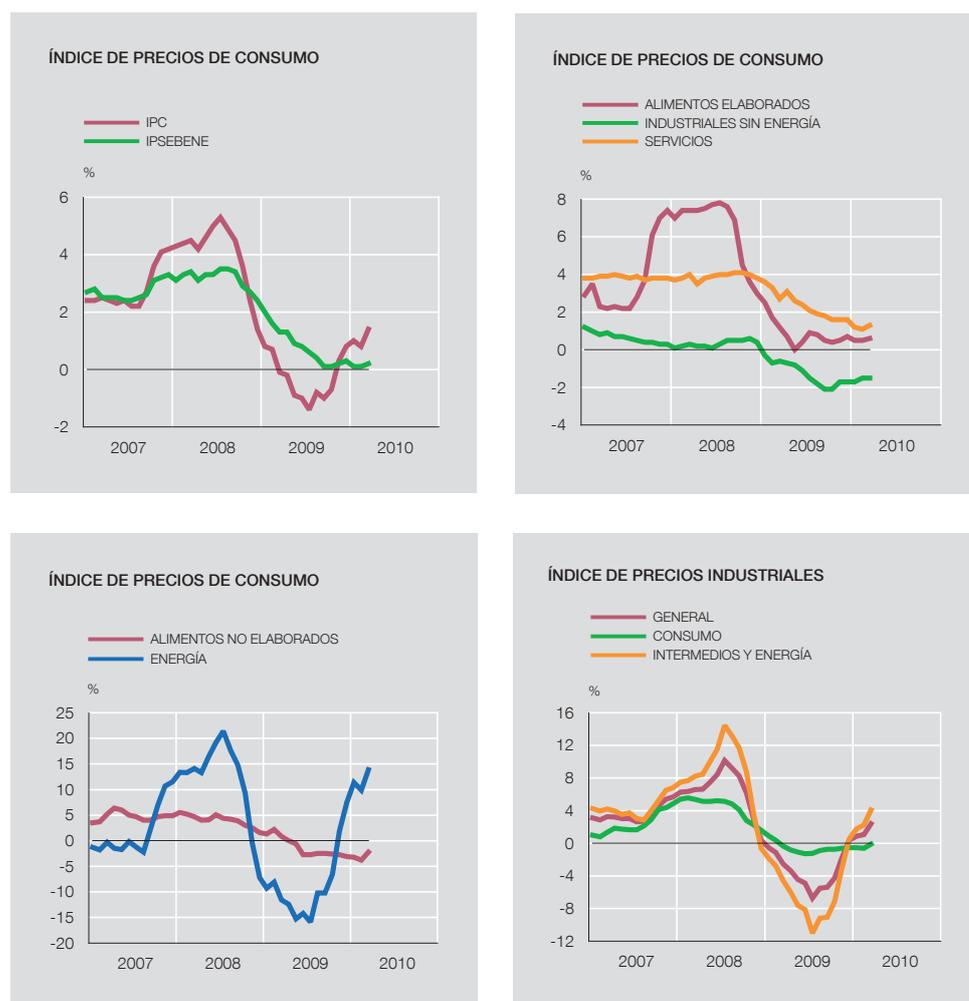
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

tendencias descendentes de los últimos trimestres. En particular, los precios de los alimentos continuaron intensificando ligeramente su caída y los de los servicios disminuyeron, por sexto trimestre consecutivo, su tasa de crecimiento interanual. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos suavizaron levemente su ritmo de descenso. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— registró una tasa interanual del 0,1% en el primer trimestre, una décima menos que en los últimos meses de 2009.

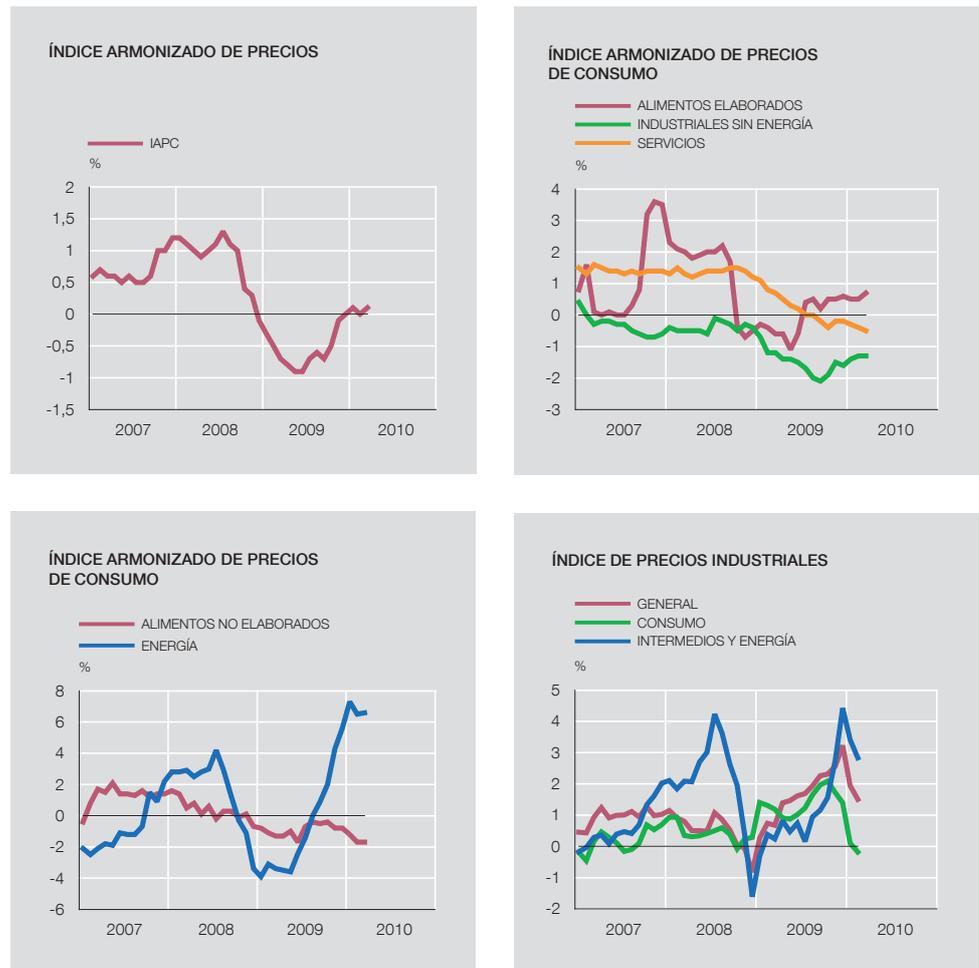


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

El aumento de la inflación, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue ligeramente mayor en España que en la zona del euro, de forma que el diferencial dejó de ser negativo (véase gráfico 22). Esto fue consecuencia de la evolución del componente energético, cuyo diferencial se amplió notablemente en el primer trimestre del año. Por el contrario, los ritmos de crecimiento de los precios fueron inferiores en España en el caso de los servicios, los bienes industriales no energéticos y los alimentos no elaborados. Como resultado, el diferencial en la inflación subyacente continuó resultando favorable a España, acortándose en una décima, hasta 0,6 pp. El indicador adelantado del IAPC muestra un aumento de la tasa interanual hasta el 1,6% en abril, una décima más que en marzo, mientras que en la UEM la inflación repuntó también hasta el 1,5%, de modo que el diferencial se mantendría en torno a 0,1 pp.

Finalmente, el índice de precios industriales mantuvo su senda alcista iniciada a finales de 2009, con un crecimiento del 1,5% en el primer trimestre, que fue reflejo del encarecimiento de la energía y del agotamiento de los descensos de los precios de los bienes intermedios, mientras que los de los bienes de consumo mantuvieron tasas levemente negativas. En la UEM, con datos hasta febrero, los precios industriales crecieron a un ritmo algo inferior al de España, excepto en el caso de los bienes de consumo, cuyo diferencial se aproximó a cero.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales pasaron a registrar ritmos de variación positivos, alcanzando en febrero tasas del 4,7% y 1,7%, respectivamente, debido, principalmente, al intenso incremento de los precios energéticos.

#### 4.4 La actuación del Estado

La ejecución presupuestaria del Estado en el primer trimestre del año, siguiendo un criterio de caja, mostró un déficit de 15.546 millones de euros, frente al déficit de 11.345 millones de euros del mismo período de 2009 (véase cuadro 4). Los ingresos estatales experimentaron un aumento del 4,8% en tasa interanual, por debajo del incremento del 13,5% registrado en los pagos. Aunque las cifras de los primeros meses del año suelen ser erráticas, estos datos apuntarían a una aceleración de los ingresos y una ralentización de los pagos en 2010, que deberían acentuarse en los próximos meses debido a algunas medidas aprobadas para este año. Entre ellas cabe mencionar la supresión parcial de la deducción de 400 euros en el IRPF, la subida prevista en los tipos impositivos del IVA a partir del mes de julio, el recorte de gastos del Plan de Acción Inmediata y el menor importe del Fondo Estatal para el Empleo y la Sostenibilidad Local en este año en comparación con el Fondo de Inversión Local aprobado en 2009.

Para una descripción más detallada de la evolución de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asigna-

m€ y %

	Liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Liquidación		
					2009 ene-mar	2010 ene-mar	Variación porcentual
					1	2	3
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	102.038	-21,1	121.206	18,8	31.269	32.759	4,8
Impuestos directos	54.096	-27,0	66.393	22,7	13.594	14.516	6,8
<i>IRPF</i>	30.432	-29,9	42.633	40,1	11.678	12.924	10,7
<i>Sociedades</i>	20.188	-26,1	20.184	-0,0	1.023	693	-32,2
<i>Otros (a)</i>	3.476	2,8	3.576	2,9	894	899	0,5
Impuestos indirectos	28.664	-26,9	40.736	42,1	12.567	14.314	13,9
<i>IVA</i>	15.784	-36,7	26.111	65,4	9.559	11.311	18,3
<i>Especiales</i>	10.141	-9,6	11.964	18,0	2.304	2.292	-0,5
<i>Otros (b)</i>	2.739	-11,2	2.661	-2,9	703	712	1,2
Otros ingresos	19.277	20,4	14.076	-27,0	5.108	3.929	-23,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	189.319	27,8	184.542	-2,5	42.614	48.305	13,4
Personal	26.570	5,3	27.572	3,8	5.635	6.017	6,8
Compras	4.860	7,2	3.515	-27,7	903	954	5,7
Intereses	17.650	10,8	23.224	31,6	6.151	7.579	23,2
Transferencias corrientes	112.412	35,8	103.137	-8,3	22.144	26.348	19,0
Inversiones reales	10.468	-1,6	9.390	-10,3	2.785	2.883	3,5
Transferencias de capital	17.360	94,1	14.452	-16,7	4.997	4.522	-9,5
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-87.281	—	-63.336	—	-11.345	-15.546	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
IRPF	63.857	-10,5	65.734	2,9	19.002	19.212	1,1
IVA	33.573	-30,1	29.281	-12,8	14.274	14.584	2,2
Imp. especiales	19.349	-1,1	20.450	5,7	4.546	4.655	2,4

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

da al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. Según esta información, los ingresos todavía no registraron tasas positivas, reduciéndose un 1,9% en el primer trimestre, como consecuencia de la debilidad de los ingresos no tributarios, mientras que las principales figuras impositivas sí empezaron a presentar incrementos interanuales. Así, en los impuestos directos comenzó a notarse el impacto de la eliminación parcial de la deducción de 400 euros en las retenciones sobre el trabajo del IRPF, aunque estos ingresos siguieron lastrados por la atonía de las retenciones provenientes del capital mobiliario y de las ganancias en fondos de inversión. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la recuperación de la recaudación por IVA, que pasó a registrar tasas positivas (2,2%) tras ocho trimestres consecutivos de caídas. Los impuestos especiales, por su parte, gracias al impacto de las subidas de tipos llevada a cabo en junio de 2009, registraron un aumento del 2,4%.

Los pagos de caja del Estado, por su parte, se incrementaron un 13,4% en el primer trimestre, también en este caso porque algunas de las medidas aprobadas todavía no han tenido tiempo de incidir en los pagos. Por su parte, los pagos por intereses registraron un fuerte incremento, como reflejo de la elevada emisión de deuda del año anterior.

Miliones de euros

		Enero-febrero		Tasa de variación 2010/2009 (b)
		2009	2010	
INGRESOS	Cuenta corriente	45.487	46.020	1,2
	<i>Mercancías</i>	23.858	26.444	10,8
	<i>Servicios</i>	12.920	12.399	-4,0
	— Turismo	4.589	4.520	-1,5
	— Otros servicios	8.331	7.879	-5,4
	<i>Rentas</i>	6.129	5.058	-17,5
	<i>Transferencias corrientes</i>	2.579	2.118	-17,9
	Cuenta de capital	799	1.688	111,2
	Cuentas corriente + capital	46.286	47.708	3,1
PAGOS	Cuenta corriente	60.916	59.125	-2,9
	<i>Mercancías</i>	33.303	33.631	1,0
	<i>Servicios</i>	10.256	9.710	-5,3
	— Turismo	1.799	1.765	-1,9
	— Otros servicios	8.457	7.946	-6,0
	<i>Rentas</i>	12.424	9.650	-22,3
	<i>Transferencias corrientes</i>	4.933	6.133	24,3
	Cuenta de capital	210	222	5,8
	Cuentas corriente + capital	61.125	59.347	-2,9
SALDOS	Cuenta corriente	-15.429	-13.105	2.324
	<i>Mercancías</i>	-9.445	-7.188	2.257
	<i>Servicios</i>	2.664	2.689	25
	— Turismo	2.790	2.755	-35
	— Otros servicios	-126	-66	59
	<i>Rentas</i>	-6.295	-4.592	1.704
	<i>Transferencias corrientes</i>	-2.353	-4.015	-1.661
	Cuenta de capital	590	1.466	877
	Cuentas corriente + capital	-14.839	-11.639	3.201

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

En cuanto a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social, solo se dispone de datos completos hasta febrero de 2010. Según la última información hecha pública por la Tesorería de la Seguridad Social para ese mes, los ingresos se habrían reducido en un 0,9%, mientras que los gastos se habrían incrementado en un 5,1%. En cuanto a los ingresos, su disminución fue debida a la caída de las transferencias del Estado y de los otros ingresos, dado que los ingresos por cotizaciones sociales, la rúbrica más importante, habrían repuntado en 0,9%. Por su parte, la disminución en el número de afiliados a la Seguridad Social se ha venido ralentizando de manera progresiva durante el primer trimestre del año, registrando un descenso del 2,6% a finales de marzo, frente a una caída cercana al -4% en diciembre de 2009. En lo concerniente a los gastos, el relativo a pensiones contributivas aumentó un 5,6% hasta febrero, algo por debajo de los incrementos observados a lo largo de 2009, mientras que el número de pensiones contributivas creció un 1,7% en el mismo mes de 2010, en línea con los incrementos registrados en los últimos doce meses. Por otra parte, según datos del Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), el gasto destinado a prestaciones por desempleo se desaceleró notablemente durante el primer trimestre de 2010, registrando un aumento del 16% hasta marzo, frente a los incrementos superiores al 50% observados en los últimos meses de

2009. Esta desaceleración refleja la evolución del paro registrado y del número de beneficiarios de estas prestaciones. En particular, la tasa de variación de estos últimos fue del 26,8% en febrero, frente al aumento medio del 55,6% en el año 2009, manteniéndose la tasa de cobertura con respecto al paro registrado ligeramente por encima del 80% durante los dos primeros meses del año.

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

En los dos primeros meses de 2010 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 11.639 millones de euros, un 22% inferior al del mismo período del año anterior (véase cuadro 5). La mayor parte de esta corrección se explica por la disminución del déficit de la balanza por cuenta corriente, del 15%. Este ajuste se explica por el descenso de los déficits de mercancías y, en menor medida, de rentas, que compensaron la ampliación del saldo negativo de transferencias corrientes. El superávit de servicios se mantuvo prácticamente estable.

En los dos primeros meses de 2010 el déficit de la balanza comercial se redujo un 24%, gracias a la mejora del saldo no energético, que compensó el incremento de la factura energética, en un contexto de aumento acusado de los precios del petróleo. La balanza de servicios acumuló un superávit de 2.689 millones de euros en enero y febrero, apenas un 1% más que en el mismo período de 2009. Esta modesta mejoría se explica por la corrección del déficit de los servicios no turísticos, que contrarrestó la ligera disminución del superávit de turismo. Por su parte, el saldo negativo de la balanza de rentas se redujo notablemente en los dos primeros meses de 2010, hasta situarse en 4.592 millones de euros. El saldo de la balanza de transferencias corrientes originó un déficit de 4.015 millones de euros en los dos primeros meses de 2010, como consecuencia del descenso en los ingresos (-18%) relacionados con fondos comunitarios. Por el contrario, los pagos repuntaron apreciablemente, a pesar de que las remesas de emigrantes disminuyeron. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se elevó en los dos primeros meses de 2010 hasta los 1.466 millones de euros, gracias al incremento de los ingresos percibidos por las AAPP en concepto de Fondos de Cohesión.

## 5 Evolución financiera

### 5.1 Rasgos más destacados

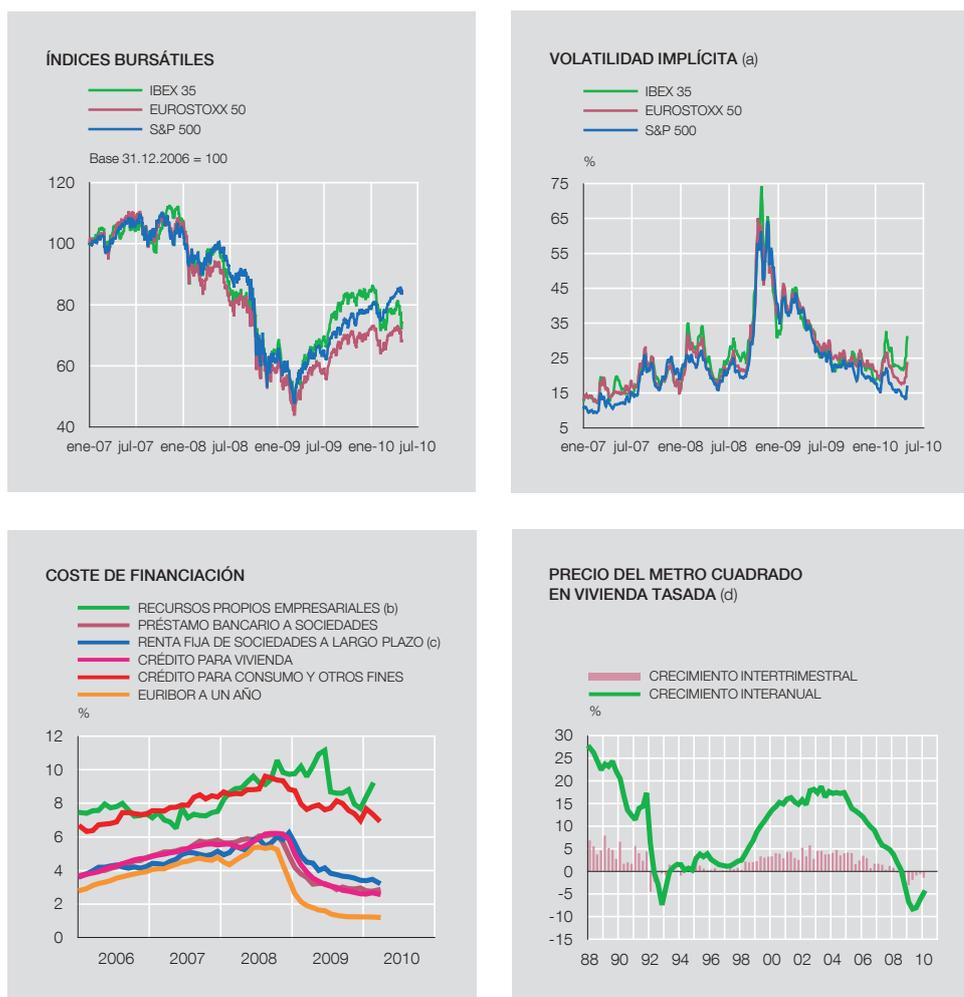
En el primer trimestre de 2010 y la parte transcurrida del segundo, la evolución de los mercados financieros nacionales ha estado influida por los episodios de tensión asociados a la preocupación de los participantes por la sostenibilidad de la deuda pública griega, que afectaron en mayor medida a los países del área del euro que han experimentado mayor deterioro de las finanzas públicas. Estas tensiones remitieron algo a partir de mediados de febrero, coincidiendo con el anuncio de planes de consolidación fiscal en Grecia, pero se volvieron a reactivar a finales de abril. De este modo, el día 30 de dicho mes el IBEX 35 acumulaba una pérdida en el año del 12,1%, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que retrocedía en la misma fecha un 5%) y que la del S&P500 de los mercados estadounidenses (que ganaba un 6,4%) (véase gráfico 23). En el caso de la deuda pública española, cuya calificación crediticia a largo plazo fue rebajada el 28 de abril por S&P de AA+ a AA, la rentabilidad a diez años apenas aumentó en 3 pb a lo largo de este período, pese a lo cual se amplió el diferencial respecto al bono alemán a idéntico plazo en casi 40 pb (hasta situarse cerca de los 100 pb) como resultado de la evolución del precio de este último. Las primas de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados evidenciaron una trayectoria similar, siendo superior el incremento del precio de asegurar los activos emitidos por las entidades financieras. En el mercado interbancario, los tipos de interés mostraron escasas variaciones, situándose en abril el nivel medio del EURIBOR a doce meses 2 pb por debajo del dato de diciembre (1,24%).

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió reduciéndose durante el primer trimestre de 2010, pero lo hizo nuevamente a un ritmo interanual menor que el de tres meses antes. Así, la tasa de disminución interanual se situó en marzo en el 4,7%, frente al retroceso del 6,3% de diciembre de 2009.

La evolución durante los primeros meses de 2010 de los costes de financiación de los hogares y las sociedades no mostró, en general, cambios importantes en comparación con la media del último trimestre de 2009 (véase gráfico 23). Las condiciones distintas a los tipos de interés tampoco experimentaron variaciones significativas. Así, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril, las entidades habrían mantenido —e incluso relajado ligeramente— los criterios de aprobación de nuevas operaciones entre enero y marzo, tendencia que los intermediarios encuestados esperaban que continuase en el segundo trimestre del año<sup>1</sup>. No obstante, estos seguirían siendo más restrictivos que al inicio de la crisis financiera, como consecuencia del tensionamiento acumulado en el período precedente.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, evidencian una estabilidad en los saldos de crédito a hogares (la tasa interanual se incrementó ligeramente, hasta el 0,1%, desde el -0,3% de diciembre). En cambio, la deuda de las sociedades ha seguido contrayéndose y lo hace cada vez con mayor intensidad en términos interanuales (1,8% en febrero, frente al retroceso del 0,9% de dos meses antes). En términos intertrimestrales anualizados, las discrepancias en los ritmos de avance de los recursos ajenos de estos sectores son incluso más acentuadas. Por otra parte, el desglose de los pasivos

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



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

- a. Medias móviles de cinco días.  
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

empresariales por instrumentos, sectores y tamaños de empresas evidencia comportamientos diferenciados (véase recuadro 4). Concretamente, el crédito recibido de las entidades residentes ha continuado reduciéndose durante los últimos meses (-4,3% en términos interanuales), mientras que en las emisiones de valores de renta fija, a las que solo tienen acceso fundamentalmente las empresas de mayor tamaño, se ha continuado observando una expansión notable (29%). Dentro del crédito concedido por las entidades residentes, la información más reciente sobre su detalle por finalidades, correspondiente al cierre de 2009, muestra retrocesos en todas las ramas productivas, con la excepción de los servicios inmobiliarios, en la que la financiación bancaria todavía avanzaba a un ritmo positivo, aunque muy reducido (1,7%), lo que en parte se explica porque, en un contexto de menor dinamismo de la compraventa de vivienda, los fondos se mantienen en sus balances durante un tiempo más prolongado. Los datos provisionales correspondientes a marzo no evidencian cambios significativos en el crecimiento de la deuda de las familias y de las empresas en comparación con el mes precedente.

Desde mediados de 2007, la financiación concedida a las sociedades no financieras españolas se ha desacelerado de forma muy notable, alcanzando tasas de variación interanual negativas en los últimos meses de 2009 y primeros de 2010. Sin embargo, detrás de este comportamiento general subyace una importante heterogeneidad por instrumentos, ramas productivas y tamaño de los prestatarios.

Así, en primer lugar, por instrumentos, mientras que el crédito concedido por las entidades bancarias españolas se desaceleró de forma más intensa que el conjunto de la financiación al sector, el procedente del resto del mundo lo hizo en mucha menor medida —registrando todavía, a finales del ejercicio pasado, incrementos interanuales positivos—, y la emisión de títulos de renta fija, tras una primera fase de ralentización hasta finales de 2008, recuperó posteriormente ritmos de crecimiento elevados (véase cuadro adjunto). El aumento en el recurso a los mercados de valores —y, en menor medida, también al crédito procedente del exterior— está muy relacionado con la actividad de un número reducido de grandes grupos empresariales multinacionales, que utilizan de forma regular este tipo de financiación. Más del 70% de la emisión neta en los últimos tres años correspondió a tan solo cuatro entidades, cuya dimensión internacional hace que la evolución de su actividad esté menos condicionada por el ciclo económico español. De hecho, algunos de estos grupos acometieron procesos de expansión en 2009, contribuyendo a explicar el crecimiento en la emisión de títulos. Asimismo, las condiciones relativamente favorables de financiación en estos mercados —resultado de que, si bien las primas de riesgo exigidas no han vuelto a los niveles anteriores a la crisis, sí disminuyeron notablemente durante el curso pasado, y los tipos de interés de referencia se mantuvieron en niveles muy reducidos— contribuyeron a que algunos de estos grupos elevasen el volumen de fondos captados, anticipándose a futuras necesidades de recursos. En cualquier caso, no puede descartarse completamente que haya habido también un cierto grado de sustitución de crédito bancario por financiación en los mercados.

Para el resto de compañías no financieras, la principal fuente de recursos es el crédito procedente de las instituciones residentes, que ha venido mostrando un menor dinamismo. Dentro de este, se observa también una importante heterogeneidad por ramas productivas, con un ligero aumento, en 2009, en el destinado a los servicios inmobiliarios; caídas interanuales elevadas en los sectores de construcción y agricultura, ganadería y pesca; y descensos moderados en el resto (véase cuadro adjunto). Aunque existe una cierta relación entre las caídas en el crédito y los descensos en el volumen de actividad, la relación no es uniforme y destaca, en particular, el caso de las empresas promotoras. El sostenimiento de la financiación a este sector podría explicarse, en parte, en un contexto como el actual, porque el ritmo de venta de los inmuebles se reduce y esto implica el mantenimiento de la correspondiente financiación durante un tiempo más prolongado.

Una última dimensión relevante es el tamaño del prestatario. La información disponible (tanto de la CIR como de la estadística de nuevas operaciones de crédito a sociedades) apunta a un menor dinamismo de los fondos concedidos a compañías de pequeña y mediana dimensión (pymes), frente a las operaciones con las grandes empresas. No obstante, como puede apreciarse en el gráfico 1, este patrón

no se detecta para los sectores de la construcción y de los servicios inmobiliarios. Excluyendo la categoría de empresas con menos de un millón de euros de deuda (que tiene, en general, un comportamiento atípico, debido a que este es el segmento en el que se registra la mayoría de los nuevos deudores en la CIR), se observa que en la construcción el recorte de la financiación es elevado y generalizado por tamaños (aproximados por el saldo de crédito bancario), mientras que en los servicios inmobiliarios el crédito se reduce, en términos interanuales, en las operaciones con las compañías con mayor volumen de deuda y aumenta, sin embargo, en el resto. Es, pues, en las otras ramas productivas donde se observa con claridad un comportamiento más contractivo de la financiación a las pymes, al tiempo que se mantiene un crecimiento positivo de los fondos concedidos a las compañías con un mayor nivel de pasivos bancarios.

Detrás de esa divergencia por tamaño existen, sin duda, diversos factores. Un elemento importante es la propia situación económica de los prestatarios. Como puede observarse en el gráfico 2, dentro de los otros sectores productivos, y ya antes del inicio de la crisis, el nivel de endeudamiento de las pymes era significativamente superior al de las grandes empresas, mostrando, pues, una mayor vulnerabilidad económica. Asimismo, el impacto de la propia crisis parece estar siendo también más intenso en las pequeñas compañías, en las que, como se aprecia en el gráfico 3, la caída de los beneficios en 2008 resultó más elevada. La información disponible para 2009 (como, por ejemplo, los resultados de las empresas españolas en la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación) apuntaría a que esta circunstancia se habría mantenido en dicho año. En este contexto, no resulta extraño que la morosidad se haya incrementado más en las pequeñas y medianas empresas de los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios (véase gráfico 4) que en las grandes. Por el contrario, en las dos ramas mencionadas tanto la situación de partida como la evolución reciente de los resultados apuntarían más bien a una situación económica más comprometida de las compañías de mayor tamaño, lo que contribuiría a explicar el diferente comportamiento del crédito en estos sectores.

La evolución más negativa de los beneficios de las pymes, en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios, y su situación financiera más comprometida habrían contribuido a deprimir, en mayor medida que para las sociedades de mayor dimensión, la demanda de fondos de las mismas, al revisarse a la baja los planes de gasto, al tiempo que se habría deteriorado comparativamente más la solvencia de dichas compañías apreciada por las entidades. De hecho, los resultados de la encuesta del BCE a las pymes (véase gráfico 5) muestran una elevada correlación entre, por un lado, el porcentaje de rechazo de las peticiones de crédito bancario y los cambios percibidos por las empresas en la disponibilidad del mismo, y, por otro, la evolución financiera de estas.

Adicionalmente, es posible que, teniendo en cuenta el carácter, en general, más arriesgado de las operaciones con las pymes y las menores garantías que habitualmente pueden aportar estas compañías, y en un contexto de reevaluación general de los riesgos a escala internacional tras la crisis financiera, las entidades hayan podido endurecer más que proporcionalmente los criterios de concesión a este tipo de compañías, cuya solvencia individual es siempre más compleja de evaluar.

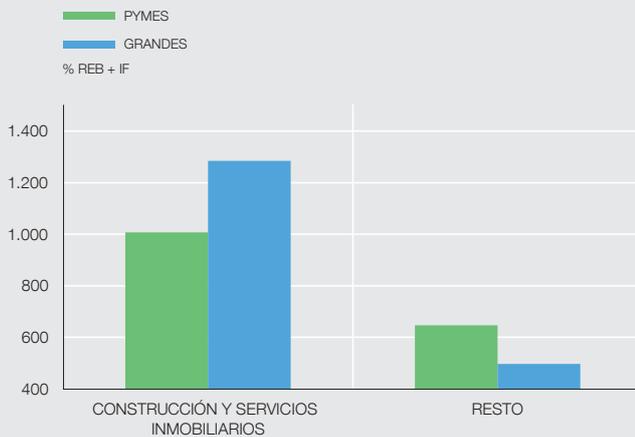
DESGLOSE DE LA FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

%	TASA INTERANUAL	PESO RELATIVO
FINANCIACIÓN TOTAL	-1,0	100,0
Crédito de ECA a residentes	-3,5	70,1
Crédito del resto del mundo	1,9	25,6
Valores	37,0	4,3
DESGLOSE DEL CRÉDITO DE ECA POR RESIDENTE Y SECTOR		100,0
Agricultura, ganadería y pesca	-11,9	2,3
Construcción	-14,1	13,2
Industria, excepto construcción	-2,5	15,4
Servicios inmobiliarios	1,7	32,6
Resto de servicios	-0,7	36,5

1 DESGLOSE DEL CRÉDITO POR TAMAÑO DEL PRESTATARIO (a)  
Tasas interanuales. Diciembre 2009



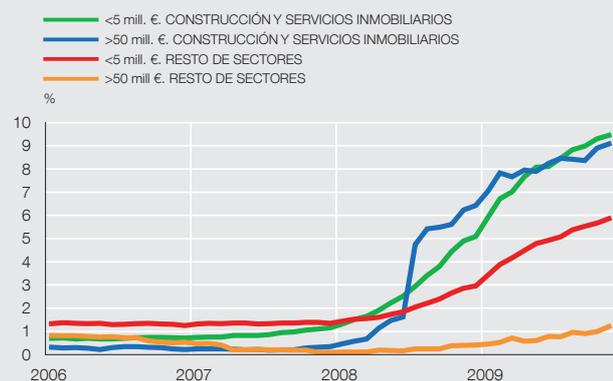
2 NIVEL DE ENDEUDAMIENTO POR TAMAÑO Y SECTOR  
Año 2007



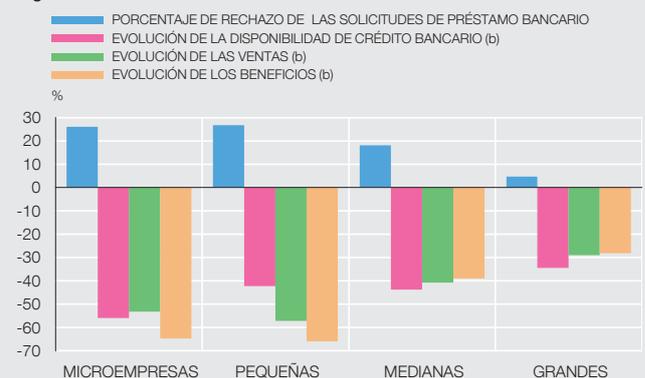
3 CRECIMIENTO DEL RESULTADO ORDINARIO NETO POR TAMAÑO Y SECTOR  
Año 2008



4 RATIO DE MOROSIDAD POR TAMAÑO Y SECTOR



5 RESULTADOS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA ENCUESTA SOBRE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES DEL ÁREA DEL EURO Segundo semestre de 2009



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a. Aproximado con datos de la CIR. Las empresas se clasifican por tamaño según el volumen total de deuda que tenían registrado en la CIR a diciembre de 2008. Los nuevos deudores que aparecen en 2009 se clasifican según el nivel total de deuda a finales de dicho año.  
b. Porcentaje de los encuestados que señalan un aumento menos porcentaje de los que señalan una disminución.

El estancamiento de los pasivos de las familias, junto con la estabilidad de los ingresos, llevó a que durante el cuarto trimestre de 2009 apenas variara la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de este sector. Sin embargo, la ratio de carga financiera siguió reduciéndose gracias a los descensos en los costes medios de financiación de la deuda viva. Esta evolución vino acompañada de nuevos aumentos de la capacidad de ahorro y de financiación del sector. Por último, la riqueza neta se mantuvo relativamente estable, como resultado de la recuperación del componente financiero, que se vio compensada por la disminución del inmobiliario. Los datos de avance de los primeros meses de 2010 apuntan a una prolongación de la pauta de descenso de la ratio de carga financiera y de mantenimiento de la de endeudamiento.

En el caso de las sociedades, durante el cuarto trimestre de 2009 la ratio de deuda sobre las rentas generadas siguió aumentando, a pesar de la contracción de los pasivos exigibles, lo que refleja la evolución desfavorable de los excedentes empresariales. No obstante, la ratio de carga financiera volvió a reducirse como consecuencia del retroceso del coste medio de la deuda viva, evolución que vino acompañada de unas menores necesidades de financiación del sector. La información disponible para los primeros meses de 2010 apunta a una estabilización de la ratio de endeudamiento y a nuevas caídas en la de carga financiera.

Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), correspondientes al cuarto trimestre de 2009, evidencian una cierta recuperación de las rentas generadas de estas compañías, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño. El resultado ordinario neto retrocedió en el conjunto del ejercicio a una tasa menor que en el año precedente. El ritmo de caída de los excedentes empresariales también se moderó, y lo hizo en menor medida que la caída de los recursos ajenos, por lo que descendieron tanto la ratio de endeudamiento —especialmente, en el caso de las grandes corporaciones— como la de carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, se redujeron algo los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, deteniéndose la tendencia al alza de los meses anteriores, aunque se mantienen en niveles elevados desde una perspectiva histórica.

El volumen de créditos dudosos también ha empezado a mostrar indicios de menor crecimiento, en línea con la tendencia hacia la estabilización del grado de presión financiera. No obstante, la ratio de dudosos ha seguido elevándose. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades a los intermediarios distintos de las entidades de crédito), dicho indicador se situó en febrero en el 5,4%, 0,3 pp por encima del dato de diciembre.

En el caso de las AAPP, el ritmo de expansión de la deuda ha seguido en cifras muy elevadas, aunque más moderadas que las observadas en los meses precedentes (24% en febrero de 2010, frente al 35% de octubre de 2009). Ello, unido al retroceso del PIB, se ha seguido reflejando en incrementos de la ratio de deuda sobre el PIB (hasta el 53% del PIB al cierre del pasado ejercicio) y ha supuesto también un ascenso, aunque más moderado, de la carga financiera asociada.

La información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al cierre de 2009, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 4,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (1,1 pp por debajo del nivel de septiembre) (véase cuadro 6). Una vez más, esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y de las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó en el 11,2% del PIB, y la

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

FUENTE: Banco de España.

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

ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras. En línea con el incremento del déficit público, el grueso de los recursos captados en el exterior se canalizó a través de la compra de títulos de deuda pública por parte del resto del mundo.

En resumen, la información más reciente apunta a una cierta estabilización de los indicadores de presión financiera del sector privado, evolución que se habría visto favorecida por el descenso de los costes de financiación, por el escaso dinamismo de los recursos ajenos y por el comportamiento del producto. No obstante, las ratios de endeudamiento de los hogares y de las sociedades siguen situadas en niveles elevados. En el caso de las AAPP, a pesar de la moderación en el avance de los pasivos, estos siguen creciendo a un ritmo alto.

## 5.2 El sector hogares

La información más reciente sobre los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a los hogares, correspondiente al mes de marzo, muestra escasas variaciones en comparación con el dato de diciembre (bajada de apenas 2 pb en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y aumento de solo 6 pb en el de la financiación para consumo y otros fines). Asimismo, de acuerdo con la EPB, las entidades habrían mantenido —e incluso relajado— los criterios de concesión de créditos, tendencia que preveían que continuara durante el segundo trimestre del año.

En este contexto, la deuda de las familias se habría mantenido estable durante los primeros meses de 2010, con un crecimiento interanual de apenas un 0,1% en febrero, en términos interanuales, frente al -0,3% de diciembre. El desglose por finalidades muestra que, mientras que el crédito para la adquisición de vivienda avanzaba en esa fecha en torno a un 0,5% en relación con el mismo período de 2009, los fondos destinados a consumo y otros fines continuaban contrayéndose a un ritmo próximo al 1%. Las tasas intertrimestrales desestacionalizadas registraron valores algo más altos en el caso de la financiación para vivienda y similares en el resto.

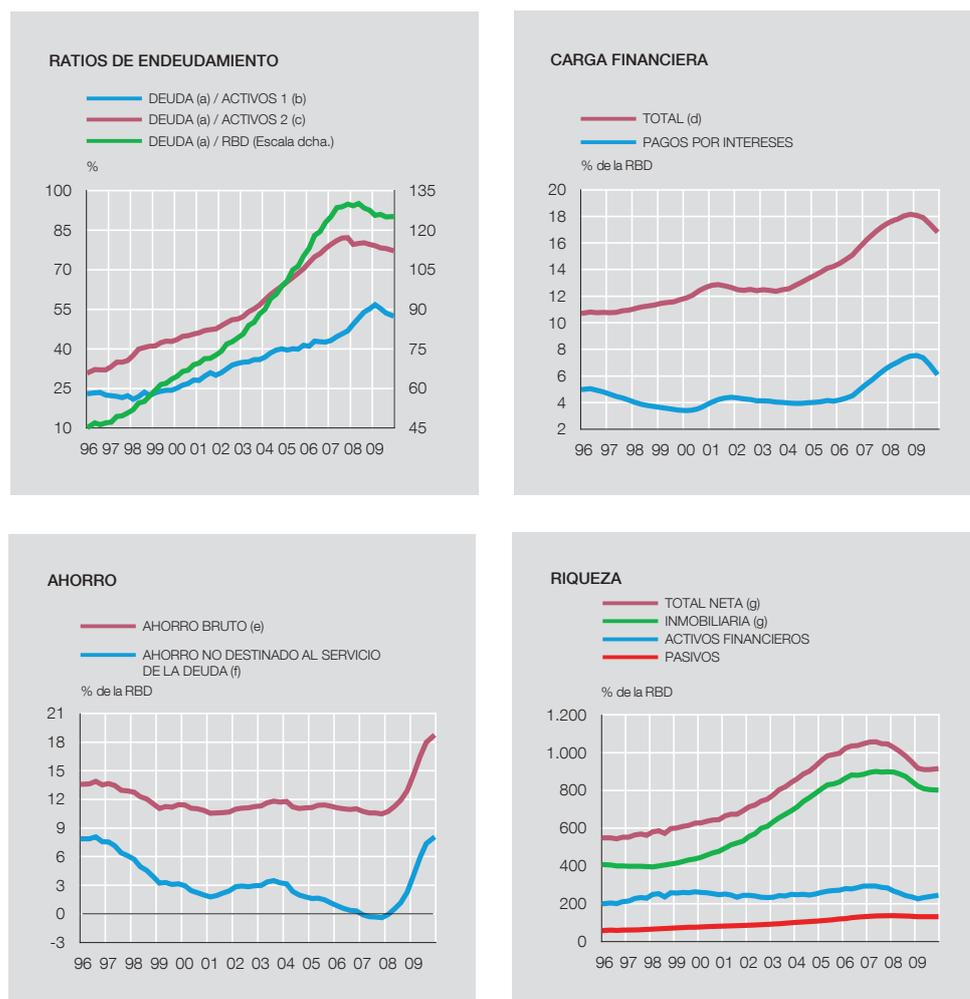
Por lo que se refiere a las decisiones de cartera, según la información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al cuarto trimestre del año pasado, durante el último tramo del ejercicio continuó recuperándose la inversión de los hogares en activos financieros

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				II TR	III TR	IV TR
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>						
Operaciones financieras (activos)	10,9	7,1	2,8	2,9	3,5	4,2
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,4	2,5	3,3	4,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,9	7,5	6,8	1,8	0,3	-1,3
Acciones y otras participaciones (b)	-1,2	0,4	-0,1	0,5	0,7	1,0
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-1,9	-0,7	0,0
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,2	0,3	0,4	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,6
<i>De jubilación</i>	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Resto	1,0	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	12,6	9,0	2,5	-1,2	-1,2	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	0,1	-0,3	-0,5
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,0	7,1	2,7	0,7	0,2	0,1
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	3,0	2,1	0,8	-0,3	-0,2	-0,4
Resto	-0,4	-0,4	-0,9	-1,3	-0,9	-0,7
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>						
Operaciones financieras (activos)	23,7	13,6	4,9	-2,1	-5,2	-6,5
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,9	-0,8	-0,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,3	2,1	2,3	-0,1	0,1	-0,6
Acciones y otras participaciones	11,4	7,9	3,0	1,9	0,7	-0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	8,3	6,6	3,3	1,6	1,2	0,1
Crédito comercial e interempresas	6,9	2,5	0,1	-3,8	-5,3	-5,8
Resto	0,9	1,5	0,6	0,8	0,0	0,6
Operaciones financieras (pasivos)	33,2	25,3	12,2	2,4	-2,9	-6,0
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	1,2	-1,6	-3,0
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,8	2,9	1,8	0,6
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,3	0,9	1,3
Acciones y otras participaciones	2,9	4,8	2,6	1,8	1,1	1,3
Crédito comercial e interempresas	7,0	3,6	-0,4	-4,2	-5,7	-6,2
Resto	0,7	-0,4	1,3	0,4	0,5	0,0
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):</b>						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,4	2,4	0,5	-0,7
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	0,5	-0,1	-0,3
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,9	3,7	0,8	-0,9

FUENTE: Banco de España.

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

(véase cuadro 7). De este modo, en términos acumulados anuales, los fondos dedicados a estos fines supusieron un 4,2% del PIB, 0,7 pp por encima del nivel de septiembre de 2009. Las tenencias de medios de pago fueron el principal destino de estos flujos (un 4% del PIB, 0,7 pp más que tres meses antes), al tiempo que aumentó la importancia relativa de los materializados en acciones y reservas técnicas de seguro, hasta suponer, respectivamente, un 1% y un 0,9% del PIB. Asimismo, las adquisiciones netas de los fondos de inversión volvieron a ser positivas, mientras que la inversión en depósitos a plazo (incluidos en la rúbrica «otros depósitos y valores de renta fija») fue negativa.



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

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

Dada la estabilidad tanto de los pasivos como de las rentas, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantuvo en el cuarto trimestre de 2009 en torno al 125% de su renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 24). Por el contrario, la ratio de carga financiera volvió a descender, hasta situarse en valores próximos al 17% de la RBD, debido al retroceso del coste medio de los pasivos en balance. La fuerte caída del gasto en consumo, junto con la resistencia a la baja de las rentas (en parte, asociada a la moderación de las obligaciones derivadas del servicio de la deuda), se tradujo en un aumento de la capacidad de ahorro del sector, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos. Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas experimentó variaciones, ya que el descenso del componente inmobiliario (asociado a la caída del precio de la vivienda) se vio aproximadamente compensado por la recuperación del valor de los activos financieros netos.

Los datos más recientes de la ratio de morosidad de los hogares, correspondientes al cuarto trimestre de 2009, evidencian una cierta estabilización, a la que podrían haber contribuido

tanto la moderación de la carga financiera como la ralentización en el ritmo de destrucción de empleo. Así, dicho indicador se redujo en una décima en el caso de los créditos que tienen como objeto la adquisición y la rehabilitación de viviendas (del 3% en septiembre al 2,9% en diciembre), y en dos décimas en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines (del 7,1% al 6,9%).

### 5.3 El sector de sociedades no financieras

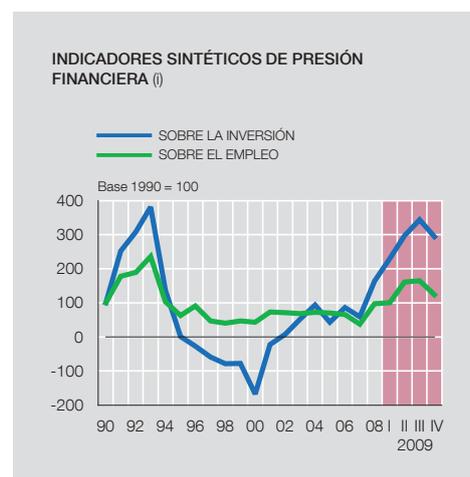
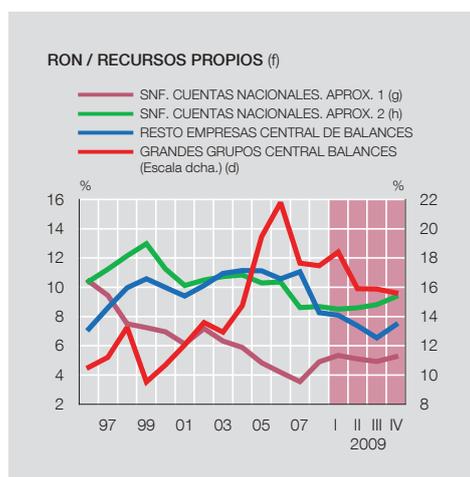
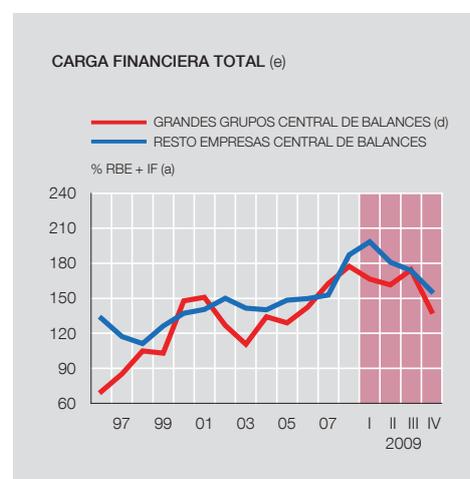
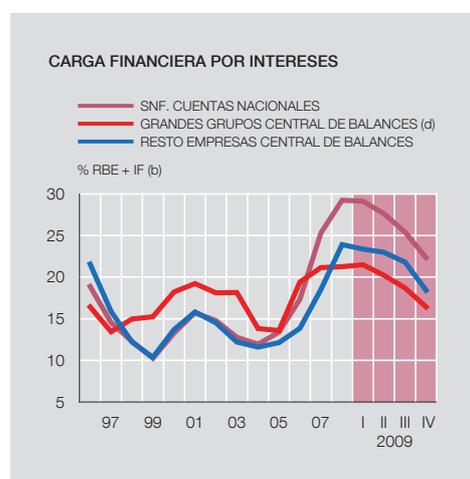
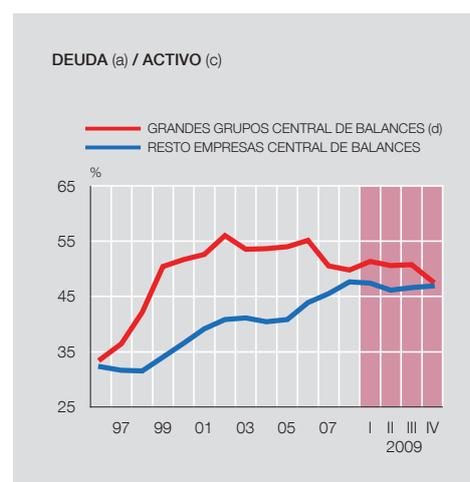
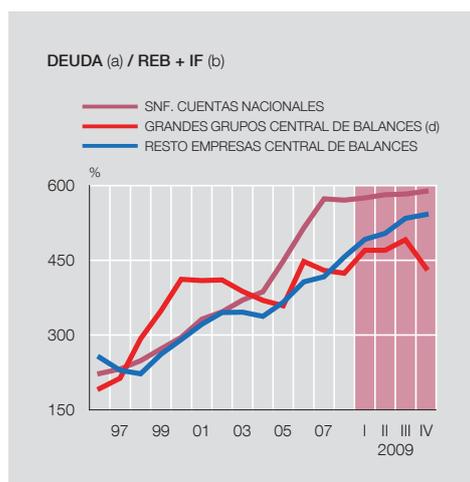
En los tres primeros meses de 2010, los costes de financiación de sociedades mostraron una evolución diferenciada según el tipo de pasivo. Así, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades de importe inferior al millón de euros apenas bajó 4 pb, situándose en el 4,21%, mientras que en los de cuantía superior disminuyó en 23 pb (hasta el 2,24%). No obstante, hay que tener en cuenta que este último suele presentar mayor variabilidad. De hecho, si el último dato se compara con la media del cuarto trimestre de 2009 el descenso sería de 7 pb. La rentabilidad exigida para los valores de renta fija aumentó en 7 pb en los plazos cortos y se redujo en 13 pb en los largos. Por su parte, el coste de la emisión de acciones, para el que el último dato disponible corresponde al mes de febrero, repuntó en 141 pb, lo que refleja el aumento de la prima de riesgo, si bien hay que tener en cuenta que este indicador se estima con mayor imprecisión. Por último, de acuerdo con la EPB de abril, las entidades habrían relajado ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a empresas durante el primer trimestre de 2010, al tiempo que esperaban un mantenimiento de estos para los tres meses siguientes.

A pesar de la relativa estabilidad de las condiciones de financiación, la deuda de las sociedades ha continuado contrayéndose, situándose su crecimiento interanual en febrero en el -1,8%, 0,9 pp menos que en diciembre de 2009. Los ritmos de avance intertrimestral anualizados (-3%) indican que este descenso se ha intensificado en los últimos meses. Por instrumentos, se observa que es el crédito concedido por entidades residentes el que se está reduciendo de forma más rápida (-4,3% en términos anuales), mientras que los fondos obtenidos del exterior y mediante la emisión de renta fija, modalidades ambas utilizadas principalmente por las grandes compañías, siguen mostrando expansiones positivas, aunque algo menores que en el trimestre anterior.

El desglose del crédito por finalidad, cuya información más reciente corresponde al mes de diciembre de 2009, muestra que en todas las ramas se han registrado crecimientos negativos, con la única excepción del destinado a actividades inmobiliarias, que evidenciaba un ritmo de avance del 1,7% (2,9% el trimestre anterior). Por el contrario, en el sector de la construcción es en el que se está reduciendo la deuda a una mayor velocidad (14,1% en términos anuales), cifra muy superior al descenso del 2,5% de la industria (1 pp más de caída que en septiembre) y del 0,7% el resto de servicios no inmobiliarios (frente a un crecimiento positivo del 2,8% de tres meses antes).

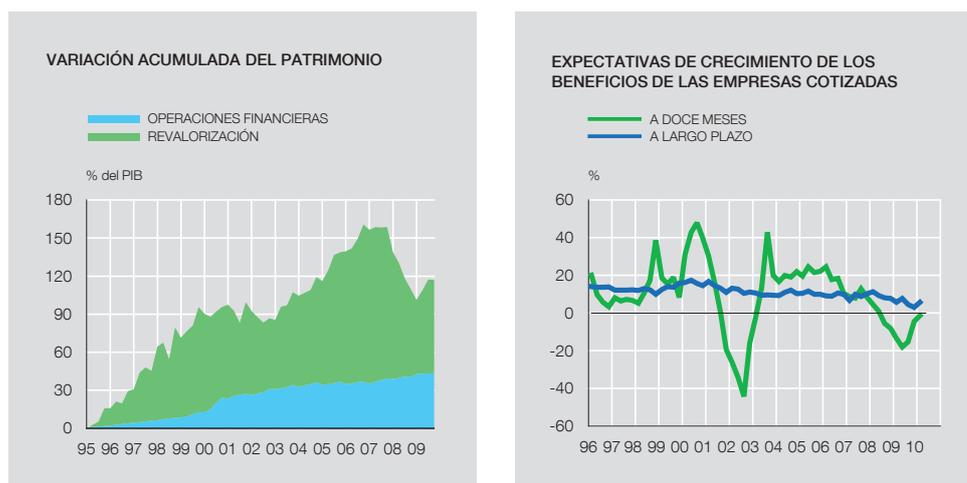
En línea con esta evolución, la información de cuentas financieras del cuarto trimestre de 2009 muestra que las necesidades de financiación de las sociedades se situaron en el 0,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses), cifra inferior al 2,3% de septiembre. Asimismo, la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, también descendió (2,5 pp), hasta el 1% del PIB.

Las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional de los excedentes empresariales, correspondientes a diciembre de 2009, muestra que estos continuaron con la pauta descendente de los meses anteriores, en términos interanuales. Esta reducción de los ingresos llevó a que, a pesar de la contracción de los pasivos, la ratio de endeudamiento de las sociedades



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

creciera ligeramente (véase gráfico 25). No obstante, el retroceso en el coste medio de la deuda en balance se volvió a reflejar en una caída de la ratio de carga financiera.

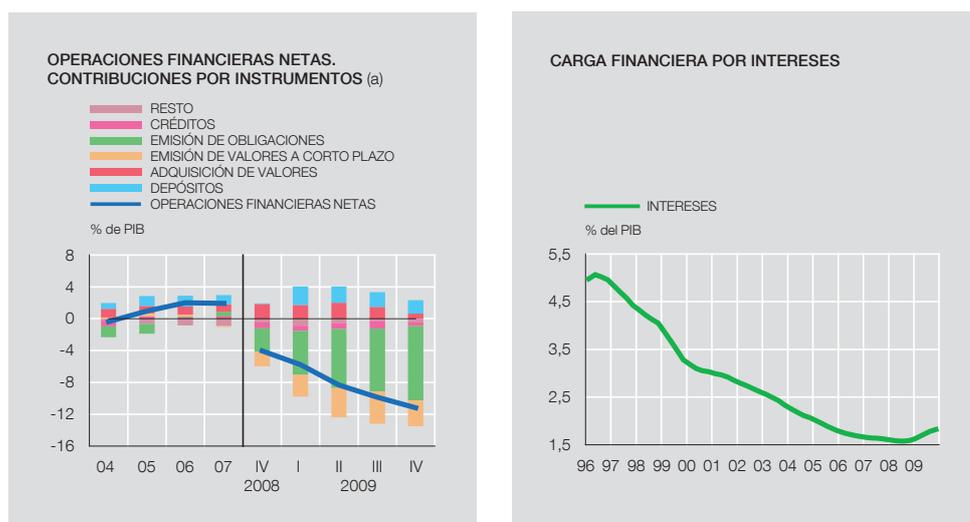
La información de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela que durante los últimos meses de 2009 se produjo una cierta mejoría en los beneficios en comparación con el mismo período del año anterior, que se reflejó en una ligera recuperación de las ratios de rentabilidad y en un descenso de las de endeudamiento y carga financiera (a la que contribuyó también el descenso en el coste de los fondos). Todo ello se tradujo en reducciones de los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, aunque estos siguen situados en niveles históricamente elevados. En esta misma línea, los analistas han dejado de proyectar retrocesos en los beneficios a corto plazo de las empresas no financieras cotizadas, al tiempo que han revisado al alza sus perspectivas de avance a horizontes más largos (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras ha continuado elevándose durante los últimos meses de 2009, alcanzando en diciembre el 6,2%, 0,5 pp más que en el tercer trimestre de 2009. Este incremento se explica fundamentalmente por el comportamiento del crédito a las empresas dedicadas a la construcción y los servicios inmobiliarios, cuya ratio pasó del 8,5% al 9,6%, mientras que en el resto de ramas el avance ha sido de una décima solamente, hasta situarse en el 3,4%.

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

El aumento del gasto público y la disminución de los ingresos han llevado a que las necesidades de financiación de las AAPP continuaran creciendo en el cuarto trimestre de 2009, alcanzando, en términos acumulados anuales, el 11,2% del PIB, 1,3 pp más que en septiembre (véase cuadro 6).

La principal vía de financiación del déficit de las AAPP continuó siendo la emisión de títulos de renta fija, mediante la cual se captó en 2009 un volumen neto de fondos equivalente al 12,6% del PIB (véase gráfico 27). El grueso de estas colocaciones se materializó en valores con vencimiento superior al año, mientras que se redujo el peso relativo de las de corto plazo. En cambio, los recursos obtenidos mediante préstamos apenas supusieron un importe equiva-



FUENTE: Banco de España.

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

lente al 0,4% del PIB. Por la parte del activo, los flujos financieros se situaron en una cifra próxima al 2,3% del PIB, 1 pp menos que tres meses antes.

A pesar de la moderación en la tasa de crecimiento del endeudamiento de las AAPP, esta sigue siendo elevada (24%), lo que, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un nuevo incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que se situaba en diciembre de 2009 por encima del 53% del PIB, 3 pp más que en septiembre. No obstante, el reducido nivel de los costes de financiación ha contribuido a frenar el aumento de la carga financiera asociada a estos pasivos, que a finales del pasado año se situaba en torno al 1,8% del PIB.

### 5.5 La posición financiera frente al exterior

En el cuarto trimestre de 2009 continuaron reduciéndose las necesidades de financiación de la nación, hasta situarse en el 4,7% del PIB, en términos acumulados de 12 meses, 1,1 pp por debajo de la cifra de septiembre y 4,4 pp menos que al cierre de 2008. Esta evolución fue consecuencia del aumento de la capacidad de financiación de los hogares y de la disminución del saldo deudor de las sociedades, que fueron compensados parcialmente por el incremento del déficit de las AAPP y, en menor medida, por el descenso del ahorro de las instituciones financieras.

En línea con la mejora en los mercados financieros internacionales a lo largo de la segunda mitad de 2009, los flujos financieros de activo y pasivo frente al resto del mundo se recuperaron durante los últimos meses del pasado ejercicio en relación con el mismo período del año precedente, lo que se reflejó en un aumento del volumen de operaciones (véase cuadro 8). Así, en términos acumulados de 12 meses, las entradas de capital alcanzaron un importe equivalente al 5,7% del PIB, frente al 3,3% de tres meses antes. Por instrumentos, el grueso de estos fondos se canalizó a través de las adquisiciones de los no residentes de valores de renta fija, que pasaron a representar el 3,8% del PIB. Este incremento de la actividad se concentró especialmente en los títulos emitidos por las AAPP, cuyo flujo alcanzó un valor superior al 5% del PIB. No obstante, resulta destacable que las compras netas de deuda de las entidades de crédito por los extranjeros volvieron a registrar cifras positivas. Por el contrario, en los demás activos se observó un menor dinamismo. En particular, la inversión directa del exterior en España retrocedió hasta el 1% del PIB, 1 pp menos que en 2008.

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

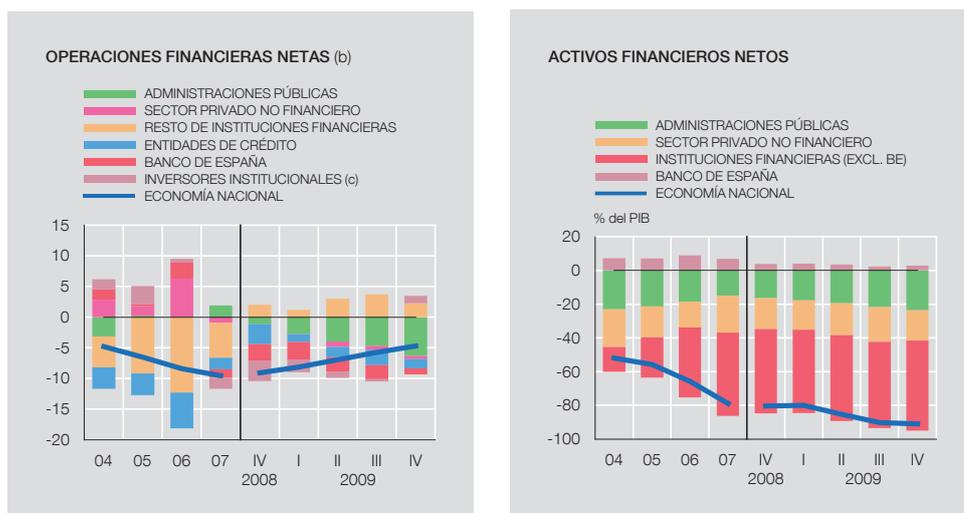
FUENTE: Banco de España.

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

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

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

Por su parte, las salidas de capital representaron, en términos acumulados de 12 meses, un 1,1% del PIB, lo que contrasta con el -2,5% de septiembre de 2009. Por instrumentos, lo más destacado fue la menor contracción de los préstamos concedidos en el mercado interbancario a entidades extranjeras, que pasaron de suponer un flujo equivalente al -5,6% del PIB en el tercer trimestre del año pasado (en términos acumulados de 12 meses) al -1,8% al cierre del ejercicio. En cambio, las adquisiciones netas de valores de renta fija fueron nulas, al tiempo que las de acciones y otras participaciones se redujeron en 0,6 pp (hasta el 1,5% del PIB). En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior descendió 1,3 pp y se situó en el 1,1% del PIB.



FUENTE: Banco de España.

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

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española equivalía al 91% del PIB en diciembre de 2009, casi 1 pp más que la cifra registrada en septiembre (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, este ascenso fue el resultado, fundamentalmente, del incremento del saldo deudor frente a los no residentes de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y de las AAPP, que en parte fue compensado por la reducción de los pasivos netos del sector privado no financiero (en 2,8 pp) y por el ligero aumento (0,6 pp) de la posición acreedora del Banco de España.

3.5.2010.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS EN ESPAÑA: ABRIL DE 2010

## Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010

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

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de abril de 2010, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. Esta edición de la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el primer trimestre de 2010, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. En esta ocasión, se redujo el número de preguntas ad hoc contenidas en el cuestionario, dejándose únicamente las referidas a la evolución de los mercados de financiación mayorista y al efecto de las tensiones financieras sobre el coste de los fondos propios y sobre la disposición de la entidad a conceder nuevos préstamos.

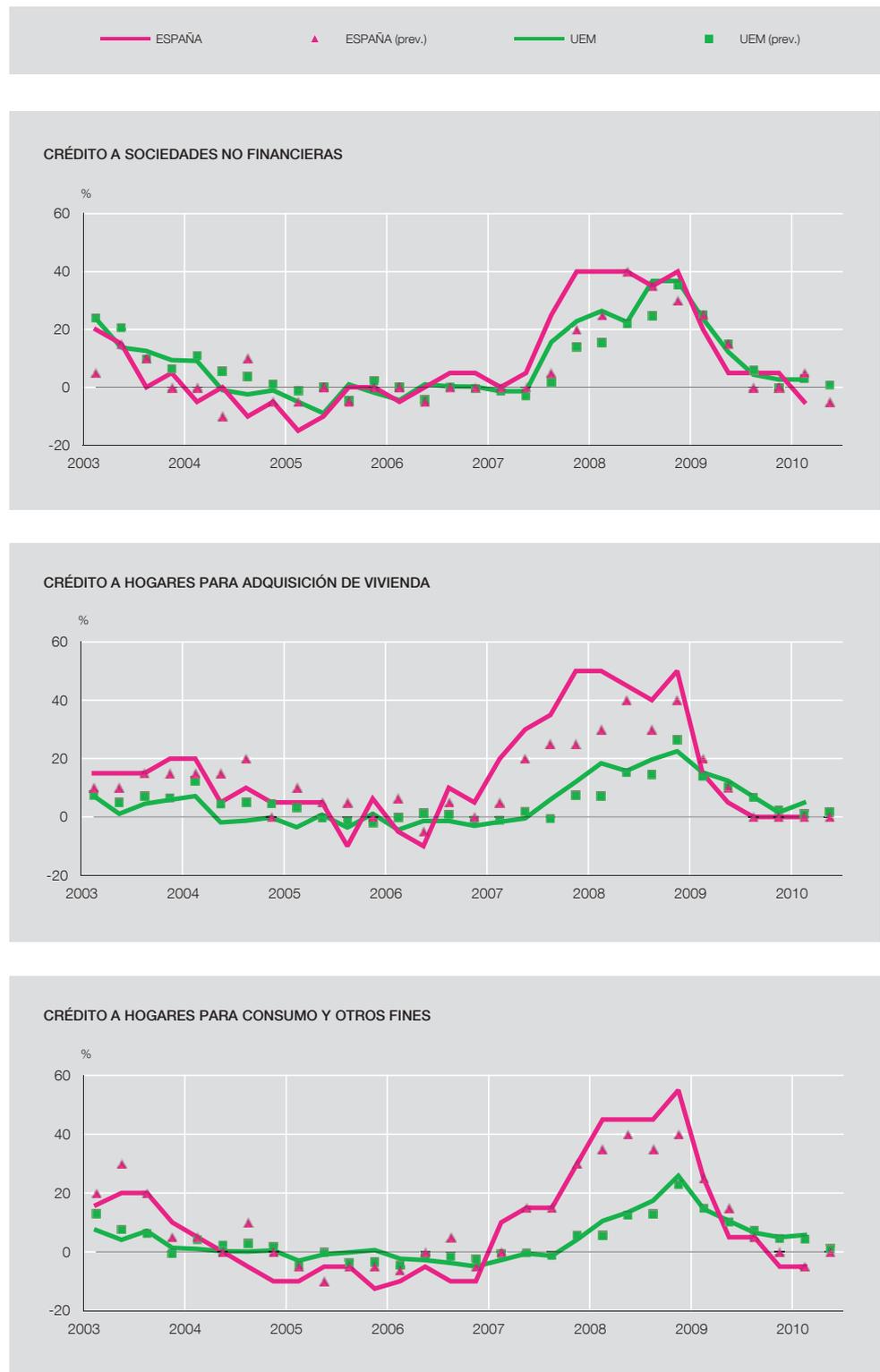
De acuerdo con las respuestas recibidas, en el primer trimestre de 2010 los criterios para la concesión de nuevos créditos a las sociedades no financieras, en España, experimentaron, por primera vez desde 2006, una cierta relajación (véase gráfico 1). Los correspondientes a la financiación a los hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron estables, mientras que los relativos a la otorgada para consumo y otros fines volvieron a hacerse ligeramente más laxos. En conjunto, se aprecia un leve incremento de la oferta de crédito en los tres primeros meses del año, que, en cualquier caso, resulta pequeño si se compara con las variaciones en sentido contrario, acumuladas en los trimestres anteriores. Esta evolución resultó algo más expansiva que la observada en el área del euro, en donde los criterios de aprobación se endurecieron nuevamente, si bien de forma bastante moderada. Para el período de abril a junio las entidades no anticipan cambios significativos en la oferta en ninguna de las dos áreas.

Los intermediarios españoles percibieron una demanda de préstamos estable por parte de las empresas, por segundo trimestre consecutivo, mientras que se redujo el ritmo de caída de la de las familias, haciéndose nulo en el caso de las solicitudes de fondos para la adquisición de inmuebles (véase gráfico 2). En el área del euro, sin embargo, se produjo una evolución algo menos expansiva que hace tres meses, intensificándose el descenso de las peticiones de las sociedades y de los hogares para consumo y otros fines, al tiempo que revirtió el crecimiento positivo en las correspondientes a la financiación para la compra de vivienda. No obstante, para el período de abril a junio del año en curso las entidades seguían anticipando, en general, incrementos en la demanda de crédito en la UEM y escasas variaciones en nuestro país. La dispersión en las respuestas de los encuestados españoles, en especial en las referidas a los criterios de aprobación, volvió a ser muy pequeña (véase gráfico 3).

Las condiciones de acceso a la financiación mayorista tendieron a mejorar, en general, en los primeros meses del año en curso, aunque de forma modesta. No obstante, en España, las entidades percibieron un empeoramiento ligero en los instrumentos de medio y largo plazo, y algo mayor en la capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance. En el área del euro, esto solo se observó en el último caso. El impacto de la situación en los mercados sobre el coste de los fondos propios y la disposición de las entidades a conceder nuevos créditos se mantuvieron prácticamente en los niveles de la Encuesta precedente.

---

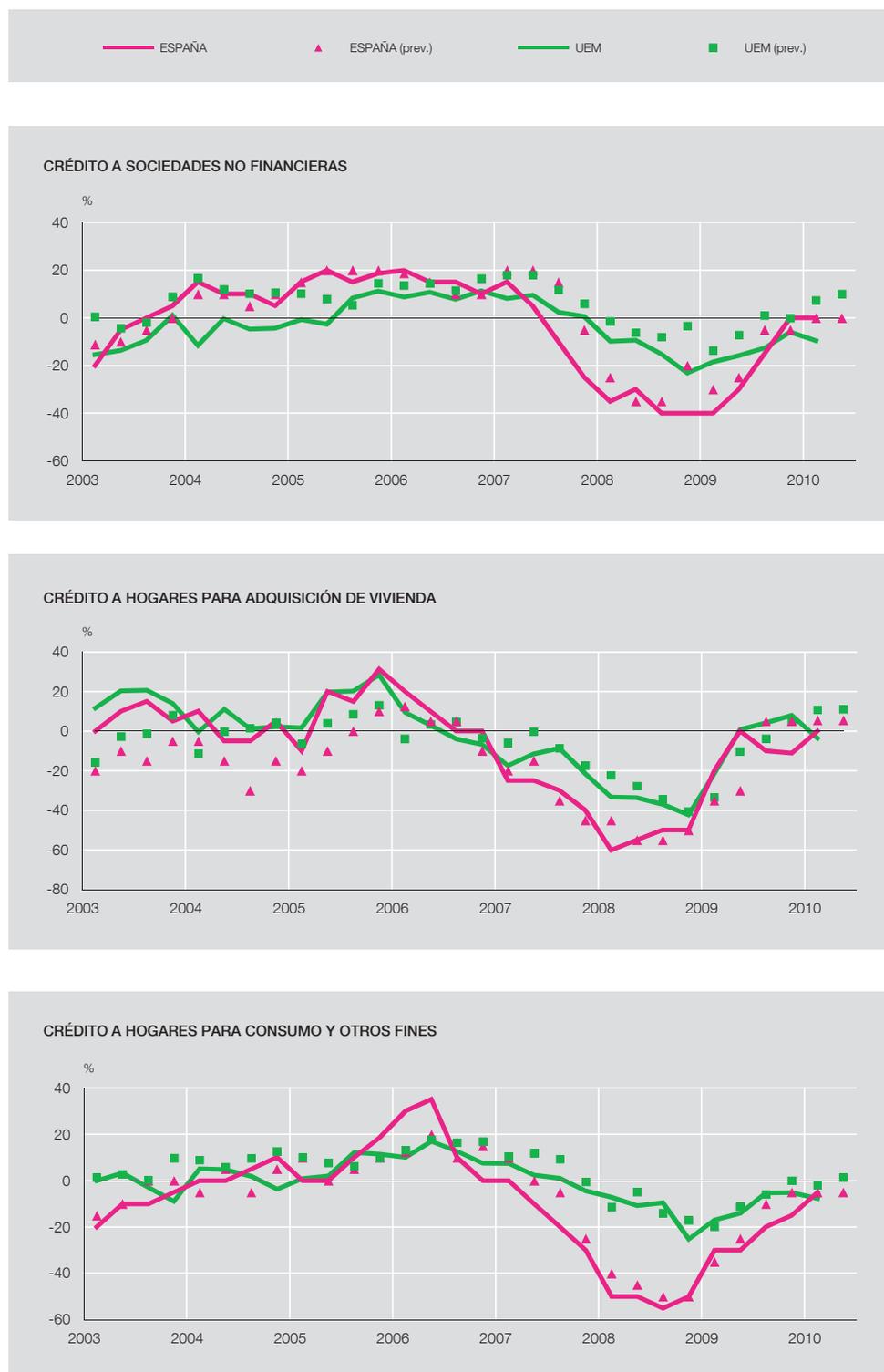
1. Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su sitio web (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB, véase J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

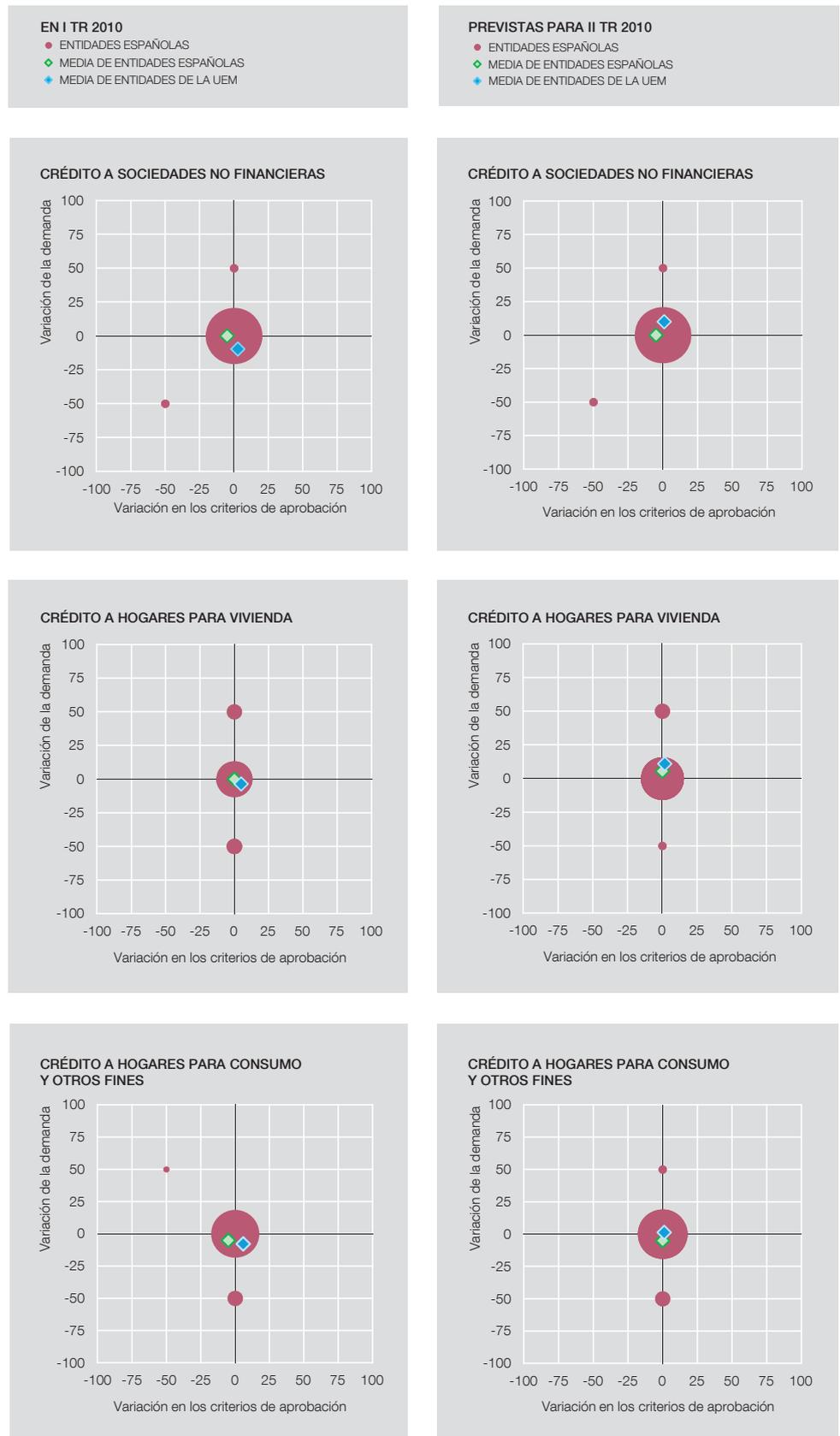
a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios x 1 + % de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios x 1/2 - % de entidades que han relajado en cierta medida los criterios x 1/2 - % de entidades que han relajado considerablemente los criterios x 1.

b. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Un análisis más detallado de las contestaciones al cuestionario regular (véase cuadro 1) muestra que, en España, la relajación observada en los criterios para la concesión de nuevos préstamos a sociedades se produjo independientemente del plazo de la operación y del tamaño del prestatario. Esta evolución fue el resultado de una ligera mejora en las expectativas acerca de la situación económica y en los riesgos relativos a las garantías solicitadas, así como de un cierto incremento en la competencia en el segmento de grandes empresas (tanto de la procedente de otras entidades como de la financiación vía mercados). En el área del euro, sin embargo, las perspectivas de los prestamistas sobre los riesgos y los costes relacionados con su nivel de capital tuvieron un impacto negativo sobre la oferta, contrarrestado solo parcialmente por la mayor competencia y por la mejora en la situación de liquidez de los bancos. Frente al trimestre anterior, en general, la única condición aplicada a los nuevos préstamos que se endureció en nuestro país fue el margen de las operaciones de mayor riesgo, y lo hizo en menor medida que tres meses antes. En la UEM, las otras condiciones también tendieron a hacerse más restrictivas, aunque de forma modesta y en línea con lo sucedido en el período precedente.

Las peticiones de fondos en España, por parte de las sociedades en su conjunto, permanecieron estables, pero volvió a apreciarse una caída en las relativas a los préstamos a largo plazo y también en las provenientes de grandes empresas, siendo dicha contracción, no obstante, de menor intensidad que en los meses finales de 2009. En la UEM se observa un descenso generalizado, aunque modesto, que fue de cuantía similar o ligeramente superior a la del trimestre precedente. En ambas áreas geográficas la disminución de las inversiones en capital fijo y la de las operaciones de fusión y adquisición fueron los principales factores moderadores de la demanda de crédito. En sentido contrario, las solicitudes ligadas a procesos de reestructuración de la deuda continuaron impulsando la misma, aunque en menor medida que en el período anterior, especialmente en la UEM. Esto último podría explicar la evolución ligeramente más contractiva registrada, en la zona del euro, durante el último trimestre.

En el segmento de la financiación a hogares, los criterios de aprobación de créditos para la adquisición de vivienda se mantuvieron estables en nuestro país, prolongando la tendencia observada desde el tercer trimestre de 2009, al tiempo que se endurecieron levemente en la UEM. En ambos casos esto fue el resultado de los efectos contrapuestos de, por un lado, unas expectativas ligeramente negativas sobre la actividad económica y sobre el mercado de la vivienda y, por otro, una mayor competencia entre las entidades. Los factores relacionados con las restricciones en el balance de los encuestados tuvieron un efecto nulo en España, y mínimamente contractivo en el área del euro. Las condiciones de los nuevos préstamos registraron pequeñas variaciones en las dos áreas, destacando únicamente la ampliación del margen aplicado a los préstamos de mayor riesgo y la reducción de la relación entre el principal y el valor de la garantía, ambas en una cuantía similar a la observada en el período anterior.

La demanda en este segmento experimentó una evolución diferenciada entre España y el área del euro. En el primer caso, tras los suaves descensos registrados en los dos trimestres previos, no se detectaron cambios en el inicio de 2010, a lo que contribuyeron las perspectivas algo menos negativas de los solicitantes de fondos sobre el mercado de la vivienda. En la UEM, por el contrario, la modesta expansión precedente dio paso a una ligera disminución, influida por un deterioro en la confianza de los consumidores.

Los criterios para la aprobación de nuevos préstamos a los hogares españoles para consumo y otros fines continuaron relajándose suavemente en el inicio de este año, prolongando la pauta de los tres meses previos. Ello ocurrió, nuevamente, a pesar del ligero efecto contractivo derivado de la percepción de deterioro en la solvencia de los consumidores. En cualquier

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS.											
RESULTADOS GENERALES:											
OFERTA (criterios para la aprobación)											
En general	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	3
Préstamos a corto plazo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	2
Préstamos a largo plazo	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	4
FACTORES DE OFERTA											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	5
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	10	11
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	3
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	25	13
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	7
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	1
PREVISIONES DE OFERTA											
En general	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	1
Préstamos a corto plazo	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	-0
Préstamos a largo plazo	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	2
DEMANDA											
En general	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	-10
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	-5
Préstamos a largo plazo	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-17	-9
FACTORES DE DEMANDA											
Inversiones en capital fijo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-20	-18
Existencias y capital circulante	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-10	1
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-11	-11
Reestructuración de la deuda	0	0	5	5	0	0	50	25	26	35	13
Financiación interna	0	1	8	1	0	0	0	0	24	-10	1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	1
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	1
Emisión de valores de renta fija	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-5	-5
Emisión de acciones	0	0	9	1	0	0	10	5	16	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA											
En general	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	10
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	11
Préstamos a largo plazo	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-11	2

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	3
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	5
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	10	10
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	2
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	25	15
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	6
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	10	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	3
<b>PREVISIONES DE OFERTA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	5	-1
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	0	-7
<b>PREVISIONES DE DEMANDA</b>											
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	2	6	2	0	0	0	0	33	0	12
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS:</b>											
<b>OFERTA (criterios para la aprobación)</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	3
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	4
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	0	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	0	-2
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	5
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	7	1	0	1	0	0	25	11	8
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	3
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	0
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	4	5	0	0	1	44	22	26	28	15
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	2
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	5
Compromisos asociados al préstamo	0	0	9	0	0	1	0	0	0	11	2
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	3
<b>PREVISIONES DE OFERTA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	6	1
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	2	6	1	0	1	-11	-6	30	-17	-12
<b>PREVISIONES DE DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-11	4

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)				
	--	-	o	+	++		NC	En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	5
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Competencia de otras entidades	0	0	8	1	0	1	-11	-6	17	0	-4
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	6
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	4
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	7	1	0	1	0	0	25	0	-1
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	6	0	0	1	33	17	25	17	10
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	3
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	6
Plazo de vencimiento	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Gastos, excluidos intereses	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	2
DEMANDA	0	2	5	2	0	1	0	0	35	-11	-4
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	3	4	2	0	1	-11	-6	39	-11	1
Confianza de los consumidores	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-11	-7
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Ahorro de las familias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Préstamos de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	-4
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	1	6	2	0	1	11	6	30	6	11
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:</b>											
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	0	9	1	0	0	-10	-5	16	-5	6
<b>FACTORES DE OFERTA</b>											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
Solvencia de los consumidores	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	10
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
<b>CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS</b>											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	5	5	0	0	0	50	25	26	25	11
Garantías requeridas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos, excluidos intereses	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
PREVISIONES DE OFERTA	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	1
DEMANDA	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-15	-8
<b>FACTORES DE DEMANDA</b>											
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	0	9	1	0	0	10	5	16	-10	-5
Confianza de los consumidores	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-15	-8
Adquisición de valores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Ahorro de las familias	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-4
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
PREVISIONES DE DEMANDA	0	2	7	1	0	0	-10	-5	28	-5	1

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Dependiendo de la pregunta concreta, «-» («- -») indica un cierto (considerable) endurecimiento de los criterios de oferta, de las condiciones de oferta, una cierta (considerable) disminución de la demanda o una cierta (considerable) contribución al endurecimiento de la oferta o al descenso de la demanda. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El signo «0» indica ausencia de cambios o contribución nula a la variación en la oferta o la demanda. «NC» significa no contesta.

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

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

## Preguntas ad hoc. Resultados de las entidades españolas relativos al efecto de las perturbaciones en los mercados financieros y de crédito. Abril de 2010

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	o	+	++	NA		En t	En t-1	UEM en t
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	0	6	2	0	2	25	13	19	11
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	0	7	1	0	2	13	6	13	11
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	0	9	1	0	0	10	5	0	11
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	2	6	1	0	1	-11	-6	11	11
Titulización de préstamos a empresas (d)	1	0	5	1	0	3	0	-7	-29	4
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	1	0	6	1	0	2	0	-6	-25	9
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	1	0	4	0	0	5	-20	-20	-20	-7
CAMBIO EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	6	0	1	2	0	6	25	7
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	1	6	1	0	2	0	0	19	5
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	10	4
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	0	1	7	1	0	1	0	0	6	7
Titulización de préstamos a empresas (d)	1	1	4	1	0	3	-14	-14	-29	4
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	1	1	5	1	0	2	-13	-13	-25	15
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	1	0	4	0	0	5	-20	-20	-20	6
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. ÚLTIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	2	5	3				70	45	45	38
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	5	5				50	25	30	25
INFLUENCIA DE LA SITUACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES										
Influencia en el coste de los fondos propios	2	5	3				70	45	45	38
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	5	5				50	25	30	25

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Dependiendo de la pregunta concreta, «+» («++») significa un cierto (considerable) efecto positivo o una cierta (considerable) mejora en las condiciones de acceso a los mercados de financiación, mientras que «-» («--») significa un cierto (considerable) efecto negativo o un cierto (considerable) empeoramiento en dicho acceso. El signo «o» indica ausencia de cambios o efecto nulo. La opción «NA» (no aplicable) significa que la entidad no utiliza dicha fuente de financiación.

b. Porcentaje de entidades que han apreciado cierto o considerable efecto (positivo o negativo, según la pregunta) o bien porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados, menos el porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento.

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

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

caso, las condiciones de las operaciones volvieron a endurecerse en lo que se refiere al margen aplicado (especialmente en las operaciones de mayor riesgo) y a las garantías requeridas. En la UEM, se observó una evolución de las condiciones similar, acompañada, no obstante, de un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación. La demanda disminuyó a un ritmo parecido en ambas áreas, lo que, en el caso de nuestro país, supone una continuación de la tendencia a la moderación en el retroceso de la misma. El descenso en las solicitudes recibidas por las entidades españolas se explicaría, según estas mismas, por el deterioro en

la confianza de los consumidores (que fue algo menor que el declarado en la encuesta precedente) y el mayor ahorro de las familias. Ambos factores contrarrestaron el incremento en las peticiones de fondos para realizar compras de bienes duraderos.

En las contestaciones a las preguntas ad hoc las entidades españolas declararon que, en el primer trimestre de 2010, se habría vuelto a producir una cierta mejora en los mercados monetarios y en los de valores de renta fija a corto plazo, un modesto deterioro en los de instrumentos a medio y largo plazo y en los de titulaciones, y una reducción en la capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance (véase cuadro 2). En relación con tres meses antes, cabe destacar el menor empeoramiento de los mercados de titulización y el cambio de signo en la evolución del segmento de valores con vencimientos superiores al año. Esto último podría estar relacionado con las tensiones registradas en algunos mercados de deuda soberana del área del euro, y en particular en España, como consecuencia de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas. De cara al trimestre en curso, los intermediarios encuestados no anticipaban variaciones muy apreciables en los mercados de financiación a corto plazo ni en los de deuda a medio y largo plazo. Por el contrario, esperaban que tanto la titulización de préstamos como la transferencia de riesgo de crédito registrarían empeoramientos similares o superiores a los de los primeros tres meses. En la UEM, la evolución percibida por las entidades fue algo más positiva y, para el período abril-junio, estas preveían leves mejoras en todos los casos. En lo que se refiere al efecto de la situación de los mercados financieros sobre el coste de los fondos propios y la disposición a conceder nuevos préstamos, las entidades de ambas áreas continuaron señalando impactos negativos, en la línea de la pasada encuesta, siendo algo más moderados sobre el crédito que sobre el coste del capital. Los encuestados preveían idénticos resultados para los próximos tres meses.

Por último, para el período de abril a junio del año en curso, las entidades españolas participantes en la Encuesta esperaban un comportamiento estable de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y ligeramente expansivo, de nuevo, en los destinados a las sociedades (véase gráfico 1), tanto grandes como pymes, y tanto a corto como a largo plazo. En la UEM, apenas se registrarían variaciones en la oferta. Las peticiones de fondos evolucionarían, en España, en línea con lo ocurrido el período anterior (véase gráfico 2). Así, las procedentes de las empresas permanecerían sin cambios —excepto las de las compañías de mayor tamaño y las solicitudes a más largo plazo, que se reducirían moderadamente—, mientras que las relativas a los créditos para consumo y otros fines de las familias disminuirían y las correspondientes a la financiación para la adquisición de viviendas se incrementarían. Sin embargo, en el área del euro, los resultados de la última encuesta apuntan a una evolución de la demanda algo más expansiva, en el segundo trimestre, retornando a la senda de recuperación de trimestres anteriores.

26.4.2010.

## LAS REFORMAS MICROECONÓMICAS EN EL ÁREA DEL EURO

Este artículo ha sido elaborado por Esther Gordo y Esther Martín, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Durante los últimos años, los Estados miembros de la UE han canalizado gran parte de sus iniciativas de reforma estructural a través de la denominada «Agenda de Lisboa», que se estableció en marzo del año 2000 con el propósito de impulsar los procesos de reforma de los distintos países y de convertir a la Unión Europea en 2010 en una de las economías, basada en el conocimiento, más competitivas del mundo. Aunque los resultados de esta estrategia no han estado a la altura de las expectativas suscitadas, su implantación ha permitido identificar las prioridades y los ejes fundamentales de reforma —básicamente, el mercado de trabajo, la innovación, la educación y el entorno empresarial—. También se han establecido procedimientos para la puesta en común de las mejores prácticas, al tiempo que se han desarrollado diversos instrumentos para el seguimiento y la evaluación de los avances realizados por cada Estado miembro.

Entre estos instrumentos, destaca la puesta en marcha de MICREF (*Microeconomic Reform Database*), una nueva base de datos elaborada por la Comisión Europea que aglutina la información sobre las reformas microeconómicas emprendidas por los Estados miembros de la UE, dentro del marco de la Agenda de Lisboa. En ella se incorporan las medidas que inciden sobre la capacidad de oferta de la economía, a través de la flexibilización y la liberalización de los mercados de bienes y de servicios, y el fomento de la iniciativa empresarial y de la sociedad del conocimiento. Las medidas de reforma en el ámbito del mercado de trabajo, sin embargo, se recogen en otra base de igual naturaleza, denominada «LABREF»<sup>1</sup>.

El interés de este artículo se centra en explotar MICREF para identificar las áreas donde los países de la UEM han puesto un mayor énfasis reformador durante el período 2004-2008 y analizar si los que partían de una situación comparativamente peor han realizado mayores esfuerzos de reforma. El artículo se estructura como sigue: en el siguiente epígrafe se describe el contenido de la base MICREF; en el epígrafe 3 se presentan las principales características de las reformas emprendidas en el conjunto de la zona del euro y en el epígrafe 4 se analizan las prioridades de los distintos países, relacionando esta información con algunos indicadores estructurales representativos de las distintas áreas analizadas.

### La base de datos MICREF

A mediados de 2008, la Comisión Europea puso a disposición del público la base de datos MICREF. Esta base tiene como finalidad última proporcionar información para evaluar el avance de los distintos Estados miembros de la UE en cumplimiento de la Agenda de Lisboa. En ella se recogen todas aquellas nuevas medidas de reforma que tienen un impacto económico elevado y son susceptibles de incrementar el crecimiento potencial de la economía mediante la mejora del funcionamiento de los mercados o el aumento del conocimiento y de la innovación. La información procede, principalmente, de los Planes Nacionales de Reforma de los países y de los informes de implementación, y se encuentra disponible para los años 2004-2008<sup>2</sup>. En ella se registran únicamente las medidas que se han adoptado efectivamente o que ya han sido aprobadas por el organismo competente.

1. Véase el artículo sobre esta base de datos elaborado por Moral y Vacas (2009). 2. La base de datos contiene información para los años 2000-2008. No obstante, para los años 2000-2003 la información procede de los denominados «Informes Cardiff», que se centraban especialmente en la recopilación de medidas de liberalización sectorial, dejando al margen la economía del conocimiento. Como consecuencia de ello, en el año 2004 se produce un cambio sustancial en la cobertura de la base de datos.

MERCADOS ABIERTOS Y COMPETITIVOS	ENTORNO EMPRESARIAL Y EMPRENDEDOR	ECONOMÍA DEL CONOCIMIENTO
INTEGRACIÓN DE MERCADOS	CONDICIONES DE ENTRADA	I + D E INNOVACIÓN
Mercado interior	Barreras administrativas y financieras	I + D pública
Apertura exterior	Acceso a la financiación	I + D privada
	Provisiones para un segundo comienzo	Partenariados público-privados
POLÍTICA DE COMPETENCIA	MEJORA DEL ENTORNO EMPRESARIAL (PYMES)	EDUCACIÓN
Legislación antimonopolio y sobre fusiones	Acceso a la financiación	Educación preescolar o actividades en la primera infancia
Ayudas estatales	Eficiencia del sistema legal	Educación primaria y secundaria
	Regulación administrativa	Educación superior y oferta de investigadores
REGULACIÓN DE SECTORES ESPECÍFICOS	Fiscalidad empresarial	Educación de postgrado
Privatización	Servicios de apoyo a la empresa	
Apertura de mercados / restricciones a la entrada al mercado	Transferencia de la propiedad	
Competencia efectiva		
Autoridad del regulador de mercado		

FUENTE: Comisión Europea.

La información se estructura en torno a tres grandes áreas: mercados abiertos y competitivos, entorno empresarial y economía del conocimiento. Estas tres grandes áreas se subdividen, a su vez, en siete apartados, y cada uno de ellos presenta divisiones adicionales, como se puede comprobar en el cuadro 1.

En concreto, en el área de mercados abiertos y competitivos quedan plasmadas las medidas destinadas a mejorar el funcionamiento del mercado único europeo, mediante la transposición de las directivas europeas y la eliminación de barreras al libre comercio de bienes y servicios. También se recogen en esta área todas las iniciativas para aumentar la competencia, reducir la intervención del Estado, aumentar la transparencia en los procesos de adjudicación públicos y mejorar la regulación de algunos sectores específicos, como las industrias de red, el comercio o los servicios profesionales<sup>3</sup>.

En el área de entorno empresarial y emprendedor se recogen las medidas orientadas a facilitar el desarrollo de la actividad de este sector y la creación de nuevas empresas, con una atención especial a las pymes, ya que estas disponen de menos recursos para hacer frente a las cargas administrativas que conlleva el cumplimiento de la legislación y de las regulaciones impositivas. En particular, a esta área pertenecen las medidas que tratan de reducir o eliminar las barreras administrativas y financieras a que se enfrentan los empresarios. También se incorporan iniciativas para mejorar los sistemas impositivos, el acceso a la financiación o la provisión de servicios empresariales, con el fin de facilitar el inicio y la continuidad de la actividad<sup>4</sup>.

3. En este sentido, Griffith y Harrison (2004) y Agnion y Griffith (2006) ofrecen una revisión de los argumentos teóricos y de la literatura empírica sobre los efectos de estas políticas sobre la actividad económica y la innovación. En particular, estos autores ilustran cómo las políticas de aumento de la competencia reducen los beneficios empresariales (*mark-ups*) y los precios, lo que a su vez tiene efectos positivos sobre la demanda de la economía y sobre los niveles de empleo e inversión. Aunque la relación entre el grado de competencia y la innovación es más compleja, también proporcionan argumentos que llevan a esperar un impacto positivo y mayor cuando las empresas incorporan tecnologías más avanzadas. Finalmente, Ardagna y Lusardi (2008) proporcionan evidencia que sustenta la existencia de una relación positiva entre la competencia y la dinámica empresarial. 4. La importancia de este tipo de medidas se ilustra, por ejemplo, en Scarpetta et ál. (2002) y en Arpaia et ál. (2007), que muestran que el exceso de regulación administrativa tiene un impacto negativo sobre la entrada de nuevas empresas, especialmente en el caso de las pequeñas y medianas empresas, y sobre la productividad de la economía.

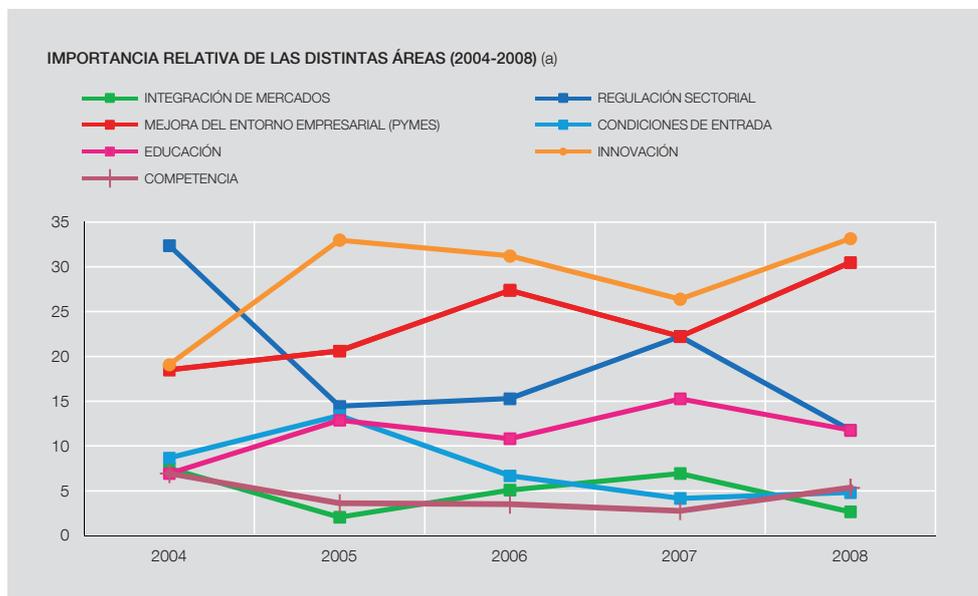
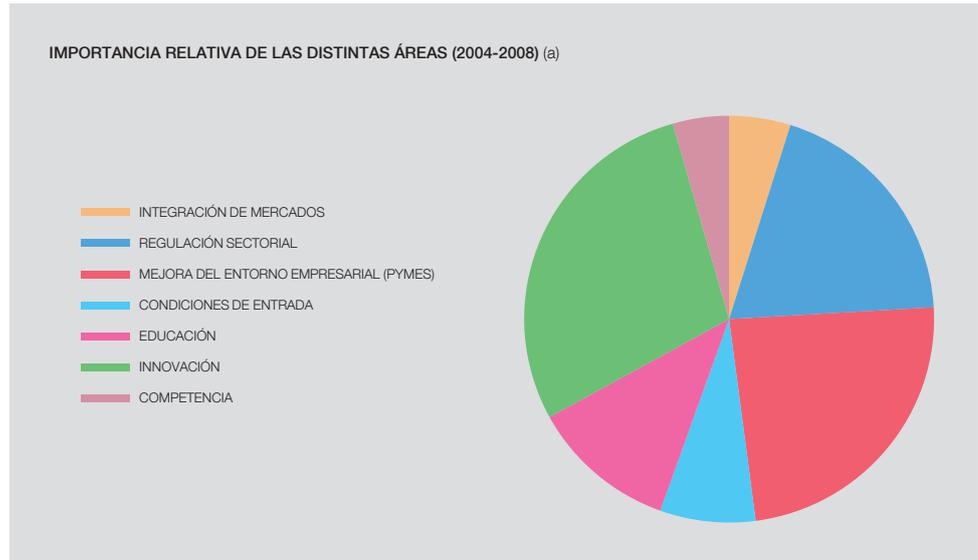
Finalmente, el área de la Economía del conocimiento se divide en dos grandes apartados: la investigación, el desarrollo y la innovación (I + D + i), y la educación. En la primera se recogen las medidas orientadas a aumentar la inversión pública y privada en I + D + i, mediante la financiación directa de proyectos o la mejora de las condiciones que facilitan la innovación, como la disponibilidad de financiación, la protección de los derechos de la propiedad intelectual y los incentivos a la colaboración entre el sector público y el privado. En el caso de la educación, se distingue entre aquellas medidas que tratan de extender la educación preescolar y las orientadas a mejorar la calidad y los resultados de la educación primaria y secundaria, de la educación superior y de los estudios de postgrado.

En MICREF no se incorporan, por tanto, las medidas relacionadas con el medioambiente, las infraestructuras y los mercados financieros. Tampoco las medidas de reforma del mercado de trabajo, que se recogen en otra base de datos de naturaleza similar denominada «LABREF».

Antes de analizar la información contenida en MICREF, es necesario introducir algunas cautelas. La primera de ellas se refiere a las dificultades que entraña el análisis de los procesos de reforma a partir del número de medidas que introducen los países. Aunque el concepto de reforma está consensuado y delimitado por la Comisión Europea y los distintos Estados miembros, y la propia Comisión Europea realiza un proceso de depuración de los datos para homogeneizar en la medida de lo posible lo que se considera una reforma sustancial en cada país y garantizar que cada reforma se contabiliza exclusivamente en una única área, aún pueden persistir algunos sesgos. Pero, aun cuando se alcanzase un grado de homogeneidad elevado sobre lo que se considera una reforma en cada país, las políticas propuestas presentan una gran diversidad (piénsese, por ejemplo, en un incremento del gasto público en educación, frente a una reforma del sistema educativo global). MICREF ha tratado de soslayar este problema incorporando otra información sobre las medidas adoptadas, tales como su impacto presupuestario, el grado de implicación de los distintos agentes sociales en su diseño, o si forma parte de un paquete más amplio de reforma. No obstante, al no tener carácter obligatorio, el grado de cumplimentación de estas características es muy reducido [véase Simonis (2009)]. Como consecuencia de lo anterior, las conclusiones sobre el grado de ambición de los países a la hora de abordar sus procesos de reforma deben interpretarse con mucha cautela.

Por otra parte, la existencia de Estados federales con autonomía de reforma en algunos ámbitos puede provocar que las medidas se multipliquen a medida que las aprueban las distintas regiones. En la base MICREF esta circunstancia solo es relevante en el caso de Bélgica, de modo que se ha excluido a este país del análisis. También se excluye a Chipre, Malta, Eslovenia y Eslovaquia, que, en general, presentan información menos completa.

Con un planteamiento similar a MICREF, desde finales de los noventa la OCDE viene elaborando un conjunto de indicadores, denominados «indicadores PMR» (*Product Market Regulation*), para analizar la situación de la regulación de los mercados de productos en los países pertenecientes a esta organización. La idea básica de estos indicadores PMR es cuantificar el grado de restricción que imponen las leyes y reglamentos en los ámbitos de «control estatal», «obstáculos a la iniciativa empresarial» y «obstáculos al comercio y a la inversión». Existen datos para 1998, 2003 y 2008. Hay una diferencia conceptual importante entre ambas fuentes de información, ya que MICREF proporciona el número de medidas que se han llevado a cabo en un área determinada, mientras que los indicadores de la OCDE tratan de aproximar el grado de restricción existente en cada área como resultado de las medidas adoptadas en uno u otro momento. De hecho, los indicadores PMR se elaboran sobre la base de las respuestas de miembros de los gobiernos de los países a un cuestionario muy amplio sobre el estado de la regulación en los distintos ámbitos y sectores, lo que conlleva cierto grado de



FUENTE: Banco de España, a partir de MICREF.

a. Porcentaje de participación de cada área en el total de reformas de la UEM.

subjetividad frente a la información de MICREF. Por otra parte, los indicadores de la OCDE se centran en las barreras a la competencia y al entorno empresarial, sin incorporar las reformas realizadas en el ámbito de la investigación y el conocimiento.

**Características generales del proceso de reforma en la zona del euro (2004-2008)**

En el gráfico 1 se presenta el peso relativo de las reformas emprendidas por el conjunto de la UEM durante el período 2004-2008 en cada una de las áreas mencionadas anteriormente. Como se puede comprobar, la mayoría de las medidas introducidas se concentra en el área de la innovación, que representa casi un 30% del total. En segundo lugar, destacan las medidas de mejora del entorno empresarial (pyme), con casi un 25% de las medidas, y las reformas sectoriales, que representan casi un 20%. La educación, la mejora de las condiciones de entrada, la política de competencia (ayudas de Estado y regulación de monopolios, etc.) y la integración de mercados presentan una importancia comparativamente menor en ese período en el promedio de la UEM.

Atendiendo a su distribución por las principales áreas y años, en el año 2004 más de un tercio de las medidas emprendidas tuvieron como propósito la mejora de la regulación de sectores específicos, debido a la implementación de las directivas europeas en los sectores de gas y electricidad (véase el cuerpo inferior del gráfico 1). Sin embargo, si se excluye ese año, el cambio principal en el patrón de reforma es la importancia creciente, que ha ido adquiriendo el área de entorno empresarial (pyme), hasta superar el 30% de las medidas adoptadas en el año 2008. Por su parte, la innovación mantiene una participación superior al 30% en casi todo el período.

Obviamente, uno de los factores que condicionan la participación relativa de cada área en el conjunto de reformas emprendidas es la diferente situación de partida. En este sentido, en la década de los noventa se produjeron avances significativos en la creación del mercado único, con un grado de transposición de las directivas europeas muy elevado, y un progreso notable en la política de competencia y en la liberalización de las industrias de red. De hecho, los indicadores de la OCDE revelan un proceso de convergencia en la eliminación de las barreras al comercio y a la inversión internacional, la política de defensa de la competencia y la liberalización de las industrias de red, aunque en este último caso aún existen diferencias notables entre países [véanse Høj et ál. (2007) y Wölfl et ál. (2009)].

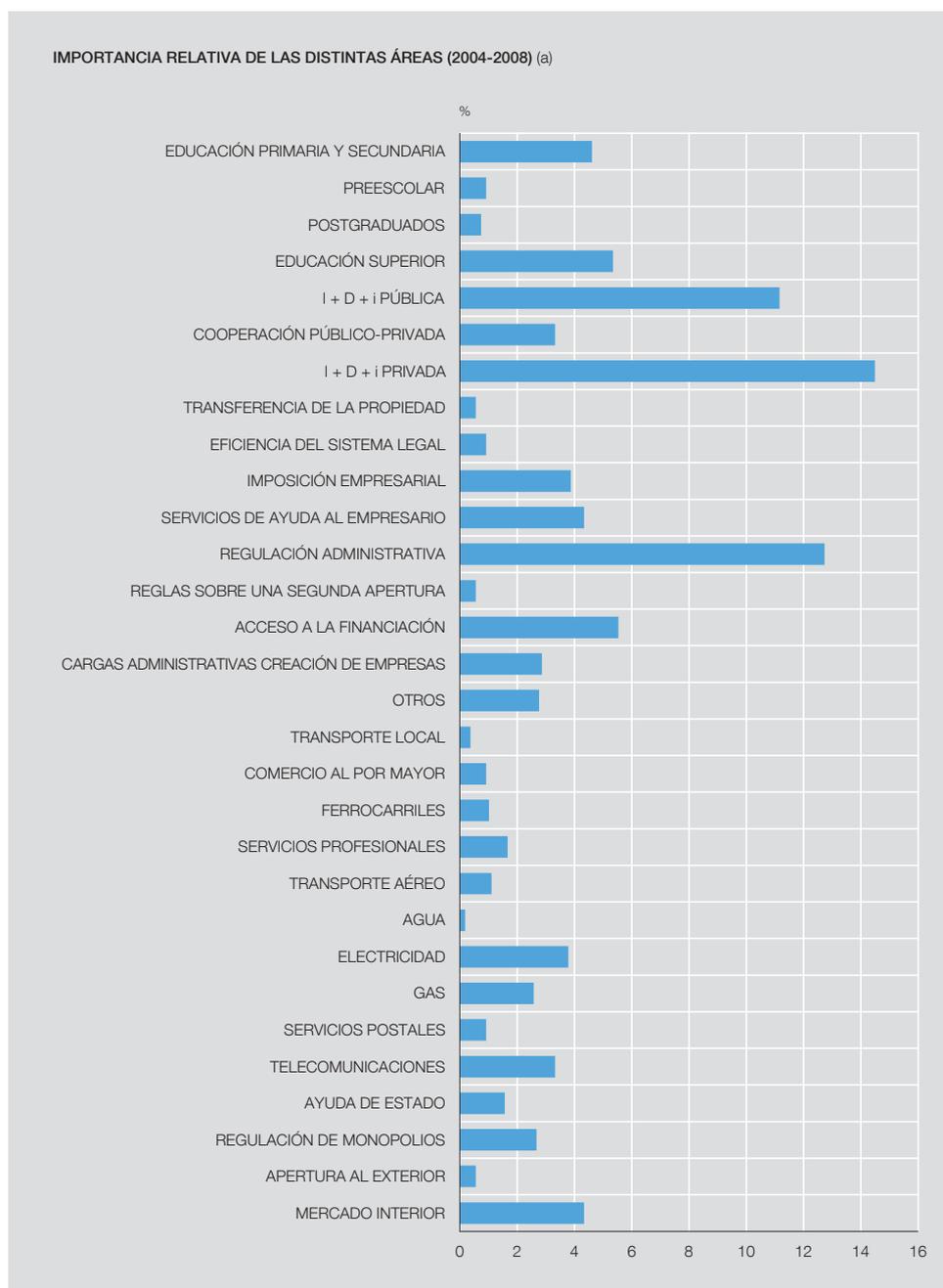
En cambio, el énfasis en la mejora de la iniciativa empresarial es comparativamente más reciente, a medida que diversos trabajos empíricos ilustraban el impacto del exceso de la regulación sobre la actividad económica y la dinámica de creación y destrucción de empresas. Por ejemplo, el estudio realizado por la CE (2006) estima que una reducción de las cargas administrativas en el conjunto de la UE podría suponer un aumento del 1,4% del PIB en el largo plazo<sup>5</sup>. Por ello, no es de extrañar que esta área haya ido adquiriendo una mayor importancia relativa en el patrón de reforma, en detrimento de la «regulación sectorial».

Asimismo, la reforma de la Agenda de Lisboa llevada a cabo en 2005 puso el acento en la innovación como elemento esencial para lograr un crecimiento elevado de la productividad y de la renta, estableciendo para el gasto en I + D un objetivo cuantitativo del 3% del PIB en el año 2010, lo que se ha reflejado en el número de medidas adoptadas. En cambio, como se verá posteriormente, la mejora de los sistemas educativos no siempre ha recibido la atención adecuada. Y, en este sentido, cabe destacar un trabajo reciente de la OCDE que revela las notables ganancias en términos de crecimiento y bienestar que se derivan de este tipo de reformas [véase OCDE (2010)]. En concreto, según los resultados de este estudio, un aumento de la calidad de la educación que permita a los estudiantes de cada país alcanzar los resultados de Finlandia —país que ocupa la primera posición en los exámenes PISA que realiza la OCDE, donde se evalúan el nivel de conocimientos en matemáticas y en lengua y la comprensión lectora de los estudiantes de 15 años— podría aumentar el crecimiento potencial en 0,87 puntos porcentuales, una magnitud no desdeñable si se tiene en cuenta que el crecimiento potencial de la zona del euro estimado antes de la crisis era del 2%.

Analizando la información a un nivel más desagregado, los principales subapartados donde se aprecia un mayor esfuerzo de reforma son tres: el de la I + D+ i privada (con un 15% del

---

5. Es cierto que gran parte de las cargas administrativas tienen su origen en la normativa europea. De hecho, algunos trabajos estiman que el porcentaje podría ascender a un 40% del total de las cargas. Por ello, en el ámbito europeo se han introducido diversas iniciativas (*Action Programme for Reducing Administrative Burdens in the EU, Better Regulation Agenda*) con el objetivo final de reducir las barreras administrativas en un 25% en 2012. Asimismo, teniendo en cuenta que las cargas administrativas pueden resultar comparativamente más costosas para las pymes, y dada la importancia que estas tienen en la economía europea (representan el 99% del total de las empresas de la UE y han aportado un 80% de la creación de empleo de los años recientes), el Parlamento Europeo aprobó en diciembre de 2008 la denominada «Ley de la Pequeña Empresa», que establece plazos máximos para la creación de empresas (una semana, frente a los actuales nueve días) y para la obtención de permisos y licencias empresariales.



FUENTE: Banco de España, a partir de MICREF.

a. Pcentaje de participación de cada área en el total de reformas de la UEM.

total de las medidas adoptadas en el área del euro en el período 2004-2008), el apartado de regulación administrativa (con un 13% de las medidas) y el de la I + D + i pública (11%). En conjunto, estas tres áreas absorben casi un 40% de las reformas emprendidas en el conjunto de la UEM en el período 2004-2008 (véase gráfico 2).

Entre las medidas destinadas a incentivar el gasto privado en innovación, investigación y desarrollo, destacan especialmente los incentivos fiscales a la inversión privada y las medidas destinadas a fomentar el uso de las tecnologías de la información y comunicaciones (TIC) y la mejora de infraestructuras. Por lo que respecta al ámbito de la I + D + i pública, casi el 40% de las medidas adoptadas consiste en un incremento de la asignación de recursos a la inversión pública

en I + D. Las reformas orientadas a facilitar la movilidad de los investigadores, la creación de centros de excelencia y los incentivos para la cooperación entre el sector público y privado todavía tienen una importancia relativa reducida en el esfuerzo de reforma de los países de la zona del euro.

En el caso de la regulación administrativa, la mayoría de las iniciativas trata de medir y reducir la burocracia y los costes administrativos y mejorar la calidad de la regulación. También hay otras iniciativas, aunque en menor número, tendentes a incrementar el uso de las TIC en los servicios que ofrece la Administración Pública (e-gobierno).

Por lo que respecta al resto de los apartados, las medidas en el área de mercados abiertos y competitivos reflejan especialmente la transposición de las directivas europeas para la creación del mercado único, destacando, en particular, las orientadas a lograr una mayor apertura y eficiencia de la contratación pública. En el ámbito sectorial, el mayor número de medidas sigue concentrándose en las industrias de telecomunicaciones, gas y electricidad, mientras que en los servicios profesionales el número de iniciativas es reducido (con la excepción de Irlanda).

Las iniciativas relacionadas en el entorno empresarial recogen, además de los cambios en la regulación administrativa ya comentados, los esfuerzos para mejorar las condiciones de entrada de las empresas, que consisten principalmente en la mejora del acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, mediante líneas de crédito y esquemas de garantía. Las medidas destinadas a facilitar los fondos de capital riesgo son más reducidas. Aparte del acceso a la financiación, también hay medidas orientadas a reducir los requisitos administrativos necesarios para iniciar la actividad, así como la creación de «ventanillas únicas», cuyo propósito es facilitar los trámites administrativos de las empresas.

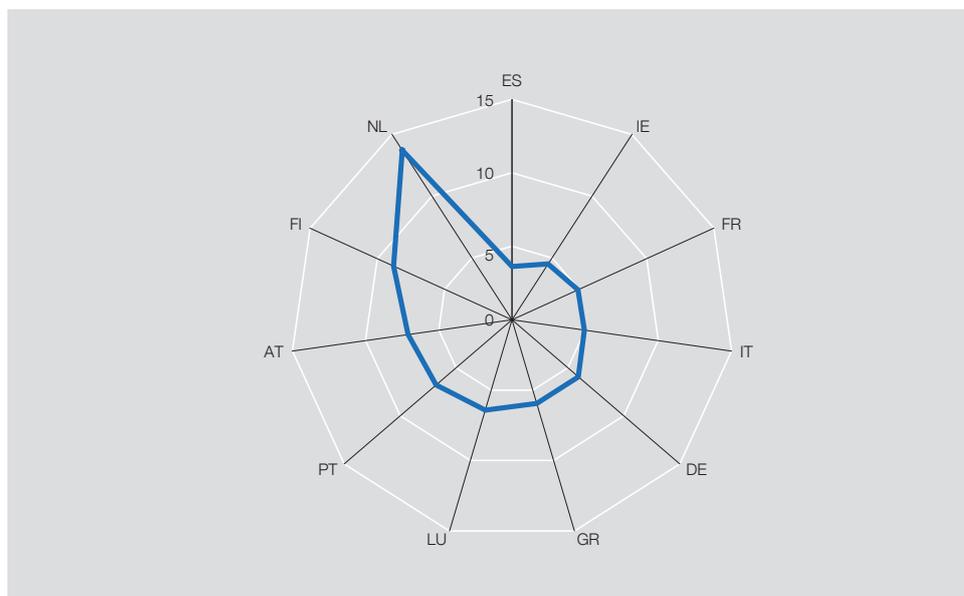
En la educación, la mayor parte de las reformas se orienta hacia la educación primaria, secundaria y terciaria, y son escasos los países que introducen reformas en las etapas de postgrado (Bélgica es una excepción) o en preescolar (España es uno de los más activos). Las iniciativas relativas a la educación primaria y secundaria son muy diversas y comprenden, entre otras, la mejora de las infraestructuras y la reducción del número de alumnos por clase, la enseñanza de idiomas y la reforma de la formación profesional. En el caso de la educación superior, hay numerosas medidas para mejorar la calidad de la educación y de adaptación de las carreras al Espacio Europeo de Educación Superior (proceso de Bolonia), pero son pocos los países que han modificado los incentivos para la investigación en la universidad y la carrera del investigador (entre ellos se encuentran Irlanda, Finlandia y España).

**Principales rasgos  
del proceso de reforma  
en los países de la zona  
del euro (2004-2008)**

En el gráfico 3 se presentan los resultados que se obtienen al calcular un indicador del grado de similitud de la estructura de reforma de cada país, respecto al promedio de la zona del euro<sup>6</sup>. Cuanto menor es el valor del indicador, mayor es el grado de similitud del patrón de reforma del país en cuestión respecto al promedio de la UEM. Las cifras revelan que España e Irlanda son las economías que tienen un patrón de reforma más próximo al promedio de la Unión. En cambio, Holanda y Finlandia son las más dispares, dada la marcada orientación de sus procesos de reforma hacia la innovación.

Asimismo, en el gráfico 4 se presentan los pesos relativos de las reformas que realizan los distintos países en cada área. Como se puede apreciar, seis de los once Estados miembros analizados realizaron un mayor número de reformas en el ámbito de la innovación (I + D + i):

6. Se emplea la siguiente fórmula:  $R_{PI} = \sqrt{[\sum_j (X_{ij} - X_{EU,j})^2 / I]}$ , donde  $X_{i,j}$  es la participación de las medidas llevadas a cabo en un área concreta j por el país i;  $X_{EU,j}$ , el número total de reformas que realizan los países de la UEM en esa área, e I, el número de áreas consideradas en el estudio.



FUENTE: Banco de España, a partir de MICREF.

a. Cuanto mayor es el valor del indicador, mayores son las diferencias entre el patrón de reforma del país en cuestión y el del promedio de la UEM.

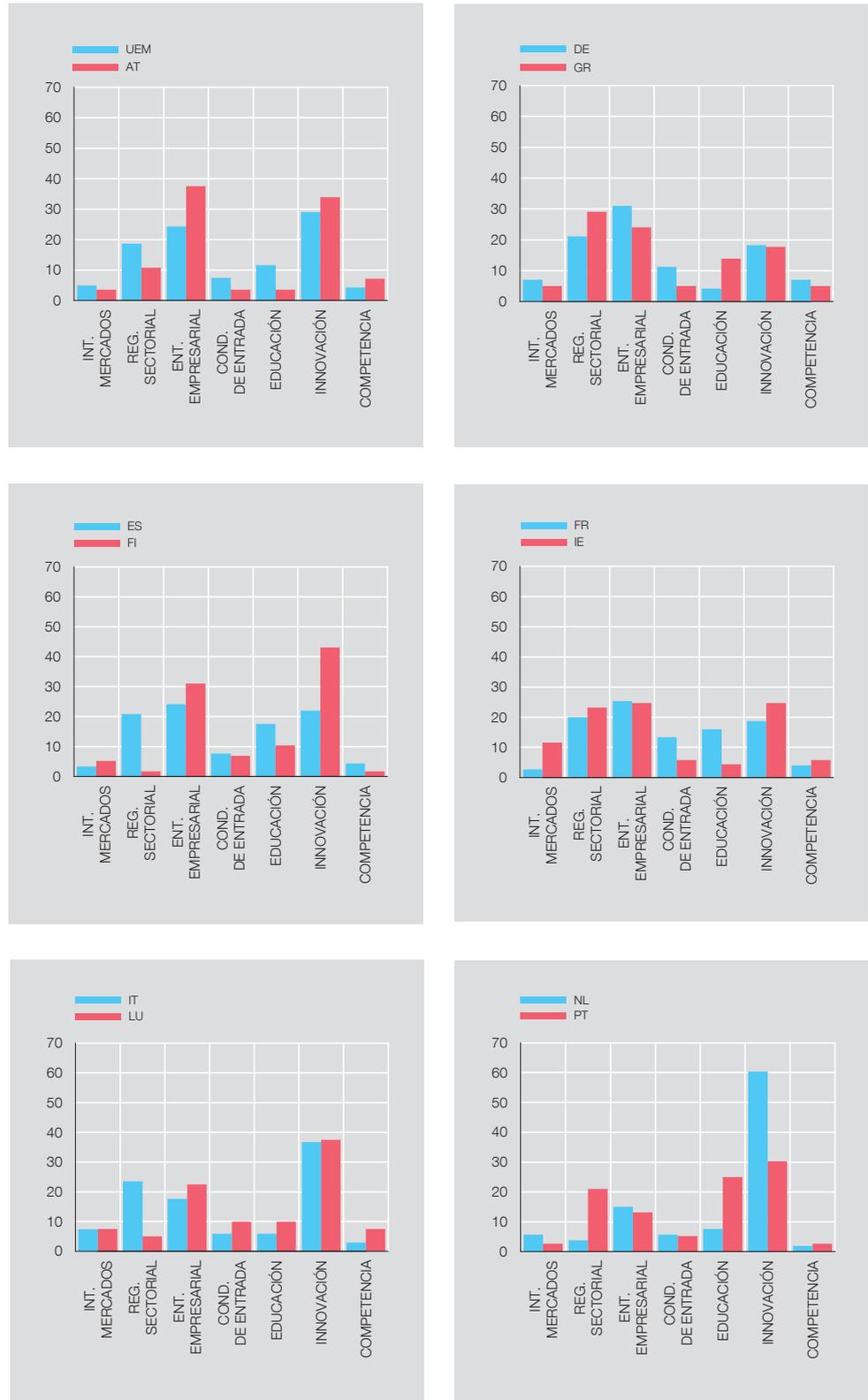
Finlandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda y Portugal. Por su parte, Francia, Alemania, España y Austria concentraron una mayor proporción de medidas en el entorno empresarial (pyme). Por último, Grecia ha adoptado un mayor número de reformas en regulación sectorial.

A continuación se analizan con mayor detalle las medidas que han introducido los países en los distintos ámbitos y se trata de relacionar esta información con distintos indicadores estructurales de la posición de partida que presenta cada país en cada área. En ningún caso se trata de extraer conclusiones sobre los resultados de esas medidas, ya que el período temporal de análisis es demasiado reciente como para que algunas de ellas hayan tenido reflejo en esos indicadores.

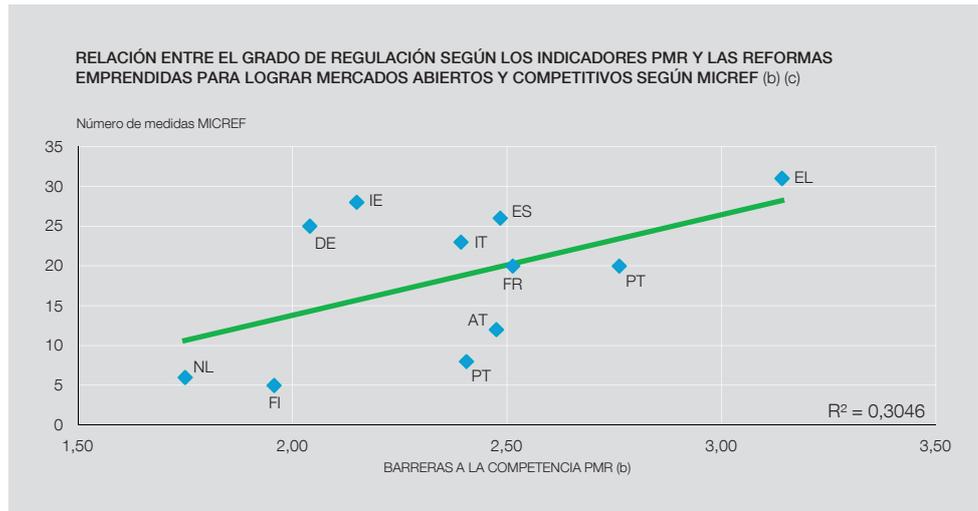
MERCADOS ABIERTOS  
Y COMPETITIVOS

Como se comentó anteriormente, desde mediados de los noventa las economías europeas han realizado avances notables en la eliminación de barreras a la competencia, al comercio y a la inversión internacional. Por ello, no resulta extraño que el énfasis de las economías del área del euro en este ámbito sea comparativamente menor. Con todo, durante los años 2004-2008 todos los países han seguido introduciendo medidas para mejorar la política de defensa de la competencia y completar la creación del mercado único, aunque estas últimas solo alcanzan cierta importancia relativa en Irlanda, dados los avances realizados para aumentar la transparencia de los procedimientos de contratación pública en el ámbito internacional.

En cualquier caso, dentro de esta área la regulación de carácter sectorial es la que muestra mayor número de medidas, ya que numerosos países han seguido implementando reformas para reforzar la competencia efectiva en las telecomunicaciones, la electricidad y el gas. En cambio, las reformas orientadas a eliminar las barreras de entrada en los servicios profesionales se encuentran mucho más localizadas en Alemania y en Irlanda. En este sentido, cabe mencionar que la base de datos aún no recoge el conjunto de reformas que ha debido traer consigo la implementación de la Directiva de Servicios a lo largo de 2009.



FUENTE: Eurostat.



FUENTES: OCDE y Banco de España, a partir de MICREF.

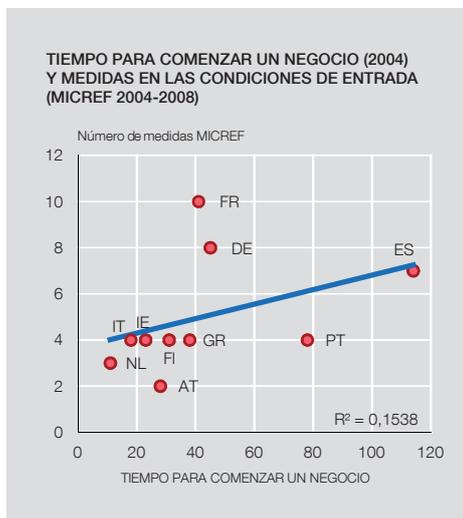
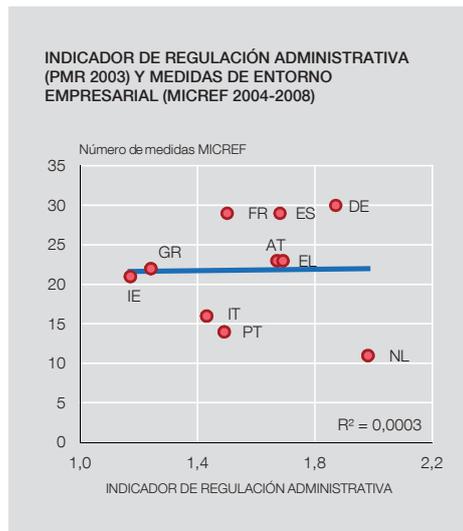
- a. No se presenta información para Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia y Bélgica.
- b. En el eje horizontal se presenta el indicador PMR de la OCDE para el año 2003, normalizado de 0 a 6 (6 más restrictivo).
- c. En el eje vertical se presenta el número de medidas de la base MICREF en mercados abiertos y competitivos (control estatal, regulación sectorial y regulación de la competencia).

Por otra parte, al cruzar la información de MICREF en el ámbito de «Mercados abiertos y competitivos» con los indicadores PMR de la OCDE relativos a la regulación de la competencia (en los que se excluyen las barreras a la iniciativa empresarial), se aprecia que, en general, los países que en 2003 presentaban regulaciones más restrictivas según los indicadores de la OCDE han introducido un mayor número de medidas de reforma durante los años recientes (véase gráfico 5). Destaca el impulso de reforma de Alemania y de Irlanda, que, aun partiendo de niveles de regulación moderados, han emprendido un número de reformas comparativamente elevado. España también presenta un número de medidas relativamente elevado. En las tres economías se perciben esfuerzo de mejora de las leyes de competencia, aumento de la transparencia en los procesos de contratación pública e incremento de la competencia en la electricidad y en el gas, principalmente; y, en los casos de Alemania y de Irlanda, también un avance en la eliminación de barreras a la entrada en algunos servicios profesionales.

ENTORNO EMPRESARIAL

La base de datos MICREF confirma que la mayoría de los Estados miembros ha realizado avances notables para reducir los obstáculos a la iniciativa empresarial. Además, cuando se compara la información de MICREF con los indicadores que elabora la OCDE sobre el grado de restricción de la regulación administrativa (PMR), se aprecia que, si se excluye a Holanda, en general los países con mayores barreras iniciales son los que están tomando un mayor número de medidas (véase gráfico 6), destacando especialmente Alemania, España y Francia.

Como ya se ha dicho, en este ámbito se distinguen dos tipos de medidas: las orientadas a mejorar el entorno empresarial (especialmente, para las pymes) y las destinadas a mejorar las condiciones de entrada. La mayoría de los Estados ha orientado su esfuerzo de reforma hacia la primera de estas áreas, introduciendo numerosas iniciativas para medir el impacto de la regulación existente y eliminar la redundante, reducir los costes administrativos e incrementar el e-gobierno. Muchos han creado organismos específicos para analizar el impacto de la regulación. Alemania, España y Austria han sido los más activos en esta área. En los tres se



FUENTES: Banco de España, a partir de datos de MICREF, OCDE, Comisión Europea y Banco Mundial.

- a. No se presentan Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia y Bélgica.
- b. En el eje horizontal se presentan los indicadores PMR de regulación administrativa y barreras a la iniciativa empresarial de la OCDE para el año 2003, y el tiempo y el coste promedio necesarios para abrir un negocio del Banco Mundial, correspondientes al año 2004.
- c. En el eje vertical se presenta el número de medidas de cada país en el área de entorno empresarial o de los subapartados de (pequeño) ambiente empresarial y de condiciones de entrada.

aprecian numerosas iniciativas para reducir las cargas administrativas para las pymes y racionalizar y modernizar la administración pública, y otras disposiciones de soporte a las empresas exportadoras y de simplificación del sistema fiscal.

En el caso de las condiciones de entrada, Francia y Alemania son las economías más activas, aunque no son los que peores resultados presentaban en 2003 en los indicadores relativos a las condiciones de entrada que proporciona la OCDE y en la información sobre costes y tiempo necesario para abrir un negocio que proporciona el Banco Mundial en su base de datos *Doing Business*. En esta área se aprecia que la mayoría de los países ha introducido las denominadas «ventanillas únicas» para simplificar los trámites que conlleva el inicio de una actividad y numerosas iniciativas para reducir los requisitos administrativos y los costes que conlleva el inicio de una actividad empresarial. Con todo, el mayor número

ro de medidas se dirige a mejorar las condiciones de financiación, especialmente en Francia, Alemania y España.

## ECONOMÍA DEL CONOCIMIENTO

### Innovación e I + D

En particular, en el caso de la I + D + i pública casi todos los países han aumentado los fondos destinados a la investigación (aunque, en todo caso, este incremento no ha superado al crecimiento del PIB nominal, dado el estancamiento que muestra la ratio de gasto en I + D en porcentaje del PIB) e introducido medidas para la creación de centros de excelencia y para la promoción de la movilidad de los investigadores.

Por lo que respecta al fomento de la I + D + i privada, el énfasis de las políticas recae en la mejora de los incentivos fiscales, donde todos los Estados han introducido cambios. También son numerosas y generalizadas las medidas de aumento de las infraestructuras para el desarrollo de las TIC. En cambio, el número de países que introduce cambios en la regulación de los derechos de la propiedad intelectual es más reducido (Alemania, Italia, Finlandia e Irlanda, por ejemplo).

Por último, destaca la reducida atención que reciben los proyectos público-privados de colaboración, instrumento que, junto con el fomento de los fondos de capital-riesgo, resulta esencial para el impulso del gasto privado en I + D, que aún es mucho más moderado que el realizado en Estados Unidos.

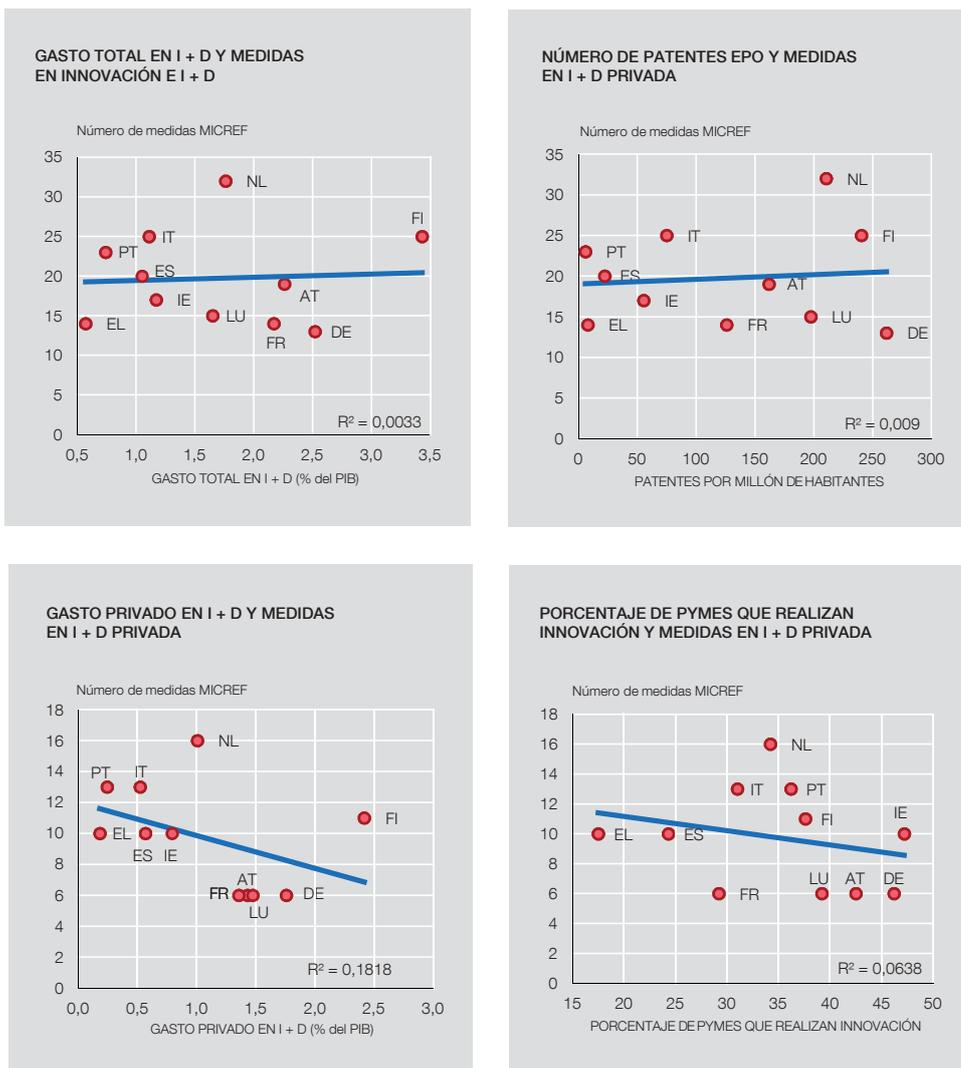
Como se aprecia en el gráfico 7, Holanda y Finlandia, países que en el año 2003 presentaban una situación relativamente favorable en la mayoría de los indicadores relacionados con el esfuerzo para la incorporación del progreso técnico, son, sin embargo, los que han introducido un mayor número de medidas. Además del aumento de la financiación pública y de la mejora de los incentivos fiscales, en ambos se aprecian diversas iniciativas orientadas hacia la creación de centros de excelencia y hacia el aumento de la movilidad de los investigadores, que en el resto de las economías son más escasas. Por otra parte, entre los Estados que partían de una situación más desfavorable destacan Portugal e Italia, que también han realizado un elevado número de medidas en este ámbito mediante el aumento de la financiación pública y la modificación de los incentivos fiscales, principalmente, aunque en el caso de Italia destacan también las medidas orientadas a mejorar los derechos de la propiedad intelectual y los proyectos público-privados de colaboración.

### Educación

En el caso de la educación, todas las economías de la zona del euro han concentrado sus esfuerzos de reforma hacia la educación primaria, secundaria y terciaria, mientras que el número de medidas en las etapas de preescolar y postgrado es escaso.

En la educación primaria y secundaria, España y Portugal son los países con mayor número de medidas, aunque se encuentran más rezagados en los resultados de algunos indicadores estructurales (mayores tasas de abandono escolar, un porcentaje menor de la población entre 20 y 24 años que ha completado al menos la educación secundaria y peores resultados en los exámenes PISA que realiza la OCDE) (véase gráfico 8). Francia también se muestra muy activa en este ámbito, ya que ha implementado casi un 20% de todas las medidas en educación primaria y secundaria de la UEM, pese a que presenta valores medios en muchos de sus indicadores de educación.

Portugal ha orientado sus esfuerzos hacia la modernización de las escuelas secundarias, las reformas curriculares y varias iniciativas para aumentar la participación en la educación de la población de entre 15 y 18 años con insuficiente escolarización y prevenir el abandono escolar. En España y Francia las medidas se dirigen hacia la mejora de la formación profes-



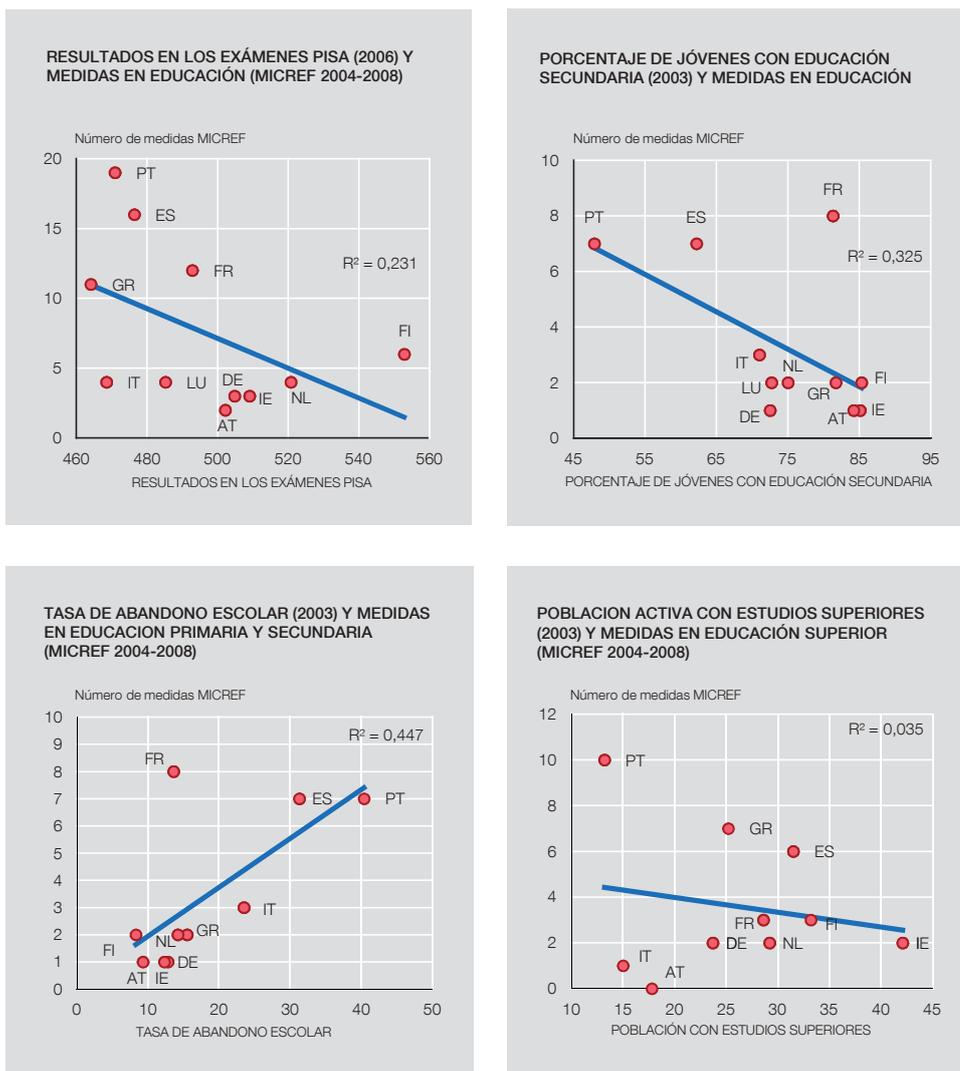
FUENTES: Banco de España, a partir de MICREF, Comisión Europea y OCDE.

- a. No se incluye a Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia y Bélgica.
- b. En el eje horizontal se presenta el gasto en I + D en porcentaje del PIB, el número de patentes registradas en la Oficina Europea de Patentes (EPO), el gasto privado en I + D en porcentaje del PIB y el porcentaje de pymes que realizan innovación, según la *Commission Innovation Survey*.
- c. En el eje vertical se presenta el número de medidas adoptadas por cada país en el área de innovación y en el área de I + D privada.

sional y la enseñanza de idiomas; también se han aplicado medidas para combatir el fracaso escolar.

En la educación superior, España y Portugal han sido también los países más activos, junto con Grecia. En todos los casos, las medidas que se han introducido tratan de mejorar la calidad de la educación superior y adaptar las universidades al proceso de Bolonia. Como era de esperar, Finlandia, que posee un sistema de educación superior muy eficiente, presenta un número menor de medidas, que se encuentran enfocadas hacia el desarrollo de la carrera del investigador y a facilitar la movilidad de los investigadores entre las universidades y los sectores público y privado.

Finalmente, España es el país de la UEM que ha adoptado un mayor número de medidas en educación preescolar, ampliando el número de plazas e incentivando el aprendizaje de idiomas y el empleo de las TIC.



FUENTES: Banco de España, a partir de MICREF, y Comisión Europea.

- a. No se incluye a Chipre, Malta, Eslovenia, Eslovaquia y Bélgica.
- b. En el eje horizontal se presentan los resultados de los exámenes PISA de la OCDE (promedio de lengua, matemáticas y comprensión lectora), el porcentaje de la población de 20-24 años que ha completado al menos la educación secundaria, las tasas de abandono escolar y el porcentaje de la población activa que posee estudios superiores.
- c. En el eje vertical se presenta el número de medidas de cada país en el área de educación, en la educación primaria y secundaria, y en la educación superior.

**Conclusiones**

El consenso acerca de la importancia de las reformas estructurales para aumentar la eficiencia de la economía y el bienestar de la población hace preciso el diseño y el desarrollo de instrumentos que permitan valorar los avances realizados, así como las principales características de los procesos de reforma emprendidos. En este sentido, MICREF, la nueva base de datos elaborada por la Comisión Europea, proporciona información relevante sobre las medidas que han puesto en marcha los países de la Unión Europea en los años recientes y permite identificar aquellos aspectos en los que se han realizado mayores esfuerzos, aunque todavía no dispone de información suficiente para realizar un análisis completo del alcance de esas medidas.

Con la información disponible hasta el momento, se aprecia que la mayoría de las medidas que han introducido los países de la zona del euro en los años 2004-2008 se concentra en el área de la innovación y la mejora del entorno empresarial (pyme). La educación y la mejora de

las condiciones de entrada presentan una importancia comparativamente menor en ese período en el promedio de la UEM. Asimismo, las medidas sectoriales, de aumento de la competencia y de integración de mercados han ido perdiendo peso en esos años, dados los esfuerzos realizados en el pasado en lo que se refiere a la consolidación del mercado único y a la convergencia en la eliminación de barreras a la competencia, especialmente en las industrias de red. No obstante, queda pendiente la eliminación de barreras de entrada a los servicios profesionales, así como las reformas que se derivan de la transposición de la Directiva de Servicios.

En el caso de la innovación, la mayoría de los países presenta un elevado número de iniciativas, que consisten fundamentalmente en la mejora de los incentivos fiscales al gasto en I + D privado y en un incremento del gasto público en investigación y desarrollo. En cambio, la protección de los derechos de la propiedad intelectual, y en especial los proyectos público-privados de colaboración, y la creación de *clusters* reciben una atención menor. También son escasas las iniciativas de fomento de los fondos de capital-riesgo, que resultan esenciales para la creación de nuevas empresas y para la innovación, especialmente por el impacto que ha podido tener la crisis financiera sobre la aversión al riesgo de los agentes.

En cuanto al ambiente empresarial, la mayoría de las iniciativas trata de reducir la burocracia y los costes administrativos en pro de una regulación más eficiente. También se observan medidas tendentes a incrementar el uso de las TIC en los servicios que ofrece la Administración Pública (e-gobierno). En el caso de las condiciones de entrada, los esfuerzos se han centrado en la creación de ventanillas únicas y en la mejora de la financiación.

Por último, en la educación la mayor parte de las medidas se orienta hacia la educación primaria, secundaria y terciaria, y son escasos los países que introducen reformas en las etapas de postgrado o en preescolar (España es uno de los más activos en esta área). También son escasas las medidas para la formación y motivación del profesorado a todos los niveles y para la mejora de la carrera laboral de los investigadores.

La información que se desprende de esta base de datos revela diferencias notables en el patrón de reformas de los Estados miembros de la zona del euro durante los años 2004-2008. En la mayoría de las áreas consideradas se aprecia que las economías que partían de una situación comparativamente más retrasada han realizado mayores esfuerzos de transformación, con la notable excepción de la innovación. Así Francia, Alemania y España han concedido mayor prioridad a la eliminación de las barreras a la iniciativa empresarial, con numerosos proyectos para medir el impacto de la regulación y eliminar la redundante. En cambio, en el caso de la innovación, son Finlandia y Holanda las economías que muestran mayor preocupación por la incorporación del progreso técnico, a pesar de que partían de una situación comparativamente más adelantada. En el caso de la educación, las economías con peores resultados académicos —según los exámenes PISA y otros indicadores— están realizando esfuerzos para reducir el fracaso escolar y aumentar la población que completa, al menos, la educación secundaria.

7.4.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGNION, P., y R. GRIFFITH (2006). *Competition and Growth*, MIT Press, Cambridge.
- ARDAGNA, S., y A. M. LUSARDI (2008). *Explaining International Differences in Entrepreneurship: The Role of Individual Characteristics and Regulatory Constraints*, NBER Working Paper, n.º 14012.
- ARPAIA, A., W. ROEGER, J. VARGA y J. IN'T VELD (2007). *Quantitative assessment of structural reforms: modeling the Lisbon Strategy*, European Economy, Economic Papers, n.º 282.

- COMISIÓN EUROPEA (2006). *The new Lisbon strategy, an estimation of the economic impact of reaching five Lisbon targets*, Report prepared by G. Gelauff y A. Lejour, CPB, Netherlands.
- (2008). *Final Report Project MICREF 2007-2008*, Report prepared by Dirk Zeitz y Elena Arjona Pérez.
- GRIFFITH, R., y R. HARRISON (2004). *The link between product market reform and macro-economic performance*, European Economy, Economic Papers, n.º 209.
- HØJ, J., M. JIMÉNEZ, M. MAHER, G. NICOLETTI y M. WISE (2007). *Product market competition in the OCDE countries: taking stock and moving forward*, OECD Economics Department Working Paper, n.º 575.
- MORAL, E., y C. VACAS (2009). «Reformas en los mercados de trabajo europeos (2000-2006)», *Boletín Económico*, enero, Banco de España, pp. 91-101.
- OCDE (2010). *The high cost of low educational performance. The long run economic impact of improving PISA outcomes*, París.
- ST. AUBYN, M., Á. PINA, F. GARCIA y J. PAIS (2009). *Study on the efficiency and effectiveness of public spending on tertiary education*, European Economy, Economic Papers, n.º 390.
- SCARPETTA, S., P. HEMMINGS, T. TRESSEL y J. WOO (2002). *The Role of Policy and Institutions for Productivity and Firm Dynamics: Evidence from Micro and Industry Data*, OECD Economics Department Working Papers, n.º 329.
- SIMONIS, D. (2009). *An Overview of Microeconomic Reforms using Preliminary Quantitative indicators based on MICREF*, Comisión Europea, Expert meeting on MICREF.
- WÖLFL, A., I. WANNER, T. KOZLUK y G. NICOLETTI (2009). *Ten years of Product Market Reform in OECD countries: Insights from a revised PMR indicator*, OECD Economics Department Working Paper, n.º 695.



## El comercio exterior de servicios no turísticos en España

Este artículo ha sido elaborado por Arturo Pablo Macías y César Martín Machuca, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El sector de servicios representa la mayor parte del valor añadido y del empleo en las economías desarrolladas. En el caso español este sector supone en la actualidad alrededor de dos tercios del PIB nominal y aproximadamente el 70% del empleo total. La mayor expansión de los servicios en relación con la actividad industrial es un rasgo compartido a nivel internacional, como consecuencia del propio desarrollo económico, que favorece el desplazamiento de la demanda hacia estos productos. Este artículo se centra en un aspecto particular de este sector, el comercio exterior de España en servicios no turísticos durante los últimos años, bajo el prisma de lo ocurrido en las principales economías industrializadas. El análisis de esta faceta de los servicios es relevante, dado que para que una economía avanzada consolide su posición exterior resulta cada vez más necesaria una participación activa en el comercio internacional de servicios.

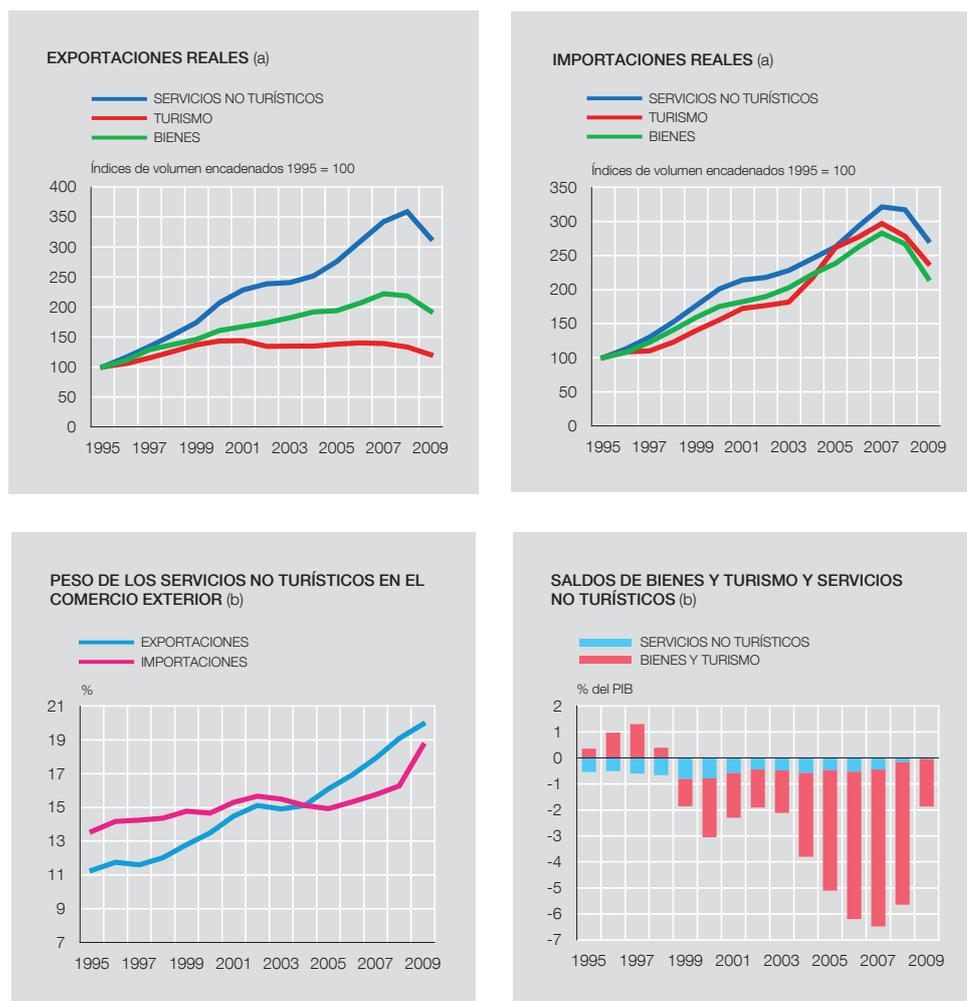
El desarrollo de las tecnologías de la información y las comunicaciones, junto con los recientes procesos de liberalización del comercio de servicios, ha propiciado una creciente internacionalización de los servicios diferentes del turismo, pues ha ayudado a eliminar las barreras técnicas que, en el pasado, dificultaban su comercialización. La internacionalización de los servicios también se ha materializado de forma relevante a través de la inversión directa en el extranjero<sup>1</sup>, que, en ocasiones, puede ser utilizada como vía alternativa a las exportaciones de servicios.

En cuanto a los cambios regulatorios relevantes para el desarrollo de este tipo de actividades, cabe recordar que la liberalización internacional del comercio de los servicios no turísticos fue posterior a la de bienes. De hecho, no fue hasta la Ronda de Uruguay, iniciada en 1986 y finalizada en 1993, cuando se decidió incorporar a este sector en las negociaciones multilaterales sobre acuerdos comerciales<sup>2</sup>. En el marco de la Unión Europea, la directiva más importante adoptada sobre esta cuestión data de 2006<sup>3</sup> y responde a la preocupación de que una regulación excesiva de los mercados de servicios podría estar reduciendo la competencia en las economías europeas y entorpeciendo la creación del mercado único.

En la siguiente sección se describe la evolución del comercio internacional de los servicios no turísticos en España, identificando aquellos servicios que han presentado un mayor crecimiento y aquellos en los que España presenta un grado de especialización mayor. A continuación se enmarca la situación española en el contexto mundial, describiendo la tendencia que han seguido el comercio de servicios no turísticos a nivel global y la posición relativa de España. Finalmente se resumen las principales conclusiones que se pueden extraer de este artículo.

---

1. Los datos relacionados con la inversión exterior directa, es decir, aquella con vocación de permanencia y participación en la gestión de la empresa, se registran en la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, mientras que los relativos a la actividad en el sector servicios de las filiales de empresas extranjeras se recogen en las estadísticas denominadas FATS (*Foreign Affiliates Statistics*). 2. En 1995 entró en vigor el Acuerdo General sobre Comercio de Servicios (AGCS) —*General Agreement of Trade of Services (GATS)*, en terminología inglesa—, en el que cada tipo de servicio tiene un tratamiento específico. 3. El Parlamento Europeo y el Consejo aprobaron en 2006 la Directiva 2006/123/CE, «relativa a los servicios en el mercado interior».



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

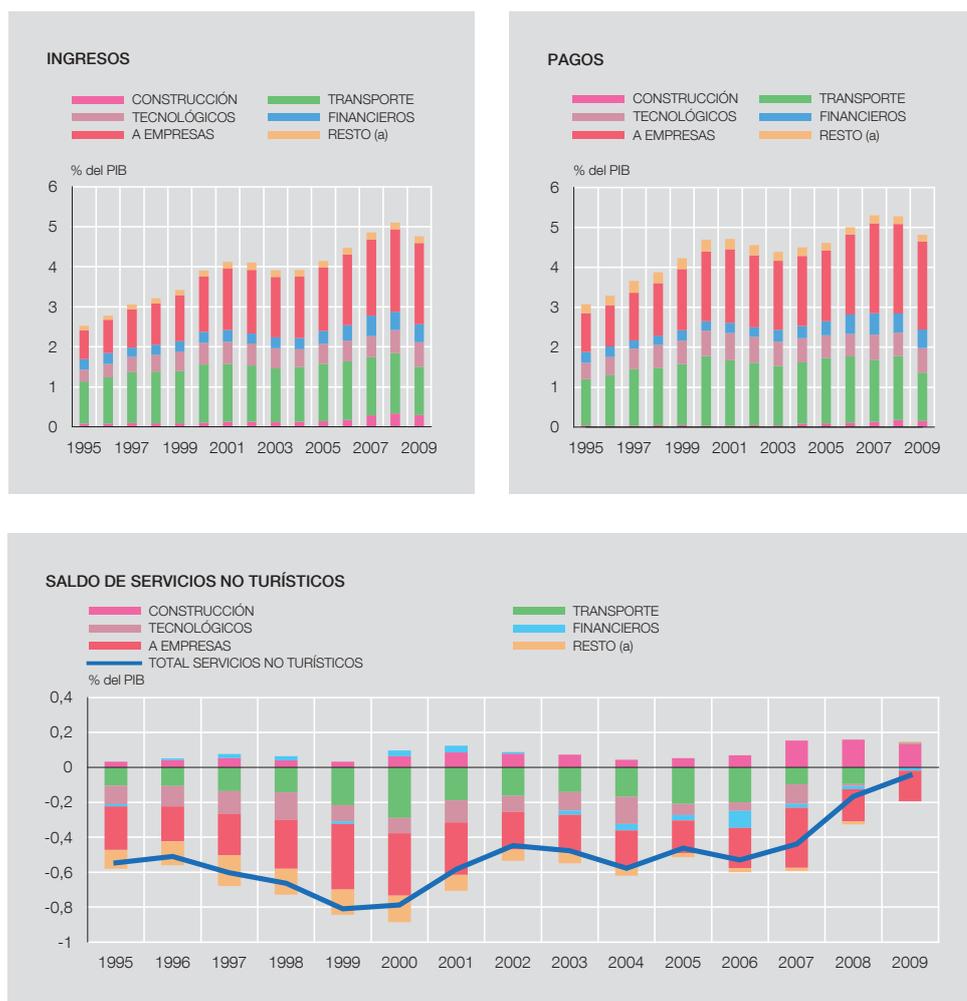
a. Contabilidad Nacional Trimestral, datos reales.  
 b. Balanza de Pagos de España, datos nominales.

**Principales características del comercio exterior de servicios no turísticos en España**

A lo largo del período 1995-2009, las exportaciones españolas de servicios no turísticos han mostrado una senda de crecimiento mucho más intensa que la del turismo y las mercancías (véase gráfico 1). De acuerdo con la Contabilidad Nacional de España, las exportaciones reales de otros servicios aumentaron, en promedio, alrededor del 9% anual entre los años 1995 y 2009, frente al 5% de los bienes y tan solo el 1,5% del turismo. En el caso de las importaciones, también los servicios no turísticos fueron los más dinámicos, aunque la discrepancia en la evolución de estas tres variables fue inferior.

Como resultado de esta trayectoria, el peso de los servicios no turísticos en el comercio exterior español ha aumentado sensiblemente, sobre todo en el caso de las exportaciones, que prácticamente se ha duplicado desde 1995, superando el 20% del total. Este proceso se interrumpió, en términos reales, en el año 2009, ya que las exportaciones de otros servicios descendieron más intensamente que las ventas de bienes y el turismo, mientras que en el caso de las importaciones el retroceso fue menos acusado. La crisis económica internacional y la elevada sensibilidad de las exportaciones de servicios a la evolución de la demanda podrían explicar el peor comportamiento relativo de esta rúbrica en 2009<sup>4</sup>.

4. Véase «Una reestimación de las funciones de exportación e importación de bienes y servicios de España», *Boletín Económico*, diciembre de 2008, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

a. En resto de servicios no turísticos se incluyen los servicios gubernamentales, culturales y recreativos.

La información desagregada que proporciona la Balanza de Pagos permite identificar las partidas que más han contribuido al dinamismo de los servicios no turísticos en España (véase gráfico 2). En primer lugar, conviene tener en cuenta la elevada concentración de las exportaciones e importaciones en los servicios de transporte<sup>5</sup> y los otros servicios empresariales<sup>6</sup>, que representaron alrededor del 70% de los ingresos y de los pagos en 2009. No obstante, la importancia relativa de ambas rúbricas ha seguido una trayectoria

5. Las rúbricas de transporte recogen tanto los fletes y pasajes (incluido el transporte internacional de turistas) como los servicios auxiliares. Estos últimos reúnen toda la amplia gama de servicios prestados a los medios de transporte en puertos, aeropuertos, terminales, etc., tales como los de carga y descarga, almacenamiento de equipo y, en general, gastos relacionados con la escala de medios de transporte. Se excluyen los suministros de combustible y otras mercancías, que están contabilizados en la balanza comercial. Se incluye el fletamiento a plazo con tripulación. 6. La rúbrica de otros servicios empresariales está constituida por un grupo heterogéneo de actividades, lo que explica su importancia cuantitativa en relación con otras rúbricas. En esta partida, además de los servicios comerciales y del *leasing* operativo, se incluye una amplia gama de transacciones que no cabe encuadrar en otros conceptos. A título meramente ilustrativo, cabe citar los servicios de publicidad y estudios de mercado, investigación y desarrollo, servicios jurídicos, contables, de asesoría, arquitectura, ingeniería, traducción e interpretación, seguridad, servicios de formación, etc.

divergente: el peso de los servicios de transporte<sup>7</sup> ha disminuido paulatinamente a lo largo del período 1995-2009 (hasta situarse cerca del 25% del total, tanto en el caso de los pagos como de los ingresos), mientras que el de los otros servicios empresariales ha aumentado, hasta representar algo más del 40% de los ingresos y del 45% de los pagos totales.

Precisamente los otros servicios empresariales han sido una de las rúbricas más dinámicas del comercio de otros servicios en el conjunto del período 1995-2009, explicando cerca del 47% del incremento de los ingresos en este período. Los servicios tecnológicos (informática, *royalties* y otras rentas de la propiedad inmaterial y comunicaciones), financieros (incluyendo seguros) y, particularmente, de construcción también registraron fuertes avances, aunque representan un porcentaje muy inferior. El peso relativo de esta última partida más que se duplicó entre 1995 y 2009 (hasta aproximarse al 7% del total), en un contexto de expansión internacional de determinados grupos empresariales dentro de una estrategia global de diversificación de su actividad. Este incremento de la presencia exterior podría actuar como catalizador del comercio internacional de bienes y servicios en la medida en que incentive los intercambios entre empresas de un mismo grupo.

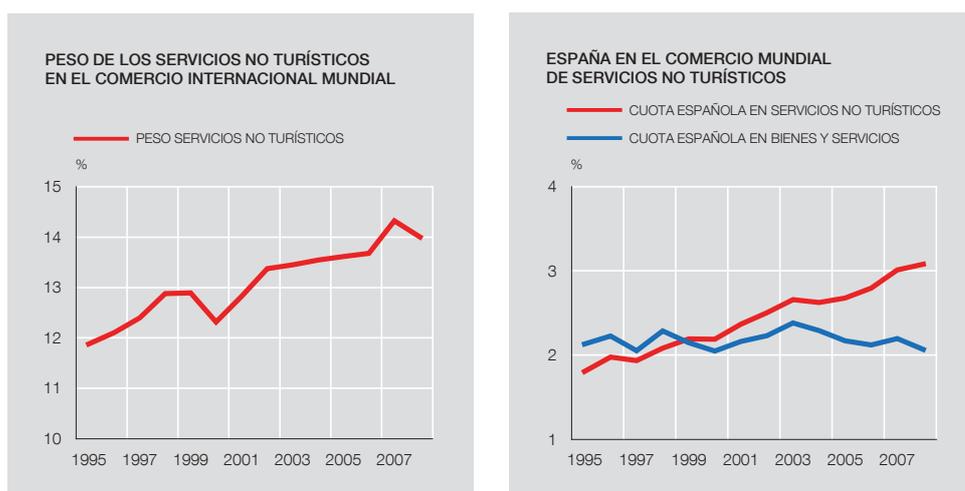
Por el lado de los pagos, los otros servicios empresariales explican también gran parte del aumento en las importaciones totales durante el período analizado (alrededor del 51%); por su parte, el incremento de los pagos en concepto de servicios financieros y, sobre todo, de construcción fue muy inferior.

Simultáneamente al dinamismo observado de ingresos y pagos, el déficit de los servicios no turísticos se fue corrigiendo paulatinamente desde el año 2000, hasta alcanzar un saldo prácticamente equilibrado en 2009, según los datos de la Balanza de Pagos. La reducción de este déficit es particularmente reseñable, pues tuvo lugar durante la fase expansiva de la economía española, período en el que el déficit de bienes se incrementó de manera significativa, lo que podría indicar que, al menos en parte, obedece a factores estructurales relacionados con la internacionalización de las empresas españolas proveedoras de servicios no turísticos y con una posición competitiva relativamente favorable en este tipo de actividades.

Por partidas, el déficit más alto se encuentra en los otros servicios empresariales (alrededor de dos décimas de PIB), aunque este fue también el componente cuyo saldo mejoró en mayor cuantía en la última década. También destacó el crecimiento experimentado por el superávit de servicios de construcción hasta 2008 (de cerca de dos décimas de PIB en dicho año), aunque retrocedió en 2009, ante el ajuste internacional del sector. En el caso concreto de 2009, el recorte del déficit exterior en otros servicios se explica en buena medida por los servicios de transporte, que registraron un leve superávit en dicho año, tras presentar un déficit durante el período analizado. Esta corrección tuvo lugar debido al mayor descenso de las importaciones de bienes —particularmente intenso en el caso de las extracomunitarias, con unos costes de transporte más elevados, dada la mayor distancia entre España y este grupo de países— que de las exportaciones, lo que justificaría que los pagos por servicios de transporte de mercancías cayeran de forma más pronunciada que los ingresos.

---

7. Las transacciones de servicios de transporte están relacionadas con la evolución de los flujos comerciales y de turistas. En el caso de España, los servicios de transporte no aéreo presentan una elevada correlación con el comercio de bienes. Esta partida representa alrededor del 45% de los ingresos y del 63% de los pagos totales en concepto de servicios de transporte.



FUENTE: Organización Mundial del Comercio.

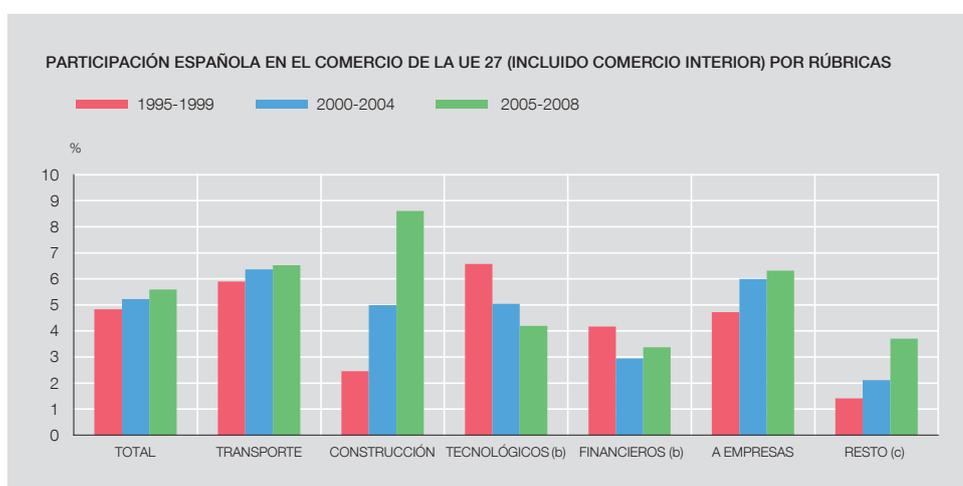
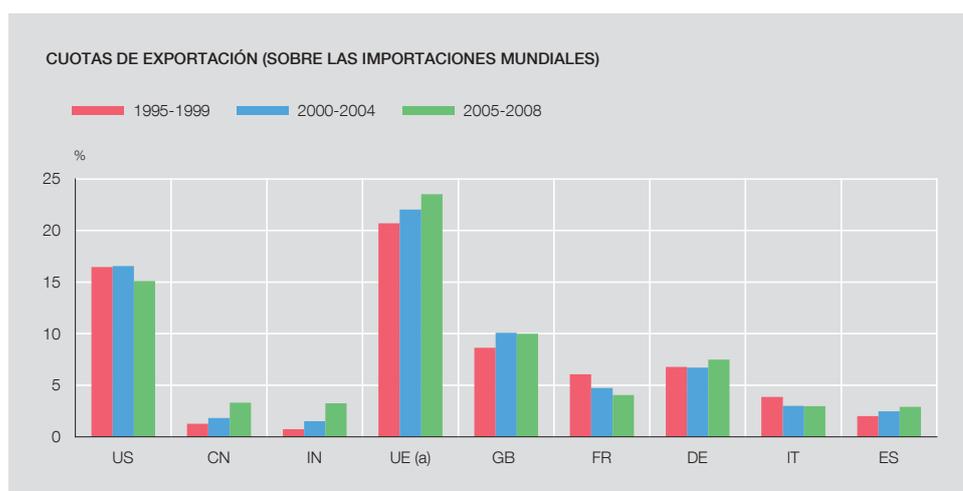
Finalmente, cabe señalar que la expansión de las exportaciones de los servicios no turísticos durante el período 1995-2009 ha venido acompañada de una cierta diversificación geográfica. Así, aunque la UE 27 representa aproximadamente el 60% de las exportaciones totales, su importancia relativa ha disminuido durante el período analizado en cerca de 4 puntos porcentuales (pp). Por otra parte, fuera de la UE, han aumentado sobre todo las exportaciones de otros servicios a Suiza (hasta representar un 9% del total), Estados Unidos (alrededor del 8%) y América Latina (en torno al 7%).

### **España en el comercio internacional de servicios no turísticos<sup>8</sup>**

En las últimas décadas, el comercio internacional de los servicios no turísticos ha tenido un comportamiento muy dinámico, con un crecimiento promedio durante el período 1995-2008 cercano al 10% en términos nominales, tasa algo superior a la registrada por el comercio de bienes y servicios (aproximadamente el 9%). Si se excluyen los servicios de transporte, el incremento de las exportaciones mundiales de otros servicios es más elevado, acercándose al 12%. El aumento de la participación de los servicios distintos del turismo en el comercio internacional (de cerca de 2 pp, hasta el 14% del total) se enmarca en un contexto de globalización de la actividad, propiciada en parte por la incorporación de nuevos países a la escena económica internacional y por el fuerte impulso de la integración comercial a nivel mundial (véase gráfico 3). Adicionalmente, en la UE las perspectivas sobre el comercio exterior de servicios son favorables por la transposición de la ya mencionada directiva de servicios, cuya repercusión sobre el comercio exterior de servicios en el área podría ser bastante significativa<sup>9</sup>.

Este proceso de terciarización del comercio internacional no se ha frenado con la reciente crisis económica, ya que el retroceso de este tipo de actividades ha sido, en líneas generales, de menor magnitud que el experimentado por las transacciones de bienes y turísticas. De acuerdo con la evidencia disponible, en 2009 la caída de las exportaciones de bienes en los países miembros de la OCDE fue más pronunciada que la de los servicios<sup>10</sup>.

8. En lo que sigue, y para mantener la coherencia con los datos de la OMC, todos los datos excluyen los servicios gubernamentales. 9. Las estimaciones sobre el impacto de la aplicación de la directiva de servicios señalan que el comercio exterior de servicios en el área se incrementaría entre un 20% y un 40%, lo que impulsaría, además, el crecimiento potencial de la economía europea entre 0,2 pp y 0,4 pp [véase De Bruijn, Cox y Lejour (2006)]. 10. Véase «Rising trade flows confirmed in third quarter 2009», nota de prensa de la OCDE, París, 27 de enero de 2010.



FUENTES: Organización Mundial del Comercio y Eurostat.

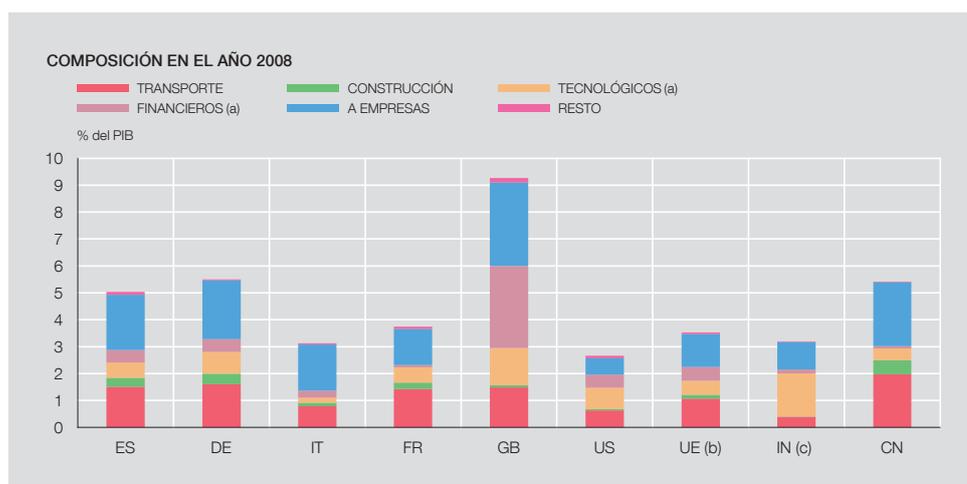
a. Comercio de la UE con el resto del mundo. UE 15 hasta 2004. A partir de entonces, los datos nominales de otros servicios se calculan aplicándole al dato base de la UE 15 el crecimiento en los datos nominales de la UE 27.

b. Los servicios tecnológicos son la suma de «royalties y pagos de la propiedad intelectual», «comunicaciones» y «servicios informáticos». Los servicios financieros incluyen los seguros.

c. En resto de servicios no turísticos se incluyen los servicios gubernamentales, y los servicios personales, culturales y recreativos.

Durante la última fase expansiva de la economía mundial, España consolidó su posición competitiva en el comercio de servicios no turísticos, con un aumento de su cuota de exportación (definida sobre las importaciones mundiales), hasta un 3,1% en 2008 (desde un 1,8% en 1995). Pese a ello, las exportaciones españolas de otros servicios todavía podrían tener recorrido al alza, como se desprende del menor peso que aún tienen los servicios tecnológicos en España en comparación con otros países y de la cuota más elevada en el comercio internacional que presentan otras economías avanzadas.

El peso de España en el comercio internacional de servicios no turísticos de la UE —principal proveedor de servicios a nivel mundial, con más del 20% del total— se ha incrementado desde cerca del 2% en 1995-1999 hasta casi el 6% en el trienio 2005-2008, mientras que la participación en el comercio mundial de otros servicios se elevó al 3% (véase gráfico 4). El aumento del peso de la economía española en el comercio exterior de servicios no turísticos



FUENTES: Eurostat y UN Service Trade.

- a. Los servicios tecnológicos son la suma de «royalties y pagos de la propiedad intelectual», «comunicaciones» y «servicios informáticos». Los servicios financieros incluyen los seguros.  
 b. Comercio de la UE 27 con el resto del mundo.  
 c. Datos de 2006.

de la UE se ha producido a pesar de que la entrada en los mercados internacionales de la India y China ha tendido a recortar las cuotas de exportación de los países desarrollados, por lo que constituye un desarrollo favorable.

Cuando se compara el comportamiento de España con el de otros países de la UE, resulta reseñable que el peso de las exportaciones de los otros servicios en el PIB de España<sup>11</sup> (5%) supere al de Francia e Italia, países en los que las exportaciones de este tipo de actividades no han ganado importancia relativa recientemente. Al igual que las exportaciones, las importaciones de servicios no turísticos de España aumentaron su peso en el PIB, aunque en menor medida. Otros países desarrollados que experimentaron una evolución positiva de su saldo exterior de servicios no turísticos a lo largo del período analizado son Alemania, Reino Unido y Estados Unidos. En Francia, por el contrario, el superávit se ha ido reduciendo, hasta cancelarse en los últimos años. En el caso de las economías emergentes, sobresale la notable expansión de las exportaciones realizadas por India, por un importe equivalente al 7,5% del PIB, y su posición superavitaria en este componente de la balanza de pagos desde 2003. En China, el avance de las exportaciones de servicios no turísticos ha sido más moderado, manteniéndose un déficit de servicios no turísticos cercano al 1% del PIB.

La comparación internacional por rúbricas muestra que, al igual que en el caso español, los otros servicios empresariales y los transportes constituyen, en líneas generales, las partidas más importantes en las exportaciones de otros servicios de los principales países industrializados. Los servicios tecnológicos presentan un peso especialmente elevado en Estados Unidos y, sobre todo, en la India, y los servicios financieros en el Reino Unido (véase gráfico 5). La importancia relativa de los otros servicios empresariales y de construcción en España supera a la del conjunto de la UE, mientras que la de los servicios de transporte ha descendido, hasta alcanzar un peso similar a la del comercio de la UE con el resto del mundo. Por otro

11. Definida como exportación del sector de servicios sobre el PIB total de la economía.

lado, en el caso de España se observa una menor participación en las exportaciones de servicios no turísticos de los servicios de contenido tecnológico y financiero que en la UE. En este último caso hay que destacar, no obstante, que el proceso de internacionalización de las entidades financieras españolas, aprovechando sus ventajas de eficiencia, se ha realizado fundamentalmente a través de la inversión directa, en lugar de a través del comercio exterior<sup>12</sup>, por lo que la información procedente de la balanza de pagos únicamente da una visión parcial de la intensidad de este proceso.

## Conclusiones

A lo largo de las últimas décadas se ha asistido a una notable expansión del sector de servicios en las economías desarrolladas. Es previsible que la terciarización de la economía, en general, y de las exportaciones, en particular, continúe en el futuro, debido a la elevada elasticidad renta de los servicios y a los cambios demográficos y sociales (como el envejecimiento de la población o el consumo creciente de servicios tecnológicos y de ocio), que implican un desplazamiento de la demanda desde los bienes industriales hacia los servicios. Estos factores, junto con el proceso de liberalización en que se halla inmerso el sector, están en la base del impulso registrado por la internacionalización de la prestación de servicios no turísticos en los últimos años y de sus perspectivas de expansión futuras.

La economía española ha participado activamente en este proceso de internacionalización, lo que le ha permitido incrementar su cuota mundial en este tipo de actividades y contrarrestar, en cierta medida, los avances más limitados en el ámbito del comercio de bienes. Esta evolución se ha visto apoyada en la expansión de los servicios empresariales y de construcción, si bien en este último caso resulta previsible que se produzca una ralentización en el horizonte más próximo, debido al ajuste que experimenta el sector a nivel internacional.

El dinamismo de las exportaciones españolas de servicios no turísticos durante la fase expansiva de la economía responde, al menos en parte, a factores estructurales relacionados con ganancias de competitividad con la penetración y consolidación en el exterior de las empresas españolas. Con todo, la orientación exterior de los servicios no turísticos en España es todavía más reducida que en otras economías avanzadas, por lo que quedaría margen para promover aumentos adicionales de su participación en el comercio mundial, especialmente en aquellas actividades en las que la economía española es más competitiva. Para incrementar la presencia en el exterior de las empresas españolas de servicios no turísticos resulta imprescindible proseguir en la flexibilización y liberalización de este sector en el marco de la trasposición de la Directiva Europea de Servicios. Una mayor competencia en el sector de los servicios estimulará mejoras en la calidad de su prestación, con el consiguiente incremento de la capacidad competitiva de las empresas españolas en el exterior.

19.4.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- BHAGWATI, J., A. PANAGARIYA y T. N. SRINIVASAN (2004). «The Muddles over Outsourcing», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 18 (4), pp. 93-114.
- CUADRADO, J. R., y A. MAROTO (2006). «La productividad y los servicios. La necesaria revisión de la imagen tradicional», *Información Comercial Española*, n.º 829, marzo-abril, pp. 93-121.
- DE BRUJIN, R., H. COX y A. LEJOUR (2006). *The trade induced effects of the Service Directive and the country of origin principle*, CBP Document, n.º 108.

---

<sup>12</sup> Este hecho apunta a que no existe una relación de complementariedad entre la inversión directa y las exportaciones de servicios financieros, a diferencia de lo que apunta la evidencia encontrada en el caso español entre la inversión directa y las exportaciones de bienes. Véase «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre de 2009, Banco de España.

- FEENSTRA, R. (1998). «Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12 (4), pp. 31-50.
- GARCÍA, C., E. GORDO y J. MARTÍNEZ-MARTÍN (2008). «Una reestimación de las funciones de exportación e importación de bienes y servicios para España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 46-57.
- KIMURA, F. (2006). «The Gravity Equation in International Trade in Services», *Review of World Economics*, vol. 142 (1), pp. 92-121.
- MARTÍN, C., A. RODRÍGUEZ y P. TELLO (2009). «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España, pp. 31-42.
- NIELSON, J., y D. TAGLIONI (2004). *Service Trade Liberalization*, OCDE Trade Policy Working Papers, n.º 1.
- LA CAIXA (2009). «Desindustrialización, terciarización y otros tópicos engañosos», *Informe Mensual*, n.º 323.
- LI, X., D. GREENAWAY y R. HINE (2005). «Importaciones de servicios y crecimiento económico. Un análisis dinámico de panel», *Información Comercial Española*, n.º 824, julio-agosto, pp. 7-23.
- ROBINSON, S., Z. WANG y W. MARTIN (2002). «Capturing the Implications of Services Trade Liberalization», *Economic Systems Research*, vol. 14 (1), pp. 3-33.



## Introducción

Las economías latinoamericanas abordan el primer semestre de 2010 en un clima de afianzamiento de la recuperación económica, después de que en el año 2009 la región experimentara la mayor caída de la actividad de los últimos treinta años (-2,1%). A pesar de dicha caída, existe la percepción generalizada de que el impacto de la crisis financiera global en América Latina ha sido comparativamente limitado, sobre todo si se tiene en cuenta la proclividad del área a las crisis y la profundidad alcanzada por estas en el pasado. Además, el descenso se explica, en gran parte, por la intensidad de la recesión en México (-6,5%) y, en menor medida, en Venezuela (-3,3%), que sesga a la baja la cifra agregada de la región, mientras que el descenso en la actividad en Brasil y Chile fue relativamente leve, y en el resto de economías (Argentina, Colombia, Perú y Uruguay) el PIB no llegó a retroceder (véase cuadro 1).

A lo largo del pasado año, América Latina experimentó una recuperación paulatina hasta retornar a tasas de crecimiento positivas, del 1,3% interanual en el cuarto trimestre, más de 5 puntos porcentuales (pp) por encima del mínimo registrado en el segundo trimestre, aunque en términos intertrimestrales se observaron crecimientos positivos ya desde ese segundo trimestre. La reactivación se ha asentado sobre dos pilares. Por un lado, el tirón de la demanda externa procedente de las economías asiáticas, que ha beneficiado fundamentalmente a los países exportadores de materias primas de América del Sur, y al que se ha sumado, en los últimos meses, cierta recuperación de otros mercados (como Estados Unidos). Y, por otro, la progresiva recuperación de la demanda interna, apoyada en el efecto expansivo de las políticas aplicadas durante la crisis, que siguieron operando durante todo 2009, aunque también en el buen comportamiento de los mercados laborales, el ciclo de inventarios y la mejora de la confianza. En línea con estos apoyos, los datos más recientes confirman una recuperación relativamente rápida en un numeroso grupo de países (Brasil, Chile, Perú e incluso México), mientras que tan solo Venezuela se mantendría en recesión. Sin duda, el hecho de que la crisis financiera global no se haya traducido en una crisis financiera en la región es un factor clave detrás de esta recuperación.

En consonancia con esta evolución, las perspectivas para 2010 se han revisado al alza en casi todos los países, anticipando una evolución más favorable que la de las economías desarrolladas, aunque no tanto como la de las economías asiáticas. No obstante, cabe matizar que la crisis ha supuesto una pérdida de producto importante en algunos países (véase gráfico 1). Las buenas perspectivas económicas, junto con el mantenimiento de diferenciales de tipos de interés positivos respecto a las economías desarrolladas, han permitido el retorno de los flujos de capital y una mejora generalizada de las condiciones de financiación, acompañada de la reactivación del proceso de acumulación de reservas —ya por encima de los niveles previos— y, en algunos casos, del restablecimiento de controles de capital. En contraste con este panorama general, persisten algunos puntos de vulnerabilidad, como lo muestran la sustancial devaluación del bolívar venezolano en el mes de enero, en un contexto de persistente recesión, o las circunstancias en torno al uso de las reservas internacionales de divisas para el pago de la deuda externa en Argentina.

La inflación en la región ha tendido a repuntar moderadamente desde comienzos de 2010, hacia tasas del 6,5% interanual en marzo, después de un año de descenso continuado hacia tasas cercanas al 5%. El aumento se ha debido en parte a efectos base, a la recuperación de los precios de la energía y de los alimentos (afectados en algunos países por factores climatológicos específicos), y al efecto puntual de subidas de impuestos indirectos y precios admi-

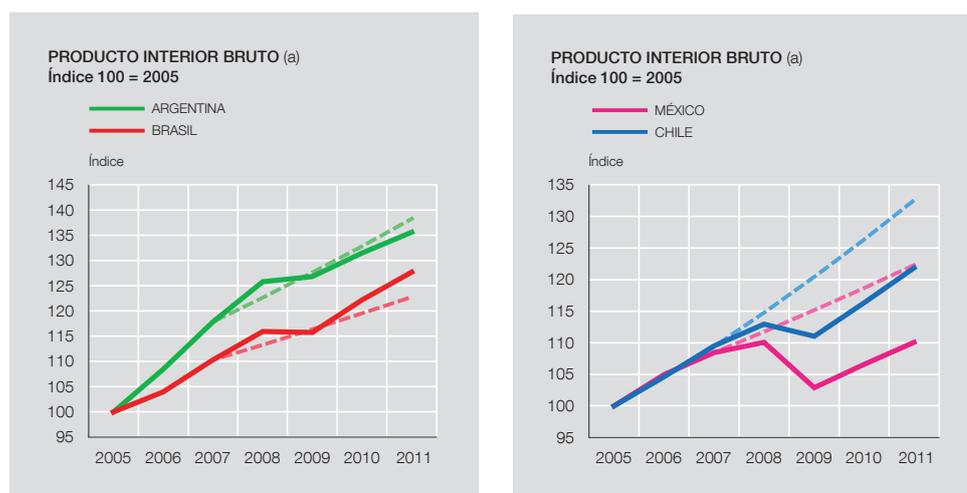
	2007	2008	2009	2008				2009				2010 Marzo
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	5,8	4,2	-2,1	5,3	5,6	5,0	0,8	-2,8	-4,0	-2,6	1,3	
Argentina	8,7	6,8	0,9	8,5	7,8	6,9	4,1	2,0	-0,8	-0,3	2,6	
Brasil	6,1	5,1	-0,2	6,3	6,5	7,1	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	
México	3,3	1,5	-6,5	2,6	3,0	1,6	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	
Chile	4,6	3,7	-1,5	3,7	5,1	5,2	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	
Colombia	7,5	2,4	0,4	4,2	3,7	2,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,2	2,5	
Venezuela	8,1	4,8	-3,3	4,9	7,2	3,8	3,5	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	
Perú	8,9	9,8	0,9	10,3	11,8	10,9	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	
Uruguay	7,2	8,7	2,7	7,6	10,2	9,4	7,6	2,8	0,9	2,6	4,3	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	5,4	7,8	6,4	6,6	7,7	8,5	8,5	7,6	6,7	5,9	5,4	6,5
Argentina	8,8	8,6	6,3	8,5	9,1	8,9	7,8	6,6	5,5	5,9	7,1	9,7
Brasil	3,6	5,7	4,9	4,6	5,6	6,3	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	5,2
México	4,0	5,1	5,3	3,9	4,9	5,5	6,2	6,2	6,0	5,1	4,0	5,0
Chile	4,4	8,7	0,4	8,0	8,9	9,3	8,6	4,8	1,8	-1,9	-3,0	0,3
Colombia	5,5	7,0	4,2	6,1	6,4	7,7	7,8	6,6	4,8	3,2	2,4	1,8
Venezuela	18,8	31,4	28,6	26,3	31,0	34,6	33,4	29,5	28,2	28,7	28,1	28,2
Perú	1,8	5,8	2,9	4,8	5,5	6,1	6,6	5,6	4,0	1,9	0,4	0,8
Uruguay	8,1	7,9	7,1	7,7	7,6	7,6	8,6	8,2	6,7	7,1	6,3	7,1
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB)</b>												
América Latina (a) (c)	-0,3	-0,5	-2,7	0,0	-0,3	-0,2	-0,5	-1,5	-2,1	-3,0	-2,7	
Argentina	1,1	1,4	-0,6	1,5	1,6	1,9	1,4	1,0	0,0	-1,0	-0,6	
Brasil	-2,6	-2,0	-3,2	-1,6	-2,2	-1,8	-2,0	-2,8	-3,1	-4,1	-3,2	
México	0,0	-0,1	-2,3	0,0	-0,3	0,0	-0,1	-1,4	-1,7	-2,4	-2,3	
Chile	8,6	5,0	-4,6	9,2	7,2	6,1	5,0	1,3	-1,5	-3,9	-4,6	
Colombia	-2,8	-1,8	-4,0	-2,1	-2,5	-2,3	-1,8	-2,8	-3,0	-3,3	-4,0	
Venezuela	3,0	-1,2	—	3,4	1,7	0,9	-1,2	-2,2	—	—	—	
Perú	1,8	2,2	-2,0	2,3	3,1	2,1	2,2	1,3	-0,1	-0,8	-2,0	
Uruguay	0,0	-1,5	-1,7	1,0	-0,3	-1,0	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	33,8	30,8	35,8	31,7	31,6	30,4	30,8	31,2	32,8	35,5	35,8	
Argentina	52,6	44,7	47,9	52,4	50,4	45,8	44,7	41,9	44,2	46,1	48,0	
Brasil	45,1	38,4	42,9	40,8	41,8	40,0	38,4	39,1	41,2	43,2	42,9	
México	21,0	24,5	28,2	21,0	20,7	20,8	24,5	25,4	26,7	28,4	28,2	
Chile	4,1	5,2	6,1	3,6	3,9	4,5	5,2	5,0	4,9	5,8	6,1	
Colombia	32,9	33,4	35,5	32,6	32,6	32,8	33,4	36,8	35,2	34,0	35,5	
Venezuela	22,7	13,2	—	20,9	13,6	12,6	13,2	11,5	15,4	17,4	—	
Perú	29,8	24,1	26,7	27,6	25,3	23,9	24,1	24,8	26,1	26,9	26,7	
Uruguay	68,1	52,6	68,9	65,4	63,7	57,8	52,6	56,7	60,4	66,7	68,7	
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB)</b>												
América Latina (a) (b)	0,7	-0,5	-0,1	0,7	0,5	0,4	-0,5	-0,7	-0,6	-0,7	-0,1	
Argentina	2,8	2,2	3,7	2,8	2,2	2,8	2,2	2,1	3,3	3,6	3,7	
Brasil	0,1	-1,7	-1,5	-0,6	-1,1	-1,5	-1,7	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5	
México	-0,8	-1,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,9	-1,4	-1,4	-1,3	-1,3	-0,6	
Chile	4,5	-1,5	2,6	3,3	2,4	0,6	-1,4	-2,0	-1,4	0,7	2,6	
Colombia	-2,8	-2,8	-2,8	-2,2	-2,0	-2,1	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	
Venezuela	7,9	11,7	2,2	9,7	12,8	15,9	11,7	7,4	2,8	-0,5	2,2	
Perú	1,3	-3,7	0,2	0,3	-1,3	-2,4	-3,7	-3,3	-1,9	-0,8	0,2	
Uruguay	-0,9	-4,8	0,8	-1,5	-4,2	-4,3	-4,8	-3,6	-1,0	-0,1	0,8	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a) (b)	19,9	17,6	20,5	19,9	19,0	18,2	17,4	18,7	19,6	20,9	20,5	
Argentina	47,8	38,3	38,4	46,6	44,6	40,6	39,2	37,4	38,2	39,3	38,4	
Brasil	14,1	12,1	12,6	14,1	13,3	12,3	11,8	12,2	13,3	14,1	12,4	
México	12,1	11,5	18,6	12,1	11,6	11,3	11,4	14,8	15,9	17,8	18,5	
Chile	34,0	38,0	44,7	33,4	35,1	37,5	37,6	40,0	42,1	45,3	45,0	
Colombia	21,4	19,1	23,2	18,6	18,7	18,7	19,1	20,2	20,0	22,1	23,2	
Venezuela	24,4	18,9	19,2	24,0	22,6	20,1	18,9	18,3	18,1	18,7	19,2	
Perú	30,6	27,3	28,0	31,6	30,0	28,2	27,3	27,5	28,0	28,4	28,0	
Uruguay	51,0	38,5	44,2	48,5	44,6	40,5	38,2	39,2	40,9	45,4	44,0	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.

b. Media móvil de cuatro trimestres.

c. Sin Venezuela.



FUENTES: Oxford Latin American Economic History Database, *Consensus Forecast* y Datastream.

a. Para los años 2010 y 2011, previsiones de *Consensus*. Las líneas discontinuas representan el crecimiento desde 2008, si se hubiera mantenido la tendencia de la media histórica entre 1990 y 2008.

nistrados. En algunos países se aprecian también riesgos al alza, en un contexto de crecimiento más dinámico.

Esta fase de recuperación plantea, en el corto plazo, dos tipos de retos para las autoridades económicas de la región. El primero se refiere al diseño de una salida adecuada de las medidas aplicadas durante la crisis y la readaptación de los marcos de política económica a un entorno de mayor normalidad. En general, los estímulos aplicados en América Latina no han tenido el carácter extraordinario de los aplicados en las economías industrializadas, de forma que la discusión en torno a la salida se centra en el tono que deben adoptar las políticas de corte convencional, es decir, la política monetaria y, en menor medida, la política fiscal, además de la conveniencia o no de mantener los apoyos financieros externos. El impacto limitado de la crisis en América Latina ha llevado a reivindicar el marco de políticas económicas aplicado en muchos países y, en particular, los regímenes de objetivos de inflación, la acumulación de reservas y la flexibilidad controlada de los tipos de cambio, que durante la crisis permitieron reducir los tipos de interés y mitigar la volatilidad cambiaria a través de intervenciones (véase recuadro 1). Un segundo reto para la política económica se refiere a la gestión de las entradas de capitales, con la doble finalidad de evitar la sobrevaloración de activos (y del tipo de cambio) y los efectos negativos de la volatilidad de esos flujos.

Tras la crisis, la región se enfrenta también a otros retos de más largo plazo. Por un lado, las perspectivas de crecimiento en muchos países se verán afectadas negativamente por el menor crecimiento esperado en Estados Unidos (aunque, en parte, compensado por la diversificación comercial hacia Asia) y por un posible encarecimiento del capital, una vez que se normalicen las condiciones monetarias en los países industrializados. Además, no se puede olvidar que América Latina sigue muy rezagada en cuanto al nivel y crecimiento de la productividad, en relación con otras áreas emergentes. Todo ello refuerza la necesidad de impulsar las reformas estructurales que tras los años de bonanza, primero, y los de crisis, después, quedaron en un segundo plano. En el ámbito multilateral, cobra plena vigencia el debate sobre el papel de las instituciones financieras internacionales en la prevención de crisis y, en particular, sobre si pueden o no proporcionar eficazmente instrumentos que sustituyan, aunque sea parcialmente, al autoaseguramiento a través de la acumulación de reservas, que a raíz de la crisis parece haber incrementado su atractivo.

Los objetivos de inflación (OI) son un esquema de política monetaria adoptado cada vez por un mayor número de países, 27 en la actualidad, de los cuales 19 son emergentes<sup>2</sup>. En América Latina, las principales economías, salvo Argentina y Venezuela, mantienen un esquema de OI, adoptado desde 1999.

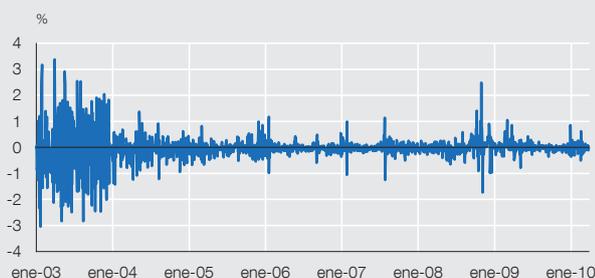
El esquema de OI supuso en estas economías sustituir, en general, el ancla externa proporcionada por el tipo de cambio por un ancla

interna, basada en la credibilidad e independencia de las políticas monetarias. Esta credibilidad debería favorecer el anclaje de las expectativas de inflación, así como su reducción. En principio, la libre flotación del tipo de cambio nominal es una de las condiciones teóricas para el buen funcionamiento de este tipo de regímenes, ya que, en un contexto de movilidad de flujos de capitales, una política monetaria independiente no puede conjugarse con un tipo de cambio fijo o vinculado a otra moneda mediante intervenciones cambiarias (lo que se conoce habitualmente como «trinidad imposible»). Por este motivo, algunos autores argumentan que uno de los costes de la adopción de un OI es precisamente el incremento de la volatilidad de los tipos de cambio, lo que puede tener efectos negativos, que son particularmente relevantes para las economías emergentes, dadas sus mayores vulnerabilidades reales y financieras.

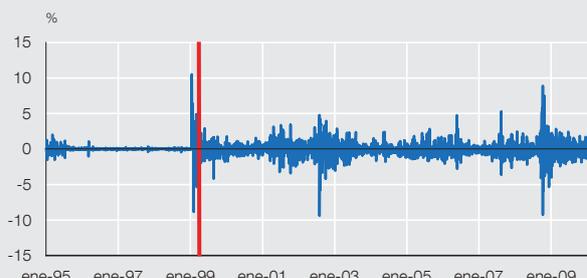
1. Basado en J. C. Berganza y C. Broto (2010), «Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging countries: Credibility vs. flexibility», mimeo. 2. Véanse International Monetary Fund (2005), «Does inflation targeting work in emerging markets?», en IMF, *World Economic Outlook*, septiembre, cap. IV, y J. S. Little y T. F. Romano (2009), *Inflation targeting – Central Bank Practice Overseas*, Public Policy Briefs, n.º 08-1, Federal Reserve Bank of Boston.

VARIACIÓN PORCENTUAL DIARIA DEL TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

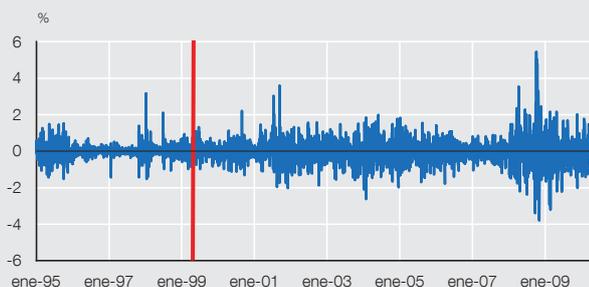
PESO ARGENTINO



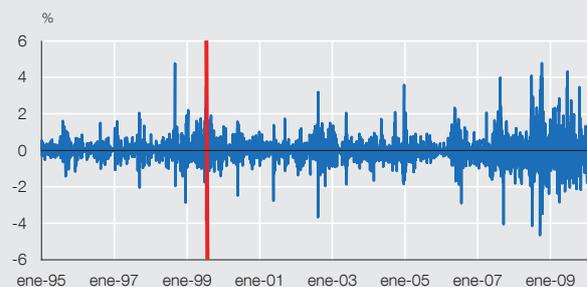
REAL BRASILEÑO



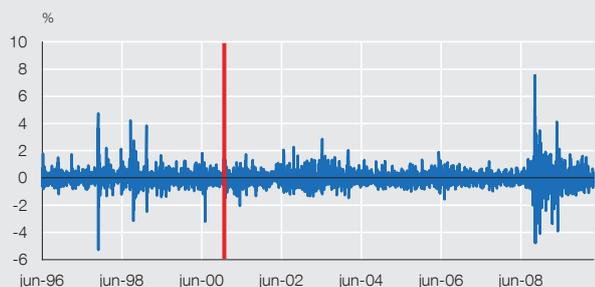
PESO CHILENO



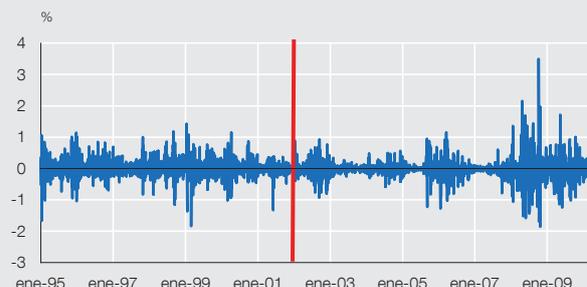
PESO COLOMBIANO



PESO MEXICANO



SOL PERUANO



FUENTES: Datastream, FMI (2005) y Banco de España.

De ahí que en las economías emergentes se suele observar lo que Calvo y Reinhart (2002)<sup>3</sup> han denominado «miedo a flotar». De este modo, a pesar de las reservas teóricas al respecto, la mayoría de las economías emergentes con OI suelen llevar a cabo una gestión activa del tipo de cambio, para mitigar su volatilidad o, incluso, los movimientos de medio plazo, lo que se traduce en intervenciones en los mercados cambiarios. Este modo ecléctico de aplicar el esquema de política monetaria, que se ha denominado «OI flexible» generó un cierto debate sobre la validez y viabilidad de este tipo de esquemas frente a los llamados «OI puros», donde el tipo de cambio no entra en la función de reacción de los bancos centrales.

La literatura desarrollada en torno a esta cuestión está dividida en cuanto a si los OI (flexibles o no) han sido fundamentales en la reducción de la inflación observada en las economías emergentes en los últimos años, aunque hay un sesgo hacia una posición favorable [véase Mishkin y Schmidt-Hebbel (2006)]<sup>4</sup>. Sin embargo, la relación entre los OI y la volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes y, más en particular, en América Latina apenas ha sido estudiada en la literatura, y no en los dos últimos años de crisis. En este contexto, la crisis económica y financiera iniciada en el verano de 2007 constituye un experimento natural muy interesante para examinar esta cuestión, que, además, puede ser útil para extraer algunas lecciones de política económica en un momento de debate sobre el papel de la política monetaria para promover la estabilidad financiera.

A modo de ilustración, el gráfico adjunto representa la variación porcentual (rendimiento) diaria del tipo de cambio nominal frente al dólar de los cinco países de la región que tienen OI, junto con la fecha de adopción del objetivo formal, así como la variación (rendimiento) correspondiente a Argentina, cuya moneda se vio muy influida en los primeros meses de la muestra por el efecto de la crisis de 2001. El gráfico muestra que en todos los países de la región con OI la volatilidad de su tipo de cambio con el dólar ha aumentado durante el período de crisis actual, cuyo inicio se fecha en el tercer trimestre de 2007, aunque el incremento de la inestabilidad cambiaria también se registró en países sin OI, como Argentina. También se puede observar que, salvo en el caso de Brasil, no es evidente la relación entre la adopción del OI y la volatilidad del tipo de cambio e, incluso en este caso, el resultado está sesgado por el régimen de tipo de cambio fijo previo.

Para analizar si la volatilidad del tipo de cambio fue significativamente diferente en países que mantienen un esquema de OI es

3. Véase G. Calvo y C. Reinhart (2002), «Fear of Floating», *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), pp. 379-408. 4. Véase F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (2006), *Does IT Make a Difference?*, Documento de Trabajo n.º 404, Banco Central de Chile.

necesario un análisis más riguroso mediante una estimación econométrica. Por ello, se ha empleado un modelo de datos de panel que analiza la relación entre la volatilidad del tipo de cambio, la adopción de OI y las intervenciones en los mercados cambiarios para una muestra de países emergentes con y sin OI, con un foco especial en el período de crisis<sup>5</sup>. Además, se estudia el papel de las intervenciones en los mercados cambiarios para ver si su efecto sobre la volatilidad del tipo de cambio es distinto en los países con OI.

Del trabajo empírico se pueden extraer dos conclusiones principales para América Latina. En primer lugar, y en línea con el resto de economías emergentes, el seguimiento de un esquema de OI parece implicar una volatilidad del tipo de cambio significativamente mayor que en países que no han adoptado este mecanismo de política en todo el período analizado. La segunda conclusión es que, aunque esta mayor volatilidad del tipo de cambio para los países de la región que siguen OI se mantiene tras el estallido de la crisis, solamente para este grupo de países de la región las intervenciones en los mercados cambiarios han resultado efectivas a la hora de atenuar el incremento de la volatilidad del tipo de cambio. En cambio, en aquellos países que no tienen OI las intervenciones cambiarias no parecen haber tenido un efecto significativo sobre la volatilidad del tipo de cambio.

Estos resultados parecen respaldar el comportamiento de los regímenes de objetivos de inflación flexible en América Latina, sugiriendo incluso que la intervención cambiaria en períodos de particular estrés financiero puede ser más efectiva en mitigar la volatilidad del tipo de cambio que otros esquemas de política monetaria. Queda por constatar que estos episodios de fuertes intervenciones en los mercados cambiarios no han menoscabado la credibilidad de los bancos centrales, si bien, tal como se analiza en el texto principal, no se ha observado un desanclaje de las expectativas de inflación en estos países.

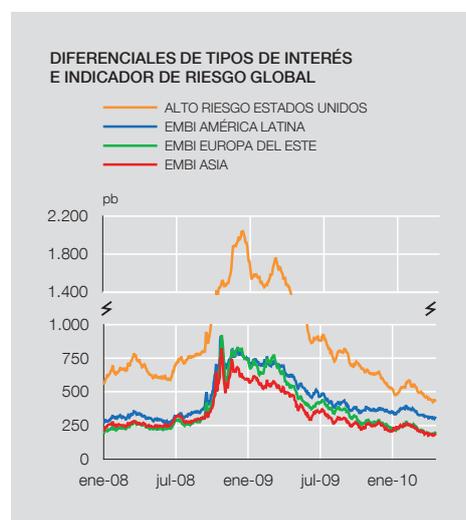
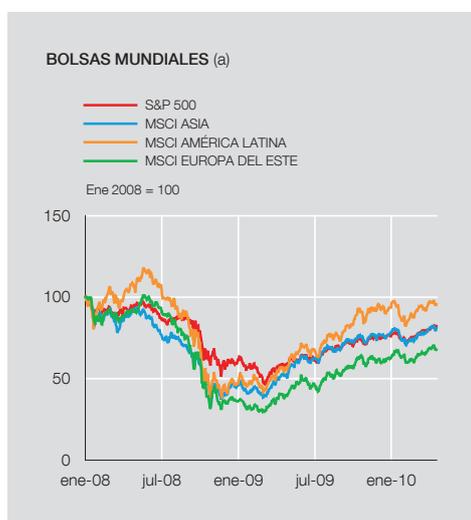
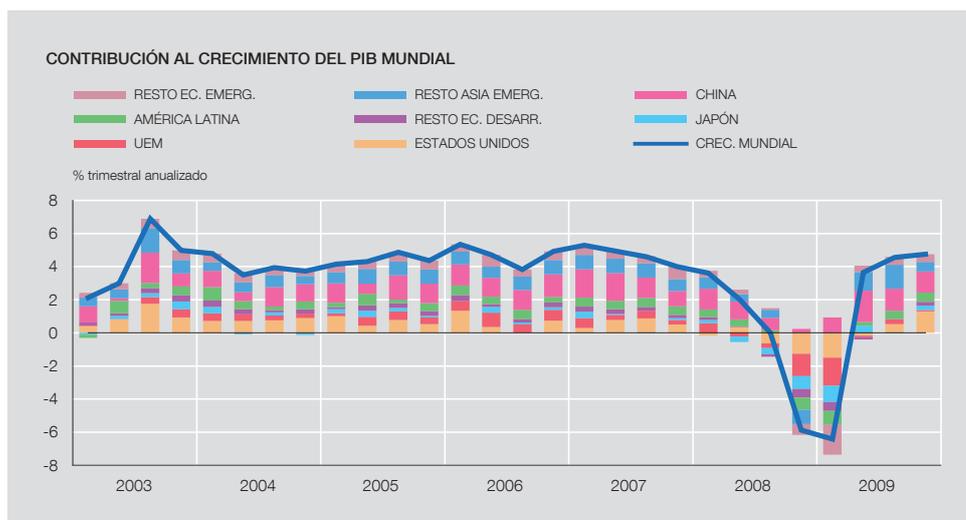
5. Se estudia una muestra que comprende los 18 países emergentes que, según el FMI, han adoptado OI formales y un grupo de control de 15 países que no han adoptado este mecanismo de política monetaria (de este grupo de control se excluyen países formalmente dolarizados o con tipo de cambio fijo). En este grupo de control aparecen los siguientes países latinoamericanos: Argentina, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica y Uruguay. Se analiza el período de 1995 a finales de 2009, así como la submuestra anterior y posterior al desencadenamiento de la crisis financiera que se fecha en el tercer trimestre de 2007. La variable que aproxima la volatilidad del tipo de cambio se calcula a partir de la volatilidad trimestral de los rendimientos diarios del tipo de cambio bilateral con el dólar. En las regresiones se añaden una serie de variables de control como la apertura comercial, la balanza de la cuenta corriente sobre PIB, el PIB per cápita y algunas medidas de volatilidad de variables financieras que aproximen factores de volatilidad global.

Desde mediados de 2009, la economía mundial creció a un ritmo superior al esperado, no lejos del crecimiento promedio de los años anteriores a la crisis —en el entorno del 4,5% trimestral anualizado—, sostenida por las medidas de apoyo público, la progresiva mejora de la confianza y el gradual restablecimiento de los flujos comerciales y financieros. No obstante, la fase de recuperación no se está extendiendo por igual a los diferentes países y áreas, estando muy sesgada hacia Asia. Esta región supuso más de tres cuartas partes del crecimiento mundial en la segunda mitad de 2009, siendo la única zona del mundo que creció en el conjunto de 2009 (véase gráfico 2). En el ámbito de las economías latinoamericanas, este sesgo asiático del crecimiento tendió a favorecer a aquellos países de América del Sur con mayor interrelación comercial con esta área del mundo. En cambio, perjudicó en términos relativos a países como México, más integrado comercialmente con Estados Unidos. Con todo, la recuperación de esta economía desde el cuarto trimestre de 2009 (cuando alcanzó un crecimiento del 5,6% en tasa trimestral anualizada) proporcionó también un impulso externo importante a la economía mexicana. Europa y Japón, por su parte, registraron tasas de crecimiento algo más moderadas que Estados Unidos a finales de 2009, mientras que Europa del Este experimentaba una caída de la actividad superior a la de América Latina, en el conjunto del año, lastrada por el ajuste del sobreendeudamiento del sector privado.

Los mercados financieros internacionales continuaron evolucionando favorablemente durante los últimos seis meses, si bien su comportamiento no ha estado exento de episodios de inestabilidad, sobre todo a comienzos de 2010, cuando se acentuaron las incertidumbres en torno a la situación fiscal de algunos países europeos. Este episodio resulta indicativo de los riesgos existentes a pesar de la recuperación, y pone de manifiesto las dificultades que pueden surgir en la retirada de los distintos estímulos monetarios, financieros y fiscales. Por ello, es posible que regiones relativamente integradas en los mercados internacionales en lo comercial y financiero, como las latinoamericanas, puedan verse afectadas por el ritmo y el modo en que se desarrollen dichas estrategias de salida.

En la segunda parte de 2009 y el comienzo de 2010, los principales bancos centrales mantuvieron sus tipos de interés oficiales en niveles cercanos a cero, si bien fueron retirando progresivamente las facilidades de provisión de liquidez de carácter extraordinario. Los tipos de interés a largo plazo aumentaron hasta el entorno del 3,9% en Estados Unidos, unos 40 puntos básicos (pb) en los seis últimos meses, lo que se puede interpretar, por un lado, como un movimiento de normalización frente a la fuerte huida de los inversores hacia activos seguros durante la crisis y, por otro lado, como respuesta al importante incremento en el volumen de emisiones soberanas que se está produciendo, ante los crecientes niveles de endeudamiento público. En cuanto a los mercados cambiarios, la mejora de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y la incertidumbre asociada a la posición fiscal de algunas economías europeas determinaron una apreciación del dólar frente al euro en los últimos meses, en torno al 13%.

Los mercados emergentes evolucionaron, en gran medida, en línea con los mercados globales, beneficiándose hasta el mes de enero de la recuperación del apetito por el riesgo, aunque no fueron inmunes a los episodios de inestabilidad. Los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, disminuyeron unos 85 pb, hasta el entorno de los 255 pb, lo que supone niveles mínimos desde mayo de 2008. Por tanto, la subida de los tipos a largo en Estados Unidos no implicó un encarecimiento directo de la financiación en las economías emergentes, donde los diferenciales soberanos descendieron más, compensando por completo dicho aumento. Por regiones, los EMBI de América Latina, Europa del Este y Asia descendieron prácticamente en paralelo, aunque en Europa del Este la evolución fue marginalmente más favorable (una caída de unos 90 pb), tras las severas dificultades en el año



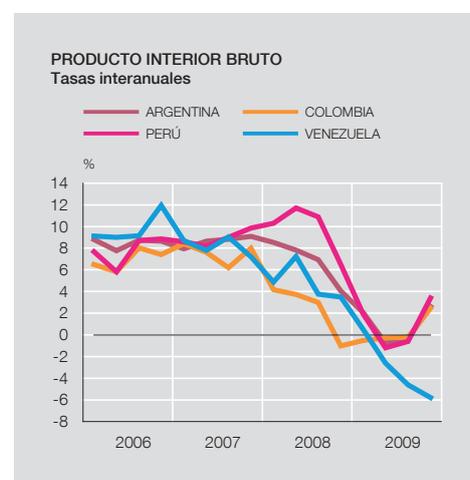
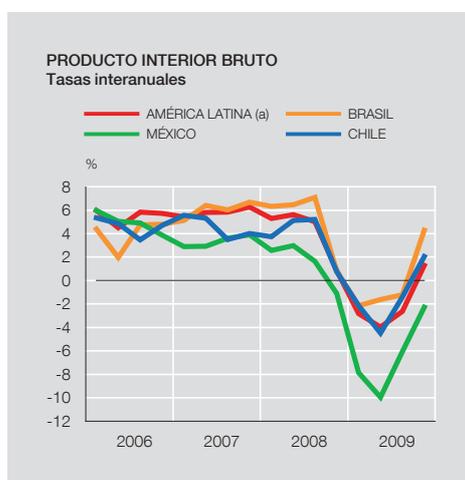
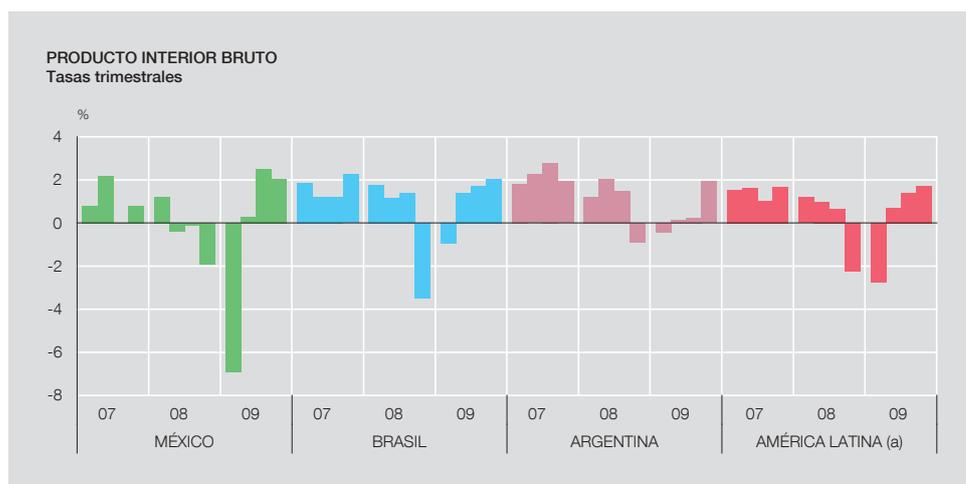
FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.

anterior. Las bolsas, aproximadas por los índices MSCI en dólares, también registraron ganancias similares a las de las economías desarrolladas (en torno a un 6%, en los últimos seis meses). Tanto el índice latinoamericano como el asiático se encuentran cerca de los máximos de 2008, previos a la crisis, mientras que el de Europa del Este se sitúa aún por debajo. A pesar del fortalecimiento del dólar frente a otras divisas principales (euro, libra, yen), muchas divisas emergentes — con la notable excepción del renminbi chino — tendieron a su vez a apreciarse frente a la divisa estadounidense.

### Actividad y demanda

Los incipientes signos de recuperación de la actividad que se observaron en América Latina a partir del segundo trimestre se confirmaron y se generalizaron al conjunto de la región durante el segundo semestre de 2009, con la excepción de Venezuela. En tasas trimestrales, la actividad repuntó un 1,5% en el tercer trimestre y un 1,7% en el cuarto, ritmos suficientes como para permitir un retorno del crecimiento en tasa interanual a final de año (del 1,3%), desde el mínimo del -4% del segundo trimestre (véase gráfico 3). Con todo, en el conjunto de 2009 se produjo una importante caída de la actividad, del 2,1%, de la que México explica casi el 90%.

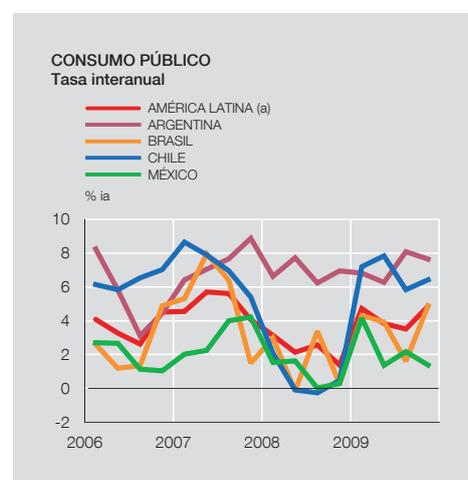
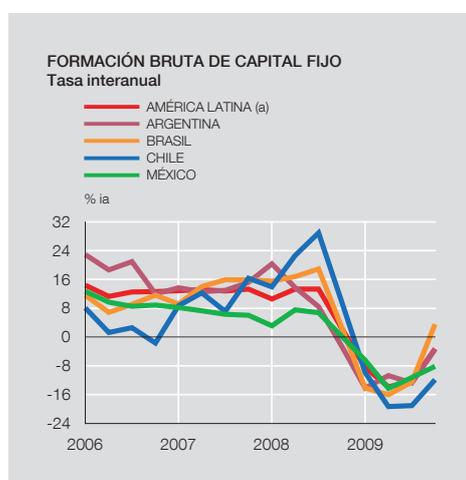
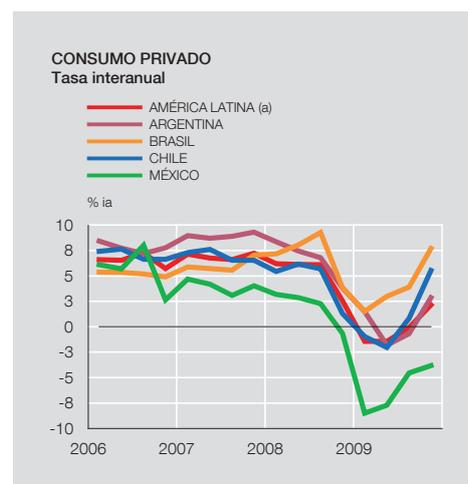


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

Por componentes de demanda, el descenso del PIB en el área se debió principalmente a una caída del 10,5% de la formación bruta de capital y, en menor medida, al descenso del consumo privado (-0,3%). La demanda externa, en cambio, contribuyó positivamente al crecimiento —por el desplome de las importaciones y, en menor medida, de las exportaciones—, mientras que el consumo público (4,6%) fue el único componente de la demanda interna que creció en 2009.

A partir del cuarto trimestre la recuperación tomó impulso, mostrándose particularmente robusta en Brasil (4,3% interanual) y Perú (3,4%), seguidos de Chile, Colombia y Argentina (en torno al 2%). Por el contrario, México y Venezuela se habrían mantenido a finales de año en tasas negativas de crecimiento interanual, si bien las tasas intertrimestrales (recogidas en el gráfico 3) muestran a México creciendo a ritmos similares a los de Brasil en los dos últimos trimestres del año pasado. En términos de composición, aunque en el cuarto trimestre la demanda externa supuso la principal contribución al crecimiento, en términos interanuales la demanda interna redujo de forma importante su aportación negativa, ya que tanto el consumo privado como el público contribuyeron positivamente al crecimiento, mientras que la formación bruta de capital y los inventarios redujeron su intensa contracción de trimestres previos (véase gráfico 4). Todo ello apunta a un cambio en la composición del crecimiento hacia la

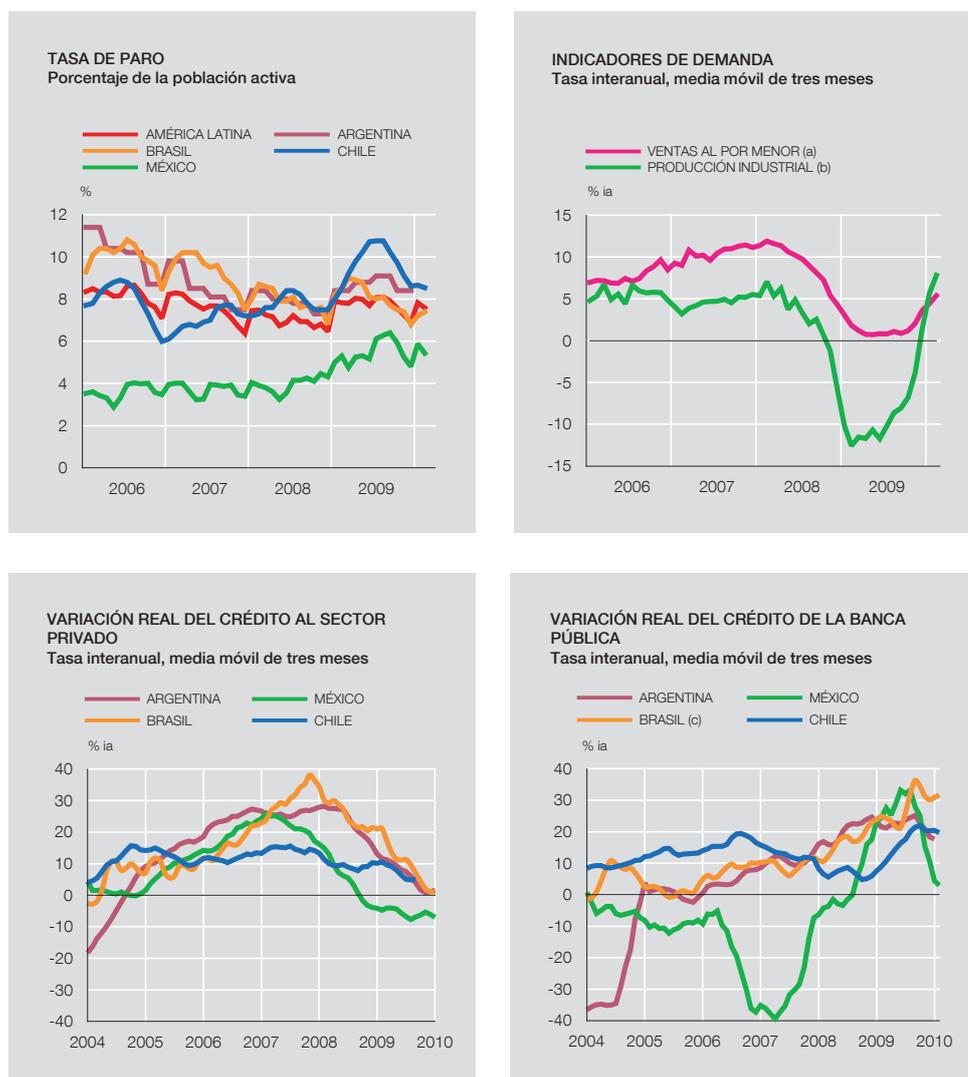


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

demanda interna, que resulta más evidente en las tasas intertrimestrales, donde el signo de las aportaciones ya ha cambiado.

El consumo privado recuperó tasas de crecimiento positivas (2% interanual en el cuarto trimestre), recuperación que fue, además, relativamente generalizada por países (con las excepciones de México, Colombia y Venezuela), si bien las diferentes condiciones de financiación y de los mercados laborales explican algunas divergencias. En particular, la relativa resistencia del mercado laboral en el conjunto de la región, donde la tasa de paro aumentó relativamente poco durante la crisis (unos 2 pp) y se estabilizó en torno al 8% de la población activa, y la aportación de la banca pública al sostenimiento del crédito al sector privado en algunos países (sobre todo en Brasil, donde mantiene una importante cuota de mercado, pero también en Chile y Argentina) sirvieron como soporte al consumo privado. En este sentido, aunque no se observa aún una nítida recuperación del crédito, este ha tendido a estabilizarse en los últimos meses tras la fuerte desaceleración registrada en 2008 y 2009 (véase gráfico 5); de no ser por el papel de la banca pública, el crédito al sector privado, medido en términos reales, estaría cayendo probablemente en muchos países. El crecimiento del consumo privado ha sido particularmente significativo en Brasil (un 7,7% interanual en el cuarto trimestre), impulsado por la resistencia del empleo ante la

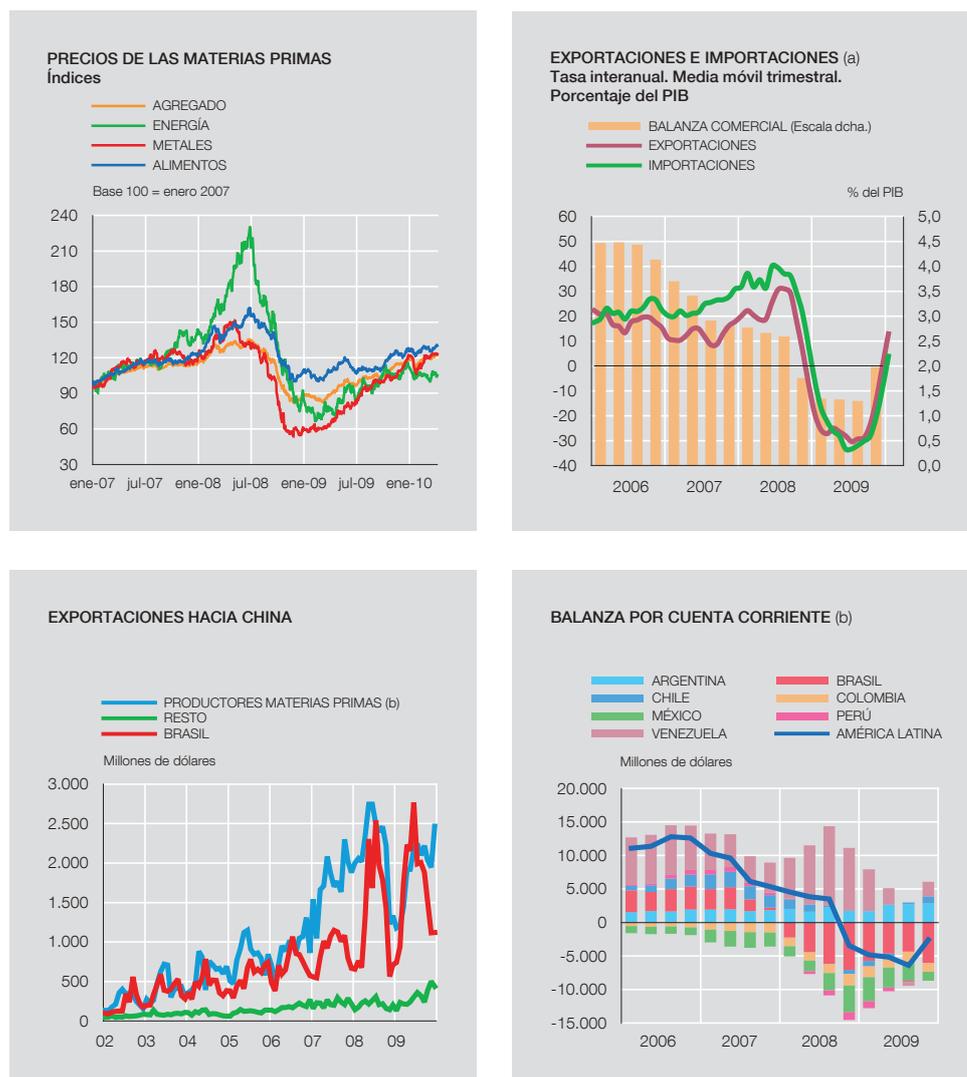


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- b. Ocho mayores economías.
- c. A través de BNDES.

crisis (la tasa de paro cerró el año en un 6,8% en diciembre, mínimo histórico a pesar de la recesión) y por la mejora de las condiciones de financiación, apoyadas en la banca pública y el descenso de los costes de financiación en los mercados. En el extremo opuesto, el consumo privado cayó un 6,8% interanual en Venezuela, a lo que contribuyó el limitado acceso a la financiación en dólares de las empresas y la depreciación del tipo de cambio paralelo del bolívar. En México, el consumo privado cayó un 3,8% en el cuarto trimestre, por la debilidad del mercado de trabajo, por la continuada contracción del crédito al consumo (-20% interanual) y, de modo destacado, por el descenso de las remesas (que se sitúan en el mínimo de los seis últimos años).

Sin embargo, quizá el aspecto más notable de la evolución reciente de las cuentas nacionales haya sido la reactivación de la inversión. Después de haberse estabilizado en tasas negativas de dos dígitos en el segundo y tercer trimestres, la formación bruta de capital ha mostrado una cierta recuperación, terminando el año en tasas interanuales negativas mucho más mo-



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.  
b. Media móvil de cuatro trimestres.

deradas, en torno al -3%, aunque en algunos países, como Brasil, son ya positivas. En este sentido, factores como la recuperación de los precios de las materias primas (un 35% desde los mínimos de diciembre de 2008, aunque se sitúan todavía un 25% por debajo de los máximos), del comercio mundial, y los flujos de financiación exterior han contribuido a mejorar las perspectivas para la inversión e incluso a desbloquear planes que se vieron interrumpidos por la crisis. Por otra parte, el consumo público siguió creciendo en el cuarto trimestre (4,3% interanual), alcanzando tasas especialmente elevadas en Argentina y Chile.

Desde el punto de vista del sector exterior, el hecho más destacado ha sido el retorno a un superávit comercial, hasta el 2% del PIB de la región en 2009 (véase gráfico 6). El superávit comercial fue récord en 2009 en Argentina y Colombia y se mantuvo en Brasil; en México, el déficit se redujo. En Venezuela se redujo sustancialmente el superávit comercial del año, aunque la recuperación de los precios del petróleo contribuyó a cierta mejoría en los últimos trimestres. Tanto importaciones como exportaciones llegaron a caer en valor a tasas interanuales cercanas al -30% a mediados de 2009, y seguían manteniendo tasas negativas a finales de

ese año. No obstante, a comienzos de 2010 se ha observado en el conjunto de la región una apreciable recuperación de las exportaciones, hacia tasas de crecimiento del 10%, superior a la de las importaciones y en línea con la evolución de la demanda mundial. La recuperación de las exportaciones fue especialmente dinámica en los países exportadores de materias primas de América del Sur (Argentina, Chile y Perú), en los que las exportaciones a China (particularmente de metales y productos agrarios) suponen más de un 12% del total. En cambio, en México, aunque el sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento, la demanda externa solo comenzó a reactivarse hacia el último trimestre del año, con la recuperación de la economía americana con la que está muy integrado. En este contexto, la balanza por cuenta corriente se ha mantenido prácticamente en equilibrio (-0,1% del PIB en 2009), aunque con importantes diferencias por países. Así, el déficit corriente tendió a ampliarse en Brasil en el segundo semestre, hasta un -1,5%, ante el deterioro de las balanzas de rentas y servicios. México y Colombia registraron también déficit por cuenta corriente a finales de 2009 (-0,6% y -2,8%, respectivamente), mientras que Argentina, Chile, Perú y Venezuela han mantenido superávit (que en este último país se ha reducido significativamente).

Finalmente, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el dinamismo de la economía se habría intensificado, o al menos, mantenido, a comienzos de 2010. La producción industrial se ha recuperado hacia tasas superiores al 5% interanual, similares a las registradas en el período 2006-2008, antes de la crisis, y han aumentado la utilización de la capacidad, los indicadores de confianza y las ventas al por menor.

### ***Mercados financieros y financiación exterior***

Los mercados financieros en América Latina consolidaron durante los seis últimos meses la recuperación iniciada en el mes de marzo de 2009, aunque fueron afectados de modo transitorio por los episodios de volatilidad global que tuvieron lugar primero en diciembre, con la renegociación de la deuda de un fondo de Dubai, y posteriormente, a comienzos de 2010, con el aumento de la percepción de riesgo soberano en algunos países de Europa, en particular, Grecia. Asimismo, se produjeron también episodios de inestabilidad específicos en algunos países de la región (concretamente, Venezuela y Argentina), que se tradujeron en una mayor volatilidad de los precios de los activos en estos mercados.

En este contexto, los flujos de capital se recuperaron con fuerza a finales de 2009, al igual que lo hicieron las emisiones en mercados internacionales tanto privadas como públicas (46 mm de dólares, el cuádruple que en la primera mitad de año). Sin embargo, en el conjunto del año los flujos netos de capital privado (41 mm de dólares, según el FMI) fueron inferiores a los de 2008 (véase gráfico 7), ya que el resurgimiento de los flujos oficiales maquilló la cifra total. La inversión extranjera directa siguió siendo el principal flujo de capital hacia la región (en torno a los 70 mm de dólares), aunque se desaceleró marcadamente (véase recuadro 2), mientras que las entradas de flujos de cartera volvieron a terreno positivo en 2009, tras la caída del año anterior. Por último, los flujos bancarios (incluidos en «otros flujos», en el gráfico 7) registraron una caída cercana a los 60 mm de dólares, mayor que el año anterior.

Los tipos de cambio de las principales divisas latinoamericanas mantuvieron en general una tendencia a la apreciación, si bien esta fue mucho menos pronunciada que la experimentada de marzo a septiembre del año pasado (véase gráfico 8). El real brasileño, el peso chileno y el peso colombiano se situaron en este período en niveles relativamente apreciados, solo en torno a un 10% inferiores a los máximos alcanzados a comienzos de 2008, antes de que la crisis se extendiera a las economías emergentes. La tendencia a la apreciación fue especialmente intensa hacia el mes de octubre, lo que fue contrarrestado por fuertes compras de reservas por parte de los bancos centrales, junto con la aplicación de medidas de corte prudencial y algunos controles de capital (véase cuadro 2). Entre ellos, particularmente rese-



En este recuadro se describe la evolución reciente de los flujos de inversión de España en América Latina<sup>1</sup>, poniendo especial énfasis en el comportamiento de la inversión directa (IED) como principal flujo de financiación a la región. Para ello, se utilizan los datos del Banco de España de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional (PII) desde 1999 hasta el último período publicado<sup>2</sup>. En todos los casos, se analizan los datos de IED activa neta, es decir, las inversiones de residentes en el exterior menos las desinversiones.

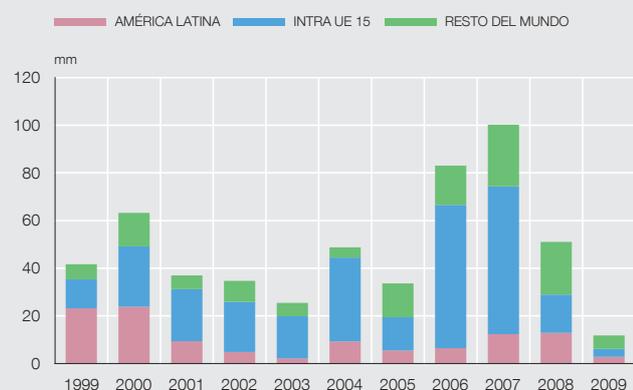
En los dos últimos años han tenido lugar importantes cambios tanto en términos de volumen como de composición en los flujos de inversión directa de España en el exterior, en paralelo con la reduc-

ción observada en los flujos de IED globales, a los que América Latina no ha sido ajena. La inversión directa de España en el exterior alcanzó un máximo en el año 2007, superando los 100 mm de euros. Sin embargo, durante 2008 y 2009 se produjo, en el contexto de la crisis financiera internacional, un marcado descenso de estos flujos, de prácticamente un 70%, tomando el promedio de los dos años respecto al máximo alcanzado en 2007, hasta situarse ligeramente por debajo de la media de la última década (31 mm de euros). Esta caída es consecuencia fundamentalmente de una disminución de la inversión dentro de la Unión Europea y, en menor medida, de la inversión al resto del mundo, como se observa en el gráfico 1. Las principales causas de esta evolución reciente son comunes, en gran medida, a la mayoría de los países: las restricciones de financiación en los mercados internacionales ya patentes desde el verano de 2007, el elevado endeudamiento de la sociedades no financieras, el agravamiento de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008, y el proceso de ajuste de la economía española.

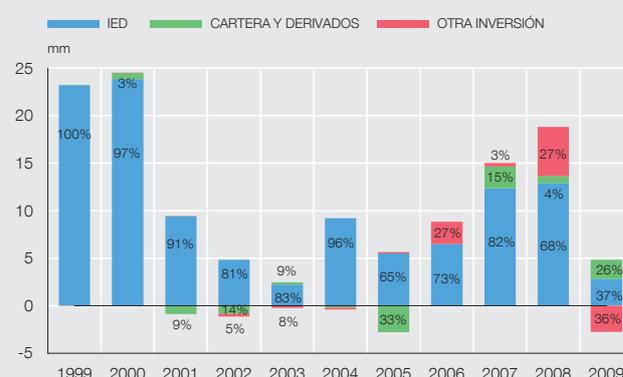
En cambio, en contraste con la caída que la IED española hacia el exterior registró durante este período, la inversión directa hacia América Latina resistió inicialmente algo mejor, pues se mantuvo en 2008

1. A lo largo del recuadro, salvo otra especificación, se utilizará el agregado de las siete economías más importantes de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela), que supusieron el 88% de la inversión directa de España en América Latina en 2009. 2. En el caso de la balanza de pagos hasta diciembre de 2009 y para los datos de la PII hasta el cuarto trimestre de 2009. La desagregación geográfica para los años 2007-2009 es aún una estimación preliminar. Una revisión de los datos será publicada en la *Monografía Anual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, 2009*, en el próximo mes de junio.

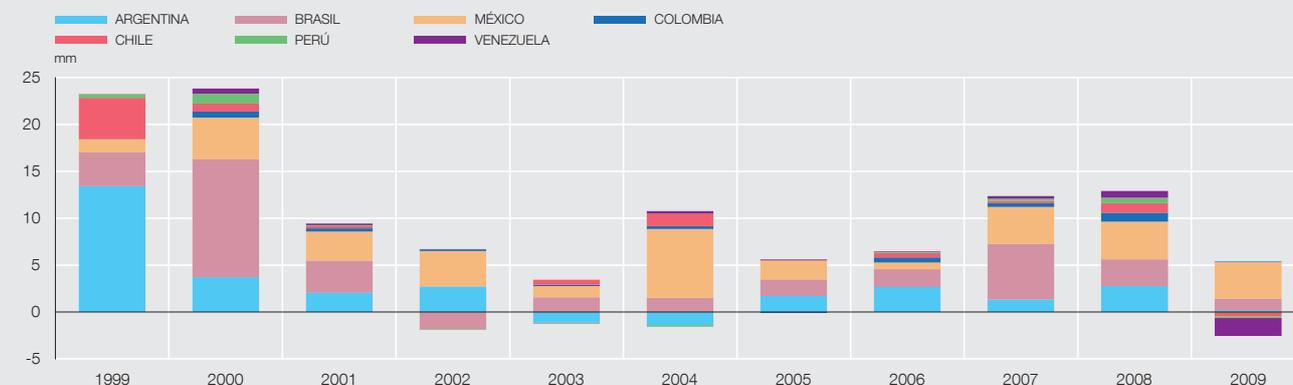
1 IED NETA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR POR REGIONES



2 FLUJOS FINANCIEROS DE ESPAÑA A LATINOAMÉRICA POR COMPONENTES (a)



3 IED DE ESPAÑA EN LATINOAMÉRICA POR PAÍSES



FUENTES: Balanza de Pagos, UNCTAD, Bureau of Economic Analysis y Banco de España.

a. Excluido Banco de España.

en niveles similares a los de 2007, en torno a 13 mm de euros, máximos desde el año 2001. Esta evolución está en línea con el comportamiento de la inversión extranjera directa mundial hacia América Latina en 2008 —que también alcanzó niveles récord en dicho año<sup>3</sup>—, lo que se ha atribuido en parte a la resistencia mostrada por el crecimiento económico en estos países el primer año de crisis, al mantenimiento de elevados precios de las materias primas durante buena parte de 2008, y probablemente también a la inercia característica en las decisiones de inversión exterior, que fueron tomadas en la época de auge previa a la crisis.

En el año 2009, sin embargo, se ha producido un fuerte descenso de la inversión directa de España en América Latina, que se ha situado en los 2,8 mm de euros. Este descenso obedecería tanto al deterioro del crecimiento y la inversión en España y en América Latina, como al endurecimiento de las condiciones de financiación en un contexto de mayor incertidumbre, además de algunos factores específicos. El nivel alcanzado es similar al del año 2003, que supuso el mínimo de la década tras las crisis latinoamericanas de comienzos de siglo, a pesar de lo cual la inversión directa hacia América Latina ha seguido representando una parte importante de la inversión directa en el exterior de España (un 25% en el promedio de 2008-2009), y se ha mantenido como el componente más estable de la cuenta financiera (véase gráfico 2). Además, la posición de inversión internacional en América Latina, en la que influyen no solo los flujos de inversión directa, sino también, entre otros, los efectos de valoración por tipo de cambio o de variación en los precios de los activos, aumentó a finales de 2009 hasta el 27% (120 mm de euros) de la posición total de inversión de España, ocupando Brasil, Argentina y México el segundo, sexto y séptimo lugar en la clasificación total de países, lo que subraya el mantenimiento de una sólida presencia en estos países.

3. 128 mm de dólares según la CEPAL (2009), «La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2008» y 92,2 mm de dólares según el FMI (2010), *World Economic Outlook*, abril de 2010.

La desagregación de la inversión directa por países en los últimos años permite ilustrar un comportamiento diferenciado en esta visión regional (véase gráfico 3). Así, mientras que en 2008 la inversión directa experimentó un ligero aumento respecto a 2007 en la mayoría de los países latinoamericanos (con la excepción de Brasil, donde la inversión directa creció menos que en 2007), en 2009 la inversión se desaceleró en todos, a excepción de México, donde se mantuvo; en Venezuela, por su parte, se produjeron desinversiones notables (por valor de 2 mm de euros). Estas desinversiones están muy influidas por la venta de participaciones de empresas españolas en compañías venezolanas, en el contexto del programa de nacionalizaciones que este país lleva a cabo desde 2008. También se produjeron desinversiones, aunque de carácter muy reducido, en Chile y Perú. Así, si excluyéramos el efecto de Venezuela, la inversión directa española hacia América Latina en 2009 se situaría en torno al 65% de la realizada en media de la última década. En el resto de países, cabe destacar que, tanto en volumen absoluto como en proporción a su PIB y al total de la inversión extranjera directa recibida de España, la mayor inversión directa en 2009 se dirigió a Brasil y México. Ello contrasta con la evolución seguida hasta 2005, donde Chile y Argentina tenían mayor peso relativo<sup>4</sup>.

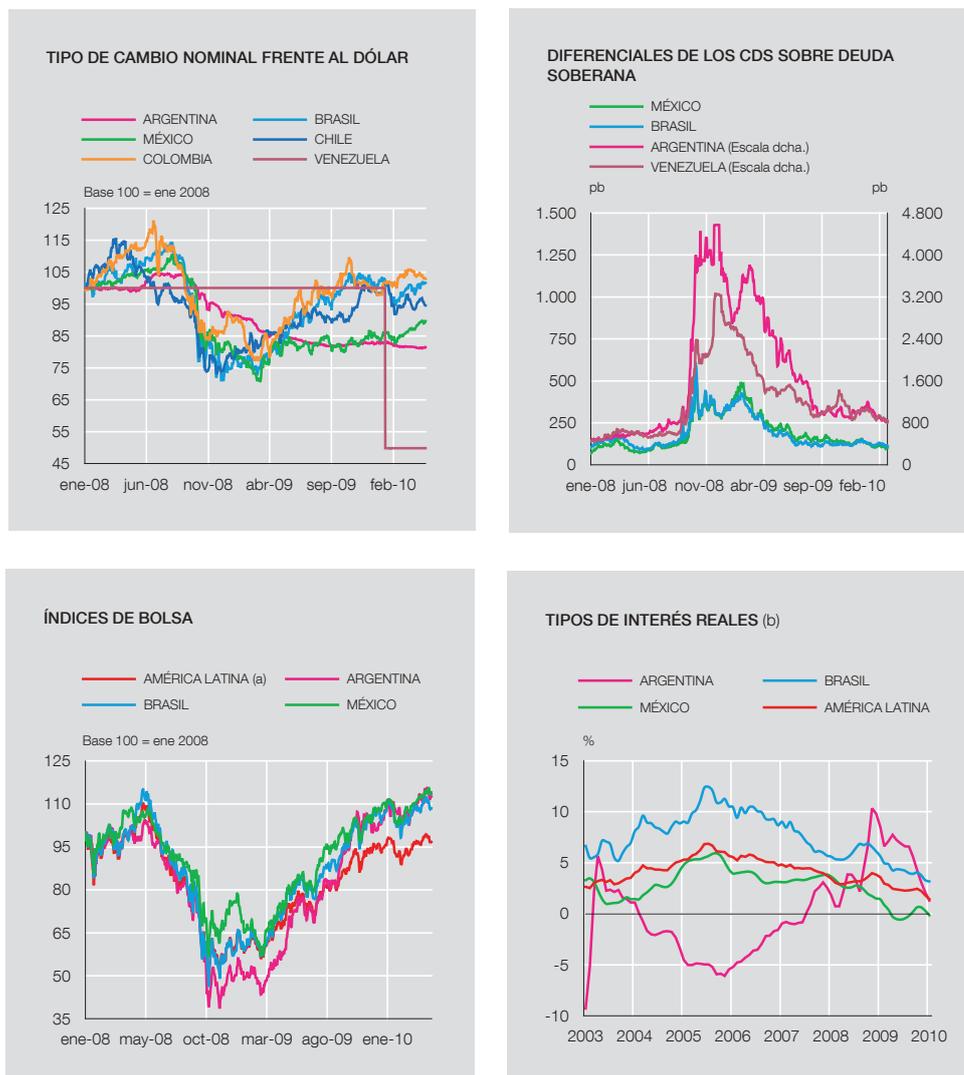
Finalmente, el elevado peso de la inversión en sectores como el de servicios financieros, telecomunicaciones y servicios públicos en el total de la inversión directa de España en América Latina hace que esta inversión esté ligada fundamentalmente al ciclo económico y a las perspectivas de crecimiento de la demanda interna en la región, aunque lógicamente también se vean influidas por la situación de la economía española. En este sentido, las perspectivas para 2010 se configuran como más positivas.

4. Véase Enrique Alberola y Juan Carlos Berganza (2008), «Una evolución cuantitativa y cualitativa de la IED española en América Latina en 1996-2005», en R. Casilda (ed.), *Globalización, inversiones y multinacionales españolas en América Latina: huellas y perspectivas*, pp. 319-338.

Los diferenciales soberanos medidos por el EMBI oscilaron en un rango relativamente estrecho, entre los 300 pb y los 375 pb durante todo el período, tras el fuerte descenso que habían registrado en el período de marzo-septiembre. La tendencia fue a la reducción, con un repunte de 75 pb en enero —relacionado con las dificultades en Grecia—, que posteriormente revirtió por completo. Por su parte, como factores específicos, cabe destacar la mayor volatilidad del EMBI y el CDS soberano en Argentina y Venezuela. En Argentina, el CDS soberano repuntó a finales de enero por encima de los 1.200 pb por el aumento de la incertidumbre institucional, para volver a reducirse hacia los mínimos al final del período, en un contexto de mejoría general de los mercados y perspectivas de resolución del canje con los *holdouts*, cuyas condiciones se hicieron públicas a mediados de abril (véase sección «Evolución económica por países»). En Venezuela, el CDS llegó a repuntar hasta 1.400 pb antes de final de año, coincidiendo con el cierre de bancos y la aparición de problemas energéticos, pero tendió a reducirse hacia el entorno de los 800 pb tras la devaluación a comienzos de año. Esta reducción podría reflejar, entre otros factores, que la devaluación mejora los

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS Y TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR**  
Puntos básicos, índices y nivel

GRÁFICO 8



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.  
b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

ingresos en bolívares del sector público y, por tanto, la solvencia de este. En el resto de los países, los CDS fluctuaron con tendencia a la reducción, salvo en los momentos de mayor tensión en los mercados internacionales. En México, la reducción del CDS y el estrechamiento frente a Brasil tuvo lugar a pesar de que dos agencias redujeran la calificación de su deuda en noviembre y diciembre, argumentando una insuficiente reforma fiscal. En sentido contrario, en diciembre Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana de Perú hasta grado de inversión. Finalmente, el seísmo registrado en Chile a finales de febrero de 2010 provocó un aumento del CDS soberano, que, aun así, sigue siendo el menor de la región, en torno a 70 pb.

En cuanto a las bolsas, el índice regional de América Latina saldó el período con ganancias en torno al 5% en moneda local, y parecido en dólares, lo que implica un movimiento similar al de Asia Emergente y al del promedio de países desarrollados, aunque muy inferior al registrado en el semestre anterior. Por países, todas las bolsas de la región han registrado ganancia

MEDIDA	DESCRIPCIÓN	PAÍS (a) (en uso actualmente o en el pasado)
Medidas para desincentivar las entradas de capital de corto plazo (controles de capital)	Encajes bancarios sobre depósitos o deuda tomada en el exterior	AR, CO*, CL, PE*
	Período mínimo de tenencia para inversiones extranjeras	AR, CL, CO*
	Impuestos sobre flujos de entrada de cartera	BR*
	Impuestos sobre beneficios de operaciones con derivados	PE*
Provisiones	Provisiones dinámicas	CO*, PE*
Coeficiente de caja bancario	Mayores coeficientes durante períodos de fuertes entradas de capital y menores en períodos de salidas	BR*, CO*, PE*
	Coeficientes más altos para depósitos en moneda extranjera que en moneda nacional	AR (pre-OCT 08), PE*
Desequilibrios por tipo de moneda	Límites a la posición neta en moneda extranjera como porcentaje del patrimonio neto	CO, AR, BR, CL, PE
	Límites a la posición neta de contado y en derivados en moneda extranjera como porcentaje del patrimonio neto	CO*

FUENTE: Banco de España.

\* Medidas tomadas desde el año 2006 en adelante.

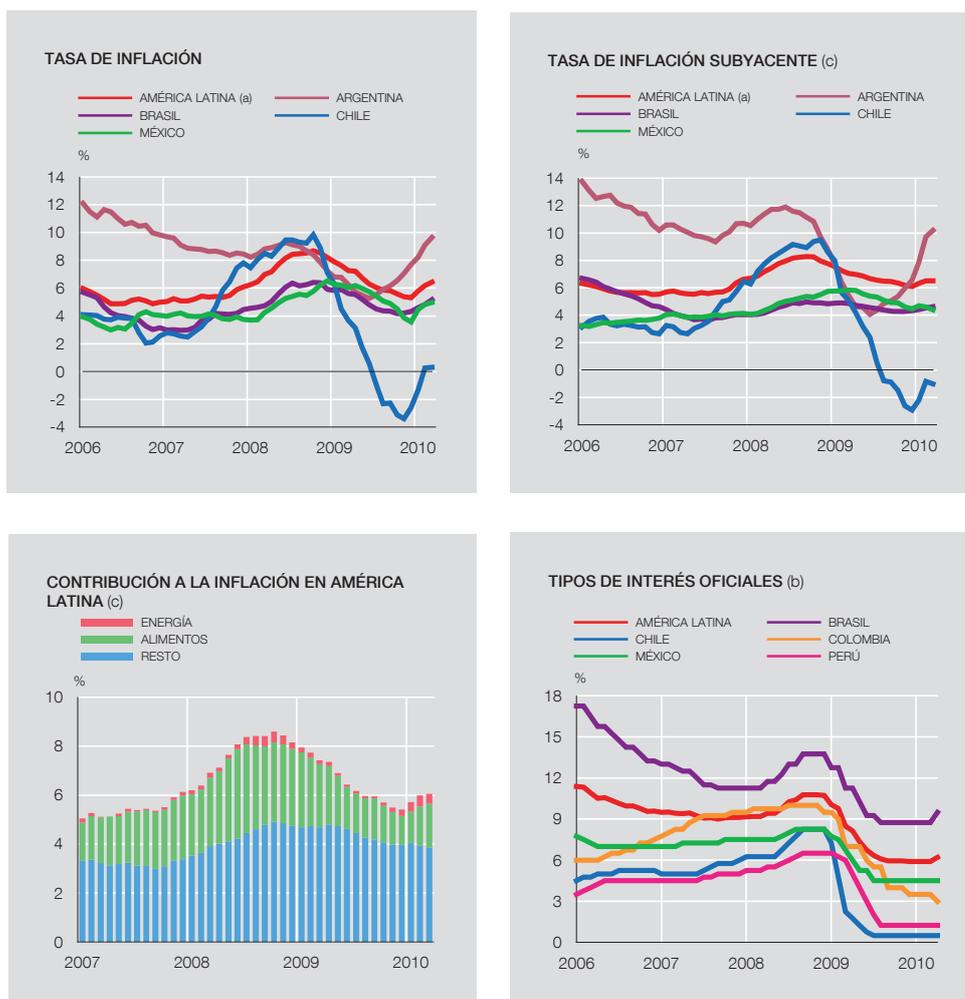
a. AR: Argentina, BR: Brasil, CL: Chile, CO: Colombia y PE: Perú.

cias —en torno al 10%—, salvo la de Perú —que se ha mantenido en niveles similares a los del inicio del semestre—, aunque fue la bolsa con mayor revalorización en 2009, doblando su índice.

### **Precios y políticas macroeconómicas**

La inflación en el conjunto de la región comenzó a repuntar a finales de 2009 desde tasas ligeramente superiores al 5%, tras agotarse el recorrido a la baja iniciado un año antes (véase gráfico 9). En América Latina, el proceso de desinflación de 2009 vino explicado en su mayor parte por la evolución de los precios de los alimentos (en particular, por la reversión del efecto base del alza de 2008), mientras que la inflación subyacente oficial, aunque se moderó, lo hizo en menor medida, a pesar de la apertura de brechas de producción considerables en varios países. En todo caso, dicha moderación en el crecimiento de los precios favoreció una mejora de las expectativas y permitió que la inflación se situara por debajo de los objetivos oficiales de los bancos centrales, hasta el punto de que en Chile y Colombia y Perú esto supuso quedarse por debajo del límite objetivo mínimo (véase cuadro 3). Brasil y México cumplieron los objetivos, aunque la inflación se situara en el rango superior de la banda.

Entre diciembre de 2009 y marzo de 2010, sin embargo, los precios de consumo repuntaron hasta el 6,5% interanual en el agregado de la región. A nivel regional, este repunte se explica a partes iguales por los alimentos y la energía (que habían llegado a situarse en tasas interanuales muy bajas, inferiores al 1,5% y 0,5%, respectivamente), además de algunos factores puntuales, como elevaciones de impuestos y precios administrados en algunos países. Así, aunque existen importantes diferencias por países (véase sección «Evolución económica por países») y el componente subyacente —calculado a partir de los índices de precios nacionales, restando de forma homogénea los índices de alimentos y energía— se ha mantenido relativamente estable en tasas próximas al 4% (véase gráfico 9), el reciente aumento de los



FUENTE: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Agregado de las siete principales economías.
- b. Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.
- c. Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía

precios ha venido acompañado de un moderado pero constante aumento de las expectativas de inflación medidas por las encuestas desde finales de 2009.

En este contexto, las políticas monetarias se mantuvieron extraordinariamente laxas durante todo el año pasado. No obstante, dada la recuperación de la actividad, el progresivo cierre de las brechas de producto en algunas economías, el sesgo relativamente expansivo que en general mantienen aún las políticas fiscales, la sensibilidad de la inflación a los precios de las materias primas y el repunte de la misma, algunos países han comenzado a deshacer las medidas expansivas de política monetaria, alguna de carácter extraordinario, aplicadas durante la crisis. Así, por ejemplo, Brasil anunció en febrero que revertiría progresivamente la mayor parte de la reducción de los encajes bancarios efectuada durante la crisis, lo que supone un importante drenaje de liquidez y subió el tipo de interés oficial en 75 pb, hasta el 9,50% a finales de abril. En cambio, se ha vuelto a dotar de recursos al banco público BNDES, y el tipo de interés de este, al que se financian muchas grandes empresas, se ha mantenido en un nivel históricamente bajo del 6%. Chile anunció en noviembre que retiraría gradualmente la facilidad extraordinaria de liquidez a plazo antes de mayo. Por su parte, las líneas de swap de Brasil y México con la Reserva Federal no se renovaron

	2009			2010		2011	
	Objetivo	dic-09	Cumplimiento	Objetivo	Expectativas (a)	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	4,3	Sí	4,5 ± 2	4,8	4,5 ± 2	4,7
México	3 ± 1	3,6	Sí	3 ± 1	5,2	3 ± 1	3,9
Chile	3 ± 1	-2,6	No	3 ± 1	3,7	3 ± 1	3,2
Colombia	4,5 a 5,5	2,0	No	3 ± 1	3,8	3 ± 1	3,8
Perú	2 ± 1	0,3	No	2 ± 1	2,2	2 ± 1	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecast*.

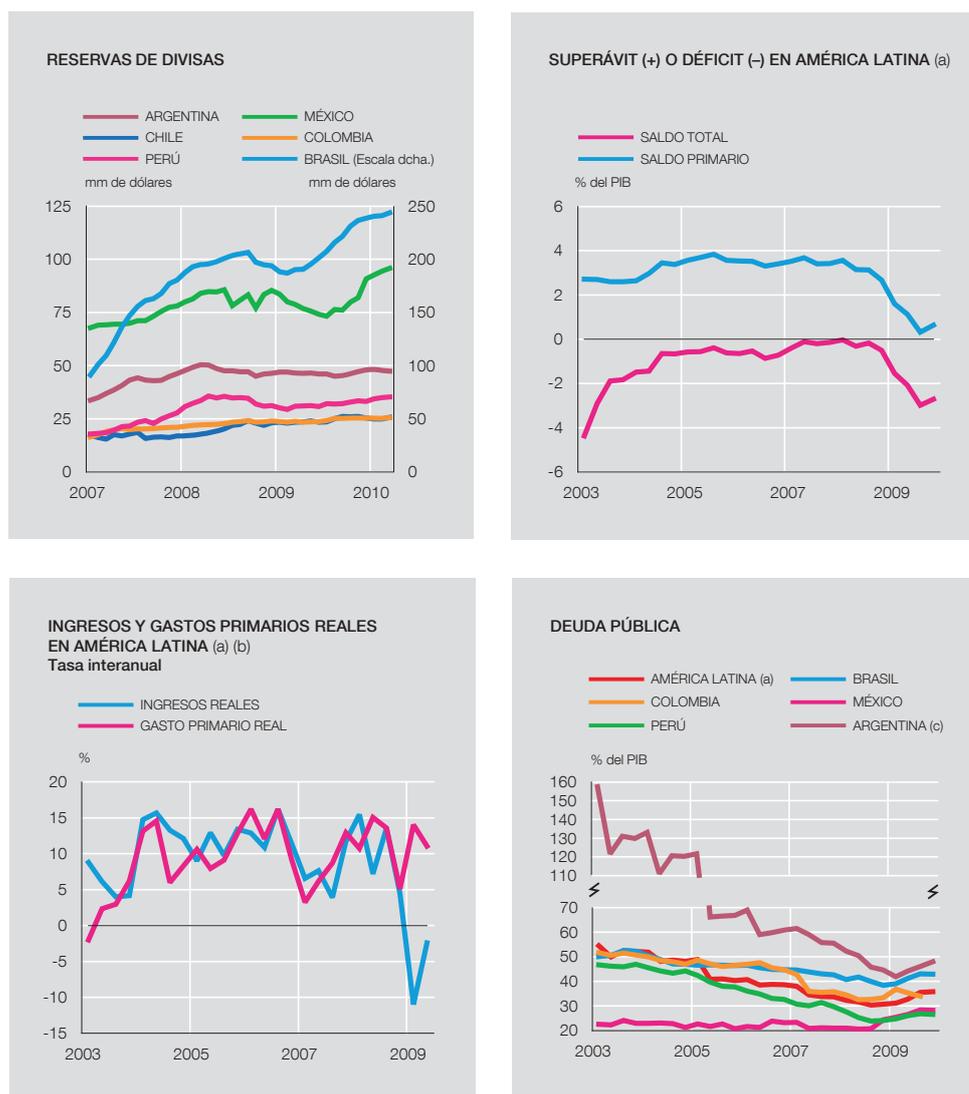
a. *Consensus Forecasts* de marzo de 2010.

a su vencimiento en febrero, lo que puede interpretarse también en la misma clave de retirada de medidas excepcionales y normalización del funcionamiento de los mercados.

Los mercados financieros anticipan que algunos bancos centrales de la región (entre ellos, notablemente Brasil) revertirán progresivamente las intensas bajadas de tipos instrumentadas durante la crisis, pudiendo complementarlas con medidas alternativas, como los coeficientes de caja. La situación no es, sin embargo, homogénea. El mantenimiento de brechas de producto amplias (México), la naturaleza transitoria de los *shocks* recibidos (Chile, Colombia) u otras consideraciones (Venezuela, Argentina) hacen pensar que el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales no comenzará de forma simultánea en todos los países y que en algunos de ellos podría dilatarse en el tiempo; de hecho, Colombia bajó nuevamente sus tipos de interés oficial hasta el 3% a finales de abril.

Una segunda consideración respecto al posible endurecimiento de la política monetaria es la de si, en un contexto como el actual de recuperación de los flujos de capital, la gestión de los tipos de interés podría enfrentarse de nuevo al dilema de acentuar las presiones apreciatorias que se han intentado evitar, sobre todo a la vista de las perspectivas de mantenimiento de una elevada liquidez en los países desarrollados. En este sentido, aunque solo algunos países (Brasil, Perú) han limitado la entrada de flujos con determinados controles de capital, la mayoría ha optado por acumular reservas por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis (véase gráfico 10). Ratios de idoneidad tradicionales (como la proporción sobre importaciones o sobre la deuda externa a corto plazo), pero también otras más exigentes, muestran que las reservas se sitúan ya, en general, en niveles muy elevados (véase cuadro 4).

Todo ello plantea una discusión sobre la capacidad del FMI de sustituir a la acumulación individual de reservas como mecanismo de seguro frente a eventuales crisis. Reconociéndose, en general, que la acumulación de reservas como mecanismo de aseguramiento es costosa y poco eficiente, y que genera crecientes distorsiones, los países que acumulan señalan como principales ventajas la autonomía respecto a su uso, la constatación de que durante una crisis el volumen de reservas necesario para dar confianza y evitar una huida de capitales es mucho mayor de lo que indican las ratios de idoneidad habituales, y, por todo ello, la necesidad de mantener márgenes muy amplios (incluso como para reemplazar por completo la salida de flujos de capital durante un tiempo). Además, algunos consideran que la acumulación obedece también a un segundo objetivo, que es el de moderar una excesiva volatilidad (y/o apreciación) del tipo de cambio, algo que no se consigue con el recurso al FMI. Frente a esta valoración, consideran que las características de los instrumentos alternativos multilaterales, como la Línea de Crédito Flexible del FMI (FCL, por sus siglas en inglés), su corto plazo, la magnitud del importe que se consideraría necesario en algunos paí-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Siete mayores economías.
- b. Deflactado por el IPC.
- c. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005.

ses, y su imperfecta sustituibilidad respecto a las reservas a los ojos de las agencias de *rating* pueden no ser suficientes. Por todo ello, líneas como la FCL son valoradas como útiles, si bien se considera que tienen un carácter complementario y los países parecen seguir mostrando una preferencia por el autoaseguramiento. En este sentido, países como Colombia o México han decidido renovar total o parcialmente dicha línea con el FMI, al tiempo que México anunciaba que acumulará reservas, lo que supone un cambio respecto a su política previa.

Finalmente, en este contexto, la evolución de las cuentas fiscales se configura como un factor relevante en 2010, año en el que se ha iniciado un ciclo electoral en muchos países (Chile, Colombia, Brasil, Venezuela y Perú) y que continuará en 2011 (Perú y Argentina). En 2009, la posición fiscal se debilitó como consecuencia del desplome cíclico de los ingresos y, en algunos países, del impulso del gasto. El superávit primario del 3% que existía en 2008 ha desaparecido prácticamente y el saldo presupuestario ha pasado de equilibrio a un déficit del 2,7% en el conjunto de la región (véanse cuadro 1 y gráfico 10). Las ratios de deuda pública sobre el

2008	PIB	Exportaciones + importaciones	Pasivos de inversión en cartera	Pas. de invers. en cartera + otra invers.	Deuda externa a corto plazo	M2	Base monetaria
Argentina	13,8	35,0	236,0	56,5	214,6	72,0	128,9
Brasil	12,3	50,7	67,1	48,0	497,0	33,0	239,7
México	8,7	15,4	40,9	31,0	259,9	16,9	183,3
Chile	13,6	18,0	112,6	33,1	153,8	22,5	285,0
Colombia	9,7	30,3	142,4	48,5	416,4	27,5	—
Venezuela	10,4	27,9	244,8	88,5	194,8	—	—
Perú	23,7	49,3	157,5	65,9	482,8	—	396,8
Corea	21,6	23,5	80,1	40,4	—	15,5	—
China	45,0	76,1	1.209,2	371,3	1.317,1	28,5	—
India	20,5	48,1	264,8	83,3	585,1	—	—
Malasia	41,1	24,4	141,6	84,4	—	33,7	—
Polonia	11,2	15,8	75,5	28,2	90,7	21,6	—
Hungría	21,7	15,8	57,3	22,8	123,4	40,8	159,4
Rusia	24,6	52,0	370,2	77,6	563,6	76,0	—

FUENTES: FMI (IFS y WEO) e IIF.

PIB aumentaron en torno a 5 puntos del PIB regional (hasta el 35,8% del PIB en el agregado), quebrando la tendencia a la baja de los últimos años, aunque el aumento fuera mucho más moderado que el de las economías industrializadas (en torno a 17 puntos de producto).

Esta situación no parece plantear riesgos a corto plazo, salvo excepciones, pero sí podría influir sobre la política monetaria y más específicamente sobre el equilibrio y la secuencia de las estrategias de salida. Así, dado que los paquetes fiscales expansivos fueron en América Latina (con la excepción de Chile y, en cierto modo, Perú) mucho más limitados que en las economías industrializadas, la necesidad de diseñar una estrategia de salida o consolidación fiscal sería ahora también menor. Sin embargo, el dinamismo que muestran algunas economías en los últimos meses probablemente aconsejaría un endurecimiento de la política fiscal ahora que la recuperación lo permite, que a su vez restaría presión sobre la política monetaria e indirectamente sobre el tipo de cambio. Aunque la situación presenta claras divergencias por países, los presupuestos para 2010 tienen, en general, un carácter continuista (en Brasil y Colombia no se prima la consolidación de gastos) o incluso procíclico (en el caso de Argentina y Perú) en un año en el que el ciclo electoral puede añadir alguna dificultad a la contención del gasto. Chile, que había previsto retirar la mayor parte de las medidas de estímulo fiscal en 2010 (aunque no volvía aún a la regla de superávit estructural del 0,5%), ha anunciado un fondo de reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto de más de 5 puntos de PIB. México sería la principal excepción, tras haber anunciado un presupuesto que incluye una subida del IVA y un recorte de gastos con el objetivo de conseguir una reducción del déficit del Estado hasta el 0,75% en 2010. Todo ello hace pensar que, aunque pueda haber diferencias por países, en el conjunto de la región probablemente tienda a revertir antes el impulso monetario que el fiscal.

**Procesos de integración comercial y políticas estructurales**

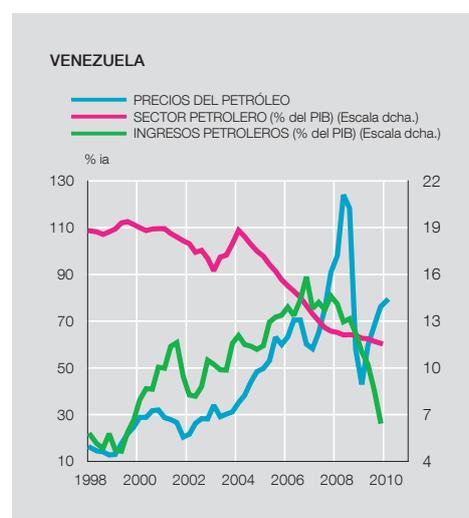
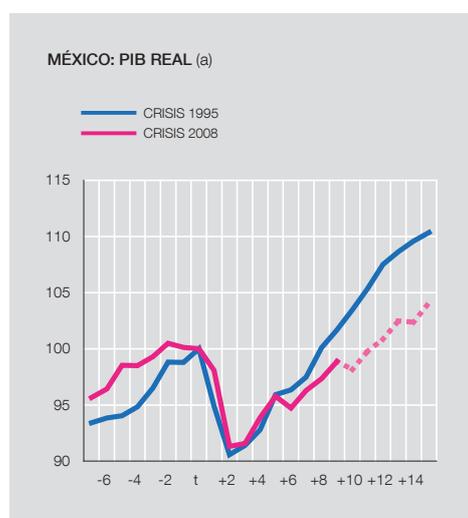
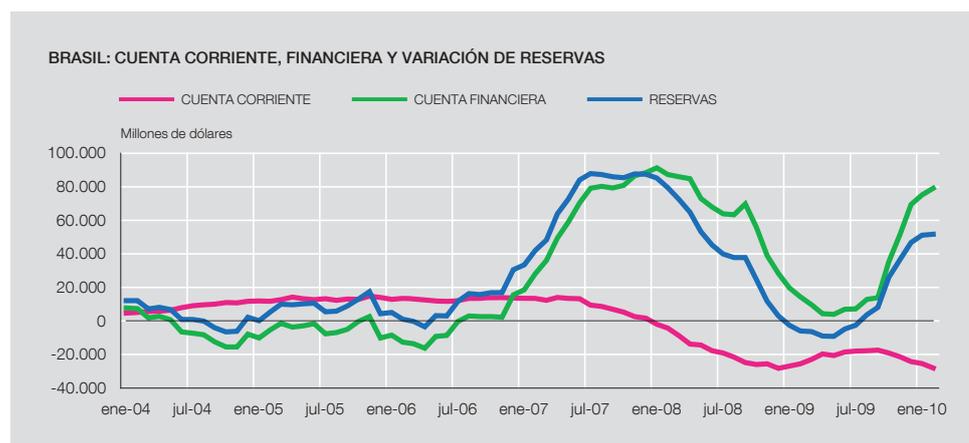
En un contexto de caída del comercio a nivel mundial en 2009, los procesos de integración comercial en América Latina han vuelto a manifestar la dualidad presente en la región desde hace ya varios años. Así, Chile, Colombia y Perú han profundizado en su estrategia de acuer-

dos bilaterales, en especial con países asiáticos. A lo largo del período examinado, Chile firmó acuerdos de libre comercio con Turquía y Malasia, mientras que Perú hizo lo propio con Singapur, Tailandia, China, Canadá y los países de la EFTA (Suiza, Islandia, Liechtenstein y Noruega). Perú y Colombia alcanzaron, a primeros de marzo de 2010, un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea que se ratificará en la cumbre conjunta de mayo. En Colombia se prorrogó el ATPDEA con Estados Unidos. Por el contrario, Mercosur y la Comunidad Andina han seguido afrontando serios obstáculos, incluyendo la aplicación de restricciones al comercio entre los propios miembros y la falta de acuerdo sobre la adhesión definitiva de Venezuela. En sentido positivo, a la iniciativa de utilizar moneda local en los intercambios entre Argentina y Brasil se podría sumar Uruguay en breve, si bien esta iniciativa aún abarca muy pocas operaciones (apenas un 1,6% del comercio bilateral). También cabe señalar que se realizaron las primeras operaciones en sures entre los países del ALBA (Alternativa Bolivariana para las Américas), una unidad común de intercambio.

En el ámbito de las reformas estructurales tampoco se produjeron avances sustanciales. Venezuela licitó nuevas explotaciones petrolíferas con las nuevas reglas establecidas para la entrada del sector privado nacional o extranjero en este tipo de negocios en el país (participación mayoritaria del Estado, financiación previa de la petrolera estatal y no utilización de las reservas como colateral para endeudamiento), y se reforzó el control estatal del sector financiero con la nacionalización de varios de los bancos intervenidos a finales de año. En el ámbito de las medidas adoptadas a nivel internacional cabe mencionar que tanto Brasil como Chile y México se comprometieron a ampliar la financiación que otorgan al Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se puede señalar que Chile se convirtió, además, en el segundo país latinoamericano en ingresar en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE).

### ***Evolución económica por países***

La reactivación del crecimiento económico de *Brasil* se prolongó los dos últimos trimestres del año (1,3% y 2% trimestral, respectivamente), de manera que la caída interanual del PIB se moderó en el tercer trimestre, y la actividad repuntó fuertemente, hasta un 4,3%, en el cuarto. La recuperación vino impulsada por la demanda interna (que aportó más de 5 puntos al crecimiento), con una fuerte expansión del consumo privado y el retorno de la inversión a tasas de crecimiento positivas tras el intenso ajuste experimentado durante los tres trimestres anteriores. La demanda externa restó algunas décimas al crecimiento en el último trimestre por la recuperación de las importaciones. Los indicadores del primer trimestre de 2010 apuntan a una aceleración adicional de la actividad. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo, alcanzando mínimos históricos a finales de 2009, aunque posteriormente repuntó algunas décimas, posiblemente por factores estacionales. La recuperación de la economía se produjo en un contexto de moderación de la inflación hasta diciembre dentro del rango de objetivos del banco central. Sin embargo, el incipiente repunte de los precios (5,2% en marzo en buena medida por los precios de los alimentos, dado que la tasa subyacente se mantuvo prácticamente estable) y cierto aumento en las expectativas de inflación plantearon el debate acerca de la retirada de los estímulos económicos. En este contexto, el banco central anunció un calendario para la progresiva elevación de los encajes bancarios, revirtiendo en gran medida el descenso instrumentado durante la crisis, e inició el ciclo de elevación de los tipos de interés oficiales con una subida de 75 pb, hasta el 9,50% a finales de abril. En el ámbito de la política fiscal se prolongaron determinadas exenciones fiscales, introduciéndose otras, y se anunció la dotación de nuevos recursos al banco de desarrollo. Las cuentas públicas siguieron deteriorándose, en parte por factores cíclicos, de manera que el superávit primario cerró el año en el 2,1% del PIB, por debajo del objetivo del 2,5% del Gobierno, y el déficit público se amplió en consonancia. El superávit primario ha registrado cierta mejoría a comienzos de año, por la moderación del gasto y el aumento de ingresos, pero la proximidad de las elecciones presidenciales (octubre) puede limitar la contención del gasto este año. En todo caso, el proyecto de



FUENTES: Banco Central de Brasil, Banco de México y Banco Central de Venezuela.

a. Base 100 en el último trimestre de 1994 y en el tercer trimestre de 2008. En línea discontinua, previsiones de las encuestas del Banco de México.

presupuesto para 2010 tiene como objetivo un superávit primario para el sector público consolidado del 3,3% del PIB, superior al registrado en el año 2009. La balanza por cuenta corriente registró en 2009 un moderado déficit, del 1,6% del PIB, aunque a comienzos de 2010 mostró un claro deterioro por la significativa recuperación de las importaciones, reflejo de la pujanza de la demanda interna. En la segunda mitad de 2009 se observó un fuerte repunte de los flujos financieros hacia Brasil, particularmente de cartera, que generaron importantes presiones apreciatorias (véase gráfico 11). En este contexto, las autoridades introdujeron un impuesto sobre las entradas de flujos financieros en bonos y bolsa (IOF, por sus siglas en portugués), y se mantuvo la notable acumulación de reservas internacionales (que se ha moderado a comienzos de 2010). En este favorable entorno exterior, Brasil accedió en condiciones favorables a los mercados internacionales, y no renovó la línea *swap* con la Reserva Federal, que venció en febrero. Además, Brasil ha comprado 10.000 millones de dólares en bonos del FMI, y se ha comprometido a comprar bonos adicionales por valor de 4.000 millones.

En México, la actividad registró en el segundo semestre una marcada recuperación, con tasas de crecimiento trimestrales del 2,5% y 2%. Aun así, las tasas interanuales se mantuvieron fuertemente negativas (-6,1% y -2,3%) y el año se cerró con la mayor caída del PIB desde 1932. La reactivación fue mucho más vigorosa a partir del mes de noviembre, coincidiendo

con la recuperación de la actividad industrial en Estados Unidos, y se apoyó en las manufacturas (inicialmente el automóvil, posteriormente también otros sectores), en tanto que la construcción se mantuvo débil. La desagregación del PIB confirma a su vez una recuperación impulsada por la demanda externa, en tanto que el consumo privado y la inversión, pese a cierta mejoría, siguieron en tasas interanuales negativas. Los indicadores del primer trimestre apuntan a una cierta aceleración de la actividad, que seguiría basándose en la demanda exterior. Así, mientras que las exportaciones y la producción industrial han dado señales de renovado dinamismo, los indicadores de confianza del consumidor y las ventas al por menor y la inversión bruta se encontrarían aún en niveles muy bajos. En este contexto, pese a que las perspectivas de crecimiento para 2010 y 2011 han aumentado significativamente en los últimos meses, la caída de la actividad de 2009 supone que el país registrará una brecha de producción negativa hasta finales de 2011 (véase gráfico 11). Las tasas de inflación cedieron a partir de octubre gracias a efectos base positivos, hasta situarse dentro del rango objetivo del Banco de México a finales de 2009. La inflación subyacente fue más elevada. En los primeros meses de 2010 la inflación se ha incrementado más de un punto (hasta el 5%) como consecuencia del aumento de los impuestos indirectos, pero el efecto debería ser puntual. El Banco de México mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,5% alcanzado en julio, nivel en el que se espera que se mantenga en los próximos meses. Las cuentas del sector público empeoraron sustancialmente en 2009, pasando del equilibrio a un déficit del -2,1%, el peor dato desde 1990, o, en el caso del superávit primario, del 1,8% del PIB al -0,1%. El descenso de los ingresos petroleros propició la reforma fiscal y la subida de impuestos de 2010. Estas medidas no evitaron la rebaja de la calificación soberana por parte de Fitch y Standard and Poor's y, a finales de marzo, el Ejecutivo presentó un nuevo plan de ahorro plurianual, de alcance moderado. La balanza corriente registró un déficit en 2009 del 0,6% del PIB, frente al 1,7% de 2008, y ello a pesar de que en el tercer trimestre se registró un fuerte deterioro derivado de que la balanza comercial pasó de superávit a déficit, por el fuerte incremento de las importaciones. La inversión exterior directa recibida fue un 75% más baja que la del primer semestre, que ya era bastante reducida en comparación con años previos. Por el contrario, las entradas de cartera aumentaron fuertemente en el semestre, compensando por completo las salidas de finales de 2008 y primeros de 2009. La línea *swap* con la Reserva Federal no fue renovada, pero ante el retorno de los flujos de cartera el Banco de México decidió recomponer sus reservas de divisas, al tiempo que se renovaba la FCL con el FMI (47 mm de dólares).

En *Argentina*, el PIB creció un 1,9% intertrimestral en el último trimestre de 2009, tras el 0,2% del tercero (-0,3% y 2,6%, respectivamente, para la tasa interanual). El rasgo más destacable fue la mejoría de la demanda interna, impulsada por la recuperación del consumo privado y el consumo público. La inversión se mantuvo en tasas negativas. La demanda externa tuvo también una aportación positiva al crecimiento en los tres últimos meses de 2009. La inflación, al contrario que en el resto de la región, se elevó durante el semestre, regresando al entorno del 9,7% en marzo, según las cifras oficiales, en un contexto de mantenimiento de políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas y de gradual depreciación cambiaria. En un contexto de menores presiones en la balanza de capitales, el Banco Central redujo el tipo de interés de los pases pasivos a siete días en 25 pb en octubre, hasta el 9,5%, tras los recortes de 125 pb entre julio y septiembre. El superávit por cuenta corriente aumentó en 2009 en 1 punto de PIB (3,7%), gracias al mayor superávit comercial. Por el contrario, la inversión exterior directa se redujo a la mitad, registrando el nivel más bajo desde 2004, mientras que las salidas de cartera se moderaron hacia final de año después de haber sido muy intensas durante trimestres, pero aumentaron de nuevo a comienzos de este año con motivo del aumento de la incertidumbre institucional. En 2009, el superávit fiscal primario del Gobierno federal fue del 1,5% del PIB (3,1% en 2008), mayor de lo esperado,

gracias en buena medida a la contabilización como ingresos, en diciembre, de parte de los derechos especiales de giro, consecuencia de la ampliación de recursos del FMI. Los ingresos públicos durante 2009 crecieron apoyados en las contribuciones a la Seguridad Social (en gran parte por la nacionalización de las AFJP — Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones—) y el gasto primario aumentó en mayor medida. La evolución de las cuentas fiscales de las provincias fue mucho más negativa, lo que motivó que el Ejecutivo flexibilizara por dos años la regla de responsabilidad fiscal de las provincias. En el semestre se derogó, igualmente, la ley que impedía al país reabrir el canje de deuda externa realizado en 2005, tras lo cual se presentó una nueva oferta para los tenedores de bonos que no se acogieron a la oferta previa (*holdouts*) por una cuantía de unos 20.000 millones de dólares de capital, más unos 10.000 millones de intereses devengados. Los bonos ofrecidos son los mismos que en el canje de 2005, si bien no se incluyen los pagos atrasados desde 2005 de los cupones ligados a la evolución del PIB argentino. Asimismo, los inversores minoritarios recibirán en efectivo los intereses devengados. Finalmente, la iniciativa del Gobierno de creación de un fondo para afrontar el pago de la deuda externa con reservas internacionales, que ya ha sido utilizado por una cuantía superior a los 1.100 millones de dólares, se saldó con la sustitución del gobernador del banco central.

En *Chile*, el PIB se contrajo un 1,4% interanual en el tercer trimestre del año, pero aumentó un 2,1% en el último. La mejoría de la demanda interna, gracias a la recuperación del consumo privado (5,5% interanual a finales de año) y el mantenimiento de tasas de crecimiento del consumo público muy elevadas fueron los principales factores responsables de la recuperación. La demanda externa contribuyó también positivamente al crecimiento, pero de forma más moderada. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre apuntaban a una aceleración del crecimiento, pero el terremoto sufrido a finales de febrero ha cambiado sustancialmente las perspectivas. El banco central estima que la pérdida de capital productivo asciende al 3%, lo que ha llevado a revisar a la baja en algunas décimas la previsión de crecimiento para 2010, y de forma similar, al alza, para 2011. La inflación, por su parte, fue más volátil que en otros países de la región, lo que quedó reflejado en una disminución desde el 9,9% de octubre de 2008 al -2,3% en noviembre de 2009, y un repunte posterior hasta el 0,3% en marzo de 2010. Con el terremoto, confluyen temporalmente sobre la inflación un *shock* de oferta por la escasez de productos con uno de demanda por el efecto riqueza negativo, lo que podría hacer que los precios repuntaran algo más en 2010 para reducirse en 2011. El banco central mantuvo los tipos oficiales en el 0,5%, y comenzó a retirar la facilidad extraordinaria de liquidez que adoptó durante la crisis. La balanza por cuenta corriente registró un superávit del 2,8% del PIB en 2009, frente al déficit del 1,5% en 2008, como consecuencia tanto del aumento del superávit comercial (8,5% del PIB) como de la reducción del déficit de rentas. El déficit público, por su parte, se situó en el 4,5% del PIB (0,9% estructural) como consecuencia de la aplicación de una política fiscal fuertemente contracíclica. La deuda pública se ha situado en el 6,3% del PIB, poco más de un punto por encima de la tasa de 2008, mientras que el Fondo de Estabilización Económica y Social acumulaba 11.285 millones de dólares (6,5% del PIB) a finales de 2009, tras disminuir durante el año en algo más de 5 puntos de PIB, que financiaron el plan de estímulo fiscal. Antes del terremoto, el presupuesto para 2010 retiraba la mayor parte de las medidas de impulso, aunque no volvía, por segundo año consecutivo, a la regla de superávit estructural del 0,5%. Sin embargo, tras el terremoto se han reorientado las prioridades hacia el gasto en reconstrucción, que supondría en torno a 5 puntos de PIB en varios años, y que se financiará con elevaciones temporales de impuestos, reasignaciones presupuestarias, el fondo soberano y emisiones en moneda local y extranjera. En estas circunstancias, el banco central ha indicado que el tipo de interés oficial se mantendrá en tanto se observa el impacto del terremoto sobre la actividad y la inflación, pero que podría situarse en torno al 5% en un horizonte de dos años.

Tras cuatro trimestres registrando tasas interanuales negativas, la economía de *Colombia* mostró una apreciable recuperación a finales de 2009, al expandirse un 1,1% intertrimestral (0,4% previo y la tasa más alta desde finales de 2007), lo que situó la tasa interanual en el 2,5%. El fuerte crecimiento de la inversión, el repunte del consumo privado y la fortaleza del consumo público compensaron en parte la debilidad de las exportaciones, lastradas por las restricciones comerciales de Venezuela, que habrían restado hasta un punto de crecimiento en 2009. La inflación continuó moderándose, situándose a finales de año en el 2%, por debajo del objetivo del Banco Central (3,5%-5,5%). El Banco Central redujo los tipos de interés en 50 pb en el mes de noviembre y otros 50 pb en abril, hasta el 3%, tras anunciar en marzo que intervendría en el mercado de divisas con compras de 20 millones de dólares al día. Asimismo, se renovó parcialmente (por 3,5 mm de dólares) la FCL con el FMI. En el sector exterior, el déficit de la cuenta corriente se amplió en el segundo semestre de 2009, hasta el 2,2% del PIB, derivado de un incremento del déficit de la balanza de rentas. El sector público registró un déficit del 4,1% del PIB en 2009, frente al 2,3% de 2008, mientras que para 2010 se prevé un déficit de hasta el 4,5% del PIB, por la caída de ingresos y pese a la revisión a la baja del gasto público. Sin embargo, las necesidades de financiación externas estarían cubiertas con la emisión realizada a comienzos de abril.

La economía de *Perú* se reactivó sustancialmente en la segunda mitad del año. En términos interanuales, en el cuarto trimestre se registró una tasa de variación positiva (3,4%), tras dos trimestres consecutivos de retrocesos. La mejoría se derivó del buen comportamiento de la demanda interna, que fue impulsada por el impacto rezagado del paquete de estímulo fiscal y por una política monetaria notablemente expansiva. La aportación del sector externo siguió siendo fuertemente positiva. Las señales de recuperación de la demanda interna privada a comienzos de 2010 se han reafirmado y han favorecido que las previsiones de crecimiento para 2010 en Perú estén entre las más altas de la región. Por su parte, la inflación alcanzó su mínimo en diciembre y aumentó al 0,8% en marzo, aunque se mantiene todavía por debajo del rango objetivo (1%-3%). En este contexto, el banco central mantuvo inalterados los tipos oficiales en el 1,25%, si bien el tono de los últimos comunicados hace prever un posible endurecimiento de la política monetaria en un contexto de renovado dinamismo de la economía. Entre tanto, se ha reintroducido en enero el encaje en moneda extranjera para créditos de menos de dos años, y se estableció un impuesto a las ganancias en dólares derivadas de operaciones de futuro. A partir de febrero se intervino sustancialmente en el mercado de divisas. La balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 0,2% del PIB en 2009, tras el déficit del 3,7% en 2008, por el mayor superávit comercial derivado del desplome de las importaciones y el menor déficit en balanza de rentas. En el plano fiscal, el déficit primario se situó en el 0,7% del PIB (superávit del 3,6% en 2009) como consecuencia de la aplicación de una política fiscal anticíclica.

*Venezuela* registró en el cuarto trimestre de 2009 una caída del PIB del 5,8% (-4,6% previo), y ello a pesar de que los precios del petróleo se mantuvieron durante casi todo el año por encima de su media histórica (véase gráfico 11). El factor que explicaría esta contracción es la caída del sector petrolero, por el recorte de la producción de la OPEP, la debilidad de la demanda de su principal socio comercial, Estados Unidos, y las dificultades financieras por las que atravesó la petrolera estatal en la primera parte del año. La demanda interna restó más de 24 pp al crecimiento en el último trimestre, en un contexto de desplome de la inversión y fuerte caída del consumo privado. Además, los problemas del sector bancario en el último trimestre de 2009 (fueron intervenidas diversas entidades financieras que suponen el 12% de los activos del sistema, y varias casas de bolsa), junto con el incremento de las aportaciones al fondo de garantía de depósitos, podrían haber ocasionado una caída del crédito adicional. Las tasas de inflación se mantienen por encima del 25%, impulsadas por la fuerte deprecia-

ción del tipo de cambio paralelo. Las dificultades en frenar esta depreciación propiciaron que a principios de enero se devaluara la paridad oficial desde 2,15 a 4,3 bolívares por dólar, y se creara un nuevo tipo de cambio preferencial para importaciones de determinados bienes de 2,6 bolívares por dólar. A pesar de ello y de las medidas paralelas instrumentadas para aumentar la oferta de dólares en el mercado, el tipo de cambio en el mercado paralelo sigue fuertemente depreciado respecto a la nueva paridad central, alcanzando nuevos máximos históricos a mediados de abril. El efecto de la devaluación sobre la actividad es incierto, por el nuevo sistema dual, pero probablemente el impacto inflacionista será significativo. En cualquier caso, los ingresos petroleros del Estado medidos en moneda local aumentarán. Conviene destacar, por último, que en 2009 se registró una salida neta de inversión exterior directa de 3.100 millones de dólares (0,9% del PIB).

30.4.2010.



## Regulación financiera: primer trimestre de 2010

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

### Introducción

Durante el primer trimestre de 2010 el número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas ha sido relativamente reducido en relación con períodos anteriores.

El Banco Central Europeo (BCE) ha publicado dos orientaciones en las que, en un caso, actualiza los requisitos de calidad de los bonos de titulización como activos admisibles del Euro-sistema, y, en otro, introduce ciertas modificaciones en la regulación de las estadísticas monetarias, de instituciones y de mercados financieros, con el fin de armonizarla con la normativa comunitaria en vigor.

Asimismo, se han modificado varias directivas comunitarias que, entre otros aspectos, afectan a determinados elementos de los fondos propios y al régimen de supervisión de las entidades financieras, con objeto de hacer frente a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera.

El Banco de España ha introducido ciertas novedades en las estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras, así como en las normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, que permitan cumplir con las nuevas exigencias comunitarias en estas materias.

Finalmente, se han publicado las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2010 y para enero de 2011, y se han modificado parcialmente las directrices de inversión del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF).

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

Se ha publicado la *Orientación BCE/2010/1, de 4 de marzo* (DOUE del 12), que modifica la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de actualizar los requisitos de calidad de los bonos de titulización como activos admisibles del Eurosistema.

En este sentido, para los bonos de titulización que se emitan a partir del 1 de marzo de 2010, el Eurosistema exigirá, al menos, dos evaluaciones de calidad crediticia (antes era una) por una ECAI<sup>1</sup> aceptada. Para determinar su admisibilidad, se aplicará la regla de la segunda mejor evaluación. Conforme a esta regla, para que los bonos sean admisibles el Eurosistema requerirá que ambas evaluaciones de calidad crediticia sean «AAA»/«Aaa» en la emisión, y, al menos, «A» durante la vida del bono.

Los bonos de titulización emitidos con anterioridad a esa fecha y que solo tengan una única evaluación de calidad crediticia disponen de un período de adaptación de un año —esto es, hasta el 1 de marzo de 2011— para obtener una segunda calificación crediticia a fin de seguir siendo admisibles. Una vez cuenten con dos calificaciones, la segunda mejor tendrá que cumplir con el nivel mínimo de «A» durante toda su vida.

La Orientación entró en vigor el 1 de marzo.

---

1. Las ECAI son agencias externas de evaluación del crédito.

**Banco Central Europeo:  
modificación  
de la normativa sobre las  
estadísticas monetarias**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2009/23, de 4 de diciembre* (DOUE del 21 de enero), que modifica la *Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto*, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

Su finalidad es armonizar la *Orientación BCE/2007/9* con la normativa comunitaria en vigor, y, en concreto, con el Reglamento 25/2009 (BCE/2008/32), de 19 de diciembre<sup>2</sup>, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM)<sup>3</sup> (versión refundida), y con el Reglamento 290/2009 (BCE/2009/7), de 31 de marzo<sup>4</sup>, que modifica el Reglamento 63/2002 (BCE/2001/18), sobre las estadísticas de los tipos de interés que las IFM aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y a las sociedades no financieras.

Las novedades de la *Orientación* son las siguientes:

Se configuran nuevas estadísticas para los fondos del mercado monetario (FMM)<sup>5</sup>, que incluyen, al igual que el resto de estadísticas, los ámbitos de información, los ajustes de los flujos, las frecuencias y plazos de presentación, la extrapolación y su política de revisiones.

Se precisan nuevas exigencias de información para los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a las sociedades no financieras, con un desglose por rama de actividad. Se establecen, por primera vez, normas sobre la extrapolación de los datos de los FMM y la selección de la población informadora de referencia más representativa, y se actualizan las referentes a la extrapolación de los datos de las IFM.

Se suprimen las estadísticas sobre la titulización y otras transferencias de préstamos de las IFM inicialmente concedidos a instituciones distintas de las IFM, ya que no resultan necesarias a la vista de las mayores exigencias de información sobre dichas partidas en el balance de las IFM, introducidas por el Reglamento 25/2009.

Por otro lado, dado que los bancos centrales nacionales (BCN) han comenzado a remitir estadísticas de los activos y pasivos de los fondos de inversión, se elimina el régimen transitorio que exigía a los BCN comunicar información relativa a los fondos de inversión dentro de las estadísticas de los «otros intermediarios financieros», entretanto aquellas estadísticas no tuvieran suficiente calidad como para ser publicadas en el ámbito de la zona del euro.

Finalmente, se actualizan las estadísticas de los tipos de interés de las IFM y de los sistemas de pagos, así como las normas para elaborar y mantener la lista de IFM y de los fondos de inversión a efectos estadísticos.

La *Orientación* entró en vigor el 10 de febrero y se aplicará a partir del 1 de julio.

---

2. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, abril de 2009, Banco de España, p. 151. 3. Las IFM es el conjunto agregado de las entidades de crédito más los FMM. 4. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 186 y 187. 5. Los FMM se definen como instituciones de inversión colectiva (IIC) cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos, y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario o en participaciones en FMM o en otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, o en depósitos bancarios, o en activos cuya rentabilidad es similar a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

**Modificación  
de determinadas  
directivas comunitarias  
referentes al régimen  
de solvencia  
y supervisión  
de las entidades  
financieras**

Se ha publicado la *Directiva 2009/111/CE, de 16 de septiembre* (DOUE del 17 de noviembre), por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE<sup>6</sup>, en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, al régimen de supervisión, a los grandes riesgos y a la gestión de crisis, con objeto de hacer frente a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera.

La Directiva se enmarca entre las iniciativas enumeradas en la Comunicación de la Comisión Europea de 4 de marzo de 2009, titulada «Gestionar la recuperación europea», conforme a las conclusiones del Consejo Europeo y del ECOFIN, así como entre otras iniciativas internacionales, como las establecidas en la Cumbre del G 20 de 2 de abril de 2009.

Las novedades más importantes son las siguientes:

Se suprimen los plazos fijados en la Directiva 2006/48/CE que permitía a los Estados miembros establecer regímenes prudenciales especiales en relación con las entidades de crédito que estuvieran permanentemente afiliadas a un organismo central que las supervisara, a fin de garantizar condiciones de competencia equitativas a todas las entidades de crédito en los Estados miembros<sup>7</sup>.

Se establecen los criterios para que los instrumentos de capital híbridos<sup>8</sup> puedan ser admitidos como fondos propios básicos de las entidades de crédito. Entre otros, cabe reseñar los siguientes: no tendrán fecha de vencimiento o su vencimiento inicial será, como mínimo, de 30 años; podrán incluir una o varias opciones de compra a entera discreción del emisor, pero no se reembolsarán antes de que transcurran cinco años desde su fecha de emisión; en el supuesto de que las disposiciones que regulen los instrumentos de duración indeterminada prevean un incentivo moderado al reembolso por la entidad de crédito, según determinen las autoridades competentes, dicho incentivo no podrá hacerse efectivo antes de que transcurran diez años desde la fecha de emisión; los instrumentos, con o sin vencimiento, solo podrán rescatarse o reembolsarse con el consentimiento previo de las autoridades competentes, y permitirán a la entidad de crédito cancelar, cuando sea necesario, el pago de intereses o dividendos durante un período ilimitado, sin efecto acumulativo.

Se introducen una serie de mejoras en la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos en base consolidada, creándose los *colegios de supervisores*. El establecimiento de estos colegios no debe afectar a los derechos y responsabilidades de las autoridades competentes, sino que ha de servir de instrumento para una cooperación más intensa que permita a las autoridades competentes llegar a un acuerdo sobre las tareas de supervisión. Constituirán el marco en el que el supervisor en base consolidada y las demás autoridades competentes implicadas desarrollen determinadas tareas, como: a) intercambiar información; b) acordar la atribución voluntaria de

---

6. Sus denominaciones completas son: Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio; Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, y Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE. 7. Estos regímenes especiales estaban previstos para las entidades de crédito que estuvieran permanentemente afiliadas a un organismo central desde el 15 de diciembre de 1977, siempre que tales regímenes fueran introducidos en el ordenamiento jurídico nacional a más tardar el 15 de diciembre de 1979. Estos plazos impedían a los Estados miembros que se adhirieron a la Unión Europea desde 1980 la instauración de estos regímenes, que consistían en la posibilidad de eximir a estas entidades de crédito de determinadas condiciones de autorización de acceso a la actividad, como la presentación de un programa de actividades o la existencia de, al menos, dos personas de reconocida honorabilidad y experiencia para determinar efectivamente la orientación de la actividad de la entidad de crédito. 8. Son instrumentos que no tienen el mismo rango que las acciones ordinarias durante la liquidación o que no absorben pérdidas en situaciones normales con el mismo rango que las acciones ordinarias, pero están sujetos a determinadas limitaciones.

tareas y delegación voluntaria de responsabilidades, si procede; c) establecer programas de examen prudencial basados en una evaluación de riesgos del grupo; d) aumentar la eficiencia de la supervisión, eliminando toda duplicación de requisitos prudenciales innecesarios, y e) aplicar de manera coherente los requisitos prudenciales previstos en la Directiva.

La Directiva aborda también la revisión y la armonización de las normas de supervisión y control de los grandes riesgos, y de las limitaciones a la concentración de los mismos en las entidades de crédito y en las ESI.

Así, se mantiene en el 25% de sus fondos propios el límite de riesgo que una entidad de crédito puede asumir frente a un cliente o grupo de clientes vinculados entre sí. En el supuesto de que el riesgo fuera frente a una entidad de crédito o a una ESI se introduce, además, un límite cuantitativo de 150 millones de euros, a fin de mitigar un impacto desproporcionado en entidades de menor tamaño. Asimismo, se elimina el anterior límite del 20% cuando el cliente o grupo de clientes estaba vinculado con la entidad de crédito, y desaparece el límite del 800% de los fondos propios como valor acumulado de grandes exposiciones de riesgo de las entidades de crédito.

Por otro lado, las entidades de crédito y las ESI deberán establecer estrategias, políticas, procedimientos y sistemas sólidos para la identificación, medición, gestión y seguimiento del riesgo de liquidez sobre un conjunto adecuado de horizontes temporales, incluido el intradía, con objeto de garantizar que las entidades de crédito mantengan un «colchón» de liquidez de nivel apropiado.

Asimismo, se eliminan las discrepancias entre los intereses de las empresas que *reconvierten* los préstamos en valores negociables y otros instrumentos financieros (originadores o patrocinador<sup>9</sup>), y los de las empresas que invierten en tales valores o instrumentos (inversores). Para lograrlo, el originador o el patrocinador deberán mantener un interés significativo en los activos subyacentes y, en consecuencia, permanecer expuestos al riesgo de los préstamos en cuestión. En este sentido, se establece una «retención de un interés económico significativo»<sup>10</sup>, que deberá ser aplicable en todas las situaciones de una titulización, cualesquiera que sean las estructuras o los instrumentos jurídicos utilizados para obtener ese contenido económico.

Los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a la Directiva antes del próximo 31 de octubre, y estas serán aplicables a partir del 31 de diciembre de este año.

**Entidades de crédito:  
modificación  
de la normativa relativa  
a las estadísticas de los  
tipos de interés**

Se ha publicado la *CBE 1/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), que sustituye y deroga a la *CBE 4/2002, de 25 de junio*, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras, y que las entidades de crédito vienen declarando al Banco de España.

---

9. El originador es una entidad de crédito que, por sí misma o a través de entidades conexas, participa directa o indirectamente en el acuerdo inicial que crea las obligaciones potenciales del acreedor o acreedor potencial y que da lugar a la titulización de la exposición, o es una entidad que adquiere las exposiciones de un tercero, las incluye en su balance y a continuación las tituliza. El patrocinador —*sponsor*, en terminología anglosajona— es una entidad de crédito diferente de la entidad de crédito originadora que establece y gestiona un programa de pagarés de titulización u otro sistema de titulización mediante el cual se adquieren exposiciones a entidades terceras, y al que generalmente otorga líneas de liquidez, de crédito u otras mejoras crediticias. 10. La retención de un interés económico significativo debe ser como mínimo un 5% del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos o transferidos a los inversores. El interés económico se mantendrá de modo constante, es decir, que las posiciones, los intereses o las exposiciones retenidos no se cubren ni se venden.

Los cambios en estas estadísticas se adecuan a las nuevas exigencias comunitarias en esta materia, introducidas por el Reglamento 290/2009 (BCE/2009/7), de 31 de marzo, que modificó al Reglamento 63/2002 (BCE/2001/18), sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias (IFM) aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Las principales novedades de la Circular son las siguientes:

Para minimizar el coste que supone para las entidades de crédito la obtención de estas estadísticas, se continúa solicitando la información sobre tipos de interés exclusivamente a una muestra de entidades, cuyos datos se consideran representativos de los de la población, aunque se han actualizado los criterios de selección de la muestra. En este sentido, se añade un nuevo límite al ya existente para que una entidad de crédito sea considerada entidad declarante. Así, ostentarán dicha condición aquellas que a 31 de diciembre de 2009 tuviesen en el estado UEM.1 (balance resumido) un activo total por un importe igual o superior a 1.500 millones de euros. Además, como ya estaba establecido en la normativa anterior, en el estado UEM.2 (clasificación por sujetos y residencia de algunos activos y pasivos), deben tener depósitos o créditos, denominados en euros, frente a los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) y a las sociedades no financieras residentes en España o en alguno de los restantes Estados participantes en la UEM, por un importe igual o superior a 500 millones de euros.

Se mantienen los dos estados que deben remitir al Banco de España dentro de los quince primeros días del mes siguiente, incorporando las actualizaciones de la norma: uno, relativo a los *tipos de interés de los saldos vivos*, y otro, a los *de las nuevas operaciones*, realizadas en el período mensual al que se refieran. El tipo de interés que deben declarar para cada categoría de crédito o depósito continúa siendo la media aritmética ponderada de sus «tipos efectivos definición restringida» (TEDR)<sup>11</sup>, y, además, deben facilitar la tasa anual equivalente (TAE) para determinadas categorías de créditos en el estado de las nuevas operaciones.

En la clasificación por plazos se establece como norma general que los depósitos a plazo se clasifiquen por su plazo de origen, y los créditos, por el período inicial de fijación del tipo de interés, sujeto a determinadas condiciones, según el tipo de crédito.

Se introducen requerimientos adicionales de información para las nuevas operaciones de préstamos y créditos, tanto en el período de fijación inicial del tipo de interés como en el vencimiento, así como un mayor desglose en los importes de las mismas. En el grupo de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), se añaden los préstamos renovables, junto con los descubiertos en cuenta, y los instrumentados mediante tarjetas de crédito de pago aplazado. En los créditos a la vivienda y al consumo se solicita, por primera vez, información desglosada de los garantizados con activos o avales. Finalmente, en los créditos para otros fines se exige información sobre los concedidos a empresarios individuales clasificados por plazos.

En el grupo de créditos y préstamos de las sociedades no financieras, además de incorporar información sobre créditos renovables y los instrumentados con tarjetas de crédito de pago

---

<sup>11</sup> El TEDR incluye el componente de tipo de interés de la tasa anual equivalente (TAE), definida en la norma octava de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, y excluye de dicha tasa los gastos conexos, tales como las primas por seguros de amortización y las comisiones que compensen costes directos relacionados, que, en su caso, formen parte de esta.

aplazado, como en el caso de los hogares, se añaden nuevas agrupaciones por volumen del crédito y por vencimientos<sup>12</sup>. Además, al igual que en el caso de los otorgados a los hogares, se desglosan los garantizados con activos o avales.

Por otro lado, se introducen modificaciones en los criterios de declaración de ciertas operaciones; en concreto, en el caso de los préstamos disponibles por tramos y en las cuentas de crédito, antes se declaraban por el límite del crédito concedido, aunque la disposición del mismo se produjese en un momento posterior, o no se hubiera dispuesto en su totalidad. Ahora, se mantiene dicho criterio para los préstamos disponibles por tramos, pero, en el caso de las cuentas de crédito, se declararán los importes dispuestos al final del período al que correspondan los estados, y las cantidades disponibles no se tendrán en consideración, ni como nuevas operaciones ni como saldos vivos.

También se revisan los criterios de declaración de los créditos renovables, de los descubiertos y de las tarjetas de crédito de pago aplazado, ya que, en ambos estados, se declararán exclusivamente los saldos dispuestos al final del período al que correspondan<sup>13</sup>. Las operaciones con tarjetas de crédito de pago único al contado no se declararán en el estado de nuevas operaciones, pero se deberán incluir en el cálculo del estado de saldos vivos, aunque su tipo de interés sea cero.

Asimismo, los depósitos híbridos (es decir, con un rendimiento vinculado a la evolución de un determinado índice o referencia bursátil, o de otra naturaleza diferente de un tipo de interés) se declararán en los estados de nuevas operaciones y de saldos vivos por el tipo de interés mínimo que se hubiese garantizado (con un valor mínimo del 0%). Si no estuviese garantizado un tipo mínimo, es decir, si pueden producirse pérdidas para el cliente, los depósitos se declararán por el tipo de interés que se aplique a los contratos principales, a efectos del cálculo de intereses en los estados contables (con un valor mínimo del 0%), cuando se segreguen del derivado implícito conforme a lo señalado en la normativa contable<sup>14</sup>, y considerando, por convención, que tienen un tipo de interés del 0% a efectos del cálculo del TEDR, cuando no se segreguen a efectos contables. En todos los casos, los tipos de interés se ponderarán por el importe que figure registrado como depósitos en los estados UEM.

Además, se especifican los criterios para el cálculo de los tipos de interés medios de los depósitos estructurados a plazo con dos componentes: uno, con un importe remunerado a un tipo de interés fijo (depósito a interés fijo), y otro, con un rendimiento vinculado a la evolución de un determinado índice o referencia bursátil, o de otra naturaleza diferente a un tipo de interés (depósito híbrido). Estos instrumentos se declararán en ambos estados segregándolos en dos depósitos, cada uno de ellos con su importe y plazo correspondiente, pero con un TEDR único para ambos, que se obtendrá de ponderar el tipo fijo y el tipo mínimo garantizado del depósito híbrido por sus importes (utilizando para este último la cuantía que figure registrada como depósitos en los estados UEM) y plazos correspondientes.

La Circular entrará en vigor el próximo 30 de junio, y los nuevos estados se presentarán, por primera vez, en julio con los datos correspondientes al mes anterior.

---

<sup>12</sup>. Se establecen tramos de créditos de hasta 250.000 euros; entre 250.000 y un millón de euros, y los mayores de esta última cantidad, mientras que antes solo se contemplaban dos tramos: hasta un millón y mayores de esta cifra. Por vencimientos, se hacen mayores desgloses, sobre todo en los plazos más cortos: hasta tres meses y de tres meses a un año, que anteriormente no existía. <sup>13</sup>. Anteriormente, en el estado de nuevas operaciones se declaraban los importes efectivamente dispuestos en el mes, y en el de saldos vivos, por el importe de pago pendiente al cierre de mes. <sup>14</sup>. La CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

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

Se ha publicado la *CBE 2/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), que modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*<sup>15</sup>, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Los cambios que se introducen en los estados UEM permiten al Banco de España cumplir con las nuevas exigencias comunitarias, introducidas por el Reglamento 25/2009 (BCE/2008/32), de 19 de diciembre de 2008, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM) (versión refundida).

Las principales novedades de la Circular son las siguientes:

Se establecen mayores exigencias estadísticas en los estados actuales<sup>16</sup>, y se crean cinco nuevos estados: UEM.9 (detalle de algunos activos y pasivos), UEM.10 (coeficiente de reservas mínimas), UEM.11 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos mensuales), UEM.12 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos trimestrales) y UEM.13 (detalle de algunos préstamos y créditos), de los cuales, los tres primeros tienen frecuencia mensual, y el resto, trimestral.

Se introducen ciertas modificaciones en las normas específicas para la confección de los estados UEM existentes. La nueva información que se solicita a las entidades de crédito consiste, por un lado, en mayores desgloses para determinados activos y pasivos<sup>17</sup>, y por otro, en mayores exigencias de información, tanto de flujos netos en el período como de saldos acumulados, en las operaciones afectadas por titulizaciones y otras transferencias de activos.

Se actualizan los criterios de clasificación por plazos de los diferentes activos y pasivos, y se establecen otros nuevos, como los referidos a los pasivos asociados a activos transferidos en titulizaciones, que se clasificarán, cualquiera que sea su vencimiento inicial, como depósitos a plazo a más de dos años.

Se introducen por primera vez en los estados UEM excepciones a la declaración de determinados estados para las entidades de menor tamaño, con el fin de reducir la excesiva carga administrativa ante el incremento de los requerimientos de información que supone las modificaciones introducidas por la nueva Circular. En concreto, las entidades cuyo activo del estado UEM.1 (balance resumido) a 31 de diciembre de 2009 no alcance el umbral de 1.500 millones de euros estarán obligadas a enviar trimestralmente únicamente los estados UEM.1 y UEM.2, y dispondrán de un mayor plazo para su presentación que el resto de entidades<sup>18</sup>.

La Circular también introduce modificaciones menores para atender otras necesidades de información, fundamentalmente de naturaleza estadística.

---

**15.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114. **16.** Los estados UEM.1 (balance resumido), UEM.2 (clasificación por sujetos y residencia de algunos activos y pasivos) y UEM.3 (saneamientos y recuperaciones de préstamos y créditos, valores netos) se seguirán presentando con frecuencia mensual, y los UEM.4 (clasificación por sujetos de algunos activos y pasivos, otras Administraciones Públicas), UEM.5 (clasificación por países de algunos activos y pasivos), UEM.6 (clasificación por monedas de algunos activos y pasivos) y UEM.8 (detalle del resto de instituciones financieras no monetarias residentes en España) continúan siendo de frecuencia trimestral. El estado UEM.7 (ajustes a los movimientos de cartera de valores) pasa de tener frecuencia trimestral a mensual. **17.** Sobre todo, depósitos transferibles, pasivos computables exentos de cobertura, depósitos con sociedades y fondos de titulización, adquisiciones y cesiones temporales de activos a través de contrapartidas centrales, operaciones sindicadas, créditos a empresarios individuales, créditos renovables y descubiertos, tarjetas de crédito de pago único contado y pago aplazado, y créditos a hogares con garantía inmobiliaria. **18.** En la normativa anterior solo se establecía la excepción, para las cooperativas de crédito y los establecimientos financieros de crédito cuyos activos totales no superasen los 300 millones de euros, de retrasar la presentación de los estados UEM.1, UEM.2 y UEM.3 del día 10 al día 20 del mes siguiente al que correspondiesen.

Por último, se amplía el contenido de la información del registro contable especial de operaciones hipotecarias para evitar que las entidades tengan que llevar dos registros diferentes: el de la CBE 4/2004 y el regulado en el Real Decreto 716/2009, de 24 de abril<sup>19</sup>, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero.

La Circular entró en vigor el 6 de febrero, salvo determinadas disposiciones que lo harán el 30 de junio de 2010. Asimismo, la información de determinadas partidas del estado UEM.3 y el estado UEM.9 se declarará por primera vez en diciembre de 2011.

**Deuda del Estado:  
condiciones de emisión  
durante 2010 y enero  
de 2011**

La Ley 26/2009, de 23 de diciembre<sup>20</sup>, de Presupuestos Generales del Estado para 2010, autorizó al ministro de Economía y Hacienda para que incremente la deuda del Estado durante este año con la limitación de que el saldo vivo de la misma al final del ejercicio no supere el correspondiente saldo a 1 de enero de 2010 en más de 78.136 millones de euros.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado la *Orden EHA/35/2010, de 20 de enero* (BOE del 21), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2010 y enero de 2011, y las *resoluciones de 21 y de 22 de enero de 2010*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE del 26 y del 29), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continúa emitiendo mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas<sup>21</sup>) y mediante otros procedimientos. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación. Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes que el Tesoro tenga en su cuenta de valores. Además, se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

LETRAS DEL TESORO

Como en años anteriores, en la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2010 y enero de 2011, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales.

La principal novedad respecto a 2009 es el reinicio, a partir de febrero, de las emisiones de letras del Tesoro a dieciocho meses, a fin de atender la demanda de los inversores para ese plazo, incrementar el número de referencias presentes en el mercado y facilitar una mayor liquidez, al mantenerse la agrupación de las emisiones en vencimientos mensuales. De este modo, las letras a dieciocho meses que se pongan en oferta en los meses impares tendrán el mismo vencimiento que las emitidas en el mes anterior, para mejorar su grado de liquidez.

19. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2009», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2009, Banco de España, pp. 196-200. 20. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009», *Boletín Económico*, enero de 2010, Banco de España, pp. 181-183. 21. En las competitivas se indica el precio, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal, que se está dispuesto a pagar por la deuda o el tipo de interés en tanto por ciento que se solicita, mientras que en las no competitivas no se indica precio o tipo de interés.

Además, para facilitar la reinversión, se pospone del segundo al cuarto martes de cada mes las subastas de letras a tres y seis meses, y continúan siendo el tercer martes las de doce y las recién incorporadas de dieciocho meses.

Los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesarios para facilitar la agrupación en un único vencimiento mensual, coincidiendo con la fecha de emisión de las letras a doce y dieciocho meses, y se mantiene la posibilidad de excluir, solo a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medio ponderado, aquellas peticiones competitivas que se consideren no representativas de la situación del mercado.

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2009, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar con ello a los suscriptores la formulación de peticiones.

En las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita, y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta. El importe nominal mínimo sigue siendo de 1.000 euros, se formularán, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad.

En las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo se mantiene, igualmente, en 1.000 euros, y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros, no pudiendo exceder de un millón de euros el importe nominal conjunto de las ofertas no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta, a excepción de ciertas entidades<sup>22</sup> cuyo límite máximo es de 300 millones de euros.

Por último, como en años anteriores, a las subastas les seguirá una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de las letras del Tesoro, que se desarrollará según la normativa que regula dichas entidades.

#### BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Los criterios y procedimientos de emisión establecidos para bonos y obligaciones del Estado son, básicamente, los vigentes en 2009, y, al igual que en el caso de las letras, se incluye en la Resolución un calendario anual de subastas. El Tesoro podrá añadir nuevas referencias a las subastas o no emitir en alguno de los plazos que se hubiesen fijado a título indicativo. También se podrán convocar subastas especiales adicionales a las ordinarias programadas.

Los plazos de emisión serán de tres y cinco años en bonos, y de diez, quince y treinta años en obligaciones. Asimismo, se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad.

Al igual que el año anterior, las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones, manteniendo en su desarrollo y resolución la misma configuración actual.

---

22. El Fondo de Garantía Salarial, los fondos de garantía de depósitos en establecimientos bancarios, en cajas de ahorro y en cooperativas de crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos y la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

Se mantienen las peticiones competitivas y no competitivas en las mismas condiciones descritas para las letras. Finalmente, como en años anteriores, a las subastas les seguirá una segunda vuelta reservada a aquellas entidades financieras que hayan accedido a la condición de creador de mercado en el ámbito de los bonos y obligaciones del Estado.

**Fondo para la Adquisición  
de Activos Financieros:  
modificación parcial  
de sus directrices de  
inversión**

Se ha publicado la *Resolución de 9 de marzo de 2010, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 16), por la que se publica el Acuerdo adoptado por el Consejo Rector del FAAF<sup>23</sup> sobre la modificación parcial de sus directrices de inversión.

En las directrices generales de inversión y de diversificación del FAAF<sup>24</sup>, entre otros criterios, se establecía que, para garantizar una adecuada diversificación de los activos, tanto en su cartera de adquisiciones en firme como en su cartera de operaciones simultáneas, no podía mantener más de un 10% de las mismas en valores de una misma entidad.

Dado que el FAAF ya no realizará más inversiones, al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009, es necesario revisar la aplicación del referido límite del 10%, dado que el propio vencimiento de los valores o de las operaciones que integran las carteras del FAAF puede originar que el porcentaje que representa una misma entidad en las citadas carteras varíe, sin que por ello aumente el riesgo global asumido por el FAAF.

De este modo, la Resolución permite que ese límite pueda ser superado cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) vencimiento de las operaciones simultáneas y de los valores que integran la cartera de adquisiciones en firme, y b) operaciones de modificación estructural de las entidades de crédito adjudicatarias de las subastas del FAAF.

9.4.2010.

---

23. Véase la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, por la que se desarrolla el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el FAAF, comentados en «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008», *Boletín Económico*, enero de 2009, Banco de España, pp. 148-153. 24. Véase la Resolución de 31 de octubre de 2008, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se dispone la publicación de los acuerdos adoptados por el FAAF, el 27 de octubre de 2008, sobre composición de la Comisión Ejecutiva y las directrices de inversión del FAAF.

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

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

- 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)

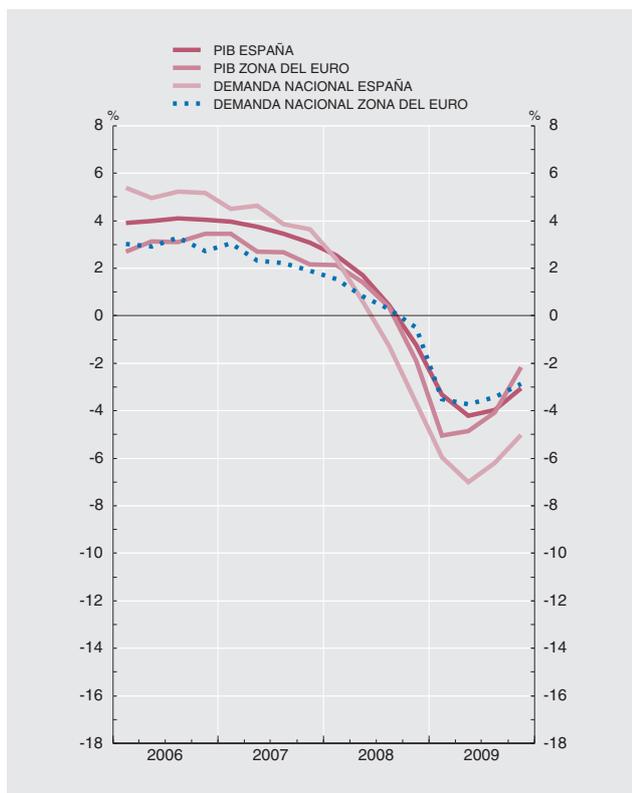
■ Serie representada gráficamente.

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>07</b>	P	3,6	2,7	3,6	1,6	5,5	2,3	4,6	4,7	4,2	2,4	6,6	6,3	8,0	5,5	1 053	9 007
<b>08</b>	P	0,9	0,5	-0,6	0,4	5,4	2,1	-4,4	-0,9	-0,5	0,5	-1,0	0,8	-4,9	0,9	1 089	9 255
<b>09</b>	P	-3,6	-4,0	-4,8	-1,0	3,8	2,3	-15,3	-10,8	-6,0	-3,4	-11,5	-12,6	-17,9	-11,4	1 051	8 975
<b>07 /</b>	P	4,0	3,4	3,7	1,6	5,4	2,3	5,5	7,4	4,5	3,1	7,8	7,4	8,8	6,5	257	2 219
<b>II</b>	P	3,8	2,7	4,1	1,7	5,9	2,3	5,4	4,5	4,6	2,3	6,3	6,5	8,7	5,6	262	2 241
<b>III</b>	P	3,5	2,7	3,5	1,8	5,7	2,3	4,0	4,0	3,8	2,2	8,8	7,2	9,0	6,2	265	2 264
<b>IV</b>	P	3,1	2,2	3,3	1,2	5,1	2,0	3,7	3,1	3,6	1,9	3,8	4,1	5,5	3,5	269	2 282
<b>08 /</b>	P	2,5	2,1	2,1	1,6	4,6	1,6	1,3	2,4	2,4	1,5	3,9	5,6	3,1	4,2	272	2 315
<b>II</b>	P	1,7	1,4	0,2	0,6	5,1	2,2	-1,9	1,0	0,6	0,8	2,4	3,7	-1,3	2,3	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	0,3	-2,9	1,1	-7,6	0,9	273	2 323
<b>IV</b>	P	-1,2	-1,9	-3,3	-0,7	6,3	2,4	-10,9	-6,0	-3,7	-0,5	-7,1	-7,0	-13,5	-3,8	270	2 292
<b>09 /</b>	P	-3,3	-5,0	-5,3	-1,4	6,0	2,4	-14,9	-11,4	-6,0	-3,5	-16,6	-16,1	-22,3	-12,9	267	2 239
<b>II</b>	P	-4,2	-4,9	-5,8	-1,0	4,7	2,3	-17,0	-11,6	-7,0	-3,7	-14,7	-16,6	-21,7	-14,3	262	2 236
<b>III</b>	P	-4,0	-4,1	-4,8	-1,1	4,1	2,6	-16,0	-11,3	-6,2	-3,4	-10,8	-13,2	-17,0	-11,9	260	2 249
<b>IV</b>	P	-3,1	-2,2	-3,4	-0,6	0,8	1,8	-12,9	-8,8	-5,0	-2,9	-2,9	-4,6	-9,6	-6,3	261	2 252

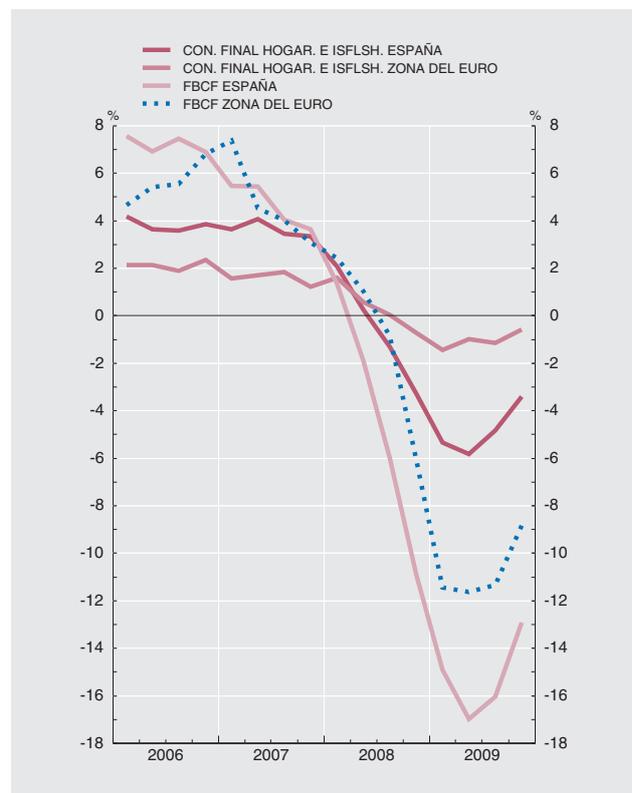
#### PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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.

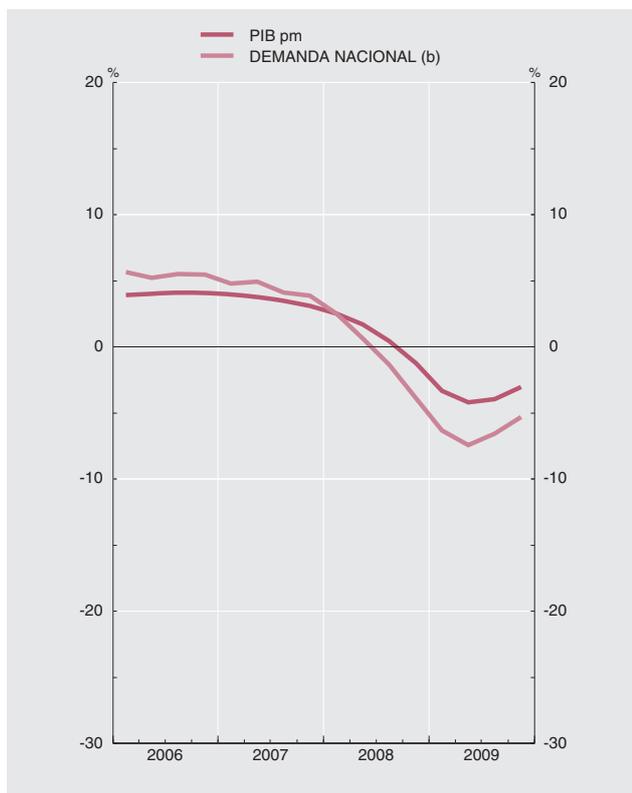
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

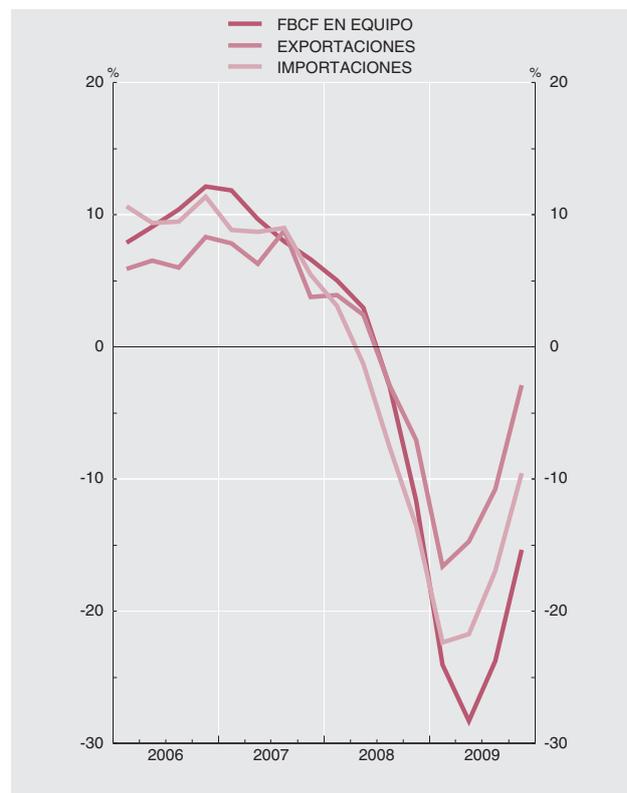
Tasas de variación interanual

		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>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>09</b>	P	-15,3	-23,1	-11,2	-17,2	0,0	-11,5	-11,6	-9,6	-12,5	-17,9	-18,9	-14,3	-14,2	-6,4	-3,6
<b>07</b>	I	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
	II	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
	III	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
	IV	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</b>	I	1,3	5,0	-0,5	2,4	0,1	3,9	3,3	1,0	9,0	3,1	2,7	2,8	5,1	2,5	2,5
	II	-1,9	2,9	-4,1	-1,2	0,2	2,4	1,5	-3,0	11,1	-1,3	-1,2	-3,2	-1,2	0,6	1,7
	III	-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
	IV	-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</b>	I	-14,9	-24,0	-11,3	-13,2	0,1	-16,6	-19,9	-14,0	-6,5	-22,3	-24,7	-19,9	-11,5	-6,3	-3,3
	II	-17,0	-28,3	-11,6	-17,6	-0,0	-14,7	-16,6	-9,1	-12,5	-21,7	-23,8	-12,7	-13,8	-7,4	-4,2
	III	-16,0	-23,8	-11,4	-19,9	-0,0	-10,8	-9,7	-9,3	-16,0	-17,0	-17,8	-12,2	-14,4	-6,6	-4,0
	IV	-12,9	-15,3	-10,2	-18,5	0,1	-2,9	1,3	-5,5	-15,1	-9,6	-7,7	-12,0	-17,2	-5,3	-3,1

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.

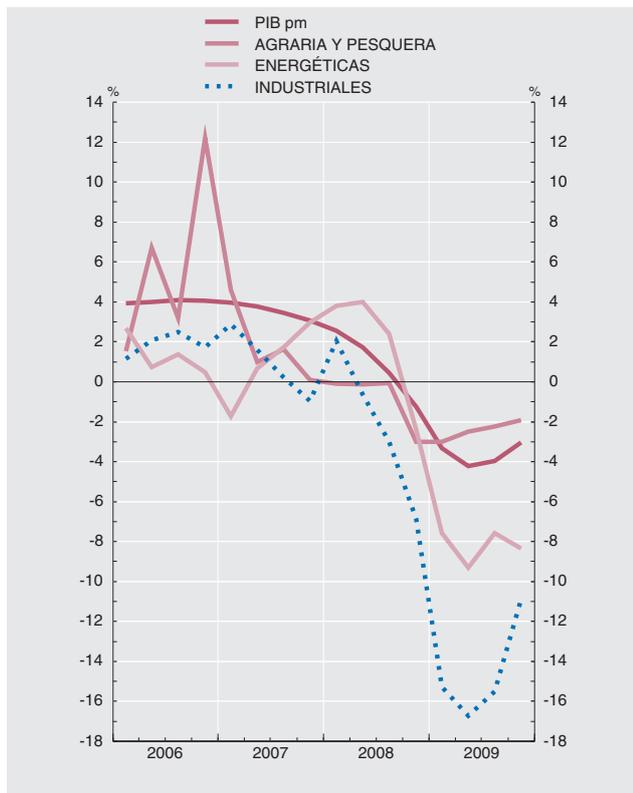
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

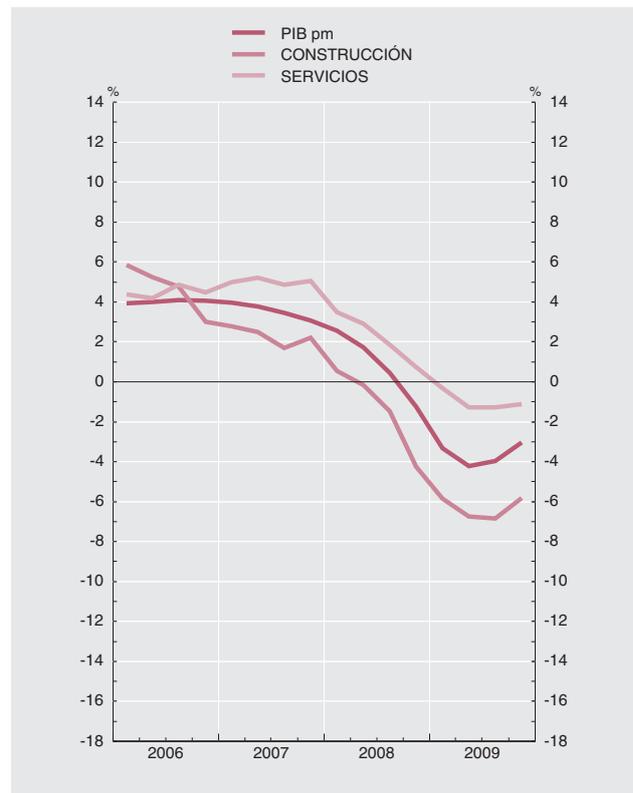
Tasas de variación interanual

		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
07	P	3,6	1,8	0,9	0,9	2,3	5,0	5,1	4,8	2,8	3,3	-1,6
08	P	0,9	-0,8	1,9	-2,1	-1,3	2,2	1,6	4,4	-1,4	-1,0	-0,5
09	P	-3,6	-2,4	-8,2	-14,7	-6,3	-1,0	-2,0	2,6	-4,1	-10,2	2,1
07	I	4,0	4,6	-1,7	2,9	2,8	5,0	5,1	4,6	3,5	2,2	-0,2
	II	3,8	1,0	0,7	1,6	2,5	5,2	5,3	4,7	2,9	2,7	-1,4
	III	3,5	1,6	1,7	0,2	1,7	4,9	4,9	4,7	2,9	4,3	1,4
	IV	3,1	0,1	3,0	-1,0	2,2	5,0	5,0	5,1	1,9	3,9	-6,0
08	I	2,5	-0,1	3,8	2,1	0,5	3,5	3,2	4,5	0,5	4,6	-0,6
	II	1,7	-0,1	4,0	-0,7	-0,2	2,9	2,3	5,1	-0,4	1,6	-0,5
	III	0,4	-0,1	2,4	-3,0	-1,5	1,8	1,2	4,3	-2,0	-3,9	-1,4
	IV	-1,2	-3,0	-2,4	-6,9	-4,3	0,7	-0,1	3,6	-3,5	-6,2	0,4
09	I	-3,3	-3,0	-7,6	-15,3	-5,9	-0,3	-1,3	3,0	-3,7	-9,8	2,3
	II	-4,2	-2,5	-9,3	-16,7	-6,7	-1,3	-2,6	3,3	-4,6	-10,5	1,9
	III	-4,0	-2,2	-7,6	-15,5	-6,8	-1,3	-2,4	2,8	-4,4	-12,3	1,4
	IV	-3,1	-1,9	-8,3	-10,9	-5,8	-1,1	-1,8	1,2	-3,6	-8,3	2,5

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).

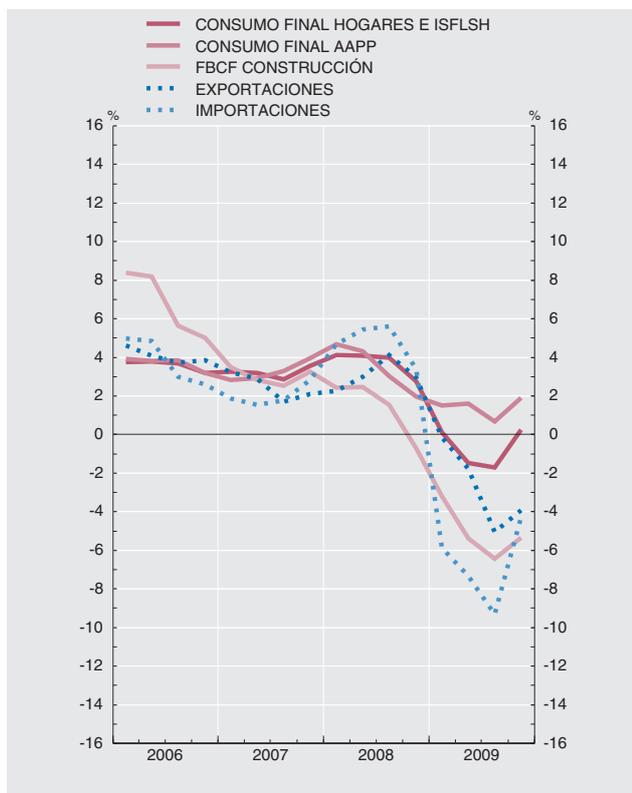
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

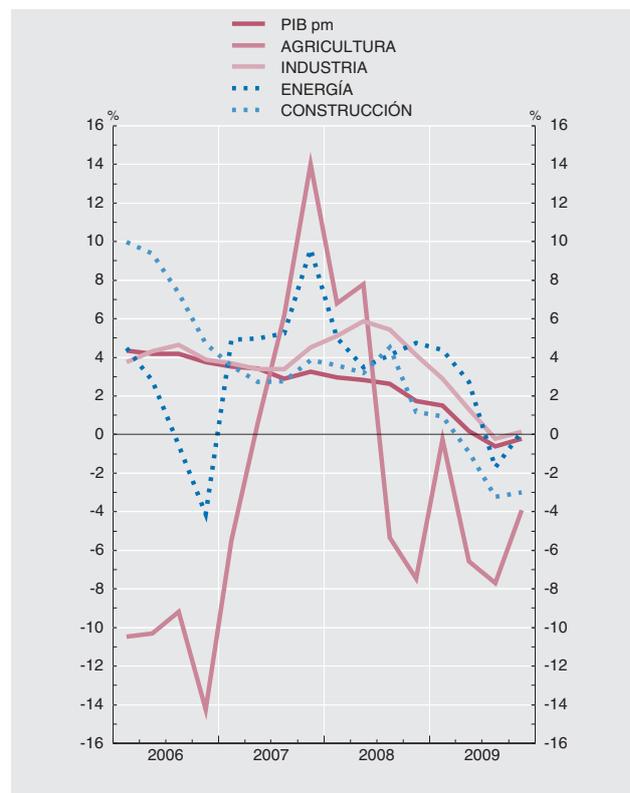
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramras de actividad						
		1	2	Formación bruta de capital fijo			6	7	8	9	10	11	12	De los que	
				3	4	5								13	14
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramras agraria y pesquera	Ramras Energéticas	Ramras Industriales	Construcción	Ramras de los servicios	Servicios de mercado
<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>09</b>	P	-0,6	1,4	-0,8	-5,1	-1,9	-2,7	-6,7	0,2	-4,6	1,4	1,1	-1,5	2,8	2,9
<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	1,5	0,1	-3,2	-0,3	-0,2	-5,9	1,5	-0,2	4,4	2,9	0,9	4,2	4,6
<b>09 II</b>	P	-1,4	1,6	-0,8	-5,4	-2,3	-1,8	-7,3	0,2	-6,6	2,7	1,3	-0,9	3,5	3,7
<b>09 III</b>	P	-1,6	0,7	-1,3	-6,4	-3,0	-5,0	-9,3	-0,6	-7,7	-1,7	-0,2	-3,2	2,2	2,2
<b>09 IV</b>	P	0,3	1,9	-1,2	-5,3	-2,2	-3,9	-4,3	-0,2	-3,9	0,1	0,1	-3,0	1,3	1,1

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.

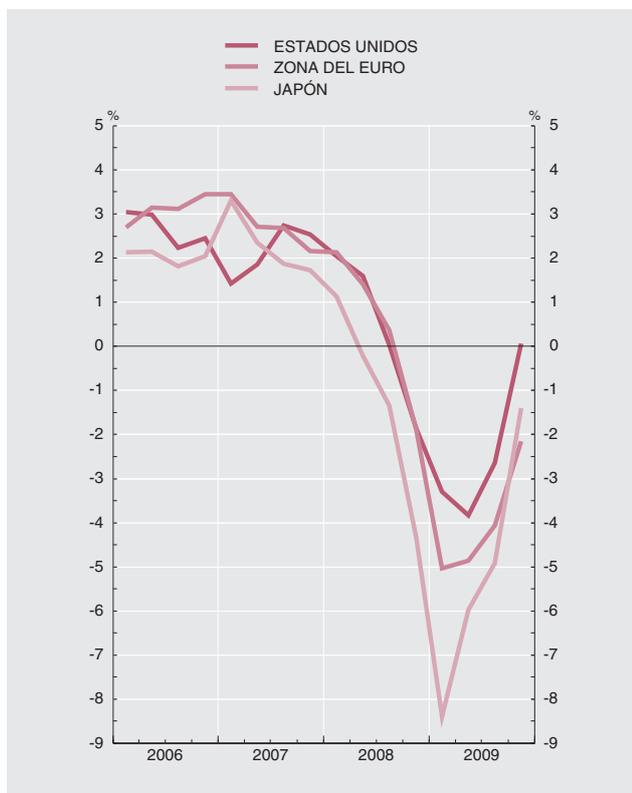
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

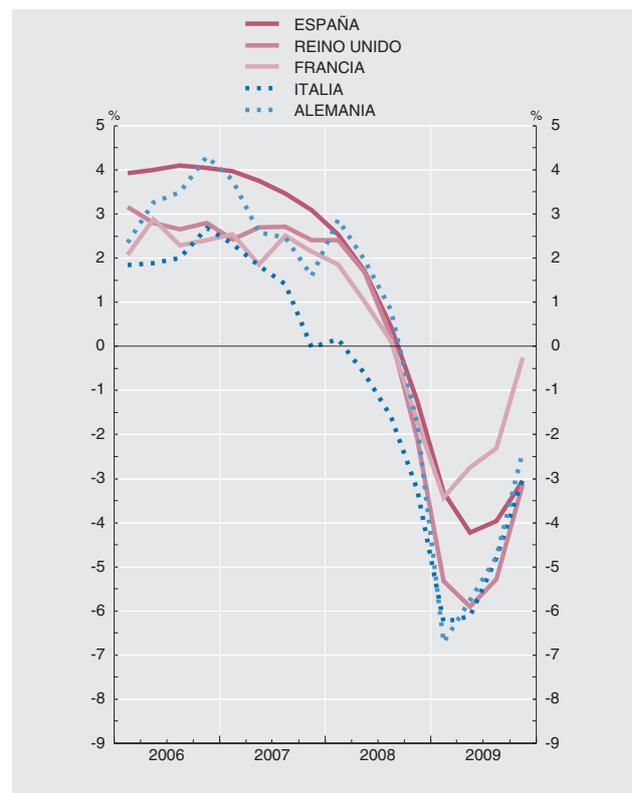
Tasas de variación interanual

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

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.

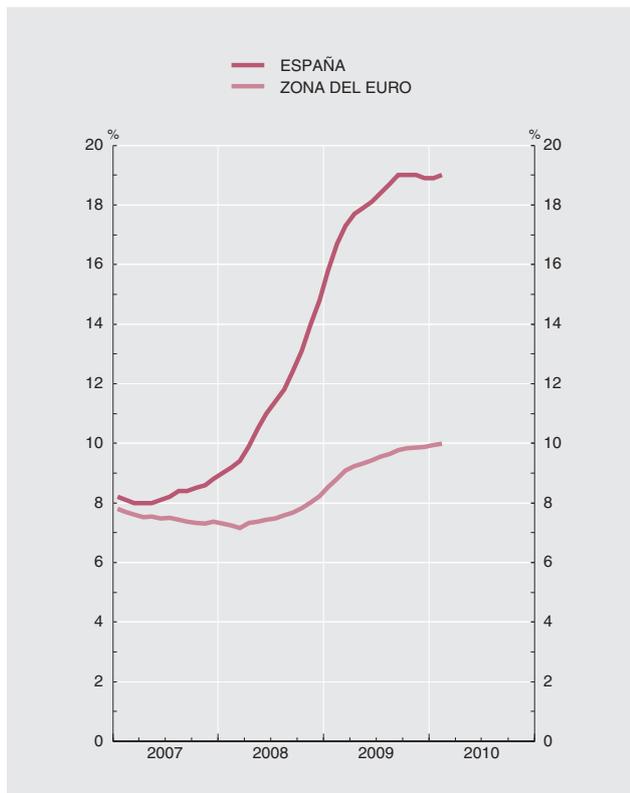
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

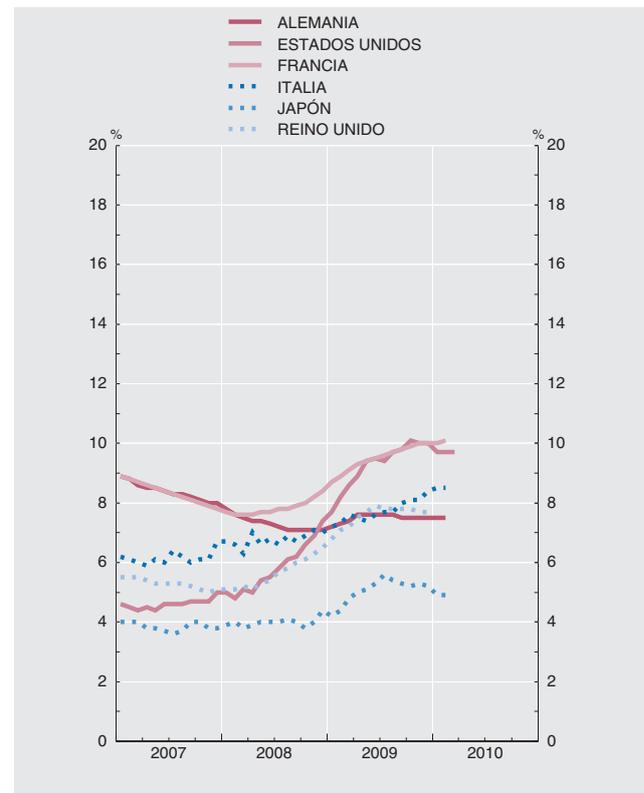
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>07</b>	5,8	7,1	7,5	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,8	5,3
<b>08</b>	6,1	7,0	7,6	7,3	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
<b>09</b>	8,3	8,9	9,4	7,5	18,0	9,3	9,5	7,7	5,1	7,6
<b>08</b>										
<i>Oct</i>	6,5	7,3	7,8	7,1	13,1	6,6	8,0	6,9	3,8	6,1
<i>Nov</i>	6,7	7,4	8,0	7,1	14,0	6,9	8,2	7,1	4,0	6,3
<i>Dic</i>	7,0	7,6	8,2	7,1	14,8	7,4	8,4	7,0	4,4	6,5
<b>09</b>										
<i>Ene</i>	7,3	8,0	8,5	7,2	15,8	7,7	8,7	7,2	4,2	6,8
<i>Feb</i>	7,6	8,3	8,8	7,3	16,7	8,2	8,9	7,3	4,4	7,1
<i>Mar</i>	7,9	8,5	9,1	7,4	17,3	8,6	9,1	7,6	4,8	7,2
<i>Abr</i>	8,1	8,7	9,2	7,6	17,7	8,9	9,3	7,5	5,0	7,5
<i>May</i>	8,4	8,8	9,3	7,6	17,9	9,4	9,4	7,4	5,1	7,7
<i>Jun</i>	8,5	8,9	9,4	7,6	18,1	9,5	9,5	7,6	5,3	7,9
<i>Jul</i>	8,5	9,1	9,6	7,6	18,4	9,4	9,6	7,7	5,6	7,8
<i>Ago</i>	8,6	9,2	9,6	7,6	18,7	9,7	9,7	7,7	5,4	7,8
<i>Sep</i>	8,7	9,3	9,8	7,5	19,0	9,8	9,8	8,0	5,3	7,8
<i>Oct</i>	8,8	9,4	9,8	7,5	19,0	10,1	9,9	8,1	5,2	7,8
<i>Nov</i>	8,7	9,4	9,9	7,5	19,0	10,0	10,0	8,1	5,3	7,7
<i>Dic</i>	8,7	9,4	9,9	7,5	18,9	10,0	10,0	8,4	5,2	7,7
<b>10</b>										
<i>Ene</i>	8,7	9,5	9,9	7,5	18,9	9,7	10,0	8,5	4,9	...
<i>Feb</i>	8,6	9,6	10,0	7,5	19,0	9,7	10,1	8,5	4,9	...
<i>Mar</i>	...	...	...	...	...	9,7	...	...	...	...

TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

TASAS DE PARO



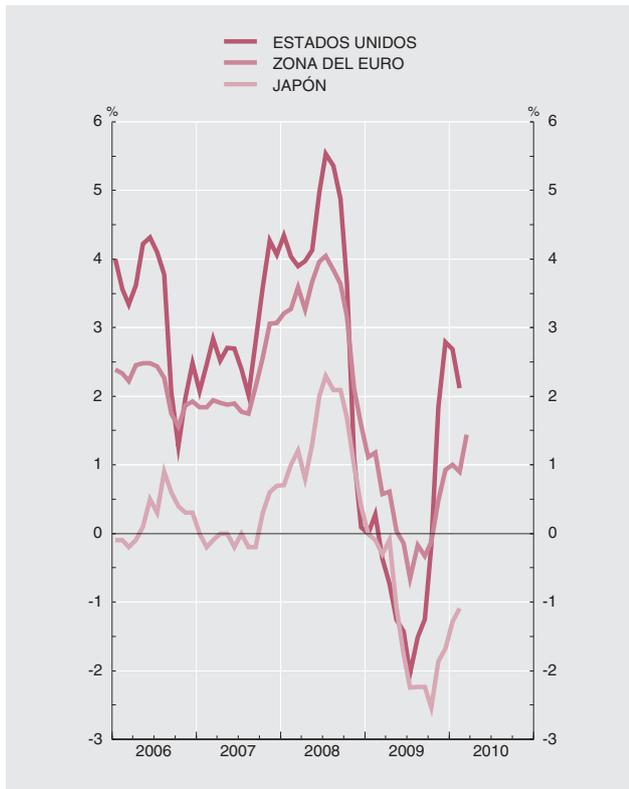
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

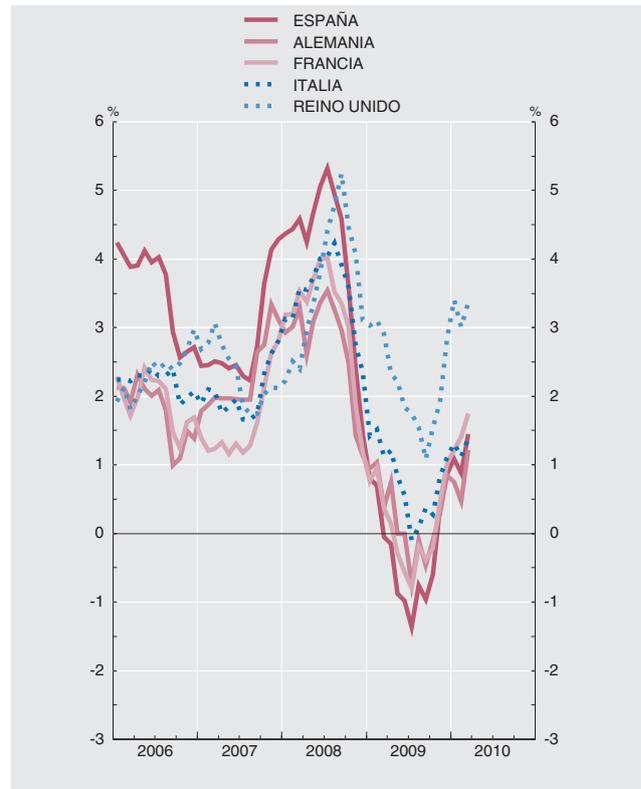
Tasas de variación interanual

	OCDE 1	UE 27 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>06</b>	2,5	2,3	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
<b>07</b>	2,3	2,4	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
<b>08</b>	3,5	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
<b>09</b>	0,3	1,0	0,3	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,8	-1,4	2,2
<b>08 Oct</b>	3,5	3,7	3,2	2,5	3,6	3,6	3,0	3,6	1,7	4,5
<b>Nov</b>	2,0	2,8	2,1	1,4	2,4	1,1	1,9	2,7	1,0	4,1
<b>Dic</b>	1,2	2,2	1,6	1,1	1,5	0,1	1,2	2,4	0,4	3,1
<b>09 Ene</b>	1,0	1,7	1,1	0,9	0,8	-	0,8	1,4	-	3,0
<b>Feb</b>	1,1	1,8	1,2	1,0	0,7	0,3	1,0	1,5	-0,1	3,1
<b>Mar</b>	0,7	1,4	0,6	0,4	-0,1	-0,4	0,4	1,1	-0,3	2,9
<b>Abr</b>	0,5	1,3	0,6	0,8	-0,2	-0,7	0,1	1,2	-0,1	2,3
<b>May</b>	-0,1	0,8	0,0	-	-0,9	-1,3	-0,3	0,8	-1,1	2,2
<b>Jun</b>	-0,3	0,6	-0,1	-	-1,0	-1,4	-0,6	0,6	-1,8	1,8
<b>Jul</b>	-0,8	0,2	-0,7	-0,7	-1,4	-2,0	-0,8	-0,1	-2,2	1,7
<b>Ago</b>	-0,5	0,6	-0,2	-0,1	-0,8	-1,5	-0,2	0,1	-2,2	1,5
<b>Sep</b>	-0,5	0,3	-0,3	-0,5	-1,0	-1,3	-0,4	0,4	-2,2	1,1
<b>Oct</b>	0,1	0,5	-0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2	0,3	-2,5	1,5
<b>Nov</b>	1,2	1,0	0,5	0,3	0,4	1,8	0,5	0,8	-1,9	1,9
<b>Dic</b>	1,8	1,5	0,9	0,8	0,9	2,8	1,0	1,1	-1,7	2,8
<b>10 Ene</b>	2,0	1,7	1,0	0,8	1,1	2,7	1,2	1,3	-1,3	3,4
<b>Feb</b>	1,7	1,5	0,9	0,5	0,9	2,1	1,4	1,1	-1,1	3,0
<b>Mar</b>	...	1,9	1,4	1,2	1,5	...	1,7	1,4	...	3,4

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

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

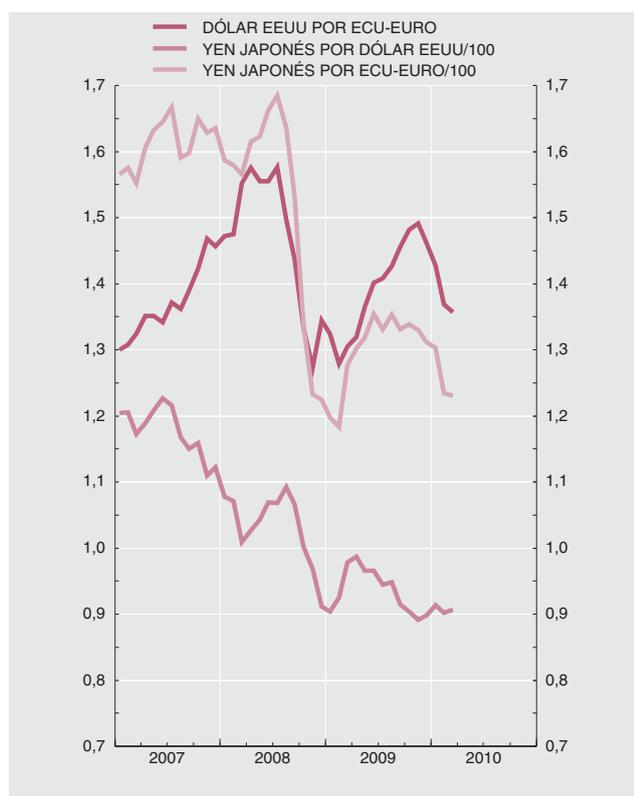
## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

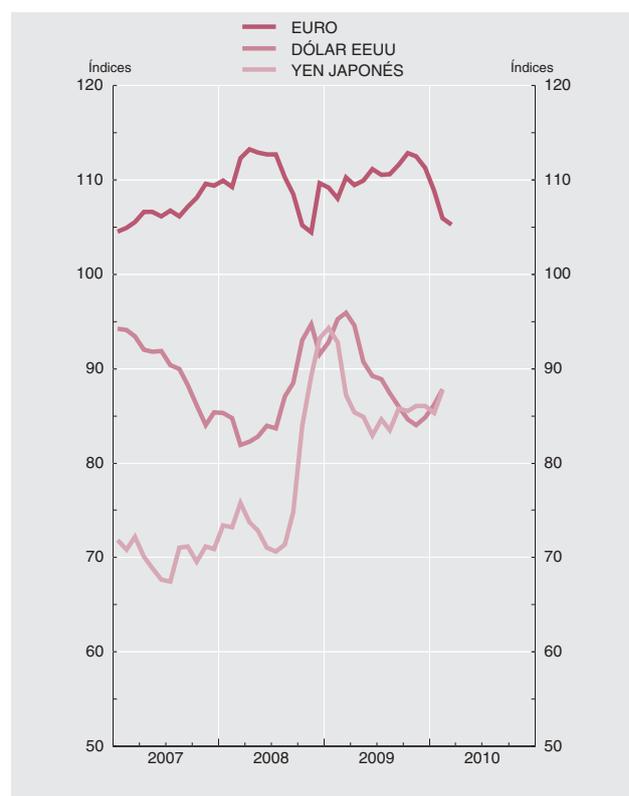
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por 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>07</b>	1,3710	161,26	117,74	106,4	82,2	88,0	106,8	90,1	70,2	105,2	92,6	68,5
<b>08</b>	1,4707	152,31	103,36	110,6	78,2	98,4	110,1	86,6	77,0	107,4	90,6	74,9
<b>09</b>	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,2	112,4	110,6	89,5	86,6	105,9	93,0	85,4
<b>09 E-M</b>	1,3032	122,02	93,63	109,9	86,4	117,3	109,2	94,7	91,4	104,7	97,0	90,4
<b>10 E-M</b>	1,3847	125,68	90,75	108,8	78,5	114,8	106,7	86,9	86,5	102,2	91,9	85,2
<b>09 Ene</b>	1,3239	119,73	90,42	109,8	84,8	120,4	109,2	92,8	94,3	104,9	95,6	92,4
<b>Feb</b>	1,2785	118,30	92,54	108,7	86,9	119,6	108,0	95,3	92,8	103,4	97,6	92,1
<b>Mar</b>	1,3050	127,65	97,84	111,1	87,6	112,2	110,3	95,9	87,2	105,5	97,9	86,9
<b>Abr</b>	1,3190	130,25	98,74	110,3	86,2	110,0	109,5	94,6	85,3	104,6	97,3	84,2
<b>May</b>	1,3650	131,85	96,61	110,8	82,7	109,9	109,9	90,7	84,9	105,2	94,5	83,8
<b>Jun</b>	1,4016	135,39	96,60	112,0	80,8	108,1	111,1	89,2	82,9	106,2	93,4	81,5
<b>Jul</b>	1,4088	133,09	94,47	111,6	80,2	110,3	110,5	88,9	84,6	105,8	92,2	83,8
<b>Ago</b>	1,4268	135,31	94,84	111,7	78,9	108,8	110,6	87,4	83,5	106,0	91,6	82,1
<b>Sep</b>	1,4562	133,14	91,44	112,9	77,6	111,8	111,6	86,0	85,8	106,9	89,8	84,7
<b>Oct</b>	1,4816	133,91	90,38	114,3	76,3	112,0	112,8	84,6	85,5	108,2	88,5	84,4
<b>Nov</b>	1,4914	132,97	89,16	114,0	75,8	113,1	112,5	84,1	86,0	107,5	88,7	84,8
<b>Dic</b>	1,4614	131,21	89,81	113,0	76,6	113,4	111,3	84,8	86,1	106,1	89,5	84,9
<b>10 Ene</b>	1,4272	130,34	91,32	110,8	77,4	112,5	108,9	86,2	85,3	104,0	91,3	83,8
<b>Feb</b>	1,3686	123,46	90,21	108,0	79,1	116,2	105,9	87,8	87,8	101,5	92,7	86,7
<b>Mar</b>	1,3569	123,03	90,68	107,4	78,9	115,9	105,3	...	...	100,9	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

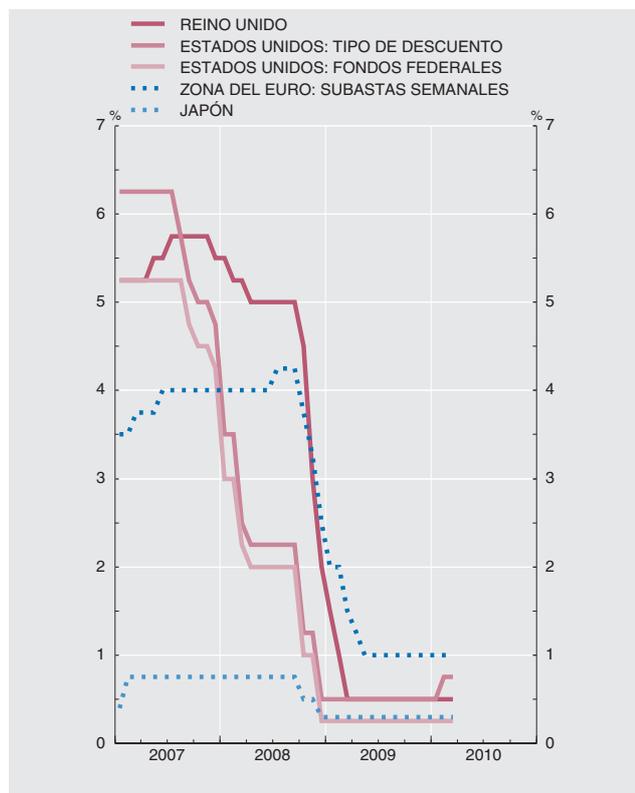
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

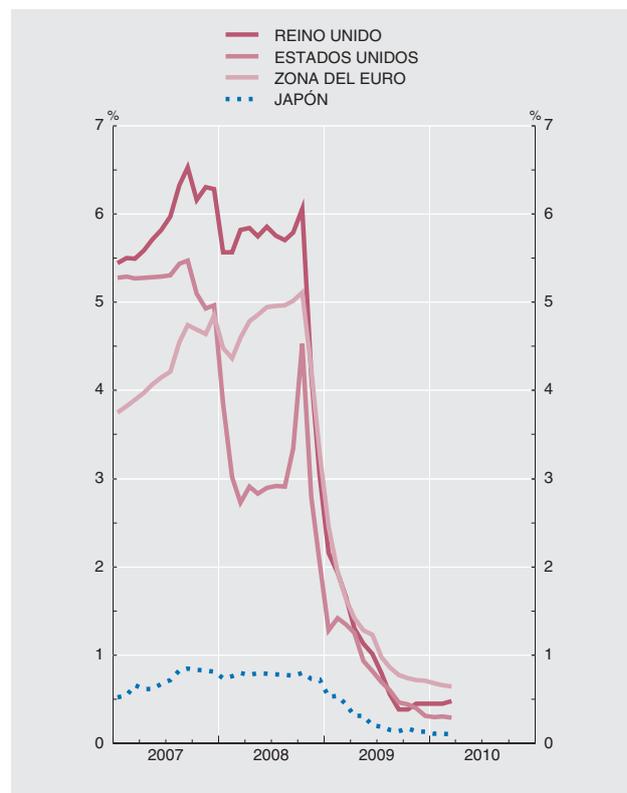
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<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>09</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>08 Oct</b>	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
<b>Nov</b>	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
<b>Dic</b>	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04
<b>09 Ene</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
<b>Feb</b>	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94
<b>Mar</b>	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
<b>Abr</b>	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
<b>May</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13
<b>Jun</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,90	1,19	1,23	-	-	0,82	-	-	0,21	1,01
<b>Jul</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,75	0,94	0,98	-	-	0,70	-	-	0,18	0,80
<b>Ago</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,66	0,81	0,86	-	-	0,60	-	-	0,15	0,55
<b>Sep</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,71	0,77	-	-	0,46	-	-	0,14	0,39
<b>Oct</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,56	0,68	0,74	-	-	0,44	-	-	0,16	0,38
<b>Nov</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,53	0,67	0,72	-	-	0,40	-	-	0,14	0,45
<b>Dic</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,50	0,67	0,71	-	-	0,31	-	-	0,13	0,45
<b>10 Ene</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,48	0,64	0,68	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<b>Feb</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,62	0,66	-	-	0,30	-	-	0,11	0,45
<b>Mar</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48

### TIPOS DE INTERVENCIÓN



### TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

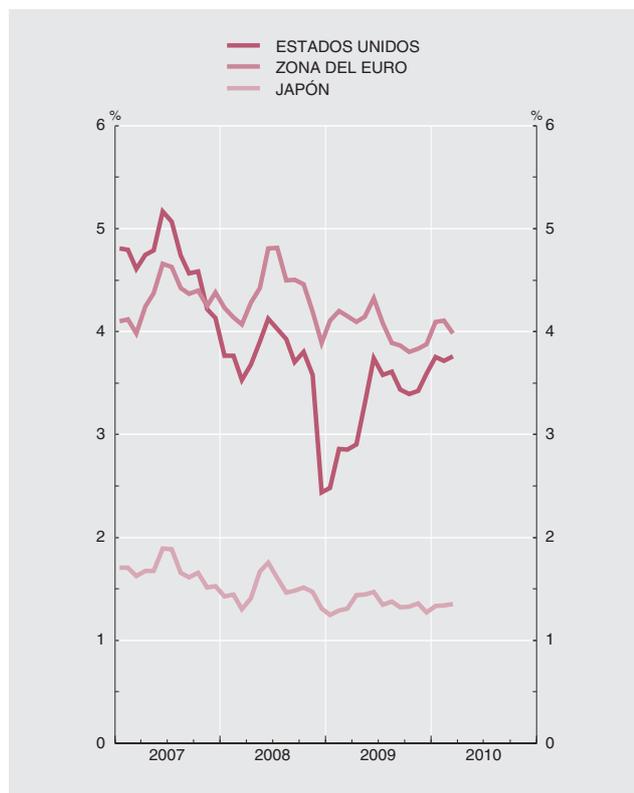
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>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>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>08</b>										
Oct	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
Nov	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
Dic	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
<b>09</b>										
Ene	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
Feb	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59
Mar	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22
Abr	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
May	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66
Jun	3,52	4,02	4,32	3,56	4,24	3,74	3,90	4,62	1,47	3,86
Jul	3,36	3,85	4,09	3,38	4,01	3,58	3,74	4,38	1,35	3,85
Ago	3,32	3,69	3,89	3,34	3,78	3,61	3,59	4,12	1,38	3,72
Sep	3,23	3,67	3,86	3,30	3,80	3,44	3,59	4,08	1,32	3,69
Oct	3,20	3,61	3,80	3,24	3,77	3,40	3,56	3,99	1,33	3,57
Nov	3,23	3,65	3,83	3,28	3,79	3,42	3,56	4,01	1,36	3,74
Dic	3,28	3,65	3,88	3,23	3,80	3,59	3,47	4,02	1,27	3,86
<b>10</b>										
Ene	3,40	3,75	4,10	3,30	3,99	3,75	3,53	4,08	1,34	4,01
Feb	3,36	3,73	4,11	3,19	3,98	3,71	3,50	4,05	1,34	4,07
Mar	3,36	3,65	3,98	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05

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.

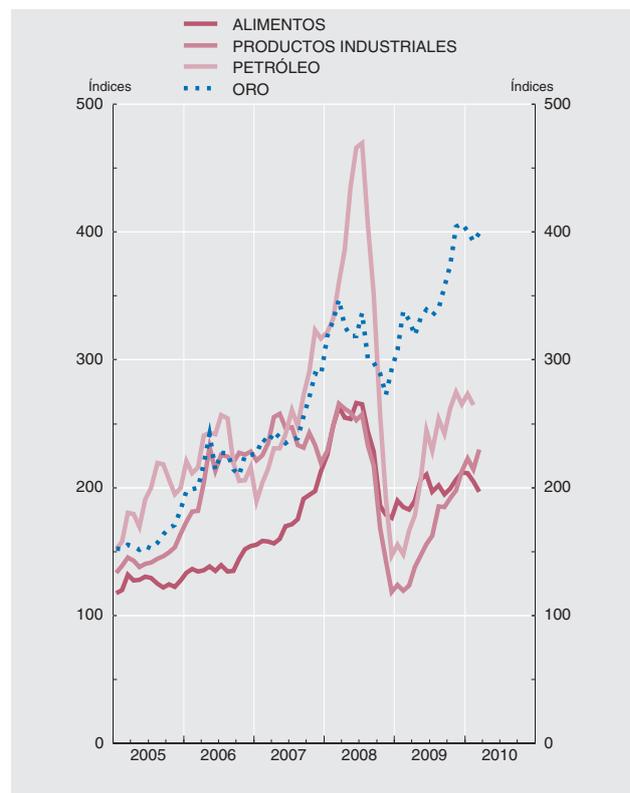
Base 2000 = 100

	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
<b>05</b>	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>07</b>	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
<b>08</b>	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
<b>09</b>	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
<b>09 E-M</b>	112,3	158,1	185,9	122,2	111,4	127,7	156,9	44,4	325,3	907,6	22,41
<b>10 E-M</b>	141,4	212,3	204,3	222,7	192,9	239,0	...	76,5	397,6	1 109,2	25,77
<b>09 Feb</b>	112,6	156,2	184,8	119,2	111,2	123,2	147,9	43,3	338,1	943,2	23,72
<b>Mar</b>	111,3	156,8	182,7	123,3	108,2	131,5	166,3	46,8	331,3	924,3	22,78
<b>Abr</b>	117,4	167,3	189,9	138,0	120,0	147,8	178,1	50,2	319,1	890,2	21,70
<b>May</b>	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	205,8	57,5	332,9	928,6	21,87
<b>Jun</b>	122,9	186,7	210,4	155,9	128,4	170,9	244,8	68,8	339,0	945,7	21,71
<b>Jul</b>	119,3	181,8	196,6	162,6	132,5	179,0	229,0	64,7	334,9	934,2	21,33
<b>Ago</b>	126,4	194,7	202,0	185,1	144,0	207,6	253,7	73,0	340,3	949,4	21,41
<b>Sep</b>	121,2	190,7	195,0	185,0	145,8	206,5	242,2	67,7	357,2	996,6	22,01
<b>Oct</b>	122,4	196,3	199,6	192,1	153,5	213,2	262,4	73,2	373,9	1 043,2	22,62
<b>Nov</b>	126,1	202,6	206,2	198,1	165,5	215,8	274,7	76,9	404,0	1 127,0	24,28
<b>Dic</b>	134,4	210,9	211,6	212,6	177,2	231,9	265,2	74,4	406,8	1 134,7	24,90
<b>10 Ene</b>	139,8	216,4	211,3	223,0	185,8	243,3	273,1	76,4	400,6	1 117,7	25,19
<b>Feb</b>	140,6	208,9	204,6	214,5	190,8	227,4	264,9	74,1	392,7	1 095,4	25,75
<b>Mar</b>	143,9	211,3	196,9	229,9	201,9	245,2	...	78,8	399,1	1 113,2	26,37

### 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.

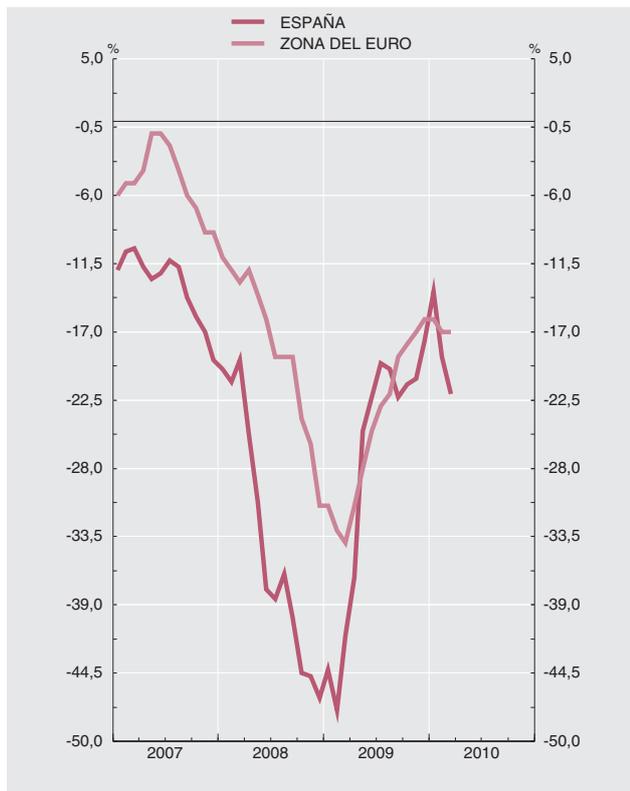
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

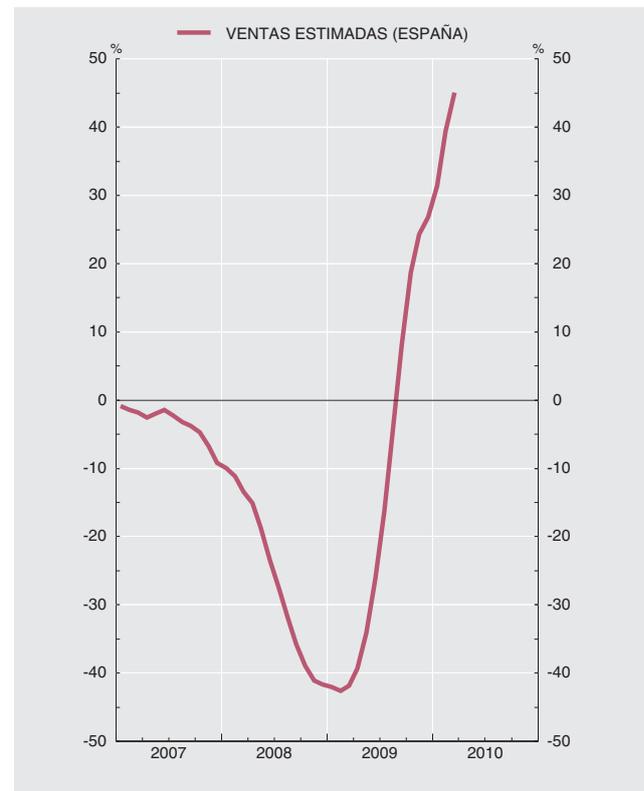
Tasas de variación interanual

	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 Matriculaciones	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				Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)
				1					2	3	4								
<b>07</b>		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	2,8	2,4	1,3	1,8	6,2	3,2	0,5	1,9
<b>08</b>		-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,4	-30,0	-28,1	-6,7	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
<b>09</b>	P	-28	-26	-13	-24	-25	-15	-18,1	-10,7	-17,9	4,9	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-7,1	-7,2	-1,8	
<b>09 E-M</b>	P	-44	-46	-26	-28	-33	-19	-43,5	-37,0	-43,1	-12,0	-8,6	-9,3	-5,7	-9,3	-4,8	-11,6	-10,1	-2,7
<b>10 E-M</b>	P	-18	-12	-6	-14	-17	-6	44,7	35,1	44,5	7,2	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>09 Abr</b>	P	-37	-42	-18	-29	-31	-20	-46,0	-42,5	-45,6	-11,4	-8,6	-8,7	-3,1	-7,1	-2,3	-11,8	-10,6	-1,5
<b>May</b>	P	-25	-23	-12	-22	-28	-14	-38,8	-33,0	-38,7	0,8	-8,1	-8,8	-6,4	-9,9	-4,9	-10,1	-8,5	-2,8
<b>Jun</b>	P	-22	-23	-10	-22	-25	-17	-15,7	-7,9	-15,9	10,8	-2,6	-3,0	-1,2	-0,8	2,5	-3,8	-6,3	-1,7
<b>Jul</b>	P	-20	-16	-8	-22	-23	-13	-10,7	-1,3	-10,9	6,8	-4,4	-4,9	-2,9	-5,3	-0,3	-7,5	-6,5	-1,2
<b>Ago</b>	P	-20	-15	-8	-23	-22	-14	-0,6	1,7	-0,0	14,5	-4,3	-4,5	-4,5	-5,9	-2,0	-6,1	-7,9	-1,8
<b>Sep</b>	P	-22	-16	-8	-22	-19	-15	17,8	20,6	18,0	9,6	-3,8	-3,8	-2,5	-4,8	-1,1	-2,7	-4,4	-2,5
<b>Oct</b>	P	-21	-15	-7	-21	-18	-15	26,4	28,6	26,7	10,8	-4,3	-3,9	-1,6	-3,6	-0,1	-5,0	-5,1	-0,5
<b>Nov</b>	P	-21	-14	-7	-22	-17	-11	37,5	37,3	37,3	34,0	-4,8	-3,5	-2,3	-7,4	-	-2,3	-3,8	-1,6
<b>Dic</b>	P	-18	-12	-4	-24	-16	-10	26,6	30,4	25,1	19,5	-1,2	-0,1	0,2	0,9	3,4	-1,5	-3,0	0,2
<b>10 Ene</b>	P	-14	-8	-4	-20	-16	-5	17,4	16,6	18,1	8,3	-4,5	-3,2	-3,0	-2,5	-0,6	-5,5	-4,8	-0,2
<b>Feb</b>	P	-19	-11	-5	-11	-17	-8	47,0	33,0	47,0	2,9	-1,1	0,1	0,5	1,6	3,7	-4,8	-1,6	-1,1
<b>Mar</b>	P	-22	-17	-9	-12	-17	-6	64,2	53,4	63,1	10,2	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)

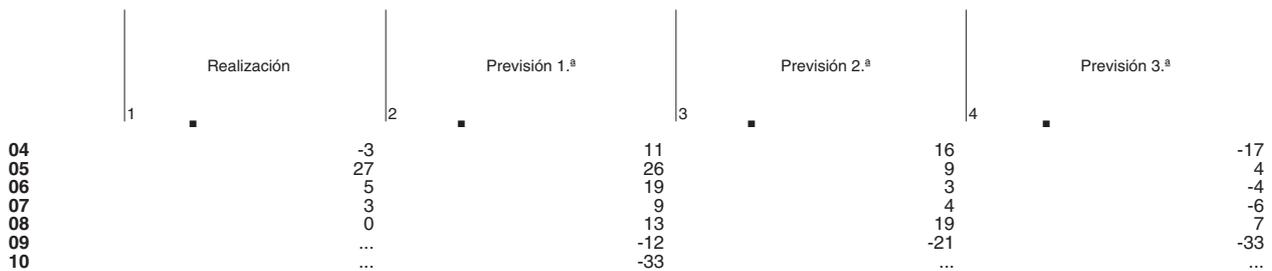


FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

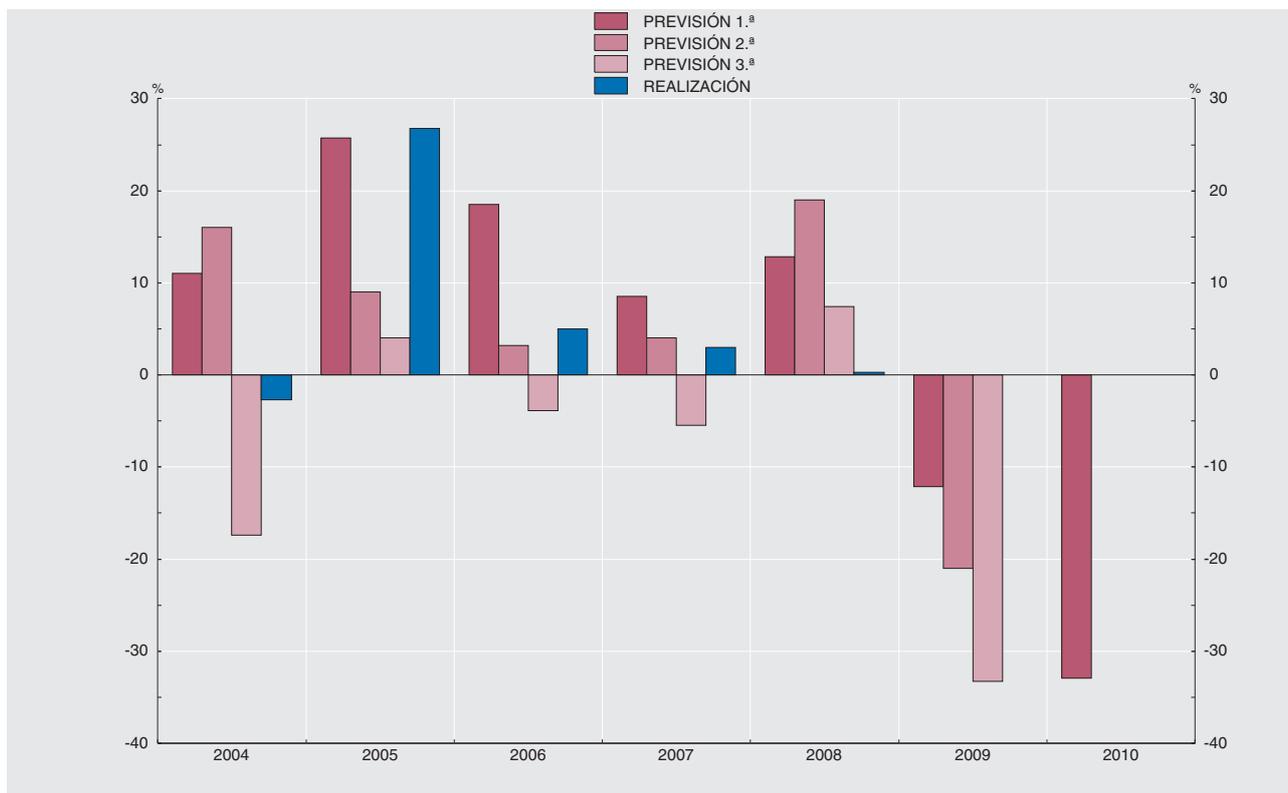
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes



#### 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.

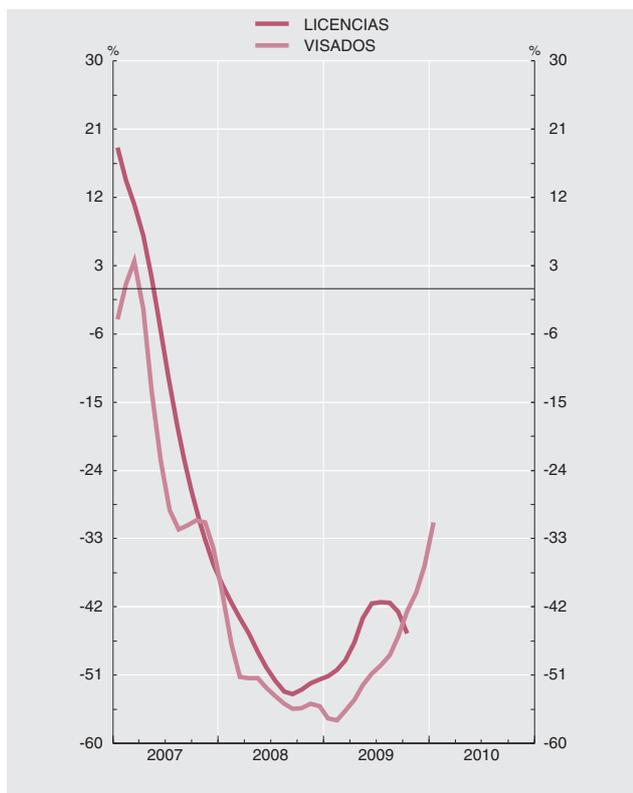
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

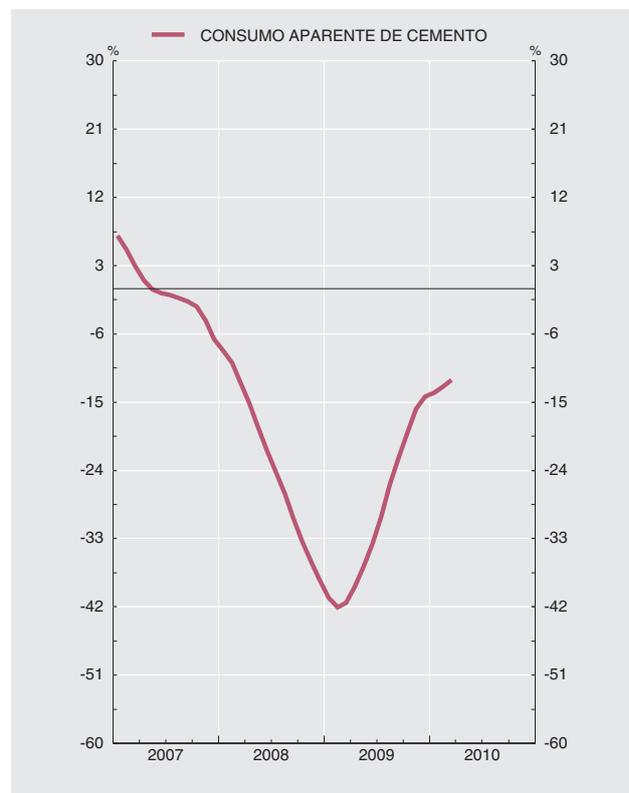
Tasas de variación interanual

	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>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>	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	3,0	3,0	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,3	-23,8
<b>09</b>	...	...	...	...	-51,4	-56,8	-8,0	-8,0	1,4	3,7	-19,8	0,6	-11,3	-32,9
<b>09 E-M</b>	-54,2	-60,1	-59,2	-35,5	-57,3	-62,4	-5,3	-5,3	21,2	18,9	-24,8	21,8	-13,8	-46,1
<b>10 E-M</b>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-19,4
<b>08 Dic</b>	-41,3	-41,8	-42,4	-40,4	-44,5	-46,3	22,0	3,0	-14,8	-18,2	-44,3	-13,8	33,8	-39,6
<b>09 Ene</b>	-61,6	-63,1	-63,4	-56,9	-61,5	-63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,1	-55,4
<b>09 Feb</b>	-44,7	-54,1	-52,3	-16,4	-62,5	-65,3	57,3	13,7	87,1	28,1	30,0	100,8	47,3	-46,9
<b>09 Mar</b>	-56,7	-63,1	-62,0	-35,4	-46,7	-58,0	-27,0	-5,3	49,4	7,5	8,5	59,7	-40,4	-35,3
<b>09 Abr</b>	-45,8	-48,5	-46,8	-37,3	-60,9	-66,8	-49,1	-17,5	-55,8	-39,2	-21,7	-60,2	-45,4	-45,3
<b>09 May</b>	-42,3	-43,9	-43,5	-38,3	-48,0	-55,7	46,0	-13,0	147,9	139,5	-6,0	151,1	25,1	-39,1
<b>09 Jun</b>	-22,2	-42,9	-44,1	38,1	-52,3	-57,5	92,0	-6,4	87,2	-14,1	49,0	138,3	94,8	-20,6
<b>09 Jul</b>	-47,8	-49,1	-51,0	-44,6	-46,2	-51,2	-0,3	-5,6	41,5	360,0	256,7	-0,5	-11,7	-32,3
<b>09 Ago</b>	-36,5	-46,9	-46,6	-15,5	-52,7	-54,6	8,2	-4,3	-13,8	-33,6	-51,3	-4,3	22,6	-21,2
<b>09 Sep</b>	-29,6	-40,5	-43,1	-5,4	-47,0	-52,5	-12,8	-5,0	-7,3	-44,8	-68,0	4,5	-14,5	-23,9
<b>09 Oct</b>	-53,0	-55,0	-54,4	-48,0	-42,4	-45,6	-33,9	-7,4	-8,6	-13,3	-24,7	-7,6	-40,3	-21,1
<b>09 Nov</b>	...	...	...	...	-37,1	-39,7	-32,0	-9,7	-34,3	-35,1	-96,5	-33,8	-30,8	-9,3
<b>09 Dic</b>	...	...	...	...	-42,4	-50,7	5,5	-8,0	-5,1	45,0	55,0	-19,2	7,6	-20,0
<b>10 Ene</b>	...	...	...	...	-29,5	-40,6	-52,4	-52,4	-46,0	-62,5	-48,2	-38,8	-55,7	-15,6
<b>10 Feb</b>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-24,0
<b>10 Mar</b>	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-18,0

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



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



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

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

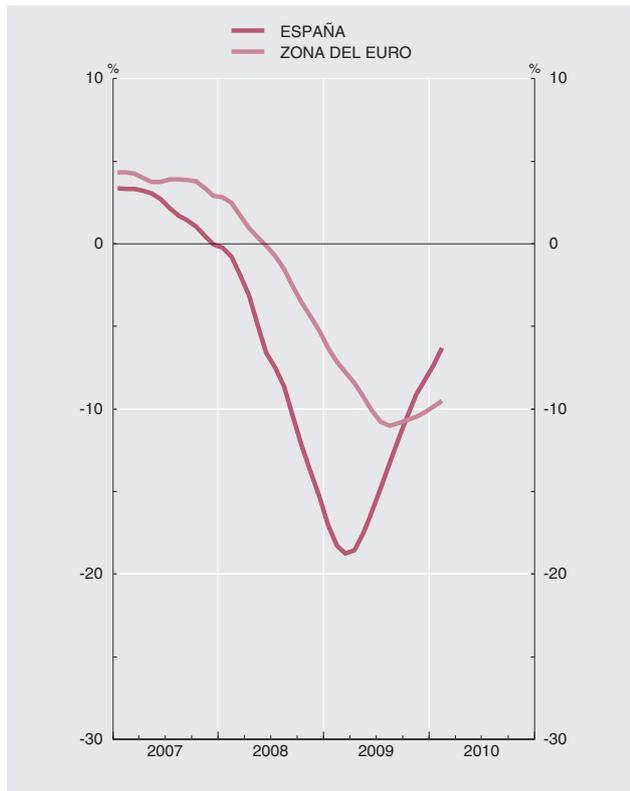
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

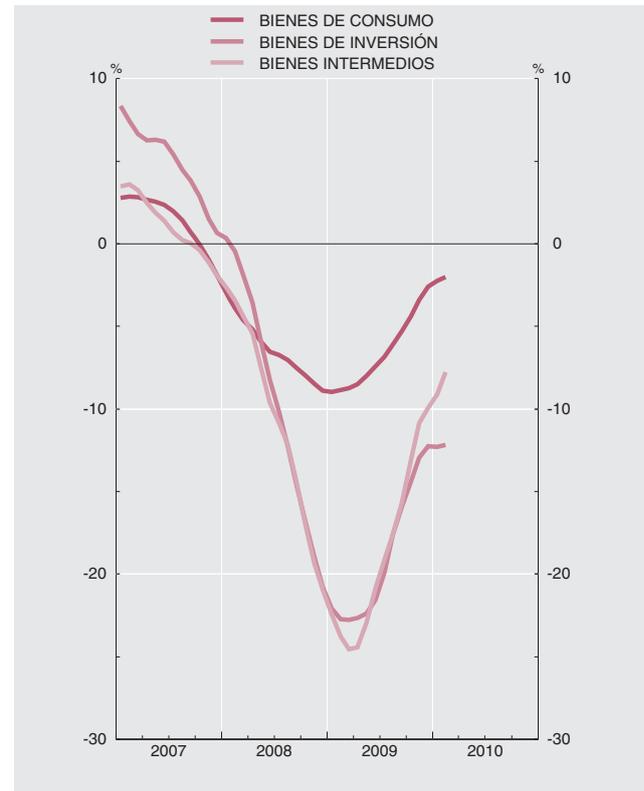
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,7	4,1	2,4	6,6	3,7
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-1,9	-2,0	-0,1	-3,4
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-15,0	-16,0	-5,0	-21,3	-19,2
09 E-F	MP	81,6	-24,4	-16,0	-33,4	-32,3	-6,5	-34,3	-26,1	-7,0	-18,1	-20,3	-7,3	-24,9	-25,0
10 E-F	MP	78,8	-3,4	-4,1	-5,5	-1,1	-4,7	-3,0	-3,8	-0,2	2,6	2,8	1,0	1,5	5,5
08 Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,1	-9,3	-4,8	-8,8	-12,8
Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,5	-13,3	-4,8	-11,4	-21,4
09 Ene	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,7	-19,3	-6,1	-23,3	-24,4
Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,3	-21,2	-8,4	-26,3	-25,6
Mar	P	85,4	-13,5	-0,9	-16,8	-21,6	-12,1	-24,3	-13,6	-11,7	-19,6	-20,7	-7,8	-23,9	-26,2
Abr	P	79,8	-28,4	-20,8	-33,6	-36,4	-11,2	-38,3	-29,5	-13,2	-21,6	-22,1	-7,3	-27,8	-27,2
May	P	81,9	-22,3	-12,8	-28,7	-28,4	-12,5	-27,7	-23,2	-11,0	-18,0	-18,9	-5,3	-23,5	-23,6
Jun	P	86,2	-14,3	-4,1	-23,0	-18,8	-7,8	-15,4	-15,2	-5,4	-16,9	-17,9	-5,3	-22,7	-22,1
Jul	P	91,8	-16,9	-10,7	-25,2	-20,5	-6,7	-28,6	-17,9	-5,1	-15,9	-16,9	-4,2	-23,6	-20,1
Ago	P	61,8	-10,6	-5,7	-11,1	-16,9	-6,7	-16,9	-11,5	-3,5	-15,1	-16,1	-5,4	-22,2	-19,3
Sep	P	87,1	-12,7	-5,3	-17,5	-17,7	-7,1	-16,3	-13,6	-4,0	-12,8	-13,1	-2,7	-18,6	-15,6
Oct	P	88,0	-12,8	-9,8	-16,4	-14,9	-8,0	-20,3	-13,2	-6,3	-11,2	-11,9	-4,7	-17,6	-12,3
Nov	P	87,3	-4,0	1,3	-8,0	-3,7	-10,2	-4,3	-3,3	-9,8	-7,0	-7,2	-1,9	-13,4	-5,8
Dic	P	79,1	-1,5	0,9	-8,4	4,8	-8,1	-20,9	-0,4	-6,8	-3,9	-4,4	-0,9	-11,5	-0,1
10 Ene	P	76,7	-5,0	-5,2	-7,0	-3,3	-5,6	-7,1	-5,1	-3,2	1,0	1,1	0,6	-0,7	3,7
Feb	P	80,8	-1,9	-2,9	-4,1	1,1	-3,6	1,1	-2,6	3,2	4,2	4,5	1,4	3,6	7,2

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

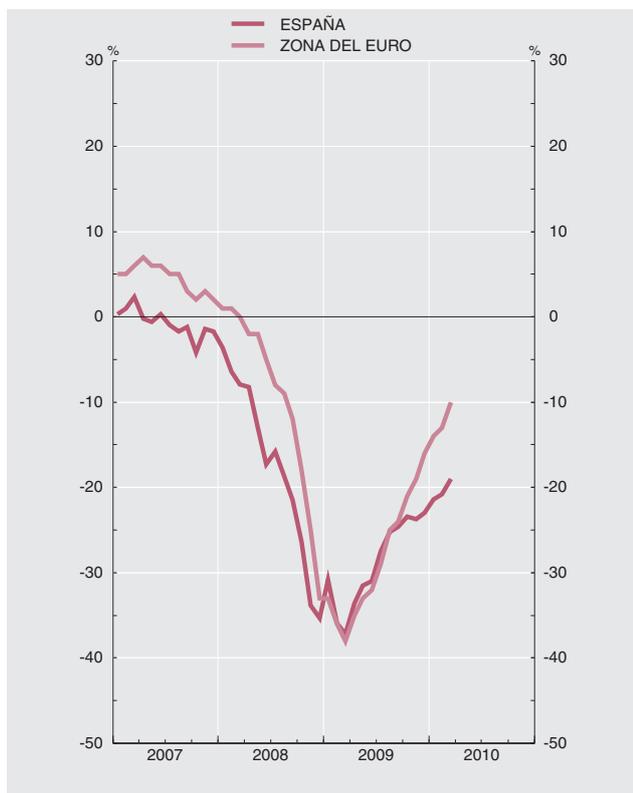
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

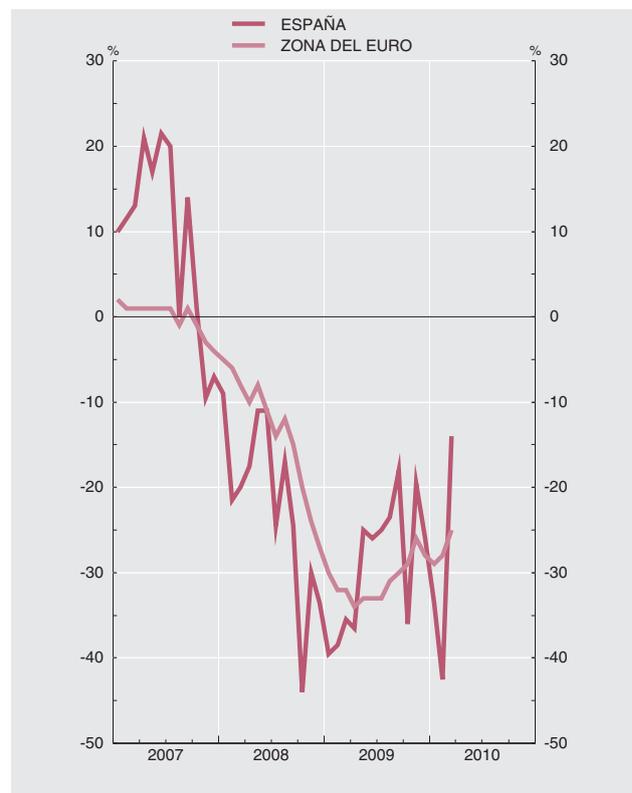
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	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
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-
08	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-13
09	M	-29	-33	-11	-54	-52	22	-19	-28	-37	-40	-29	-18	-30	-13	-19	-28	-56	-31
09	E-M	-35	-50	-23	-54	-53	28	-20	-32	-50	-13	-38	-19	-29	-21	-21	-36	-55	-31
10	E-M	-20	-22	-1	-47	-45	14	-16	-24	-22	-53	-30	-46	-28	-22	-32	-12	-42	-27
08	Dic	-35	-47	-23	-54	-48	29	-20	-35	-49	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09	Ene	-31	-41	-21	-46	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
	Feb	-36	-54	-22	-57	-57	29	-22	-31	-51	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-56	-32
	Mar	-37	-55	-25	-58	-60	28	-22	-37	-51	-32	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
	Abr	-34	-42	-16	-58	-58	27	-22	-33	-44	-51	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
	May	-32	-41	-13	-57	-57	25	-21	-30	-39	-51	-25	-26	-37	2	-18	-33	-61	-33
	Jun	-31	-32	-11	-57	-54	26	-18	-26	-42	-56	-26	-24	-35	-3	-34	-32	-63	-33
	Jul	-28	-25	-7	-57	-56	19	-18	-32	-33	-27	-25	-20	-22	-15	-21	-29	-61	-33
	Ago	-25	-27	-2	-55	-49	19	-17	-22	-31	-38	-24	-25	-22	-7	-3	-25	-56	-31
	Sep	-25	-25	-5	-52	-45	17	-20	-25	-26	-47	-18	-20	-24	9	-23	-24	-55	-30
	Oct	-23	-16	-5	-50	-48	16	-18	-24	-26	-50	-36	-21	-45	-25	-21	-21	-53	-29
	Nov	-24	-18	-4	-52	-46	16	-16	-24	-27	-63	-20	-14	-21	-32	-13	-19	-51	-26
	Dic	-23	-20	-5	-50	-49	14	-15	-28	-24	-57	-26	4	-27	-23	-20	-16	-47	-28
10	Ene	-21	-24	-2	-48	-49	14	-17	-27	-22	-53	-34	-47	-25	-40	-26	-14	-44	-29
	Feb	-21	-23	-0	-47	-46	15	-17	-24	-22	-49	-43	-35	-40	-37	-41	-13	-42	-28
	Mar	-19	-19	-1	-44	-38	12	-14	-20	-21	-56	-14	-57	-20	12	-28	-10	-39	-25

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

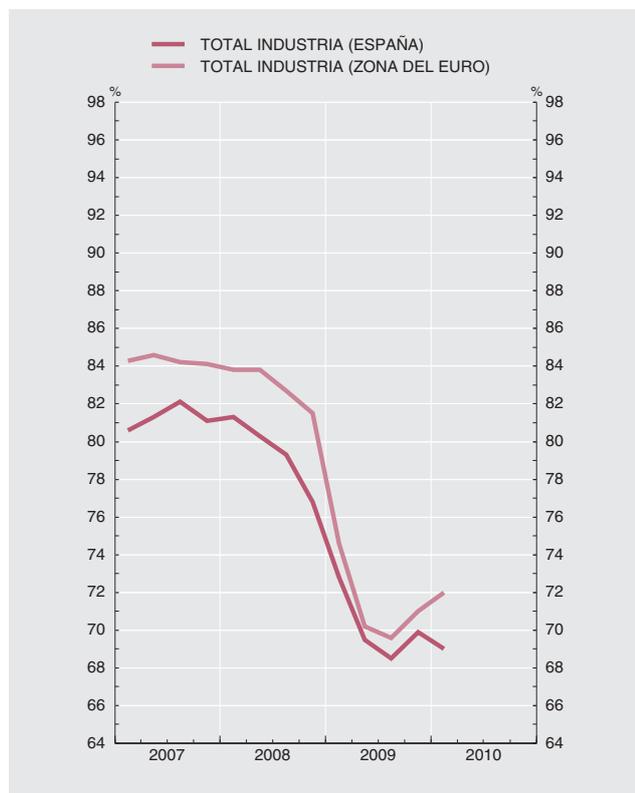
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

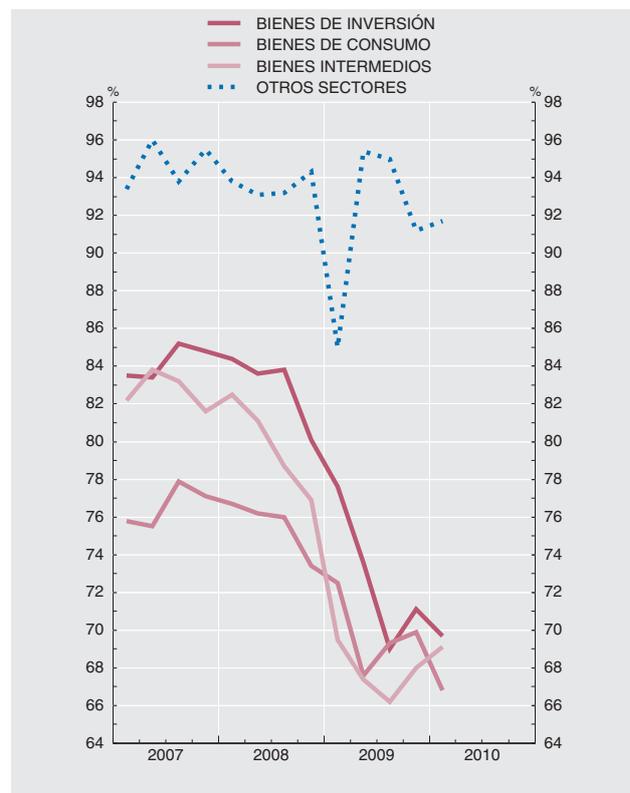
Porcentajes y saldos

	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>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	-	84,3
<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>09</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	71,4
<b>09 I-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	-	74,6
<b>10 I-I</b>	69,0	70,0	26	66,8	67,6	18	69,7	70,2	25	69,1	70,6	33	91,7	92,1	0	72,0
<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	-	84,2
<b>IV</b>	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,1
<b>08 I</b>	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,8
<b>II</b>	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,8
<b>III</b>	79,3	79,5	7	76,0	76,5	11	83,8	83,6	4	78,7	79,0	7	93,2	93,0	-	82,7
<b>IV</b>	76,8	75,9	14	73,4	73,9	10	80,1	78,3	6	76,9	75,0	23	94,3	94,8	-0	81,5
<b>09 I</b>	72,8	72,4	20	72,5	71,9	9	77,6	75,6	16	69,5	69,9	32	85,0	86,1	-	74,6
<b>II</b>	69,5	69,7	27	67,6	68,6	18	73,6	73,2	23	67,4	67,3	39	95,4	96,0	-	70,2
<b>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>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	-	71,0
<b>10 I</b>	69,0	70,0	26	66,8	67,6	18	69,7	70,2	25	69,1	70,6	33	91,7	92,1	0	72,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

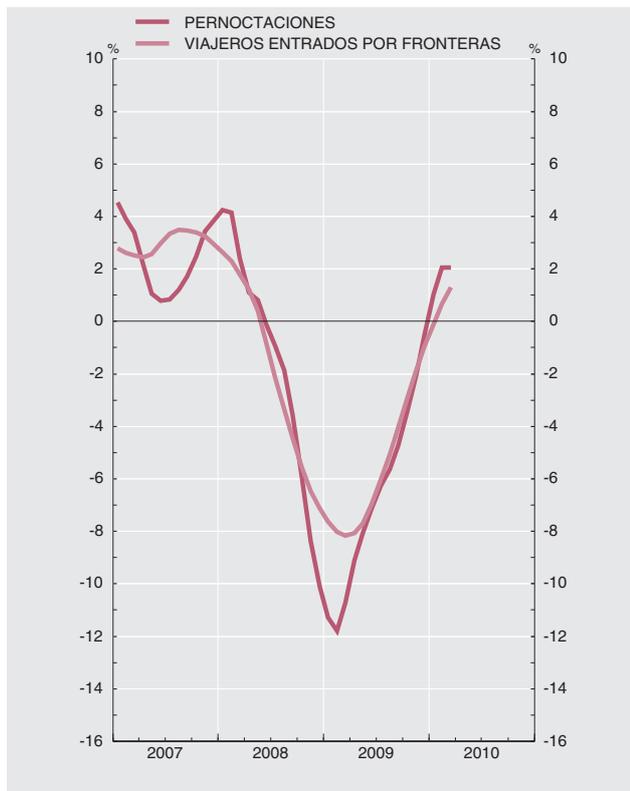
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

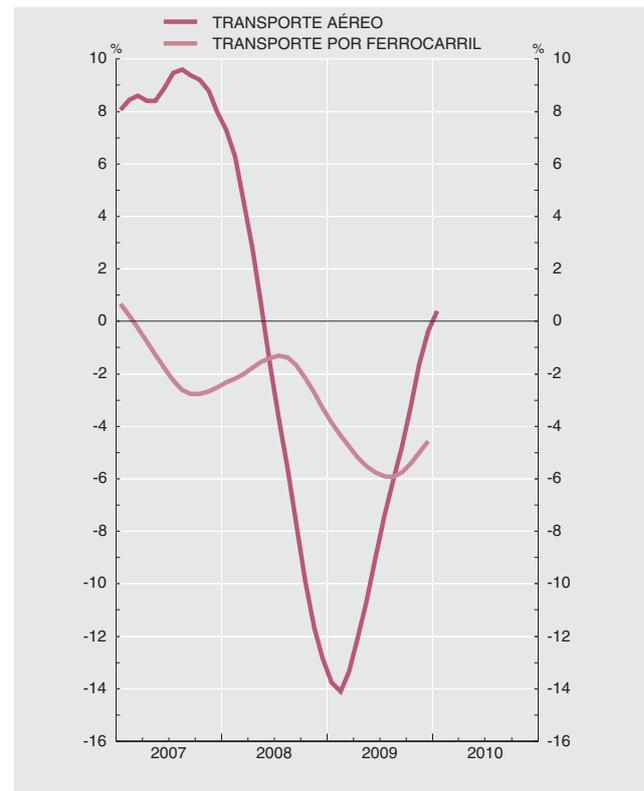
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
07	3,1	4,0	1,7	2,1	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	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-0,9	-10,3	
09	-6,6	-9,9	-6,6	-9,1	-6,0	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-2,2	-12,9	-6,2	-24,8	
09 E-M	P	-16,2	-17,8	-16,0	-14,8	-12,1	-16,9	-6,1	-18,2	-20,5	-16,3	-15,9	-11,8	-17,0	-7,2	-29,1
10 E-M	P	4,7	5,5	4,4	3,3	3,7	0,3	7,6	...	...	...	...	...	...	...	
08 Dic		-9,3	-12,3	-10,6	-11,0	-10,4	-12,8	-7,8	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	-1,9	-27,8
09 Ene	P	-13,3	-14,8	-12,0	-11,6	-5,7	-12,6	1,9	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	-5,1	-23,1	-6,5	-38,7
Feb	P	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-11,5	-15,7	-6,2	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-33,1
Mar	P	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,4	-20,8	-12,6	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-13,0
Abr	P	-1,2	-8,3	2,0	-5,9	-2,6	-1,7	-3,9	-5,0	-9,3	-1,6	-23,0	23,5	-19,6	-6,1	-40,5
May	P	-8,2	-10,4	-8,9	-10,2	-11,1	-11,7	-10,3	-11,9	-13,0	-11,2	-19,9	-5,1	-18,0	-3,8	-32,1
Jun	P	-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	P	-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	P	-4,9	-10,9	-5,0	-10,6	-4,3	-8,1	0,2	-5,4	-1,4	-7,7	-10,4	-10,3	-11,4	-8,4	-28,3
Sep	P	-6,4	-9,7	-6,6	-8,8	-7,3	-9,5	-3,6	-5,1	-1,3	-7,3	-2,9	-3,6	-10,8	-7,0	-19,1
Oct	P	0,1	-3,8	-1,7	-5,4	1,7	-3,6	10,5	-2,7	-0,2	-4,1	0,1	4,3	-10,4	-6,7	-27,6
Nov	P	-2,9	-3,9	-3,6	-5,6	-0,1	-3,1	3,4	-0,8	1,2	-2,3	4,0	5,4	-0,5	-2,7	-3,4
Dic	P	2,2	-0,4	0,0	-2,5	0,7	-3,6	5,0	2,1	3,8	0,6	17,9	-0,4	-1,2	-4,2	22,0
10 Ene	P	1,4	1,7	0,3	-1,5	2,4	1,1	3,7	3,3	6,4	1,0	13,6	25,6	4,8	...	7,7
Feb	P	4,0	7,0	4,3	4,8	-0,1	-3,8	4,1	...	...	...	...	...	...	...	...
Mar	P	7,5	6,9	7,5	5,9	8,1	3,2	14,4	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

a. 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.

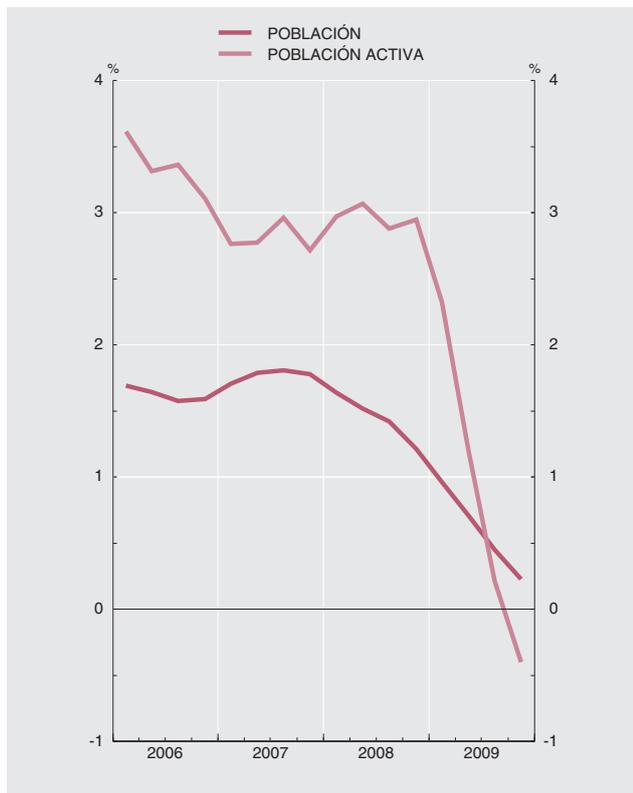
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

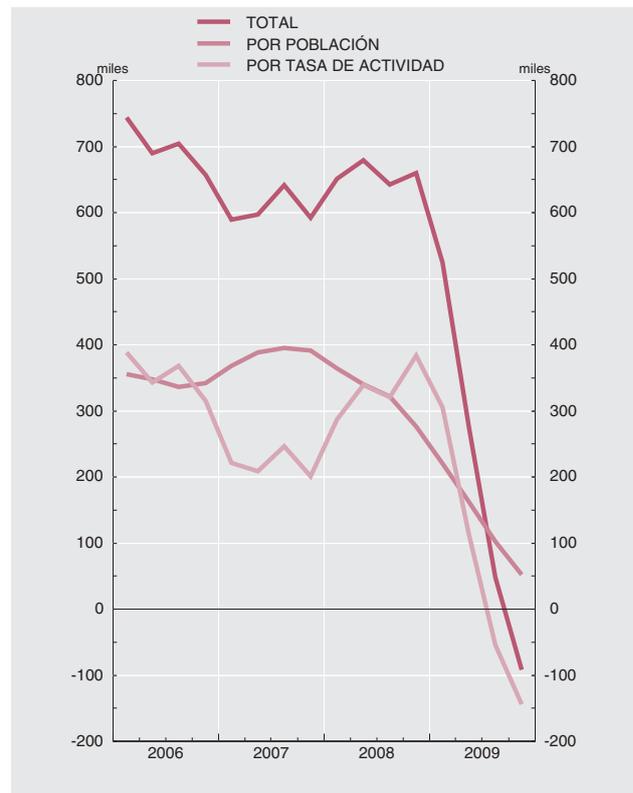
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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-IV	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	2 633	1 303	1 330	3,0	
09 I-IV	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	757	537	220	0,8	
07 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	
IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

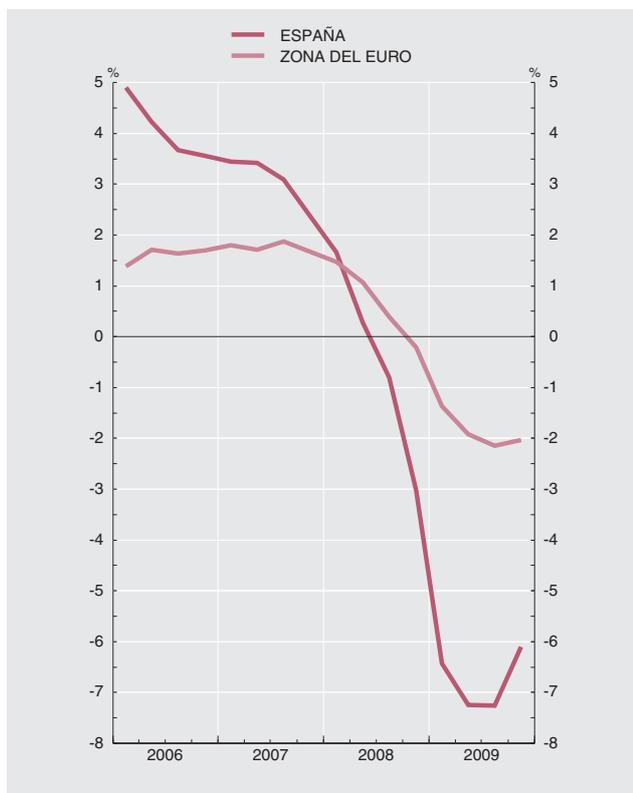
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

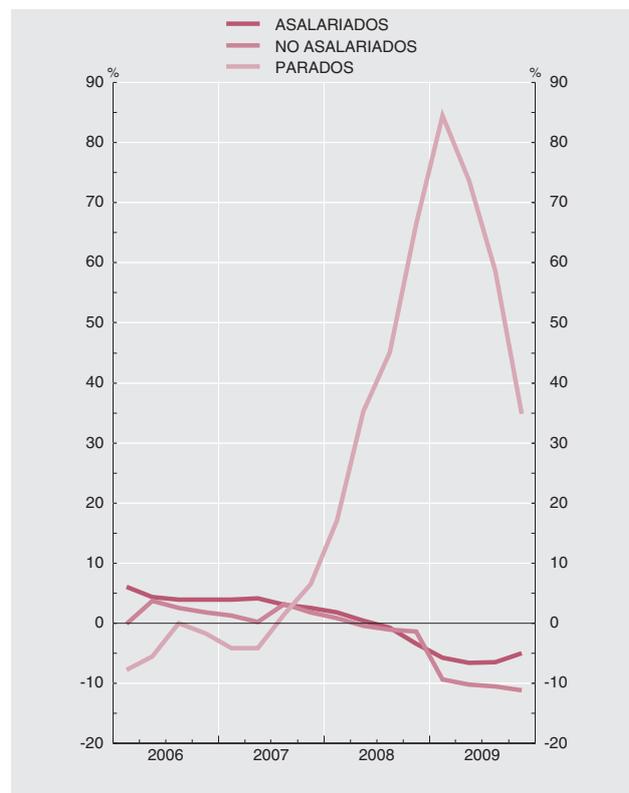
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (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	8,34
<b>07</b>	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,50
<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	7,55
<b>08 I-IV</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	7,55
<b>09 I-IV</b>	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,9	9,41
<b>07 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	7,51
<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	7,44
<b>IV</b>		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,33
<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	7,38
<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	7,58
<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	8,02
<b>09 I</b>		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,4	8,81
<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	-1,9	9,33
<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	-2,2	9,66
<b>IV</b>		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,0	9,85

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).

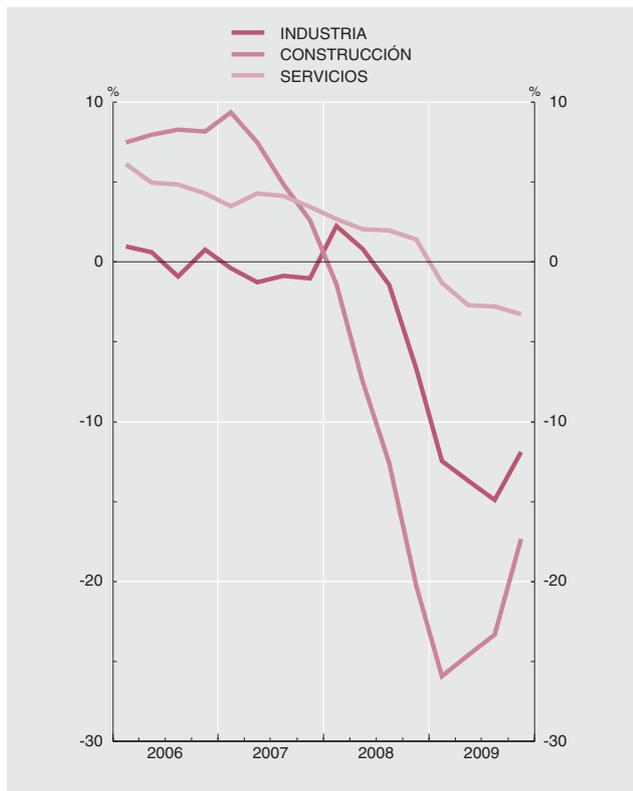
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

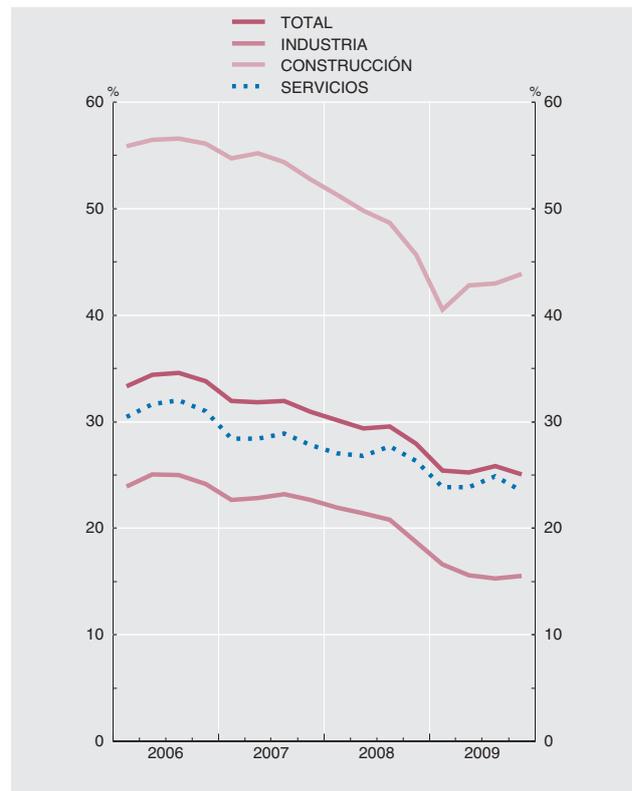
Tasas de variación interanual y porcentajes

		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-IV	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	-3,0
09	I-IV	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,2
07	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
	IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2

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).

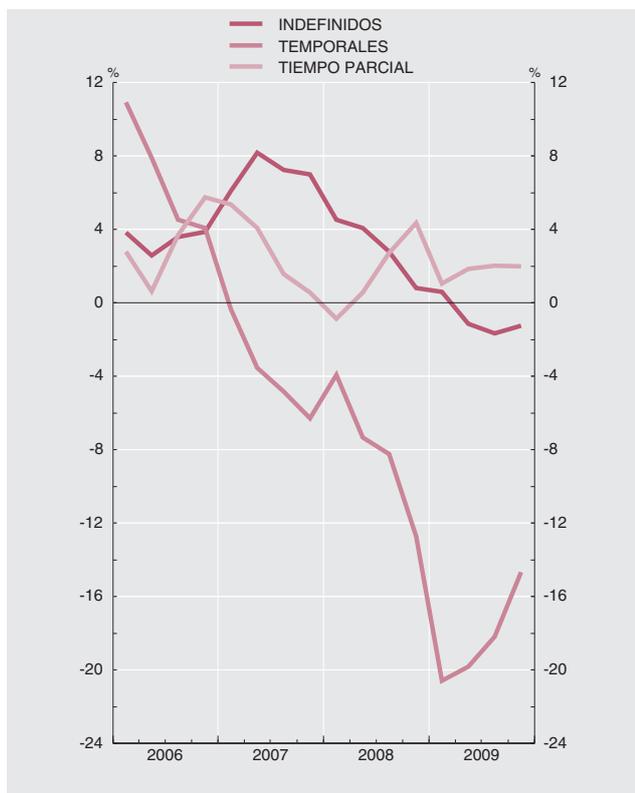
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

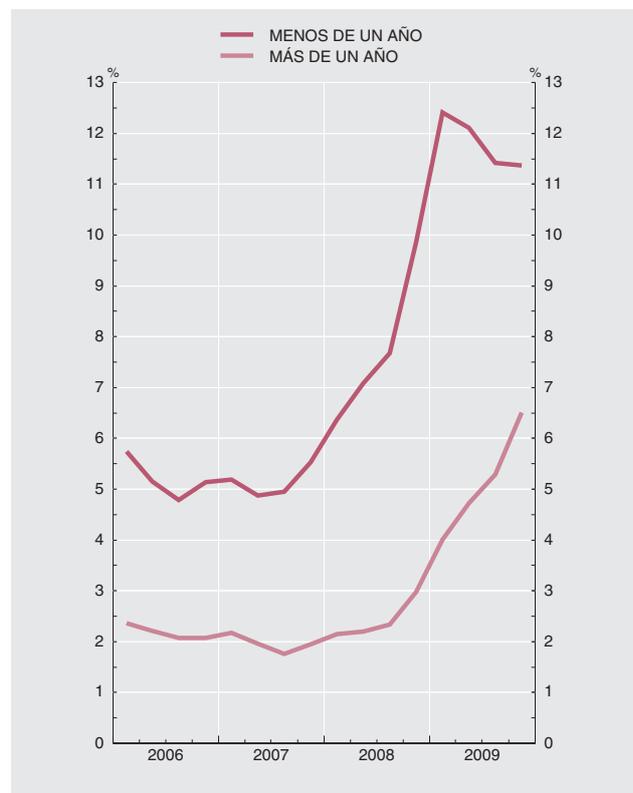
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>06</b>	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
<b>07</b>	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
<b>08</b>	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
<b>08 I-IV</b>	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-656	-4,4	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
<b>09 I-IV</b>	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-857	-6,0	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
<b>07 II</b>		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
<b>III</b>		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
<b>IV</b>		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
<b>08 I</b>		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
<b>II</b>		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
<b>III</b>		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
<b>IV</b>		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
<b>09 I</b>		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
<b>II</b>		-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
<b>III</b>		-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
<b>IV</b>		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

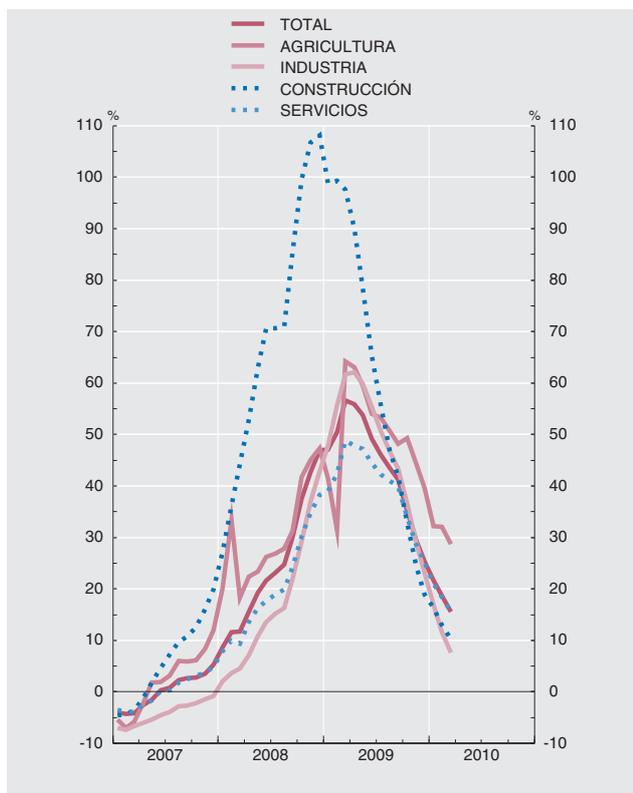
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

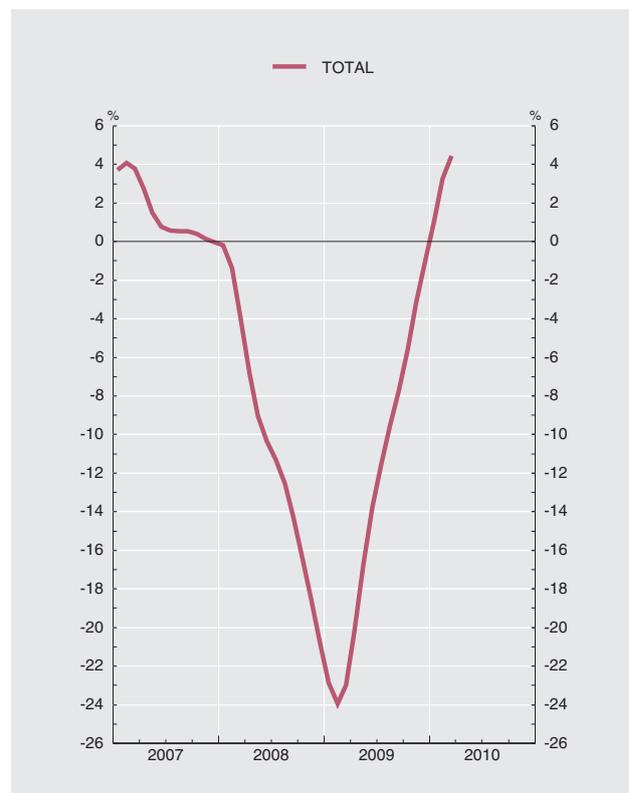
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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	Agri-cultura	No agrícola										Miles de personas	1 T 12
		7	6	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17						
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8	
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
09	E-M	M	3 472	1 179	51,4	16,4	54,3	45,7	54,6	55,1	98,6	43,4	1 068	-25,4	11,13	25,13	88,87	1 053	-25,3
10	E-M	M	4 115	644	18,5	49,7	16,7	31,0	16,3	12,0	13,2	18,3	1 089	2,0	9,59	26,61	90,41	1 077	2,4
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
	Mar		3 605	1 304	56,7	23,9	59,5	64,2	59,4	61,7	97,6	48,8	1 061	-17,5	11,42	26,47	88,58	1 047	-16,8
	Abr		3 645	1 306	55,9	33,3	57,7	63,1	57,6	62,1	90,0	47,8	1 031	-29,3	10,81	27,08	89,19	1 031	-27,2
	May		3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	47,2	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2
	Jun		3 565	1 174	49,1	35,7	50,3	54,0	50,3	55,3	65,3	44,5	1 275	-10,2	8,45	27,70	91,55	1 260	-8,8
	Jul		3 544	1 117	46,0	41,7	46,4	53,3	46,2	50,7	55,8	42,2	1 403	-13,7	7,92	29,98	92,08	1 383	-12,5
	Ago		3 629	1 099	43,4	46,2	43,2	50,7	43,0	46,7	46,9	40,9	945	-10,0	7,27	26,95	92,73	963	-6,5
	Sep		3 709	1 084	41,3	45,3	41,0	48,2	40,8	43,3	41,8	39,9	1 355	-9,8	9,48	30,88	90,52	1 398	-7,3
	Oct		3 808	990	35,1	43,6	34,5	49,4	34,1	36,6	32,8	33,9	1 358	-14,3	9,32	32,90	90,68	1 380	-12,1
	Nov		3 869	880	29,4	46,2	28,2	44,4	27,8	29,1	24,5	28,6	1 204	3,6	8,92	29,75	91,08	1 189	4,8
	Dic		3 924	795	25,4	49,0	23,9	39,6	23,4	23,1	18,9	25,2	1 138	1,8	7,54	28,34	92,46	1 106	1,1
10	Ene		4 048	721	21,7	53,8	19,7	32,2	19,4	16,9	16,3	21,0	1 050	-6,7	9,01	25,01	90,99	1 030	-7,3
	Feb		4 131	649	18,6	50,9	16,6	32,0	16,2	11,6	13,0	18,4	1 028	1,1	9,84	26,74	90,16	1 024	2,5
	Mar		4 167	561	15,6	44,3	13,7	28,8	13,2	7,6	10,3	15,6	1 189	12,1	9,92	28,08	90,08	1 178	12,5

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

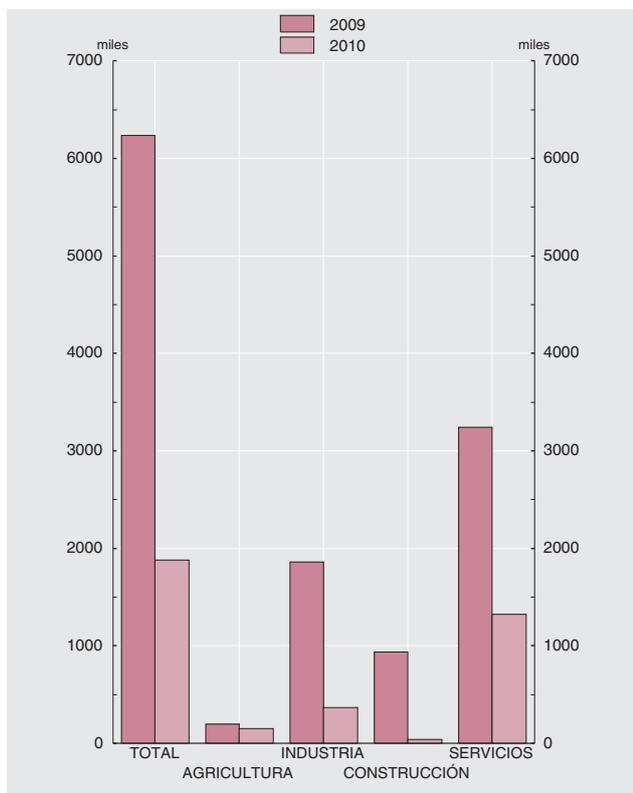
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

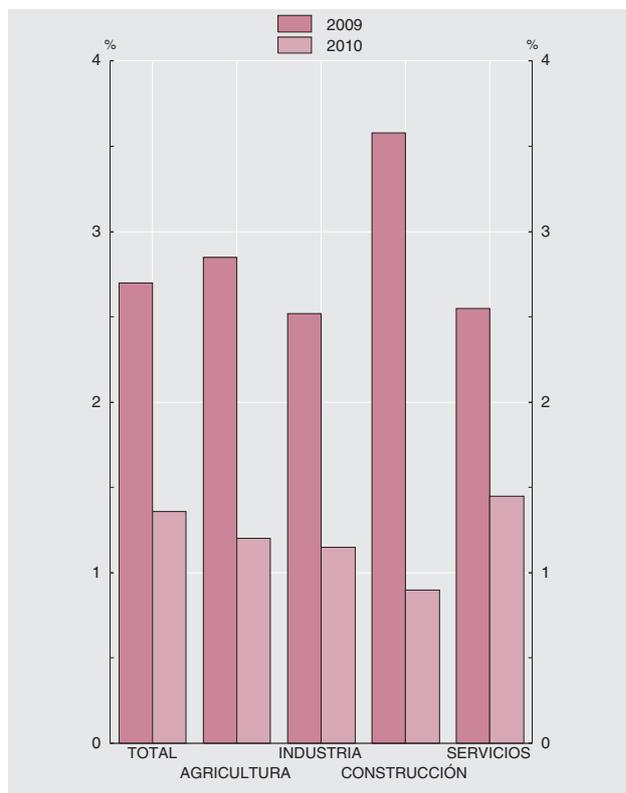
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>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>	11 730	3,58	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09</b>	9 547	2,44	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>08 Oct</b>	11 727	3,58	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
<b>Nov</b>	11 729	3,58	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
<b>Dic</b>	11 730	3,58	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09 Ene</b>	9 191	2,50	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,70	2,70	3,54	2,77
<b>Feb</b>	9 213	2,50	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>	9 214	2,50	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>	9 402	2,47	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>	9 407	2,47	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>	9 415	2,47	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>	9 421	2,47	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>	9 422	2,47	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>	9 546	2,44	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>	9 546	2,44	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
<b>Nov</b>	9 547	2,44	7 537	1 052	8 589	4	481	2 038	1 158	4 913	2,63	2,35	2,60	2,40	2,48	3,57	2,44
<b>Dic</b>	9 547	2,44	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10 Ene</b>	1 877	1,36	1 154	-	1 154	-2 340	131	241	4	778	1,62	-	1,62	1,30	1,12	1,96	1,82
<b>Feb</b>	1 877	1,36	1 393	0	1 393	-4 590	151	337	39	866	1,52	1,54	1,52	1,20	1,18	0,90	1,73
<b>Mar</b>	1 877	1,36	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-marzo



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-marzo



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.

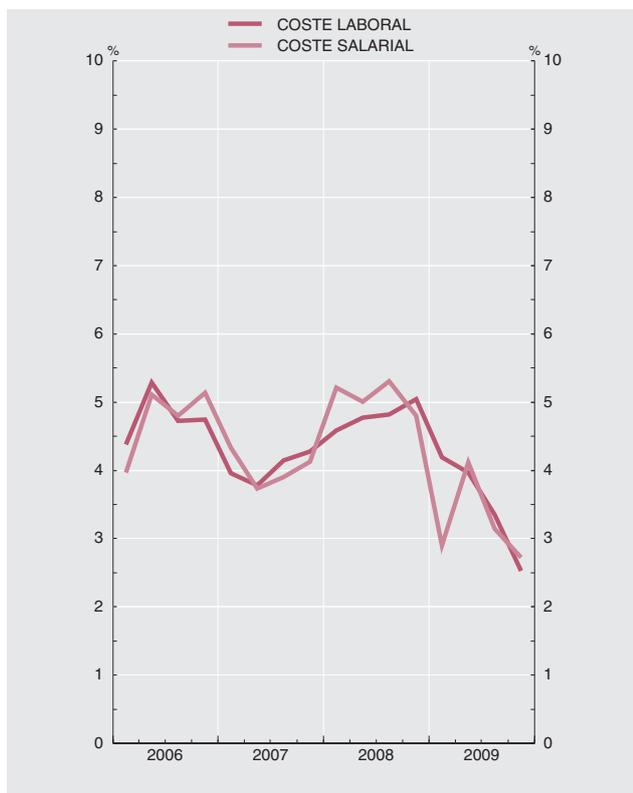
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

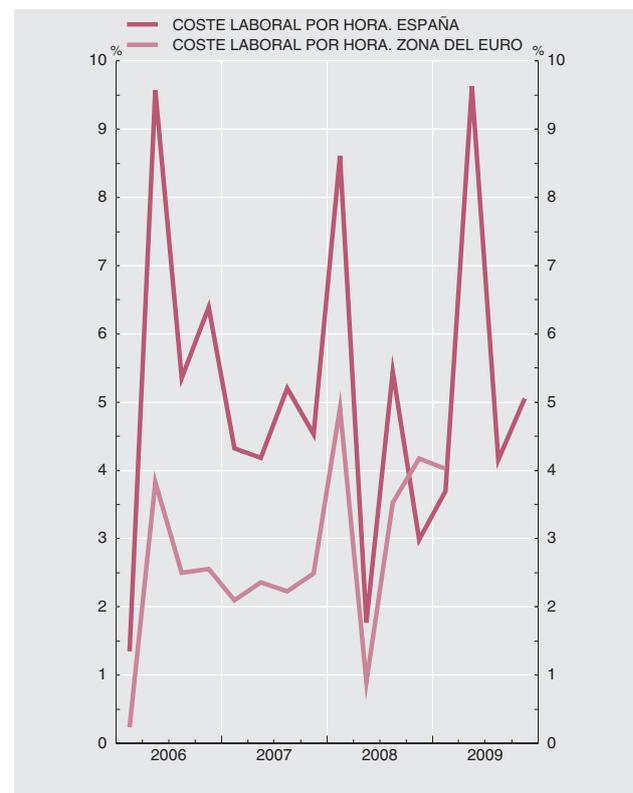
Tasas de variación interanual

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

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.

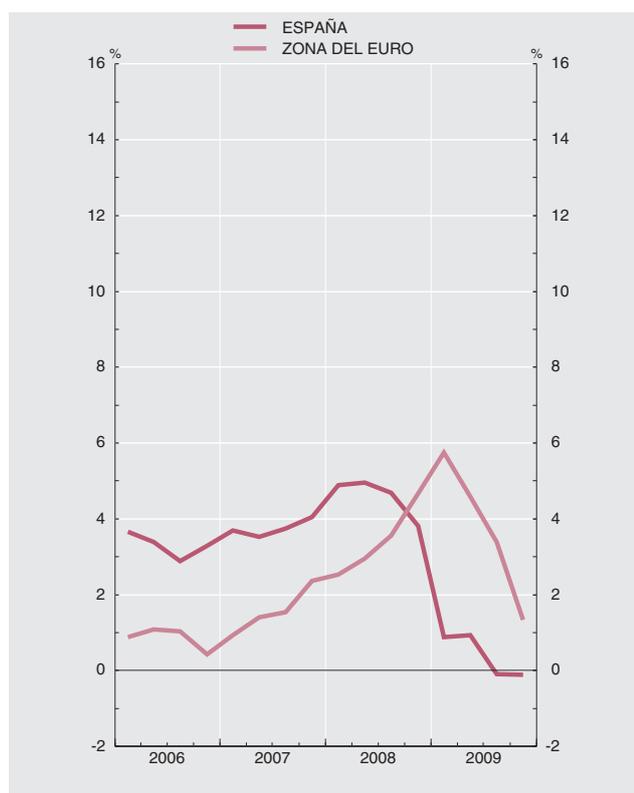
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

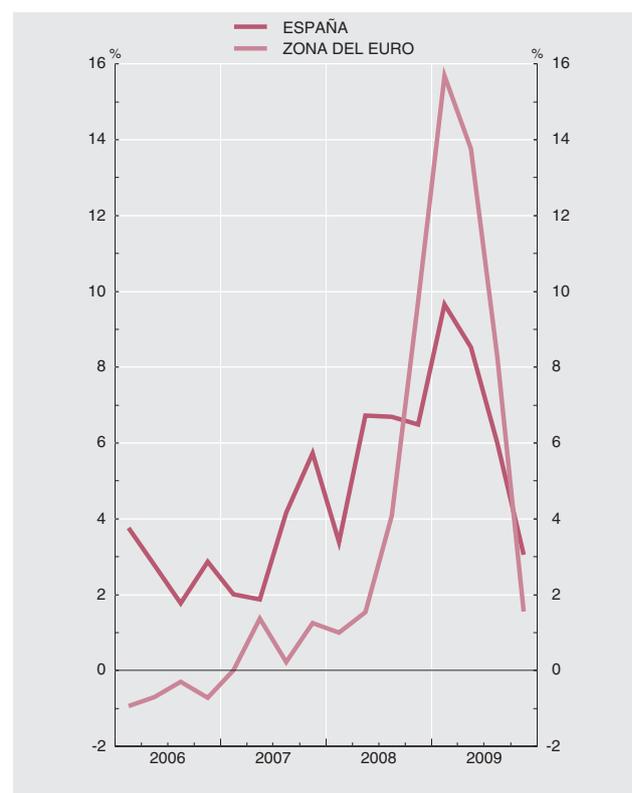
Tasas de variación interanual

		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>07</b>	P	3,8	1,6	4,5	2,5	0,7	0,9	3,6	2,7	2,8	1,8	3,4	0,7
<b>08</b>	P	4,6	3,4	6,1	3,2	1,5	-0,2	0,9	0,5	-0,6	0,7	5,7	4,1
<b>09</b>	P	0,4	3,8	3,7	1,5	3,3	-2,2	-3,6	-4,0	-6,7	-1,9	6,8	9,8
<b>07</b>	I	3,7	0,9	4,4	2,6	0,7	1,6	4,0	3,4	3,3	1,8	2,0	-
	II	3,5	1,4	4,2	2,4	0,7	1,0	3,8	2,7	3,1	1,7	1,9	1,4
	III	3,7	1,5	4,5	2,3	0,7	0,8	3,5	2,7	2,8	1,9	4,2	0,2
	IV	4,0	2,4	4,9	2,8	0,9	0,4	3,1	2,2	2,2	1,7	5,7	1,2
<b>08</b>	I	4,9	2,5	6,0	3,2	1,0	0,6	2,5	2,1	1,5	1,5	3,4	1,0
	II	5,0	3,0	6,4	3,2	1,4	0,3	1,7	1,4	0,3	1,1	6,7	1,5
	III	4,7	3,6	6,2	3,5	1,4	-0,1	0,4	0,4	-1,0	0,4	6,7	4,1
	IV	3,8	4,7	6,0	2,9	2,1	-1,7	-1,2	-1,9	-3,2	-0,2	6,5	9,7
<b>09</b>	I	0,9	5,7	4,1	1,8	3,2	-3,7	-3,3	-5,0	-6,3	-1,4	9,7	15,7
	II	0,9	4,6	4,2	1,4	3,2	-3,0	-4,2	-4,9	-7,2	-1,9	8,5	13,8
	III	-0,1	3,4	3,3	1,4	3,4	-1,9	-4,0	-4,1	-7,2	-2,2	6,0	8,3
	IV	-0,1	1,3	3,1	1,2	3,2	-0,1	-3,1	-2,2	-6,1	-2,0	3,1	1,5

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

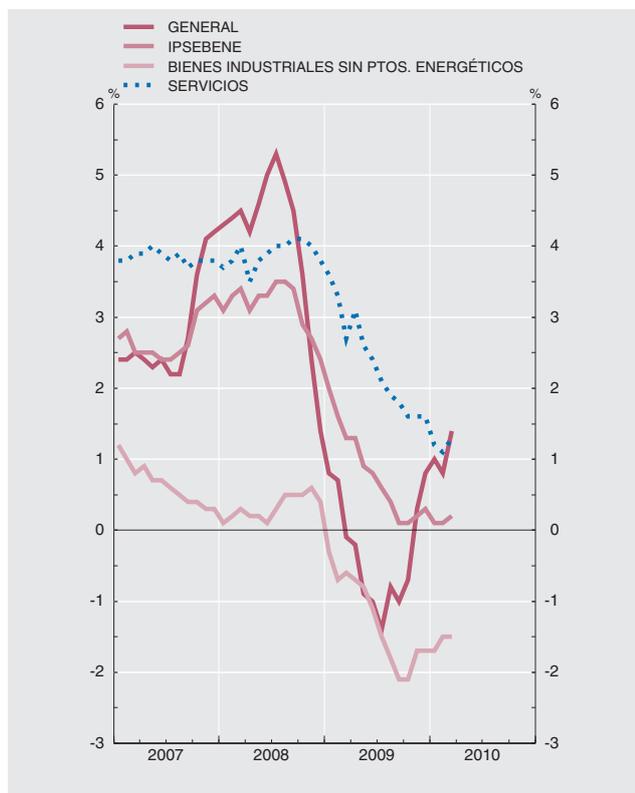
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

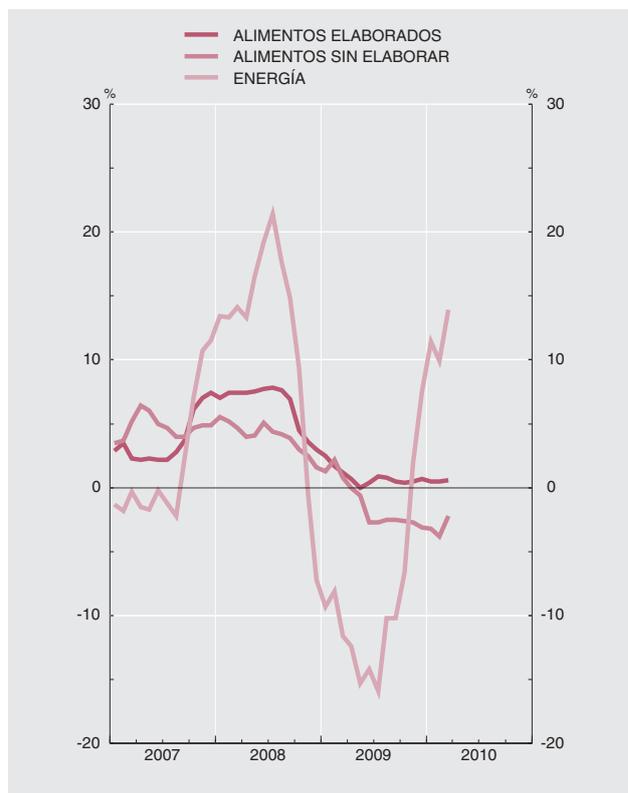
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup> (b)	s/T <sub>dic</sub> <sup>1</sup> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	103,8	5,7
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
09	E-M	105,7	-0,3	0,5	-1,2	1,4	1,8	-0,5	-9,7	3,2	1,6	103,1	-6,6
10	E-M	106,8	-0,2	1,1	-0,9	-3,0	0,5	-1,6	11,8	1,2	0,1	...	...
08	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	84,2	-14,8
	Sep	106,4	-0,2	-1,0	-0,4	-2,5	0,5	-2,1	-10,2	1,8	0,1	90,4	-14,0
	Oct	107,2	0,7	-0,7	0,3	-2,6	0,4	-2,1	-6,6	1,6	0,1	91,4	-12,2
	Nov	107,8	0,5	0,3	0,8	-2,7	0,5	-1,7	1,9	1,6	0,2	92,2	-9,3
	Dic	107,8	-	0,8	0,8	-3,1	0,7	-1,7	7,5	1,6	0,3	95,0	-5,5
10	Ene	106,7	-1,0	1,0	-1,0	-3,2	0,5	-1,7	11,4	1,2	0,1	...	...
	Feb	106,5	-0,2	0,8	-1,2	-3,8	0,5	-1,5	9,9	1,1	0,1	...	...
	Mar	107,3	0,7	1,4	-0,5	-2,2	0,6	-1,5	13,9	1,3	0,2	...	...

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.



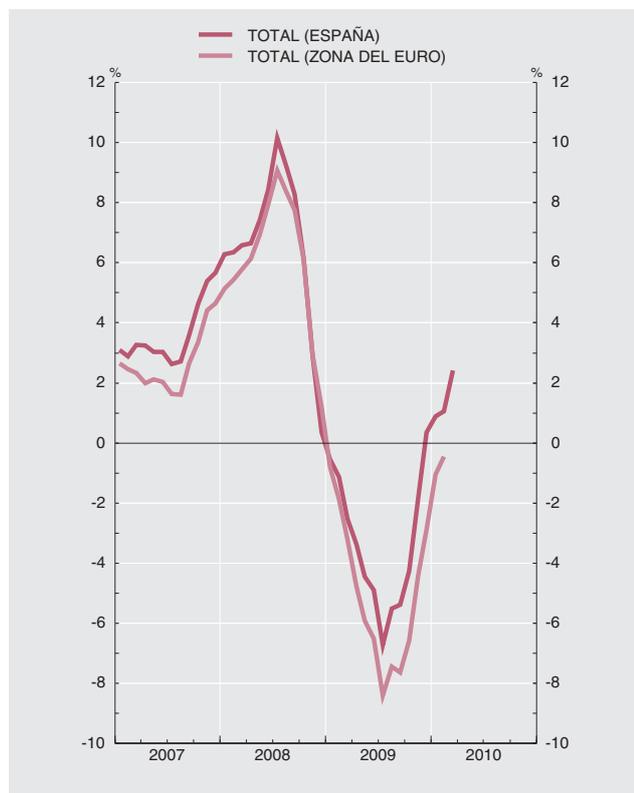
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

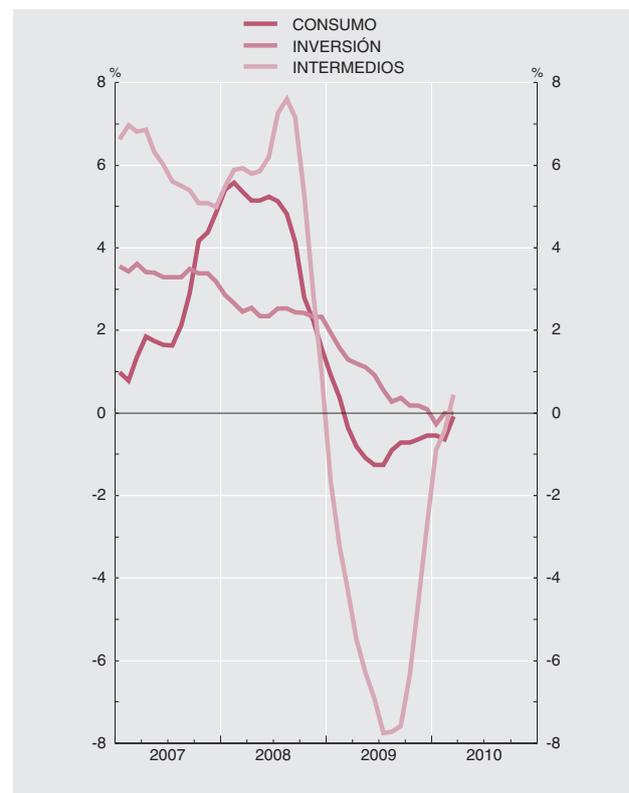
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sup>1</sup> <sub>(a)</sub>	T <sup>1</sup> <sub>12</sub>	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	16
07	MP	109,2	-	3,6	-	2,4	-	3,4	-	5,9	-	1,6	2,7	2,2	2,2	4,6	1,3
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,2
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,0	-2,0	0,5	-5,2	-11,3
09	E-M	MP	112,4	-	-1,4	-	0,3	-	1,6	-	-3,1	-	-3,1	-2,0	-1,0	1,8	-2,7
10	E-M	MP	114,0	-	1,5	-	-0,4	-	-0,1	-	-0,3	-	7,8	...	...	...	...
08	Dic	P	112,1	-2,1	0,4	-0,2	1,6	-	2,3	-1,9	1,0	-6,5	-3,4	1,2	1,3	2,1	1,1
09	Ene	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	-1,3
	Feb	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,1	1,6	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,9	-0,9	1,9	-2,9
	Mar	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-0,1	1,3	-0,4	-4,3	-0,9	-5,0	-3,2	-1,6	1,5	-4,0
	Abr	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,6	-5,5	-0,3	-6,8	-4,8	-1,7	1,2	-5,1
	May	P	111,8	0,1	-4,4	-0,2	-1,1	-	1,1	-0,3	-6,3	1,1	-9,8	-5,9	-2,0	0,6	-5,8
	Jun	P	112,5	0,6	-4,9	-	-1,3	-0,1	0,9	-0,2	-6,9	3,2	-10,1	-6,5	-2,3	0,4	-6,5
	Jul	P	112,3	-0,2	-6,7	0,1	-1,3	-0,1	0,5	0,2	-7,8	-1,0	-16,0	-8,4	-2,5	0,1	-7,6
	Ago	P	113,0	0,6	-5,5	0,5	-0,9	-0,2	0,3	0,4	-7,7	1,6	-11,5	-7,5	-2,6	-0,1	-7,5
	Sep	P	112,5	-0,4	-5,4	0,1	-0,7	0,2	0,4	-0,1	-7,6	-2,2	-11,5	-7,6	-2,7	-0,4	-7,4
	Oct	P	112,4	-0,1	-4,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	-0,1	-6,3	0,6	-8,4	-6,6	-2,8	-0,6	-6,5
	Nov	P	112,4	-	-1,8	-0,3	-0,6	-	0,2	-0,4	-4,6	0,8	-0,7	-4,4	-2,4	-0,6	-4,9
	Dic	P	112,5	0,1	0,4	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	-2,7	0,2	6,3	-2,9	-1,9	-0,5	-3,4	-5,1
10	Ene	P	113,6	1,0	0,9	0,3	-0,5	0,2	-0,3	0,6	-0,9	3,2	6,3	-1,1	-0,7	-0,7	-1,6
	Feb	P	113,8	0,2	1,1	-	-0,6	0,2	-	0,3	-0,4	0,4	6,8	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5
	Mar	P	114,7	0,8	2,4	0,1	-0,1	-0,1	-	0,4	0,4	2,3	10,3	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

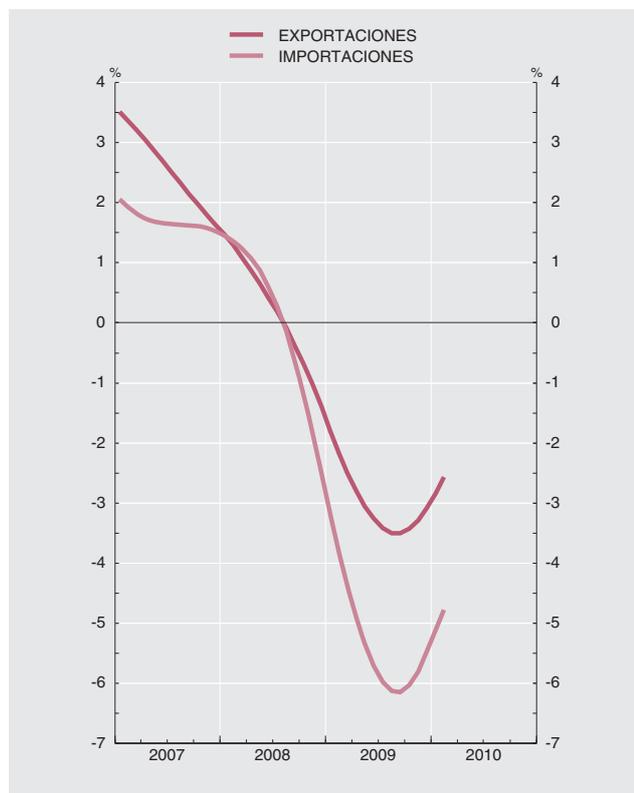
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

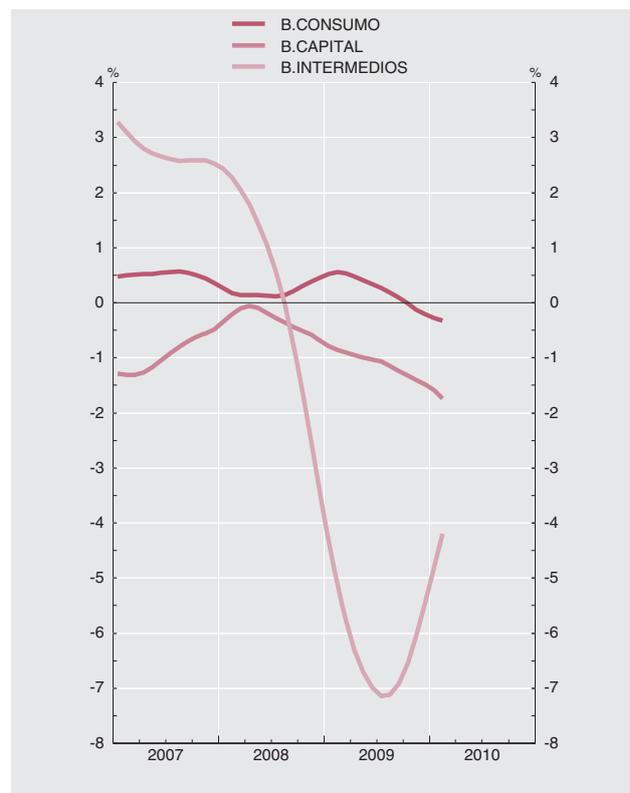
Tasas de variación interanual

	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>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>09</b>	-6,8	-2,8	-6,3	-9,6	-29,8	-7,0	-10,6	-3,2	-5,1	-14,4	-27,5	-8,9
<b>09 E-F</b>	-4,3	-2,6	-6,4	-5,3	-12,5	-5,1	-7,3	5,2	-5,8	-13,0	-28,5	-8,1
<b>10 E-F</b>	-2,4	-0,8	-6,9	-2,6	-6,0	-1,7	-1,2	-7,1	-0,8	2,1	19,5	-1,8
<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>Oct</b>	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
<b>Nov</b>	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5
<b>Dic</b>	1,2	-3,1	7,2	2,9	11,6	1,7	1,9	12,8	4,0	-2,9	-15,6	0,9
<b>09 Ene</b>	-2,8	-0,5	-6,9	-4,0	-7,0	-4,1	-7,4	2,9	-7,7	-11,9	-27,4	-4,9
<b>Feb</b>	-5,9	-4,8	-5,9	-6,7	-18,5	-6,2	-7,1	7,7	-3,7	-14,3	-29,6	-11,6
<b>Mar</b>	-4,6	-4,4	-5,9	-4,7	-20,7	-2,6	-7,6	4,9	2,0	-14,3	-31,0	-5,4
<b>Abr</b>	-5,1	-0,4	-9,6	-7,9	-23,2	-6,0	-8,6	-0,7	0,3	-13,0	-32,1	-6,2
<b>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>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>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>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
<b>Sep</b>	-8,6	-2,4	-16,6	-11,5	-37,8	-7,7	-12,9	-0,5	-17,6	-17,8	-31,3	-12,0
<b>Oct</b>	-6,6	-4,7	11,8	-10,7	-38,5	-7,6	-13,8	-12,1	-4,4	-15,8	-26,0	-11,7
<b>Nov</b>	-8,6	-5,7	-4,4	-11,4	-37,4	-7,9	-12,5	-14,5	-9,8	-12,0	-15,8	-9,8
<b>Dic</b>	-6,7	-2,5	-15,2	-7,9	-26,7	-5,3	-7,2	-8,0	-4,6	-7,3	-2,3	-7,6
<b>10 Ene</b>	-2,9	-3,1	-6,2	-2,3	-8,1	-1,3	-1,5	-6,3	4,5	0,2	14,6	-3,7
<b>Feb</b>	-1,8	1,8	-7,7	-3,1	-3,7	-2,2	-0,8	-8,0	-6,7	4,3	24,9	0,3

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).

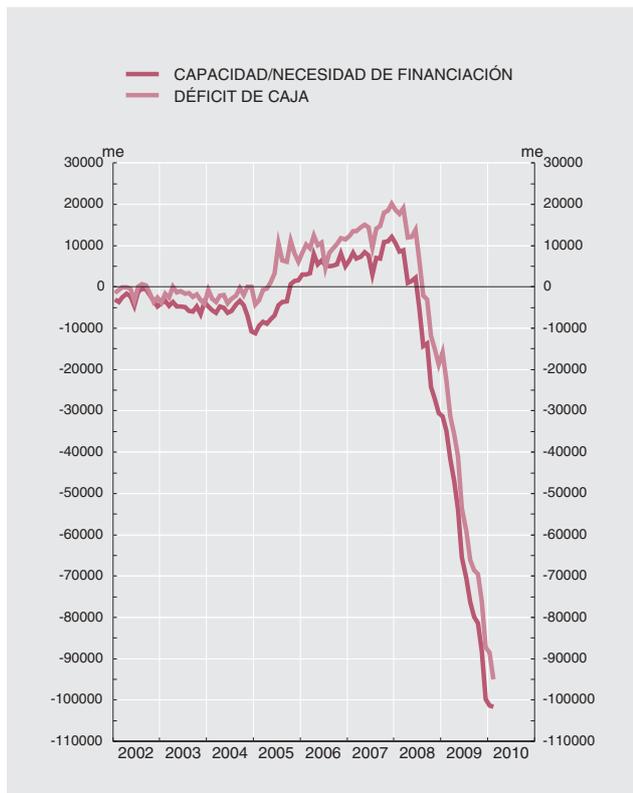
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

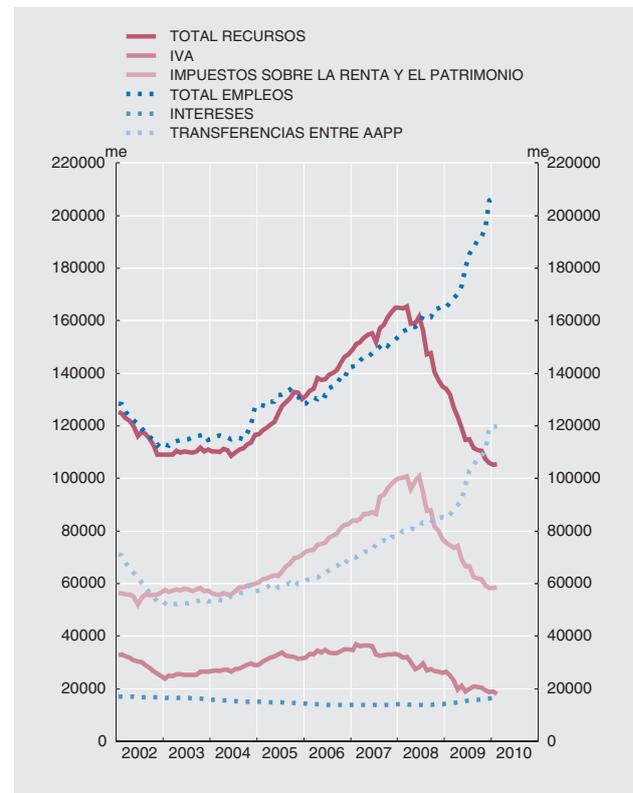
Millones de euros

	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	15=	14=	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	-30 527	135 145	26 065	12 715	6 904	76 930	12 531	165 672	19 244	14 145	85 348	5 857	41 078	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 845	A 105 929	18 767	11 563	8 170	58 211	9 218	205 774	20 195	16 318	119 623	6 120	43 518	-87 281	102 038	189 319
09 E-F	P 5 058	A 28 094	12 663	2 012	643	12 064	712	23 036	2 749	2 535	13 073	186	4 493	-70	28 656	28 726
10 E-F	A 3 252	27 519	11 958	1 951	550	12 423	637	24 267	2 869	2 712	13 243	218	5 225	-7 759	27 530	35 288
09 Jul	P -10 286	11 376	3 945	845	441	5 886	259	21 662	1 442	1 435	16 025	253	2 507	-14 127	11 405	25 532
09 Ago	P -10 511	2 613	-5 428	1 066	410	6 081	484	13 124	1 441	1 374	7 627	185	2 497	-11 506	1 424	12 930
09 Sep	P -2 448	12 037	3 495	1 142	478	5 644	1 278	14 485	1 426	1 334	8 504	208	3 013	-347	11 521	11 868
09 Oct	P 3 461	19 609	5 791	1 163	180	11 866	609	16 148	1 511	1 418	9 401	344	3 474	5 198	18 816	13 618
09 Nov	P -12 224	5 132	-19	1 020	198	2 447	1 486	17 356	1 476	1 371	9 796	602	4 111	-10 907	5 575	16 482
09 Dic	P -28 273	8 735	-326	930	3 390	2 886	1 855	37 008	2 846	1 426	18 526	3 499	10 711	-18 773	6 946	25 719
10 Ene	A -719	9 217	-496	1 006	330	9 477	-1 100	9 936	1 418	1 453	4 921	120	2 024	-3 590	10 725	14 315
10 Feb	A 3 971	18 302	12 454	945	220	2 946	1 737	14 331	1 451	1 259	8 322	98	3 201	-4 169	16 805	20 974

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

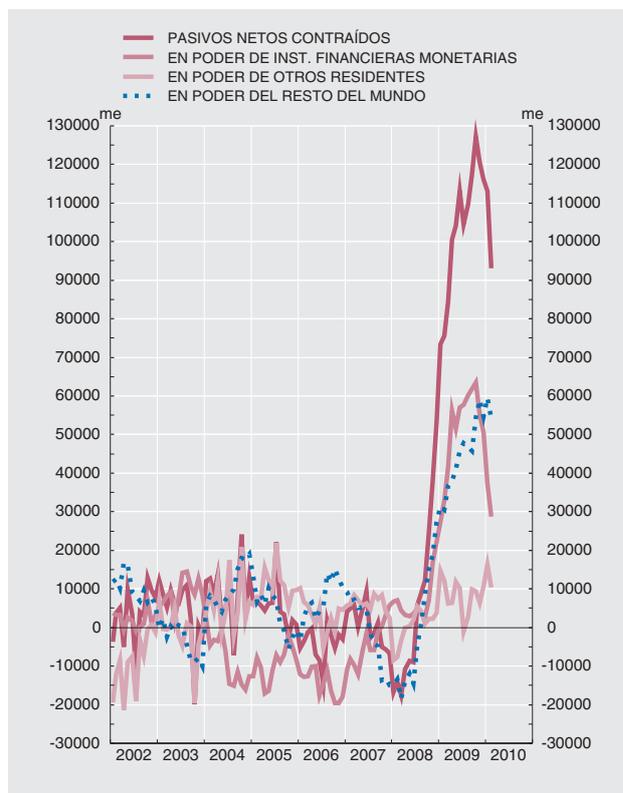
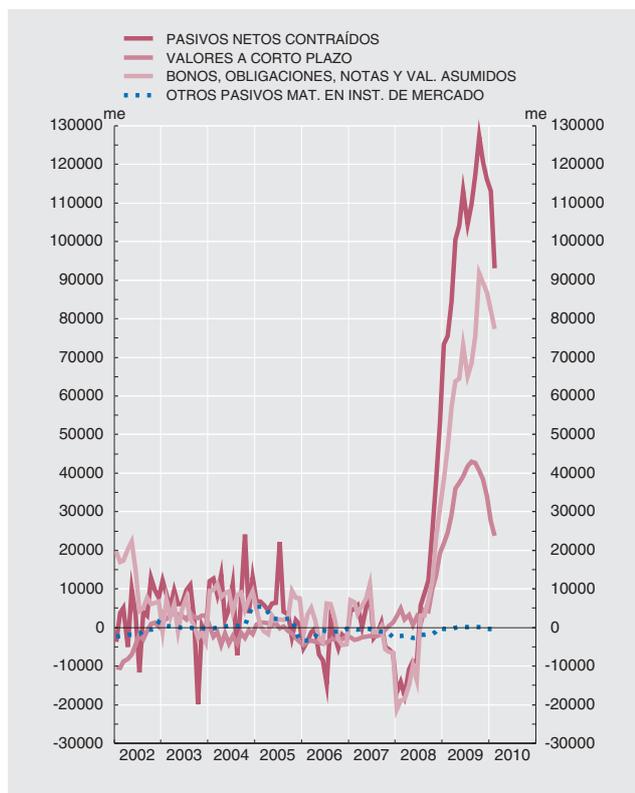
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)		
	Del cual			Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
	Total	Depósitos en el Banco de España	Total	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	3 918	5 690	10 248	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 020	-22 676	-10 117	-12 559	32 924	8 228	
01	-5 076	-5 879	-20 141	-803	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 108	-10 009	4 424	-14 434	9 206	305	
02	-4 780	2 866	-95	7 646	-888	346	6 655	-486	1 488	-356	1 857	3 148	-1 291	5 790	8 002	
03	-3 692	-5 769	0	-2 077	-135	3 146	-3 761	-486	-254	-722	7 898	8 551	-653	-9 975	-1 354	
04	-10 762	2 181	0	12 943	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 486	215	-6 033	-12 696	6 664	18 975	12 728	
05	1 590	2 292	0	702	-1 910	-3 771	7 526	-486	-3 411	844	1 460	-8 257	9 717	-758	-142	
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 197	-2 198	-4 348	-486	-418	4 361	-13 445	-17 968	4 524	10 357	-7 449	
07	12 098	5 382	65	-6 716	-120	1 206	-6 477	-519	-2 495	1 569	8 311	5 698	2 612	-15 026	-8 285	
08	-30 527	22 547	4 337	53 074	1 175	19 355	30 817	-520	-102	3 524	25 873	22 142	3 731	27 201	49 550	
09	P -99 845	16 295	-4 197	116 141	1 503	34 043	86 813	-535	-468	-3 713	61 358	50 605	10 754	54 782	119 854	
09 E-F	P	5 058	20 035	5 498	14 977	5	7 535	6 532	-	-36	945	9 473	11 966	-2 493	5 504	14 032
10 E-F	A	3 252	-4 786	-104	-8 038	5	-2 719	-2 957	-	6	-2 368	-12 923	-9 988	-2 935	4 885	-5 670
09 Jul	P	-10 286	-15 203	-3 906	-4 917	2	2 862	-6 468	-	27	-1 338	-9 630	-2 453	-7 178	4 713	-3 579
09 Ago	P	-10 511	-5 083	6	5 428	2	3 089	4 367	-	16	-2 044	4 168	1 093	3 075	1 260	7 472
09 Sep	P	-2 448	15 477	3 900	17 925	1 714	2 076	15 354	-	-30	525	9 535	5 383	4 152	8 390	17 400
09 Oct	P	3 461	12 369	5 996	8 908	-997	2 409	8 047	-	-27	-1 521	1 467	3 238	-1 772	7 441	10 428
09 Nov	P	-12 224	-851	-2 563	11 373	2	4 190	10 655	-	-1	-3 471	2 001	4 977	-2 976	9 372	14 844
09 Dic	P	-28 273	-15 932	-7 129	12 341	2	411	7 221	-	-399	5 108	10 722	2 883	7 838	1 619	7 233
10 Ene	A	-719	6 909	1 176	7 628	3	-591	-11 818	-	16	20 021	-1 229	-7 726	6 497	8 857	-12 393
10 Feb	A	3 971	-11 695	-1 280	-15 666	2	-2 128	8 861	-	-10	-22 389	-11 694	-2 262	-9 432	-3 972	6 723

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

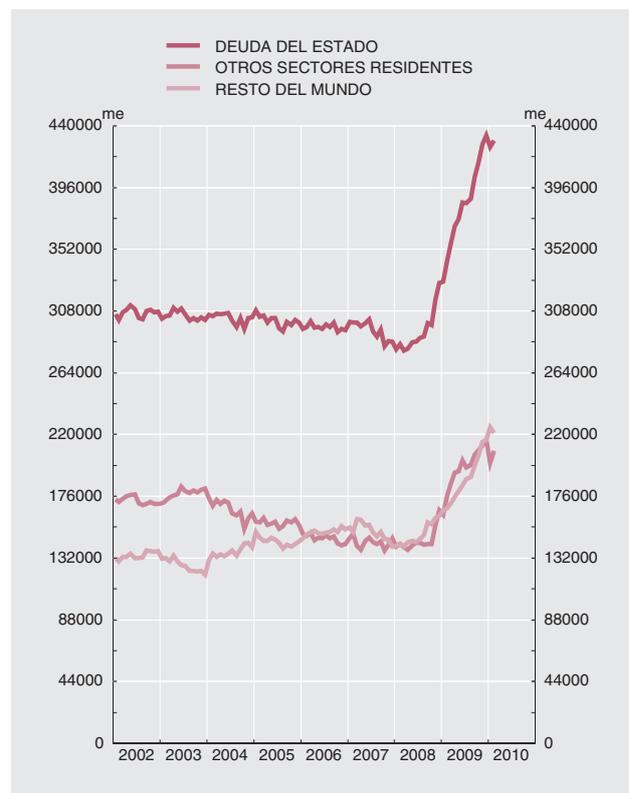
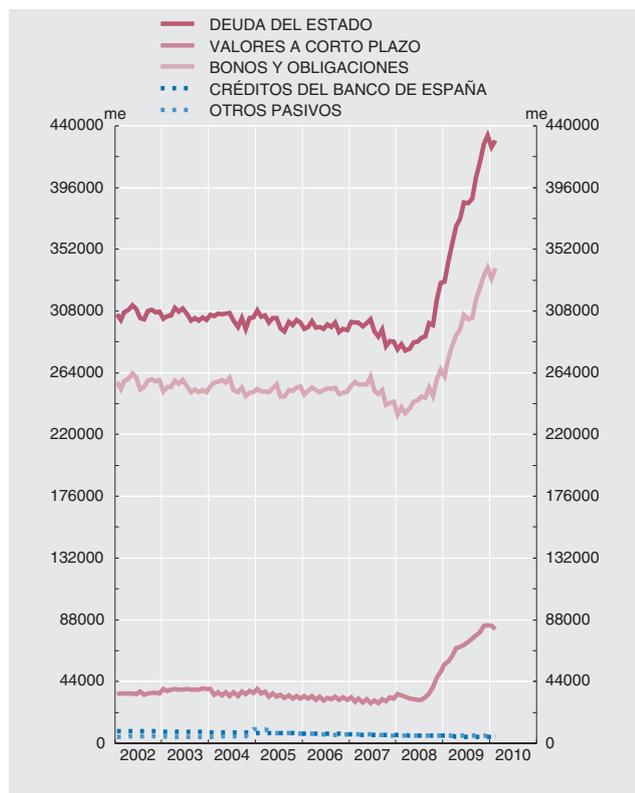
■ Serie representada gráficamente.

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		327 876	63	50 788	266 334	5 249	5 505	200 608	34 511	166 097	161 779	4 502	8 152	
09	Jun	P	385 196	70	70 005	305 074	4 665	5 451	243 295	41 786	201 509	183 687	4 001	46 398
	Jul	P	384 735	70	72 291	302 300	4 665	5 478	239 859	43 524	196 335	188 400	95	46 949
	Ago	P	387 996	68	74 823	303 013	4 665	5 495	244 552	46 213	198 339	189 657	101	47 191
	Sep	P	403 642	66	76 918	316 594	4 665	5 465	251 921	46 282	205 639	198 003	4 001	47 882
	Oct	P	413 965	67	79 370	324 492	4 665	5 438	254 936	46 222	208 714	205 250	9 997	48 134
	Nov	P	426 835	66	83 552	333 181	4 665	5 436	258 708	46 495	212 213	214 622	7 434	53 565
	Dic	P	432 940	68	84 302	338 935	4 665	5 037	262 839	46 140	216 700	216 241	305	58 854
10	Ene	A	424 782	69	83 695	331 368	4 665	5 054	245 824	46 140	199 685	225 098	1 481	60 667
	Feb	A	429 361	67	81 304	338 347	4 665	5 044	256 619	48 420	208 198	221 162	201	61 278

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**

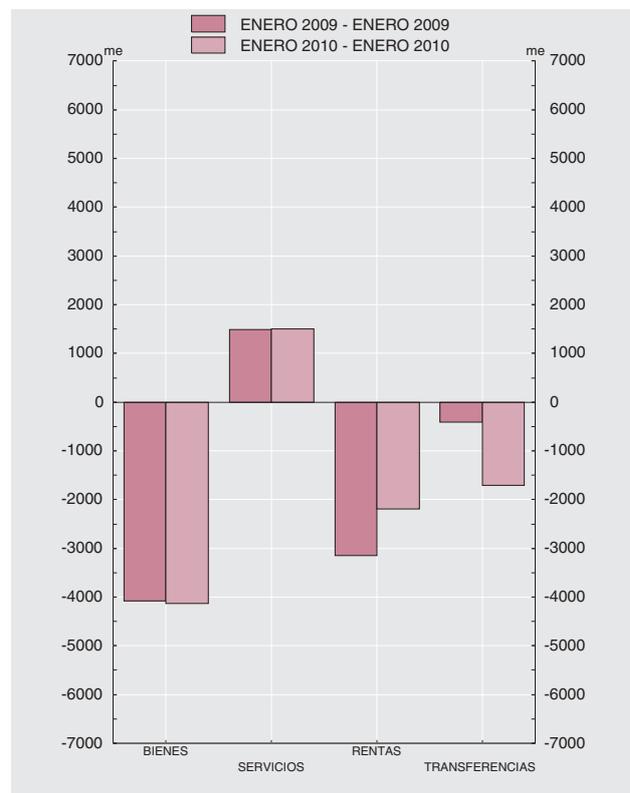
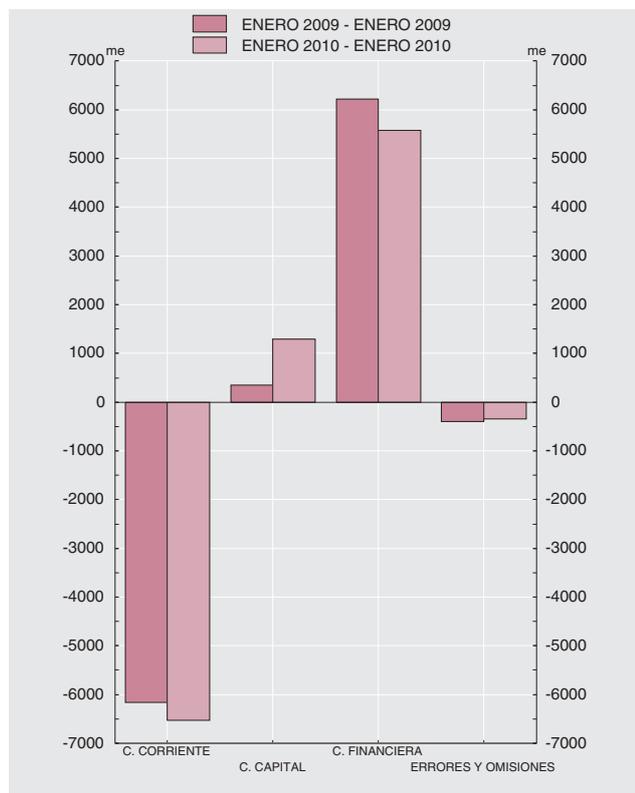
■ Serie representada gráficamente.

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									
													Del cual					
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>07</b>	-105 266	-91 116	192 685	283 801	23 051	93 306	42 061	70 255	14 360	-30 055	57 961	88 016	-7 146	4 577	-100 689	101 004	-315	
<b>08</b>	P -105 973	-86 724	192 740	279 464	26 144	97 437	41 901	71 293	13 834	-36 034	54 034	90 067	-9 360	5 474	-100 499	101 975	-1 477	
<b>09</b>	P -57 154	-45 038	160 499	205 537	25 697	88 074	38 125	62 376	11 925	-29 842	40 592	70 434	-7 972	4 068	-53 086	57 614	-4 527	
<b>09 E-E</b>	P -6 160	-4 080	11 262	15 342	1 484	6 576	2 488	5 093	857	-3 149	3 762	6 911	-415	347	-5 813	6 213	-401	
<b>10 E-E</b>	P -6 526	-4 133	12 248	16 380	1 504	6 289	2 433	4 785	817	-2 196	2 928	5 124	-1 701	1 295	-5 231	5 576	-345	
<b>08 Oct</b>	P -10 113	-7 828	16 976	24 804	2 441	8 944	3 852	6 503	1 298	-3 636	4 612	8 248	-1 091	212	-9 901	7 821	2 080	
<b>Nov</b>	P -7 684	-4 458	14 935	19 394	1 736	6 982	2 512	5 246	1 038	-3 751	3 665	7 416	-1 211	244	-7 440	7 990	-550	
<b>Dic</b>	P -5 876	-5 958	12 447	18 405	906	7 275	2 102	6 369	924	-2 300	5 779	8 079	1 476	205	-5 671	3 318	2 353	
<b>09 Ene</b>	P -6 160	-4 080	11 262	15 342	1 484	6 576	2 488	5 093	857	-3 149	3 762	6 911	-415	347	-5 813	6 213	-401	
<b>Feb</b>	P -9 269	-5 364	12 596	17 960	1 180	6 344	2 102	5 163	943	-3 147	2 366	5 513	-1 939	242	-9 027	6 640	2 387	
<b>Mar</b>	P -6 623	-3 160	13 908	17 067	1 301	6 507	2 471	5 206	835	-3 859	3 547	7 405	-906	385	-6 238	7 012	-774	
<b>Abr</b>	P -4 482	-3 162	13 405	16 567	1 551	6 641	2 519	5 090	836	-1 815	2 872	4 687	-1 055	937	-3 545	2 954	591	
<b>May</b>	P -4 065	-2 857	13 052	15 909	2 610	7 123	3 182	4 513	640	-3 354	3 937	7 291	-464	152	-3 913	3 805	108	
<b>Jun</b>	P -3 477	-2 805	14 033	16 838	2 707	7 921	3 741	5 214	1 143	-2 941	3 366	6 307	-438	150	-3 326	5 427	-2 101	
<b>Jul</b>	P -2 056	-2 820	14 659	17 479	3 573	9 629	4 709	6 056	1 230	-2 388	4 561	6 949	-420	162	-1 895	2 947	-1 053	
<b>Ago</b>	P -3 344	-4 236	10 206	14 442	3 535	8 539	4 906	5 004	1 280	-1 650	2 218	3 869	-992	431	-2 913	3 330	-417	
<b>Sep</b>	P -4 671	-4 981	14 051	19 033	2 489	7 942	4 006	5 453	1 222	-1 472	3 263	4 734	-706	69	-4 602	4 951	-349	
<b>Oct</b>	P -4 846	-3 484	15 202	18 686	2 378	7 947	3 595	5 570	1 093	-2 022	2 657	4 679	-1 717	-3	-4 849	6 662	-1 813	
<b>Nov</b>	P -5 113	-4 418	14 286	18 703	1 299	5 967	2 365	4 668	964	-2 689	2 362	5 051	695	397	-4 716	4 674	42	
<b>Dic</b>	P -3 049	-3 670	13 839	17 510	1 592	6 938	2 041	5 347	882	-1 355	5 681	7 037	386	799	-2 250	2 998	-749	
<b>10 Ene</b>	P -6 526	-4 133	12 248	16 380	1 504	6 289	2 433	4 785	817	-2 196	2 928	5 124	-1 701	1 295	-5 231	5 576	-345	

**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).

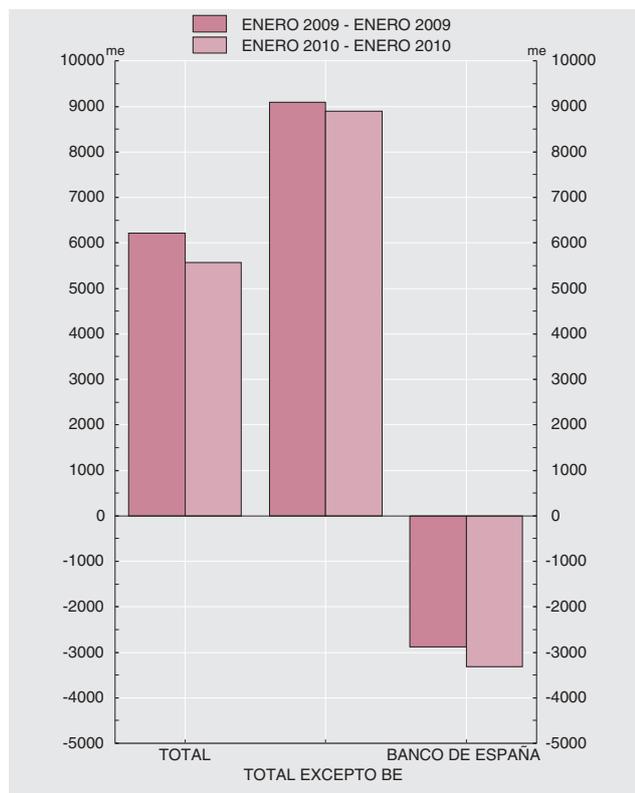
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

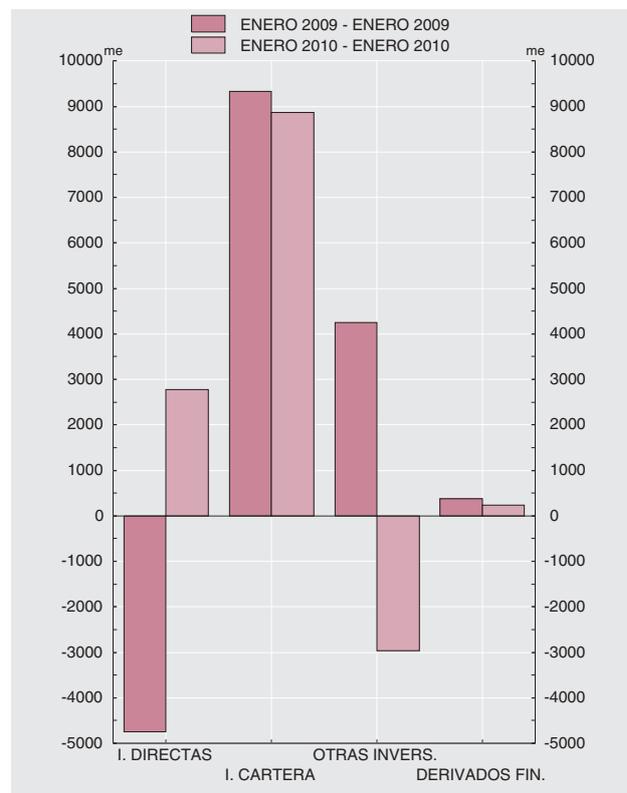
Millones de euros

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
07		101 004	86 682	-53 181	1100 135	46 954	104 264	-8 746	95 517	39 693	56 134	95 827	-4 094	14 322	-164	28 329	-13 843
08	P	101 975	71 757	-1 067	51 102	50 036	378	-21 928	-21 550	78 903	12 781	91 684	-6 457	30 218	-645	31 713	-850
09	P	57 614	47 149	-939	11 758	10 820	44 507	4 946	49 453	9 269	1 163	10 432	-5 688	10 464	-1 563	6 146	5 882
09 E-E	P	6 213	9 097	-4 746	4 808	63	9 327	-6 105	3 222	4 249	7 305	11 554	266	-2 883	-16	-2 439	-428
10 E-E	P	5 576	8 895	2 776	-1 340	1 436	8 870	-3 379	5 491	-2 970	6 757	3 787	219	-3 319	-2	-3 730	413
08 Oct	P	7 821	15 804	-3 943	6 516	2 574	-11 065	-10 174	-21 239	30 840	-12 446	18 394	-29	-7 983	-28	-5 640	-2 315
Nov	P	7 990	505	-1 294	3 209	1 915	-2 884	-462	-3 346	1 447	-6 521	-5 074	3 236	7 485	-318	8 131	-328
Dic	P	3 318	-4 900	-1 688	7 356	5 668	-2 056	394	-1 662	-1 155	-13 311	-14 466	-1	8 218	-172	8 528	-138
09 Ene	P	6 213	9 097	-4 746	4 808	63	9 327	-6 105	3 222	4 249	7 305	11 554	266	-2 883	-16	-2 439	-428
Feb	P	6 640	1 500	404	1 369	1 773	-3 564	-2 310	-5 874	4 962	-11 313	-6 350	-302	5 140	-84	4 972	251
Mar	P	7 012	9 661	-5 024	2 694	-2 330	1 105	1 983	3 088	14 203	-9 326	4 878	-624	-2 649	-165	-5 382	2 898
Abr	P	2 954	8 040	1 175	302	1 477	1 360	-566	794	2 572	-1 423	1 150	2 933	-5 087	-19	-6 379	1 311
May	P	3 805	1 510	-598	0	-597	-3 001	5 121	2 120	5 688	-4 909	779	-579	2 295	-120	1 177	1 237
Jun	P	5 427	-3 659	9 348	-799	8 549	-6 096	6 837	741	-5 542	7 273	1 731	-1 370	9 086	-187	8 321	952
Jul	P	2 947	-584	-1 464	480	-984	8 838	-3 707	5 131	-6 639	-7 852	-14 492	-1 319	3 531	-348	4 015	-136
Ago	P	3 330	-2 828	1 903	695	2 597	6 568	-144	6 424	-9 186	7 093	-2 093	-2 112	6 158	-220	6 099	279
Sep	P	4 951	3 295	1 379	-858	521	3 304	4 008	7 311	-399	7 165	6 766	-988	1 657	6	2 001	-351
Oct	P	6 662	12 853	382	-477	-95	11 952	-302	11 650	685	-551	134	-165	-6 191	-38	-6 159	6
Nov	P	4 674	15 977	-2 483	2 471	-12	14 542	1 865	16 407	4 887	-7 032	-2 146	-968	-11 302	71	-11 663	289
Dic	P	2 998	-7 714	-1 215	1 073	-142	173	-1 733	-1 561	-6 211	14 732	8 520	-460	10 712	-444	11 581	-425
10 Ene	P	5 576	8 895	2 776	-1 340	1 436	8 870	-3 379	5 491	-2 970	6 757	3 787	219	-3 319	-2	-3 730	413

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

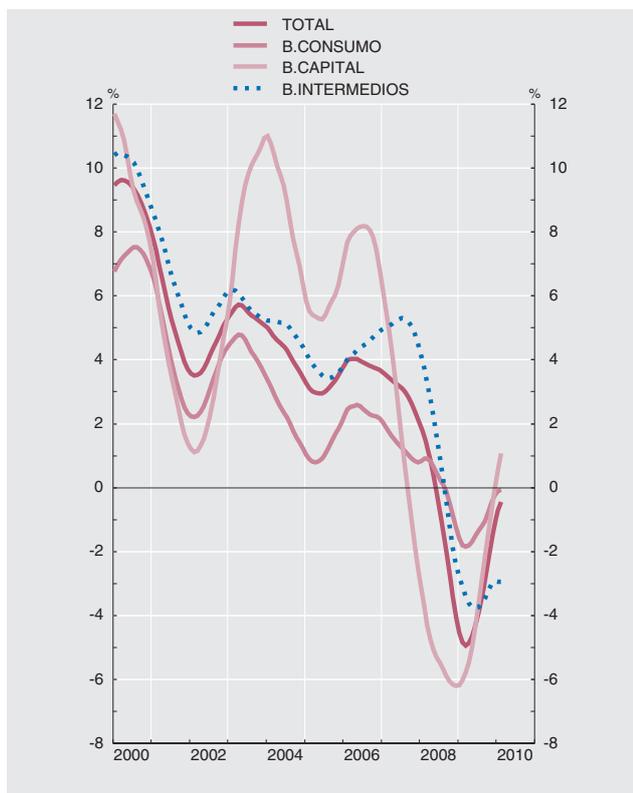
■ Serie representada gráficamente.

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</b>	189 228	2,3	0,5	2,2	-6,6	0,5	17,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	29,1	1,0	1,2	4,2
<b>09</b>	158 254	-15,3	-9,8	-4,5	-13,5	-12,8	-20,4	-11,3	-14,9	-12,8	-15,0	-24,6	-7,5	-17,3	-6,6	12,9
<b>09 Ene</b>	11 092	-25,7	-23,6	-16,4	-31,5	-27,3	-16,5	-27,8	-25,5	-22,6	-25,7	-21,1	-2,3	-30,2	-46,1	-19,9
<b>09 Feb</b>	12 401	-25,4	-20,7	-17,8	1,9	-26,3	-15,0	-26,7	-29,5	-27,0	-28,0	-22,1	27,3	-19,6	-27,0	2,9
<b>09 Mar</b>	13 714	-13,6	-9,5	2,1	-16,3	-16,7	-35,9	-15,6	-17,5	-16,1	-15,0	-4,4	18,9	8,1	-7,4	36,8
<b>09 Abr</b>	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>09 May</b>	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>09 Jun</b>	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>09 Jul</b>	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>09 Ago</b>	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
<b>09 Sep</b>	13 871	-19,8	-12,2	-17,4	-1,4	-10,1	-22,1	-9,3	-18,9	-15,8	-18,4	-37,0	-24,8	-27,6	2,2	-16,4
<b>09 Oct</b>	14 918	-10,5	-4,2	0,1	-18,2	-4,4	-5,8	-4,4	-9,3	-7,0	-8,7	-27,0	-29,7	-18,4	16,9	-8,6
<b>09 Nov</b>	14 068	-1,5	7,7	7,7	-4,8	9,7	-10,9	11,0	1,7	3,0	0,1	-32,1	-26,3	-7,3	37,6	8,4
<b>09 Dic</b>	13 661	4,0	11,4	10,8	9,6	12,2	-11,2	13,5	4,4	5,0	1,8	-29,0	-23,7	-8,0	13,0	200,9
<b>10 Ene</b>	12 092	9,0	12,3	5,1	1,7	19,6	-1,6	20,8	8,7	7,1	7,9	-24,8	-5,3	29,5	47,9	43,6
<b>10 Feb</b>	13 986	12,8	14,8	1,5	16,6	25,6	-16,6	27,7	11,8	13,0	11,7	-3,7	-20,0	30,1	41,2	168,8

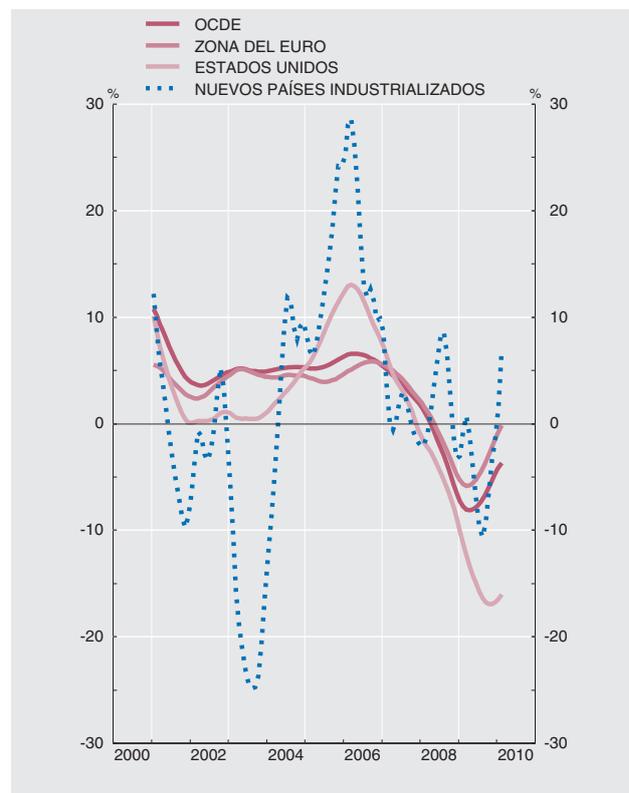
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME y BE.

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

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

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

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

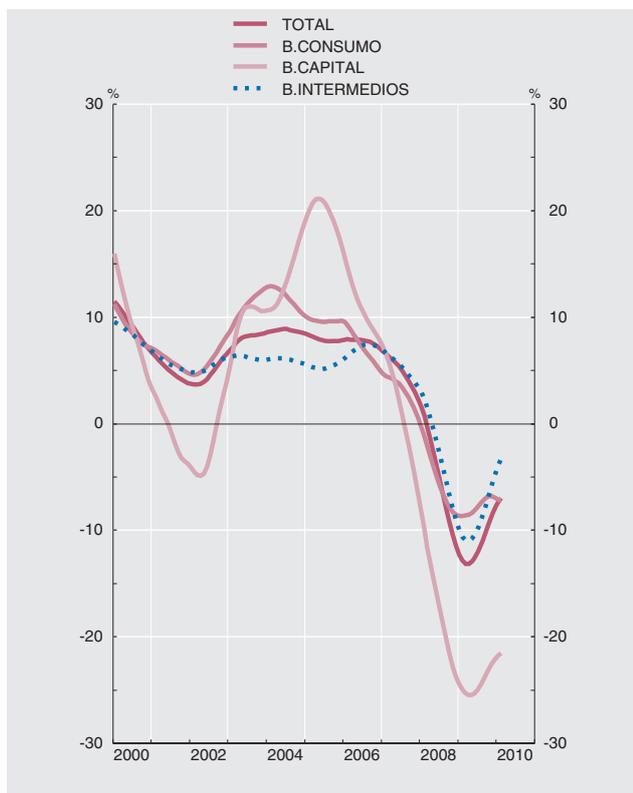
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>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</b>	283 388	-0,6	-4,1	-7,4	-13,7	-1,1	8,2	-2,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	28,6	16,6	10,8	-16,1
<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>09 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>09 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>09 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>09 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>09 Jun</b>	P 17 131	-29,0	-20,5	-7,4	-35,2	-23,5	-19,7	-24,5	-19,5	-21,3	-22,2	-19,8	-52,5	-36,7	-35,1	-51,2
<b>09 Jul</b>	P 17 706	-29,7	-19,1	-9,1	-37,2	-20,8	-19,2	-21,2	-23,4	-26,1	-24,3	-43,6	-37,0	-42,9	-36,9	-13,9
<b>09 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
<b>09 Sep</b>	P 19 303	-21,9	-10,4	-2,0	-14,0	-13,3	-15,3	-12,8	-14,7	-17,4	-16,6	-24,0	-37,4	-14,2	-32,6	-37,9
<b>09 Oct</b>	P 18 828	-19,3	-6,4	6,5	-25,1	-8,9	-7,0	-9,3	-14,5	-17,5	-15,7	-11,3	-34,0	-32,4	-20,8	-31,1
<b>09 Nov</b>	P 18 923	-6,5	6,8	11,1	-5,3	6,8	0,6	8,4	-4,9	-6,7	-5,5	-5,5	-14,5	-20,8	-10,2	-28,2
<b>09 Dic</b>	P 17 733	-11,7	-4,8	-6,0	-18,2	-1,7	-16,3	3,0	-7,6	-7,7	-12,3	-34,2	-15,8	-6,3	-10,8	-21,7
<b>10 Ene</b>	P 16 601	6,5	8,1	-9,1	-10,4	19,4	8,0	22,7	7,9	3,2	6,0	-12,0	28,7	-3,6	0,0	-6,0
<b>10 Feb</b>	P 17 548	-3,9	-3,2	-24,5	-2,7	8,2	-18,5	17,4	-8,6	-15,0	-9,1	-31,6	4,5	4,0	8,5	-2,8

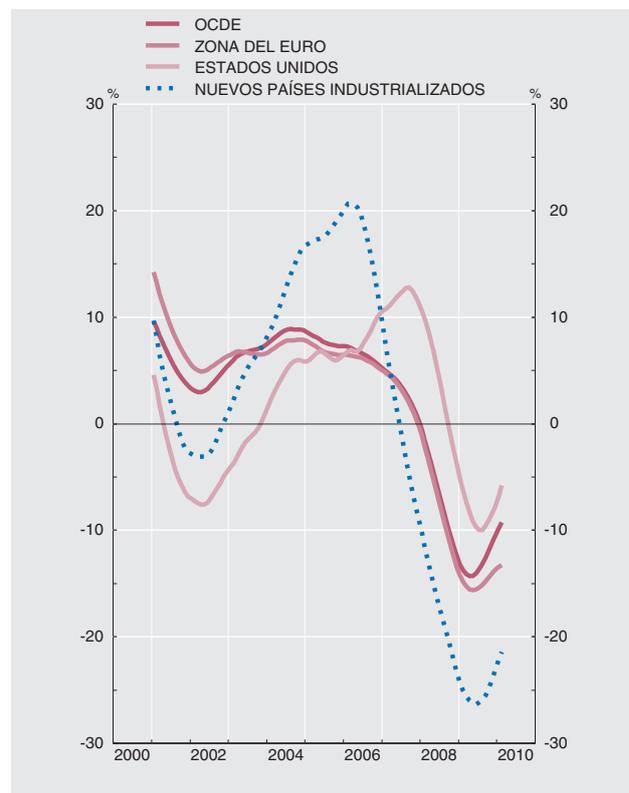
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

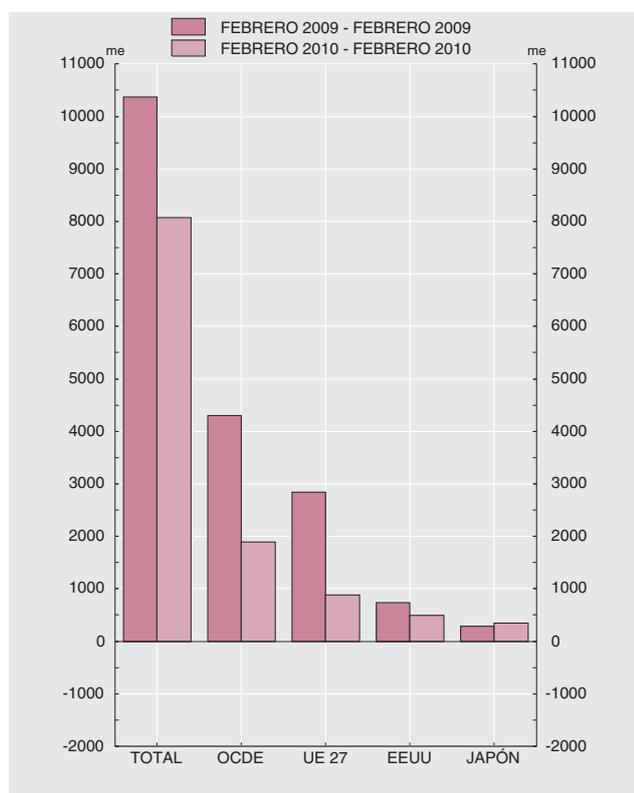
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

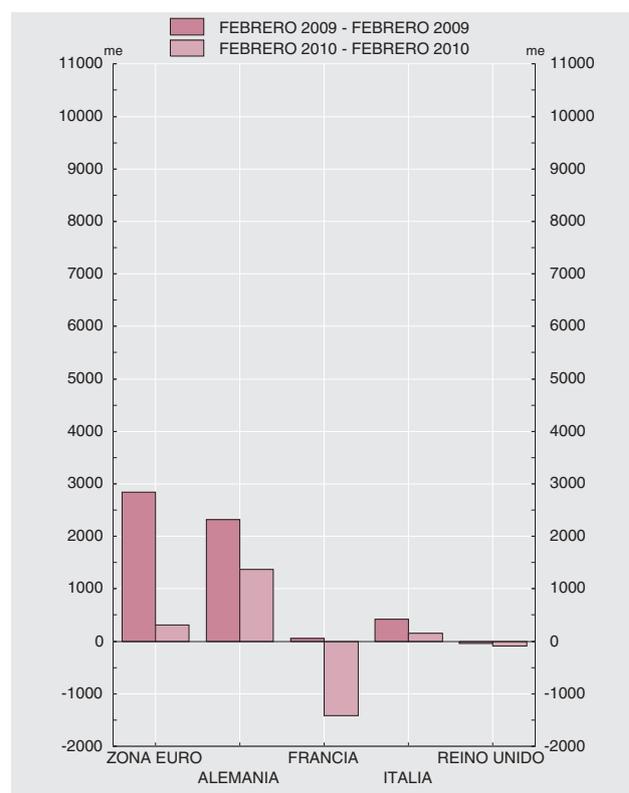
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					13	14	15				
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		Del cual:			12	OPEP				Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
			3	Del cual:			7	8	9	10									11
				Total	Alemania	Francia													
<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	-2 14	-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	-21 099	-4 971	-18 340	-3 296				
<b>09</b>	P	-50 183	-12 564	-10 214	-12 343	5 146	-1 947	-2 350	237	-18 937	-2 704	-1 903	-12 352	-3 098	-12 464	-1 504			
<b>09 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	-19	10	-3 071	-475	-125	-1 124	-199	-1 119	-130			
<b>09 Mar</b>	P	-3 657	-396	-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	-1 425	-293	-133	-831	-256	-884	-155			
<b>09 May</b>	P	-3 266	-786	-849	-1 343	675	-134	62	163	-1 143	-132	-156	-887	-168	-793	-139			
<b>09 Jun</b>	P	-3 235	-822	-591	-850	662	3	-231	31	-1 232	-235	-140	-829	-236	-885	-111			
<b>09 Jul</b>	P	-3 231	-420	-270	-799	670	-200	-150	116	-672	110	-161	-990	-139	-1 080	-212			
<b>09 Ago</b>	P	-4 523	-1 389	-985	-765	109	-252	-404	-14	-1 862	-160	-137	-1 100	-226	-1 085	-111			
<b>09 Sep</b>	P	-5 432	-1 590	-963	-1 187	429	-29	-627	-282	-2 101	-277	-152	-1 161	-574	-1 196	-140			
<b>09 Oct</b>	P	-3 909	-939	-533	-839	497	-146	-406	-94	-1 311	-269	-209	-1 227	-149	-1 083	-153			
<b>09 Nov</b>	P	-4 855	-1 202	-902	-879	389	-308	-299	47	-1 910	-294	-213	-1 177	-259	-1 101	-159			
<b>09 Dic</b>	P	-4 071	-1 341	-978	-879	338	-285	-363	20	-1 865	-140	-142	-1 191	-205	-1 104	129			
<b>10 Ene</b>	P	-4 510	-489	-292	-656	540	-59	-198	44	-1 141	-293	-187	-1 314	-239	-1 218	-128			
<b>10 Feb</b>	P	-3 562	-393	-15	-713	874	-89	-378	50	-757	-195	-157	-1 324	-109	-1 172	133			

**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.

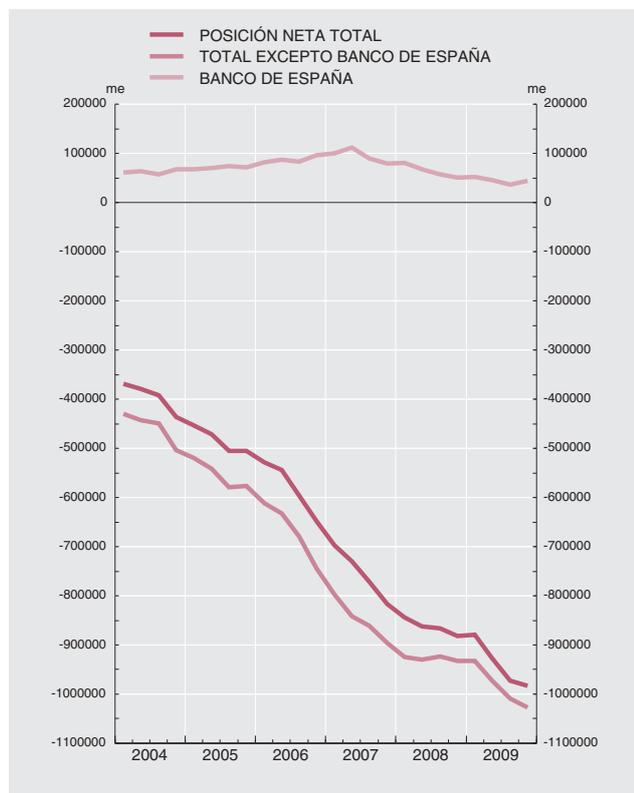
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

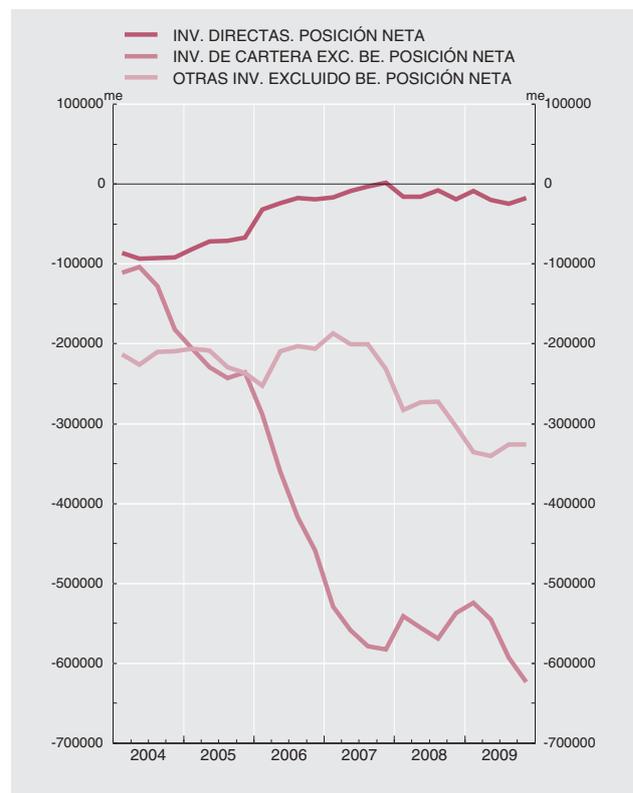
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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) (a)	
		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 / IV	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 / I	-696,9	-797,3	-16,8	332,0	348,8	-581,9	461,0	1 042,9	-187,3	359,6	546,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-729,5	-841,6	-9,0	359,4	368,4	-616,0	469,5	1 085,5	-200,7	362,8	563,5	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-771,4	-861,1	-2,8	364,4	367,2	-640,1	453,7	1 093,9	-200,3	384,5	584,8	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-816,8	-895,8	1,6	398,9	397,3	-646,7	440,2	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 / I	-844,6	-925,2	-16,1	398,3	414,4	-605,5	416,3	1 021,9	-282,9	381,2	664,0	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-862,9	-930,1	-15,7	415,0	430,6	-617,6	396,4	1 014,1	-273,4	417,0	690,4	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-866,7	-923,7	-8,0	430,2	438,2	-631,3	382,8	1 014,1	-272,7	422,9	695,6	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-881,3	-932,3	-19,3	428,5	447,8	-603,1	355,5	958,6	-303,4	386,5	690,0	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09 / I	-879,6	-931,9	-8,6	439,8	448,4	-587,8	346,9	934,7	-335,6	374,6	710,1	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
II	-927,1	-972,5	-19,7	443,5	463,3	-605,3	367,6	973,0	-340,2	370,2	710,3	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
III	-972,1	-1 009,0	-24,8	440,6	465,3	-653,3	381,2	1 034,5	-326,0	364,3	690,3	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
IV	-983,4	-1 027,5	-17,1	448,4	465,5	-683,8	385,4	1 069,2	-325,7	369,8	695,5	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

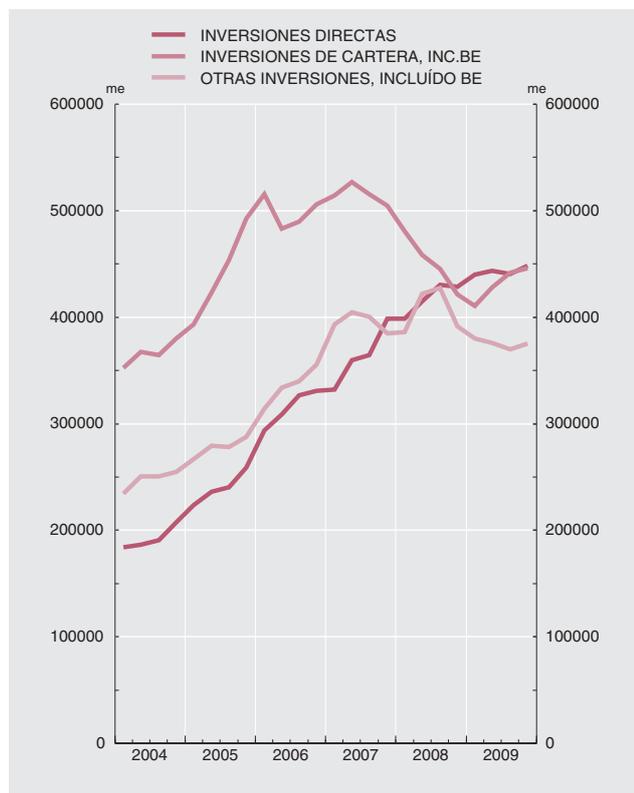
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

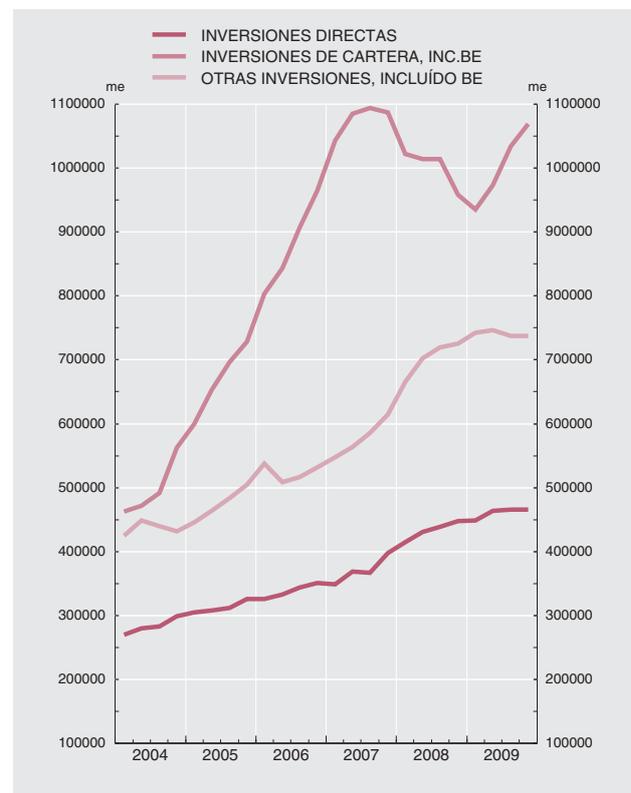
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 (a)	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 IV</b>	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 I</b>	310 872	21 156	270 262	78 570	140 703	373 512	256 118	786 784	392 997	547 178	33 197	44 487
<b>II</b>	343 686	15 742	282 940	85 477	153 730	373 421	266 845	818 657	404 872	563 954	39 921	55 856
<b>III</b>	342 733	21 695	284 973	82 250	142 096	373 186	269 798	824 065	400 443	585 099	44 181	62 069
<b>IV</b>	371 777	27 086	306 582	90 696	134 763	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08 I</b>	370 433	27 890	327 169	87 270	105 912	374 981	235 984	785 876	386 104	665 862	53 297	74 001
<b>II</b>	385 831	29 135	339 614	91 003	98 416	360 046	216 631	797 428	421 816	702 711	58 579	82 016
<b>III</b>	398 102	32 052	339 835	98 342	84 451	361 102	200 218	813 893	427 662	719 883	70 066	81 757
<b>IV</b>	396 358	32 111	342 565	105 243	63 831	357 842	170 787	787 812	391 339	725 212	108 278	114 027
<b>09 I</b>	406 091	33 702	342 071	106 297	58 241	352 202	142 867	791 821	380 037	742 628	111 670	111 538
<b>II</b>	410 034	33 513	341 282	122 013	66 314	361 619	178 368	794 614	375 614	745 942	92 879	100 032
<b>III</b>	408 878	31 683	346 228	119 100	77 896	363 964	219 729	814 764	369 740	737 845	85 194	90 098
<b>IV</b>	412 024	36 344	346 049	119 417	85 422	360 582	223 882	845 327	375 294	736 904	77 449	78 498

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

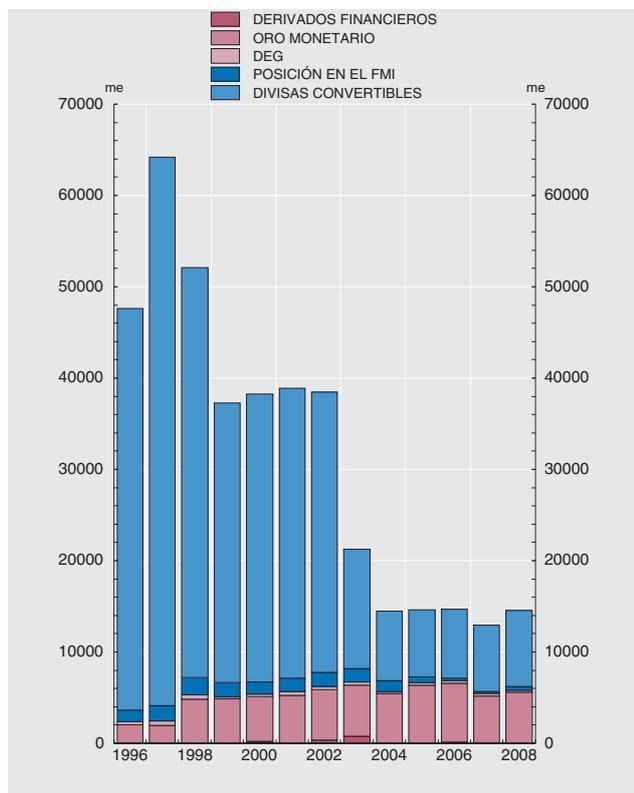
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

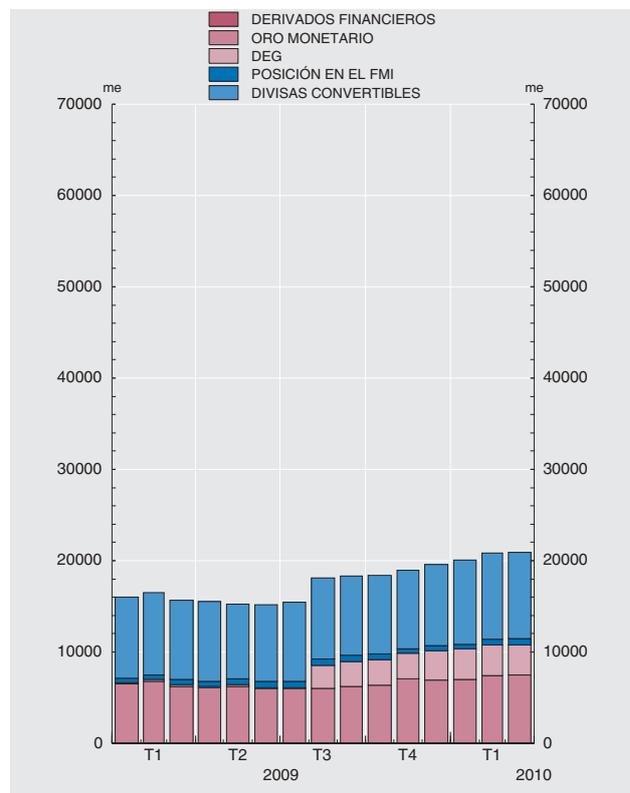
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<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>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>08 Oct</b>	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
<b>Nov</b>	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
<b>Dic</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09 Ene</b>	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
<b>Feb</b>	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
<b>Mar</b>	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
<b>Abr</b>	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
<b>May</b>	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1
<b>Jun</b>	15 142	8 372	693	48	6 028	-	9,1
<b>Jul</b>	15 454	8 693	693	51	6 017	-	9,1
<b>Ago</b>	18 106	8 860	692	2 531	6 023	-	9,1
<b>Sep</b>	18 301	8 644	682	2 785	6 191	-	9,1
<b>Oct</b>	18 402	8 578	678	2 767	6 379	-	9,1
<b>Nov</b>	18 946	8 570	533	2 761	7 083	-	9,1
<b>Dic</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10 Ene</b>	20 047	9 177	554	3 296	7 020	-	9,1
<b>Feb</b>	20 859	9 456	662	3 344	7 396	-	9,1
<b>Mar</b>	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	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 IV</b>	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
<b>06 I</b>	1 238 533	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115
II	1 258 491	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
III	1 308 130	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 277	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
<b>07 I</b>	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
II	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
III	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08 I</b>	1 595 158	200 166	6 329	558	173 668	19 611	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 649 739	202 269	5 594	161	177 009	19 505	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 687 885	217 757	9 722	493	187 624	19 918	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 671 770	233 616	12 330	2 098	198 366	20 823	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09 I</b>	1 694 617	242 480	15 801	479	204 659	21 541	-	783 746	15 198	411 446	248 405	108 696
II	1 721 179	255 959	21 125	977	211 201	22 656	-	784 190	14 200	409 692	250 957	109 341
III	1 733 668	275 067	31 005	707	219 327	24 028	-	768 456	14 217	391 123	256 689	106 426
IV	1 767 346	298 768	44 479	530	229 356	24 403	-	780 894	14 873	383 964	259 568	122 489

**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 (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo					Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Inversores directos		Afiliadas	
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
<b>05 IV</b>	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034	
<b>06 I</b>	535	535	322 731	2 905	19 500	417	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216	
II	328	328	351 173	4 283	18 432	338	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010	
III	316	316	374 113	4 641	22 224	838	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999	
IV	281	281	411 407	4 786	22 967	702	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581	
<b>07 I</b>	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504	
II	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769	
III	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714	
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128	
<b>08 I</b>	1 855	1 855	481 188	927	20 547	473	328 226	128 564	320	2 132	143 420	56 215	87 205	
II	12 326	12 326	491 458	6 217	21 862	1 465	327 505	132 044	317	2 047	149 600	61 364	88 236	
III	24 276	24 276	499 252	18 093	23 966	1 342	318 792	134 871	323	1 865	154 108	62 392	91 716	
IV	35 233	35 233	477 864	13 479	21 806	2 668	302 204	135 564	322	1 821	158 745	67 396	91 350	
<b>09 I</b>	32 491	32 491	475 732	20 066	18 341	3 275	287 691	143 675	356	2 327	160 168	72 356	87 812	
II	35 596	35 596	464 812	18 962	17 192	2 416	278 170	145 122	349	2 601	180 623	92 763	87 860	
III	47 538	47 538	461 548	13 242	16 318	2 322	280 283	146 269	383	2 731	181 060	91 486	89 573	
IV	41 400	41 400	461 170	17 974	13 663	1 976	279 077	145 368	381	2 731	185 114	94 728	90 387	

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

**8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Total	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		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 Oct</b>	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
<i>Nov</i>	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
<i>Dic</i>	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
<b>09 Ene</b>	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402
<i>Feb</i>	592 161	212 759	498 364	-6 449	-	2 227	114 740	370 902	739 970	96 499	526 691	-61 125	221 259
<i>Mar</i>	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027
<i>Abr</i>	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
<i>May</i>	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602
<i>Jun</i>	615 980	254 069	416 844	-2 632	-	2 197	54 498	391 872	761 763	145 461	468 695	46 656	224 107
<i>Jul</i>	603 864	99 510	705 934	-11 999	-	359	189 939	379 226	768 836	133 472	435 791	87 291	224 638
<i>Ago</i>	568 759	78 661	660 858	-11 350	-	313	159 724	359 004	770 627	121 583	428 744	104 462	209 755
<i>Sep</i>	583 939	83 418	607 221	-8 868	-	453	98 285	366 742	767 611	138 331	423 839	115 361	217 196
<i>Oct</i>	586 961	58 731	637 669	-7 713	-	250	101 977	373 107	770 074	146 353	416 440	126 880	213 854
<i>Nov</i>	580 453	52 295	604 677	-9 113	-	698	68 104	367 577	772 428	148 924	409 556	144 220	212 876
<i>Dic</i>	575 400	58 968	623 882	-5 640	-	349	102 159	355 555	794 597	128 705	402 181	165 567	219 846
<b>10 Ene</b>	541 473	61 899	664 650	-12 329	-	406	173 153	334 353	789 929	118 932	427 124	147 384	207 120
<i>Feb</i>	534 339	72 624	647 446	-13 528	-	930	173 132	319 842	783 511	116 580	426 226	154 023	214 497
<i>Mar</i>	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338

**8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos				Reservas mantenidas por entidades de crédito	
		Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera		Resto activos (neto)
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
<b>08 Oct</b>	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
<i>Nov</i>	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490
<i>Dic</i>	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955
<b>09 Ene</b>	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144	24 942
<i>Feb</i>	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964	26 622
<i>Mar</i>	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242	25 633
<i>Abr</i>	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
<i>May</i>	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400
<i>Jun</i>	70 703	29 661	46 695	-118	-	-	5 535	29 962	-5 447	19 221	79 275	27 795	16 672	71 177	26 966
<i>Jul</i>	73 283	14 765	78 806	-940	-	-	19 347	31 501	-5 447	21 655	80 103	27 471	15 336	70 583	25 574
<i>Ago</i>	74 820	10 000	78 007	-845	-	2	12 345	42 474	-5 447	11 760	79 228	18 251	15 110	70 609	26 033
<i>Sep</i>	79 591	11 743	72 170	-722	-	4	3 604	48 155	-5 447	10 457	77 716	18 261	15 040	70 481	26 427
<i>Oct</i>	82 534	5 940	82 025	-579	-	-	4 852	44 070	-5 447	16 653	77 235	23 601	14 900	69 283	27 257
<i>Nov</i>	79 011	6 453	74 472	-755	-	-	1 159	32 264	-5 447	27 120	76 566	40 008	14 921	74 533	25 073
<i>Dic</i>	76 105	2 801	78 640	-495	-	-	4 841	33 623	-5 447	21 154	78 779	33 805	14 918	76 513	26 775
<b>10 Ene</b>	77 318	591	88 649	-1 383	-	3	10 543	38 790	-5 447	17 774	78 093	31 878	16 160	76 037	26 201
<i>Feb</i>	76 269	1 118	87 564	-1 254	-	2	11 161	40 278	-5 447	15 831	76 555	32 241	16 195	76 770	25 607
<i>Mar</i>	81 881	1 504	88 688	-759	-	0	7 552	47 978	-5 447	13 216	76 922	30 454	16 266	77 895	26 134

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

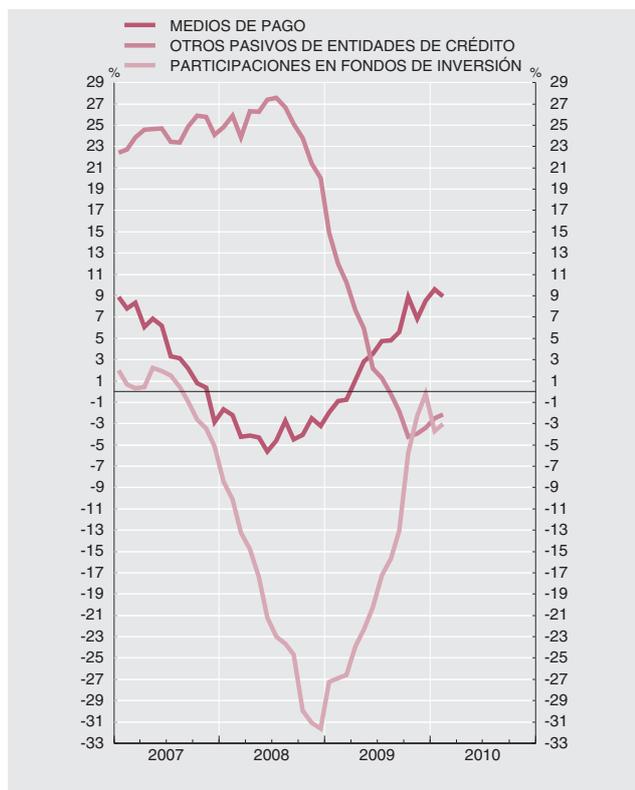
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

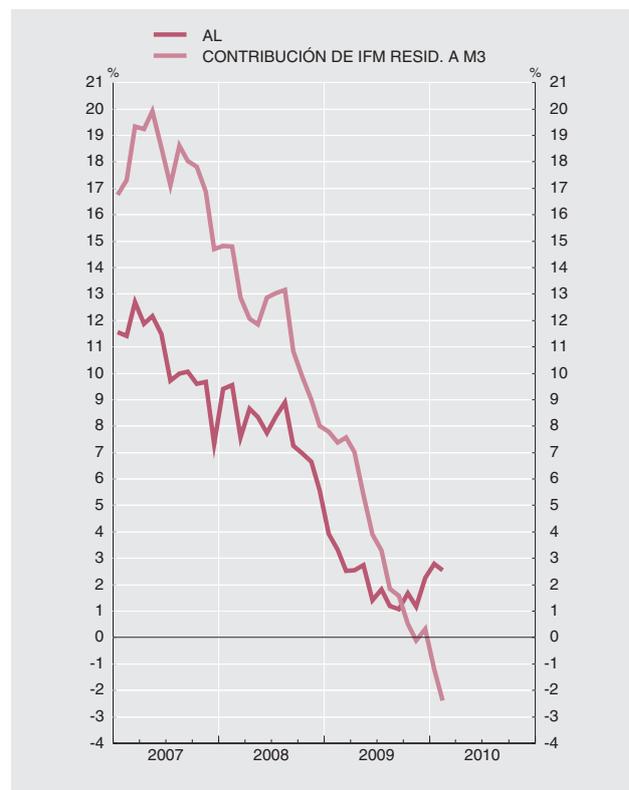
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	497 886	-2,9	2,3	-4,1	454 096	24,1	29,8	-2,2	-10,7	213 263	-5,2	-2,3	-7,3	7,3	14,7
<b>08</b>	481 724	-3,2	0,6	-4,2	544 915	20,0	24,3	-8,8	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,6	8,0
<b>09</b>	522 740	8,5	0,6	10,6	526 446	-3,4	-1,3	-18,2	-39,8	145 518	-0,2	2,9	-3,8	2,2	0,3
<b>08 Nov</b>	475 794	-2,5	0,9	-3,4	541 059	21,4	25,8	-1,5	-24,5	149 333	-31,1	-16,0	-42,5	6,7	9,0
<b>08 Dic</b>	481 724	-3,2	0,6	-4,2	544 915	20,0	24,3	-8,8	-8,9	145 876	-31,6	-17,8	-42,3	5,6	8,0
<b>09 Ene</b>	472 947	-2,0	1,2	-2,8	536 188	15,0	19,9	-17,8	-23,7	149 832	-27,2	-19,4	-34,4	3,9	7,8
<b>09 Feb</b>	476 157	-0,9	1,3	-1,4	535 875	12,0	16,8	-22,0	-22,3	147 722	-26,9	-18,5	-34,8	3,3	7,4
<b>09 Mar</b>	476 878	-0,8	1,8	-1,4	535 191	10,2	15,5	-27,9	-21,3	144 589	-26,6	-19,5	-33,7	2,5	7,6
<b>09 Abr</b>	476 047	1,1	2,9	0,6	536 042	7,6	11,8	-22,1	-26,4	147 470	-23,9	-16,5	-31,2	2,5	7,0
<b>09 May</b>	490 533	2,8	3,2	2,7	535 351	6,0	9,7	-20,2	-25,5	146 944	-22,3	-15,1	-29,4	2,7	5,4
<b>09 Jun</b>	505 261	3,6	3,2	3,7	530 755	2,2	7,2	-27,1	-48,7	143 622	-20,2	-14,5	-26,0	1,4	3,9
<b>09 Jul</b>	502 567	4,8	3,8	5,0	531 926	1,3	5,8	-27,6	-41,4	144 507	-17,2	-11,0	-23,6	1,8	3,3
<b>09 Ago</b>	501 010	4,8	3,9	5,0	531 625	-0,2	4,2	-29,4	-42,0	145 748	-15,7	-9,7	-21,9	1,2	1,9
<b>09 Sep</b>	505 291	5,6	3,8	6,0	526 255	-1,8	2,6	-33,3	-35,2	145 654	-13,0	-5,9	-20,5	1,1	1,6
<b>09 Oct</b>	506 856	8,9	-0,5	11,4	518 527	-4,2	-0,3	-33,9	-31,2	145 853	-5,7	-0,1	-11,8	1,7	0,5
<b>09 Nov</b>	508 279	6,8	-0,0	8,6	519 602	-4,0	-1,4	-25,6	-28,2	145 957	-2,3	2,3	-7,4	1,2	-0,1
<b>09 Dic</b>	522 740	8,5	0,6	10,6	526 446	-3,4	-1,3	-18,2	-39,8	145 518	-0,2	2,9	-3,8	2,2	0,3
<b>10 Ene</b>	518 225	9,6	0,8	11,9	522 802	-2,5	-1,2	-13,1	-29,8	144 313	-3,7	-2,0	-5,6	2,8	-1,2
<b>10 Feb</b>	518 659	8,9	0,4	11,1	524 520	-2,1	-0,5	-14,8	-38,5	143 228	-3,0	-4,3	-1,6	2,5	-2,4

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>07</b>	133 469	-2,8	94 397	20,9	37,4	-6,1	25 188	-5,0	-2,2	-7,1
<b>08</b>	121 593	-8,9	111 810	18,4	25,1	2,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09</b>	120 774	-0,7	110 584	-1,1	9,2	-31,3	11 846	-0,9	1,6	-3,8
<b>08 Nov</b>	120 717	-6,5	110 685	18,8	23,1	8,7	13 777	-45,3	-33,4	-54,2
<b>08 Dic</b>	121 593	-8,9	111 810	18,4	25,1	2,5	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09 Ene</b>	115 729	-7,6	105 592	11,9	20,1	-8,9	12 061	-50,8	-44,3	-56,7
<b>09 Feb</b>	117 432	-5,4	106 278	9,7	16,8	-9,6	11 893	-51,2	-44,1	-57,7
<b>09 Mar</b>	115 491	-6,2	107 030	8,2	16,7	-14,6	11 642	-51,7	-45,2	-57,8
<b>09 Abr</b>	109 632	-7,5	109 929	7,3	11,7	-6,0	11 354	-50,9	-47,2	-54,5
<b>09 May</b>	114 444	-5,3	112 363	7,4	11,8	-5,8	11 500	-47,8	-44,0	-51,5
<b>09 Jun</b>	116 041	-7,1	109 674	-1,7	8,2	-27,0	11 252	-44,9	-42,7	-47,2
<b>09 Jul</b>	113 274	-3,9	110 301	0,9	12,6	-29,0	11 760	-40,4	-36,5	-44,4
<b>09 Ago</b>	115 459	-4,1	111 087	-0,9	12,3	-34,2	11 860	-38,9	-34,7	-43,4
<b>09 Sep</b>	117 229	-6,9	109 510	-3,2	13,2	-41,3	11 847	-36,8	-31,1	-42,6
<b>09 Oct</b>	115 433	-0,4	106 526	-7,3	7,9	-44,1	11 867	-24,8	-20,1	-29,9
<b>09 Nov</b>	118 458	-1,9	106 971	-3,4	9,3	-37,2	11 878	-13,8	-9,8	-18,2
<b>09 Dic</b>	120 774	-0,7	110 584	-1,1	9,2	-31,3	11 846	-0,9	1,6	-3,8
<b>10 Ene</b>	119 671	3,4	106 526	0,9	9,6	-28,0	11 749	-2,6	-2,2	-3,1
<b>10 Feb</b>	119 065	1,4	101 865	-4,2	4,9	-35,6	11 662	-1,9	-4,4	1,0

#### 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.

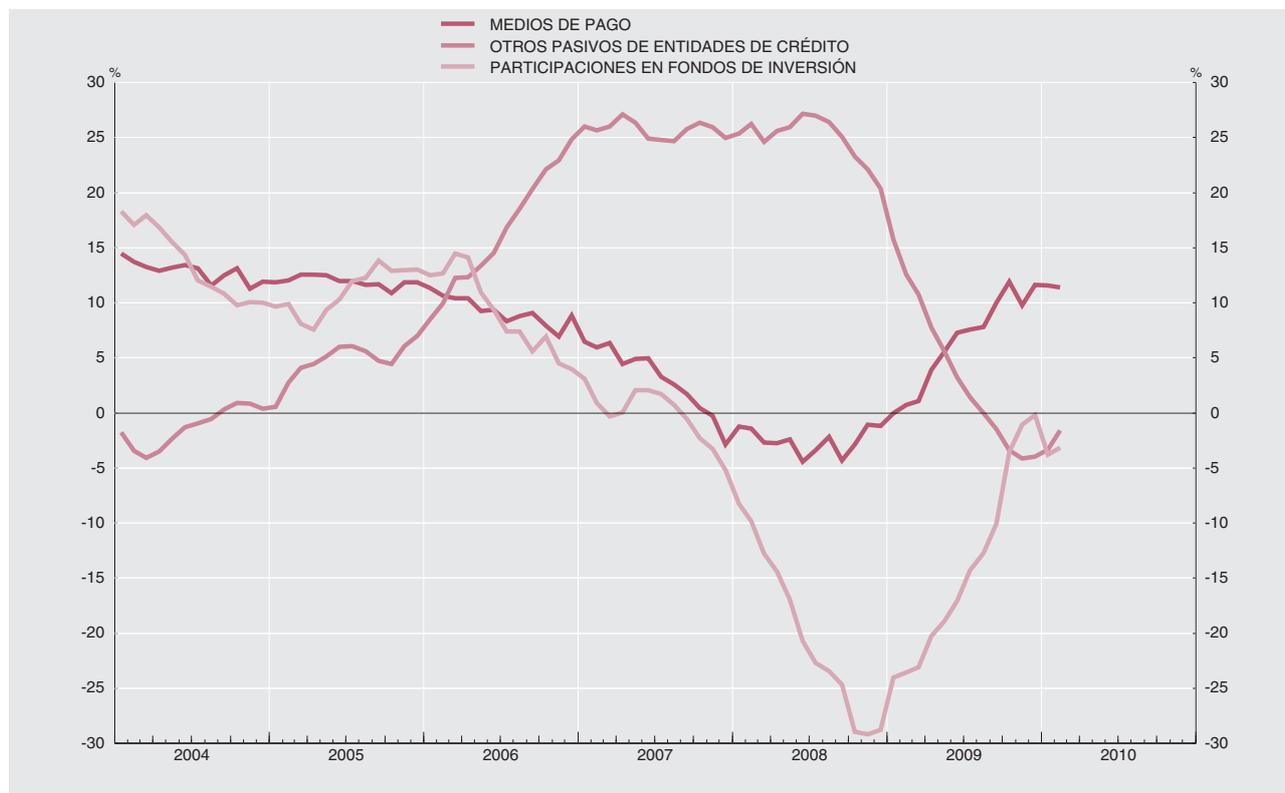
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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>07</b>	364 417	-2,9	2,9	-4,6	359 699	25,0	28,4	-1,9	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
<b>08</b>	360 131	-1,2	3,6	-2,7	433 105	20,4	24,2	-18,8	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>09</b>	401 966	11,6	0,8	15,3	415 862	-4,0	-3,5	-12,2	133 672	-0,2	3,1	-3,8
<b>08 Nov</b>	355 076	-1,1	3,7	-2,6	430 374	22,1	26,3	-18,4	135 556	-29,2	-13,7	-41,0
<b>08 Dic</b>	360 131	-1,2	3,6	-2,7	433 105	20,4	24,2	-18,8	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
<b>09 Ene</b>	357 218	0,0	4,0	-1,3	430 596	15,7	19,8	-27,2	137 771	-24,0	-16,1	-31,4
<b>09 Feb</b>	358 725	0,7	3,9	-0,3	429 598	12,5	16,7	-32,0	135 829	-23,6	-15,0	-31,6
<b>09 Mar</b>	361 387	1,1	4,1	0,1	428 161	10,7	15,2	-36,3	132 947	-23,1	-16,0	-30,3
<b>09 Abr</b>	366 415	3,9	5,0	3,6	426 114	7,7	11,8	-35,5	136 116	-20,2	-12,4	-28,0
<b>09 May</b>	376 090	5,6	5,1	5,7	422 988	5,6	9,3	-32,8	135 444	-19,0	-11,3	-26,5
<b>09 Jun</b>	389 220	7,3	4,8	8,0	421 081	3,2	7,0	-34,6	132 370	-17,0	-10,8	-23,4
<b>09 Jul</b>	389 294	7,6	5,1	8,4	421 625	1,4	4,4	-31,1	132 747	-14,3	-7,8	-20,9
<b>09 Ago</b>	385 552	7,8	5,1	8,7	420 538	-0,0	2,5	-29,4	133 888	-12,7	-6,5	-19,1
<b>09 Sep</b>	388 062	10,0	4,7	11,7	416 745	-1,5	0,5	-25,4	133 807	-10,1	-2,8	-17,7
<b>09 Oct</b>	391 423	11,9	0,3	16,0	412 001	-3,4	-2,0	-21,6	133 986	-3,6	2,1	-9,7
<b>09 Nov</b>	389 821	9,8	0,5	13,0	412 631	-4,1	-3,5	-13,5	134 079	-1,1	3,6	-6,3
<b>09 Dic</b>	401 966	11,6	0,8	15,3	415 862	-4,0	-3,5	-12,2	133 672	-0,2	3,1	-3,8
<b>10 Ene</b>	398 554	11,6	1,0	15,1	416 276	-3,3	-3,3	-3,6	132 565	-3,8	-2,0	-5,8
<b>10 Feb</b>	399 594	11,4	0,7	15,0	422 655	-1,6	-1,6	-1,6	131 566	-3,1	-4,3	-1,8

#### 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.

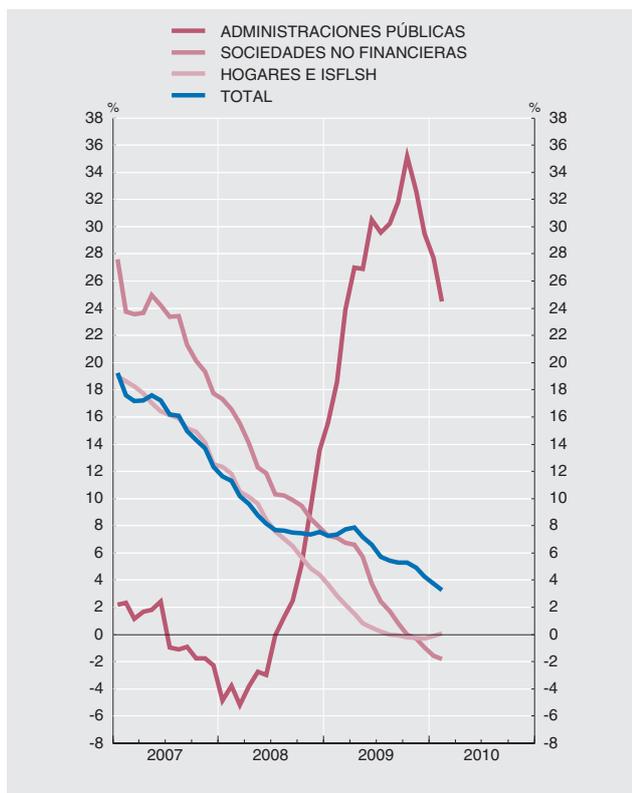
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

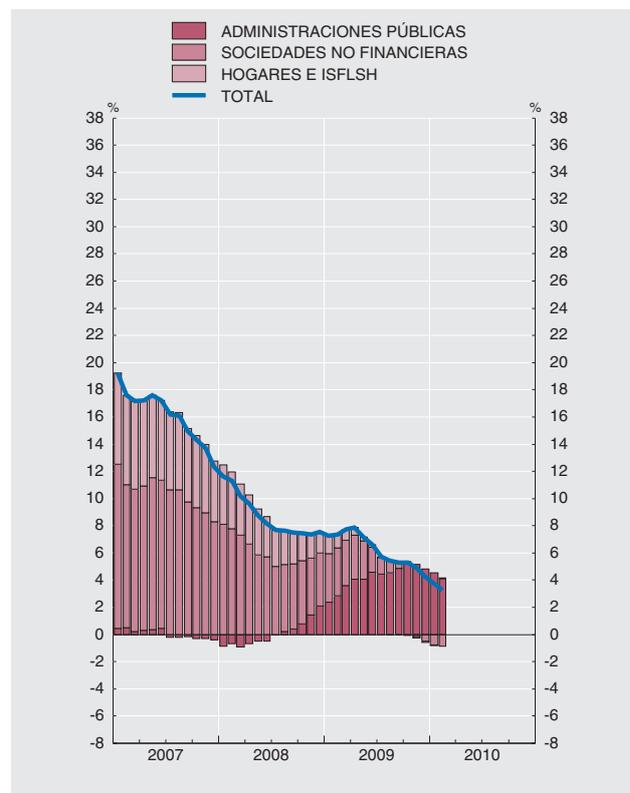
Millones de euros y porcentajes

	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					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>07</b>	2 470 505	270 478	12,3	-2,3	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,4	-0,4	12,7	8,3	4,4	11,1	0,3	1,4			
<b>08</b>	2 648 920	185 939	7,5	13,5	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3			
<b>09</b>	P 2 774 627	112 386	4,2	29,5	-0,7	-0,9	-0,3	-2,0	37,0	2,0	4,8	-0,6	-0,5	-0,1	-1,4	0,6	0,2			
<b>08 Nov</b>	2 635 831	28 566	7,3	9,3	7,0	8,5	4,9	6,4	12,4	10,0	1,4	5,9	4,2	1,7	4,6	0,2	1,1			
<b>08 Dic</b>	2 648 920	18 271	7,5	13,5	6,4	7,9	4,4	5,6	12,1	10,9	2,1	5,4	3,9	1,6	4,0	0,2	1,3			
<b>09 Ene</b>	2 651 925	376	7,3	15,6	5,8	7,3	3,7	4,9	17,8	9,7	2,4	4,9	3,6	1,3	3,5	0,3	1,1			
<b>09 Feb</b>	2 667 889	16 853	7,4	18,6	5,3	7,1	2,8	4,2	22,0	10,5	2,8	4,5	3,5	1,0	3,0	0,3	1,2			
<b>09 Mar</b>	2 683 472	17 339	7,7	23,9	4,9	6,8	2,2	3,3	26,5	11,8	3,6	4,1	3,3	0,8	2,4	0,4	1,4			
<b>09 Abr</b>	2 706 794	23 129	7,9	27,0	4,5	6,6	1,5	-2,9	24,4	12,0	4,1	3,8	3,3	0,5	2,1	0,4	1,4			
<b>09 May</b>	2 708 670	1 832	7,2	26,9	3,7	5,7	0,8	2,1	18,0	11,3	4,1	3,1	2,8	0,3	1,5	0,3	1,3			
<b>09 Jun</b>	2 734 108	14 149	6,6	30,5	2,4	3,7	0,5	0,8	12,9	10,5	4,6	2,0	1,8	0,2	0,6	0,2	1,2			
<b>09 Jul</b>	2 730 652	-4 823	5,7	29,6	1,5	2,4	0,2	-0,0	26,2	7,7	4,4	1,3	1,2	0,1	-0,0	0,4	0,9			
<b>09 Ago</b>	2 722 765	-8 402	5,4	30,2	1,0	1,7	-0,0	-0,6	25,4	7,4	4,6	0,9	0,9	-0,0	-0,4	0,4	0,9			
<b>09 Sep</b>	2 740 328	19 580	5,3	31,8	0,5	0,8	-0,1	-1,0	26,9	6,2	4,9	0,4	0,4	-0,0	-0,7	0,4	0,7			
<b>09 Oct</b>	P 2 750 986	11 015	5,3	35,2	-0,1	0,0	-0,2	-1,5	29,5	4,8	5,4	-0,1	0,0	-0,1	-1,1	0,4	0,6			
<b>09 Nov</b>	P 2 770 670	20 267	4,9	32,6	-0,3	-0,3	-0,2	-1,7	34,0	3,9	5,2	-0,2	-0,2	-0,1	-1,2	0,5	0,5			
<b>09 Dic</b>	P 2 774 627	1 070	4,2	29,5	-0,7	-0,9	-0,3	-2,0	37,0	2,0	4,8	-0,6	-0,5	-0,1	-1,4	0,6	0,2			
<b>10 Ene</b>	P 2 760 769	-13 405	3,7	27,7	-1,0	-1,5	-0,1	-2,3	33,2	1,9	4,5	-0,8	-0,8	-0,0	-1,6	0,5	0,2			
<b>10 Feb</b>	P 2 766 114	5 844	3,3	24,5	-1,0	-1,8	0,1	-2,2	29,4	1,4	4,1	-0,8	-0,9	0,0	-1,5	0,5	0,2			

### FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

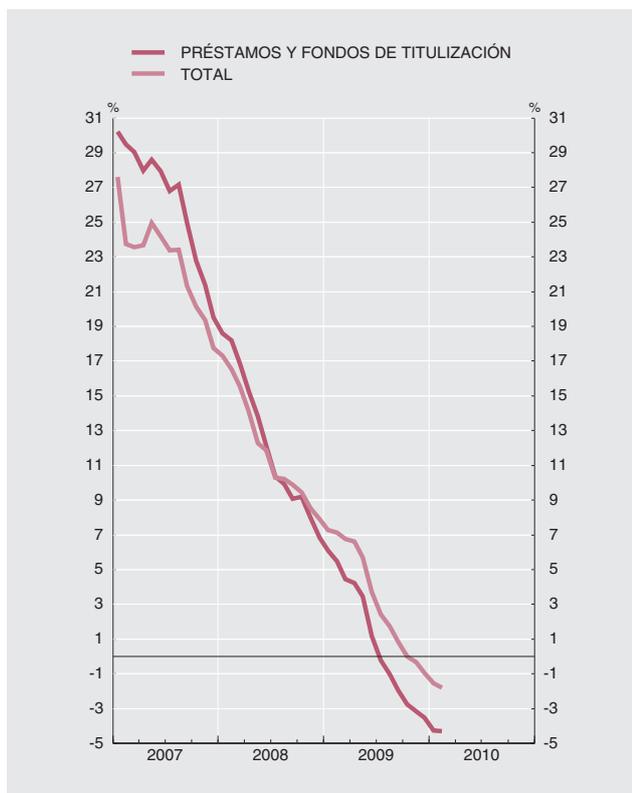
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

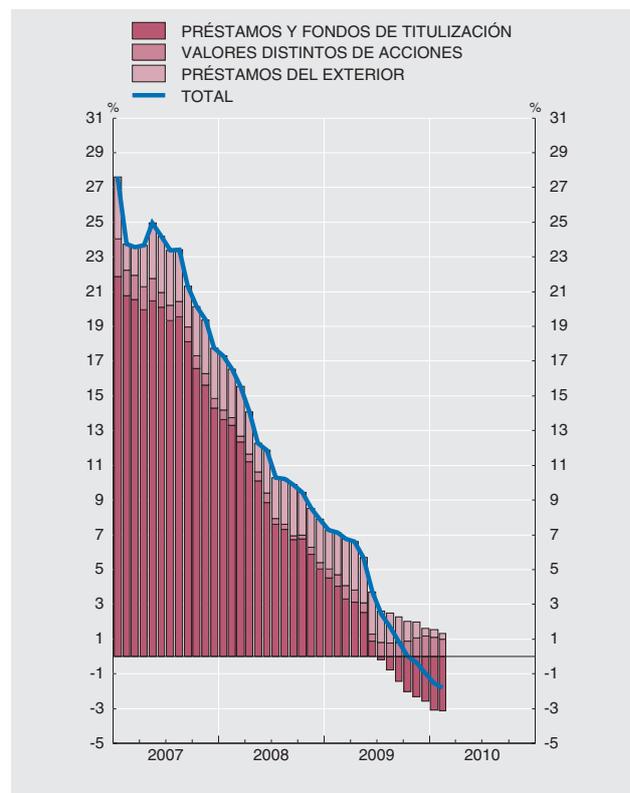
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>07</b>	1 215 441	181 829	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	283 137	12,2	2,9	2 678
<b>08</b>	1 306 151	95 981	7,9	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	310 954	10,8	2,5	2 060
<b>09</b>	P 1 311 954	-12 316	-0,9	916 381	-3,5	-2,6	56 254	40 095	37,0	1,2	339 319	1,9	0,5	1 253
<b>08 Nov</b>	1 303 529	2 962	8,5	952 583	8,0	5,9	41 185	26 580	12,4	0,4	309 761	9,8	2,3	2 075
<b>Dic</b>	1 306 151	7 326	7,9	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	310 954	10,8	2,5	2 060
<b>09 Ene</b>	1 310 846	1 929	7,3	954 548	6,1	4,5	43 252	27 882	17,8	0,5	313 046	9,7	2,2	1 944
<b>Feb</b>	1 312 757	2 611	7,1	953 408	5,5	4,0	44 680	30 002	22,0	0,7	314 668	10,5	2,4	1 900
<b>Mar</b>	1 315 261	3 554	6,8	952 533	4,4	3,3	45 424	30 788	26,5	0,8	317 303	11,7	2,7	1 788
<b>Abr</b>	1 323 231	7 751	6,6	955 121	4,2	3,1	45 774	31 893	24,4	0,7	322 335	12,0	2,8	2 787
<b>May</b>	1 319 923	-3 599	5,7	953 207	3,5	2,5	45 101	31 520	18,0	0,5	321 616	11,3	2,6	2 476
<b>Jun</b>	1 322 701	-9 111	3,7	940 241	1,2	0,9	44 475	31 731	12,9	0,4	337 985	10,5	2,5	1 560
<b>Jul</b>	1 323 438	-996	2,4	936 122	-0,2	-0,2	49 884	35 958	26,2	0,8	337 432	7,7	1,8	1 485
<b>Ago</b>	1 314 678	-9 535	1,7	926 637	-1,0	-0,8	49 505	35 444	25,4	0,8	338 536	7,3	1,7	1 461
<b>Sep</b>	1 312 497	-820	0,8	924 947	-2,0	-1,4	49 383	35 363	26,9	0,8	338 167	6,1	1,4	1 444
<b>Oct</b>	P 1 310 411	-2 059	0,0	922 853	-2,8	-2,0	50 844	35 330	29,5	0,9	336 715	4,7	1,1	1 402
<b>Nov</b>	P 1 308 940	-1 211	-0,3	918 855	-3,1	-2,3	55 168	39 262	34,0	1,1	334 916	3,8	0,9	1 414
<b>Dic</b>	P 1 311 954	-830	-0,9	916 381	-3,5	-2,6	56 254	40 095	37,0	1,2	339 319	1,9	0,5	1 253
<b>10 Ene</b>	P 1 305 733	-6 041	-1,5	909 619	-4,3	-3,1	57 596	41 388	33,2	1,1	338 519	1,9	0,5	1 226
<b>Feb</b>	P 1 304 853	-619	-1,8	908 043	-4,3	-3,1	57 815	41 445	29,4	1,0	338 995	1,3	0,3	1 196

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.

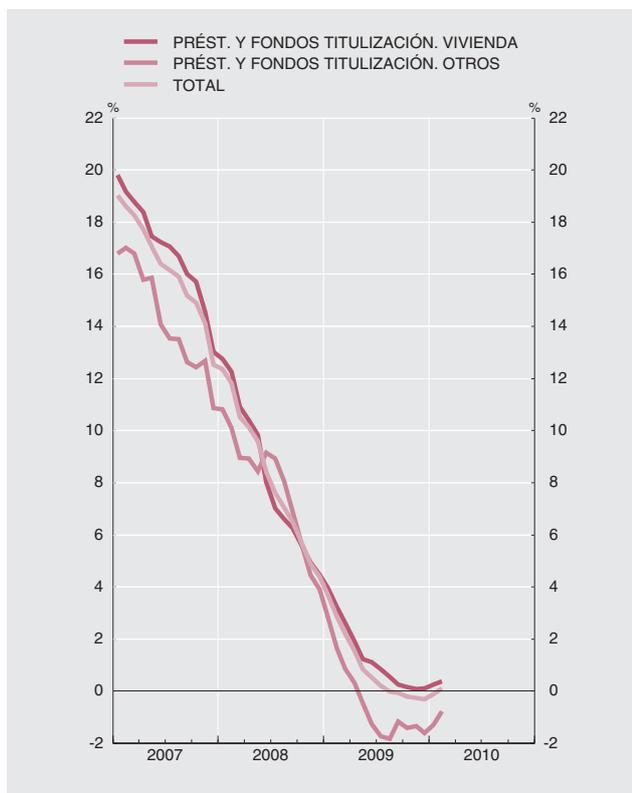
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

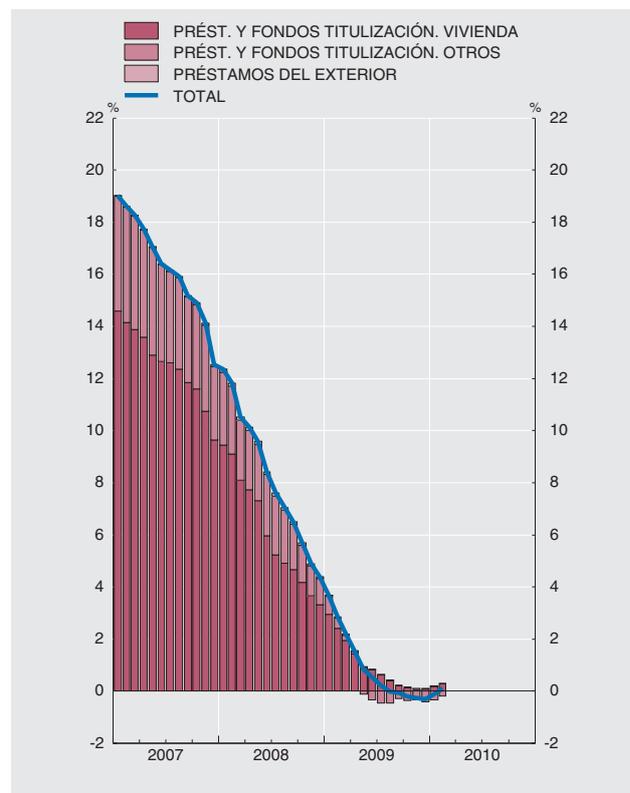
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>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>	910 537	38 386	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09</b>	P 903 023	-2 715	-0,3	677 907	0,1	0,1	222 480	-1,6	-0,4	2 636	11,0	0,0	24 005	2 988
<b>08 Nov</b>	915 350	6 065	4,9	678 952	4,9	3,7	234 039	4,4	1,1	2 359	41,7	0,1	23 515	4 540
<b>08 Dic</b>	910 537	-4 336	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	2 376	33,6	0,1	23 304	4 436
<b>09 Ene</b>	907 815	-2 584	3,7	678 335	4,0	2,9	226 980	2,8	0,7	2 500	14,5	0,0	23 179	4 319
<b>09 Feb</b>	904 846	-2 779	2,8	677 745	3,2	2,4	224 579	1,6	0,4	2 522	15,2	0,0	23 054	4 217
<b>09 Mar</b>	902 736	-1 404	2,2	677 119	2,6	1,9	223 059	0,8	0,2	2 558	14,6	0,0	25 624	4 229
<b>09 Abr</b>	903 683	973	1,5	677 211	1,9	1,4	223 902	0,3	0,1	2 570	14,3	0,0	25 261	4 436
<b>09 May</b>	902 440	-996	0,8	675 976	1,2	0,9	223 883	-0,5	-0,1	2 581	13,1	0,0	24 130	4 116
<b>09 Jun</b>	908 465	6 624	0,5	676 651	1,1	0,8	229 223	-1,3	-0,3	2 591	12,9	0,0	25 087	3 674
<b>09 Jul</b>	905 592	-2 505	0,2	677 543	0,8	0,6	225 447	-1,7	-0,4	2 602	12,7	0,0	24 756	3 537
<b>09 Ago</b>	903 011	-2 323	-0,0	676 883	0,5	0,4	223 520	-1,8	-0,5	2 609	13,0	0,0	24 599	3 424
<b>09 Sep</b>	902 897	543	-0,1	676 739	0,3	0,2	223 538	-1,2	-0,3	2 620	13,0	0,0	24 305	3 310
<b>09 Oct</b>	P 903 451	884	-0,2	677 498	0,2	0,1	223 319	-1,4	-0,4	2 633	12,2	0,0	24 155	3 210
<b>09 Nov</b>	P 908 760	5 631	-0,2	678 402	0,1	0,1	227 716	-1,3	-0,3	2 641	12,0	0,0	24 623	3 040
<b>09 Dic</b>	P 903 023	-4 779	-0,3	677 907	0,1	0,1	222 480	-1,6	-0,4	2 636	11,0	0,0	24 005	2 988
<b>10 Ene</b>	P 901 783	-966	-0,1	678 782	0,3	0,2	220 343	-1,3	-0,3	2 658	6,3	0,0	23 898	2 906
<b>10 Feb</b>	P 900 743	-803	0,1	678 997	0,4	0,3	219 067	-0,8	-0,2	2 680	6,2	0,0	23 658	2 796

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

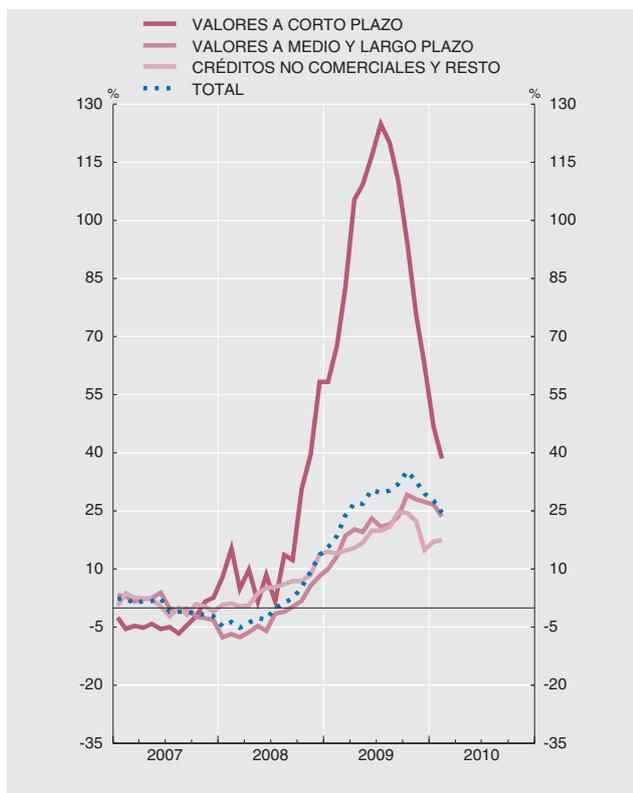
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

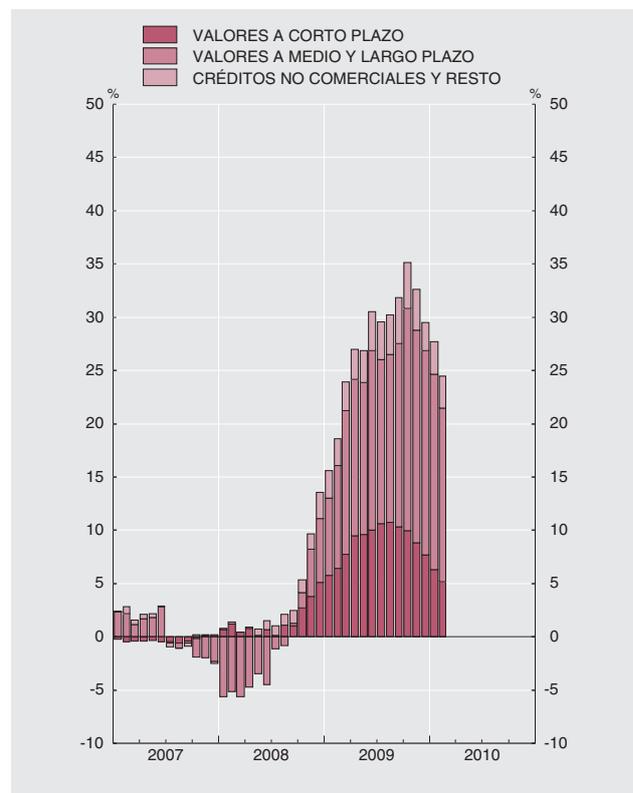
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=-5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>06</b>	389 507	-1 575	-0,4	32 574	-770	-2,3	-0,2	288 873	-1 217	-0,4	-0,3	68 061	412	0,6	0,1
<b>07</b>	380 660	-8 847	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	67 392	-669	-1,0	-0,2
<b>08</b>	P 432 233	51 573	13,5	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	76 701	9 310	13,8	2,4
<b>09</b>	A 559 650	127 417	29,5	86 001	33 125	62,6	7,7	385 528	82 872	27,4	19,2	88 121	11 419	14,9	2,6
<b>08 Sep</b>	P 398 142	10 353	2,5	37 316	2 530	12,4	1,1	290 815	6 843	0,3	0,2	70 010	980	6,9	1,2
<b>Oct</b>	P 397 413	-728	5,1	41 847	4 530	30,7	2,7	284 898	-5 917	1,8	1,4	70 668	659	6,8	1,2
<b>Nov</b>	P 416 952	19 539	9,3	48 698	6 851	39,6	3,8	296 719	11 820	5,7	4,4	71 536	868	8,5	1,5
<b>Dic</b>	P 432 233	15 280	13,5	52 876	4 178	58,3	5,1	302 656	5 937	8,1	6,0	76 701	5 165	13,8	2,4
<b>09 Ene</b>	P 433 264	1 031	15,6	58 415	5 540	58,3	5,7	297 997	-4 659	10,1	7,3	76 851	150	14,4	2,6
<b>Feb</b>	P 450 286	17 022	18,6	60 287	1 871	67,7	6,4	312 065	14 068	13,3	9,7	77 934	1 083	13,9	2,5
<b>Mar</b>	P 465 475	15 189	23,9	64 405	4 118	82,8	7,8	322 309	10 244	18,6	13,5	78 761	827	14,7	2,7
<b>Abr</b>	P 479 881	14 406	27,0	69 740	5 335	105,4	9,5	330 996	8 687	20,2	14,7	79 145	383	15,5	2,8
<b>May</b>	P 486 307	6 426	26,9	70 361	621	109,2	9,6	334 867	3 871	19,5	14,3	81 079	1 935	16,7	3,0
<b>Jun</b>	P 502 943	16 635	30,5	71 807	1 446	116,6	10,0	346 566	11 699	23,0	16,8	84 570	3 491	19,9	3,6
<b>Jul</b>	P 501 621	-1 322	29,6	74 012	2 206	124,9	10,6	344 464	-2 102	20,9	15,4	83 145	-1 425	19,9	3,6
<b>Ago</b>	P 505 076	3 455	30,2	76 512	2 499	119,9	10,8	345 105	641	21,5	15,8	83 460	315	20,9	3,7
<b>Sep</b>	P 524 933	19 857	31,8	78 475	1 963	110,3	10,3	359 130	14 025	23,5	17,2	87 329	3 869	24,7	4,3
<b>Oct</b>	A 537 124	12 190	35,2	81 327	2 852	94,3	9,9	367 858	8 729	29,1	20,9	87 939	610	24,4	4,3
<b>Nov</b>	A 552 971	15 847	32,6	85 522	4 195	75,6	8,8	379 901	12 043	28,0	20,0	87 548	-390	22,4	3,8
<b>Dic</b>	A 559 650	6 679	29,5	86 001	480	62,6	7,7	385 528	5 627	27,4	19,2	88 121	572	14,9	2,6
<b>10 Ene</b>	A 553 252	-6 397	27,7	85 756	-245	46,8	6,3	377 564	-7 964	26,7	18,4	89 933	1 812	17,0	3,0
<b>Feb</b>	A 560 519	5 845	24,5	83 550	-2 206	38,6	5,2	385 416	7 852	23,5	16,3	91 553	199	17,5	3,0

### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Tasas de variación interanual



### FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

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

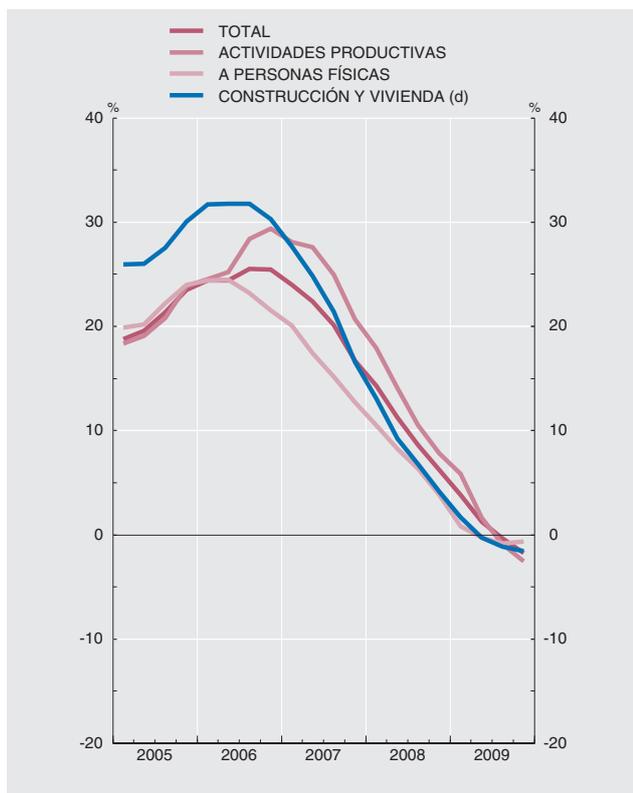
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

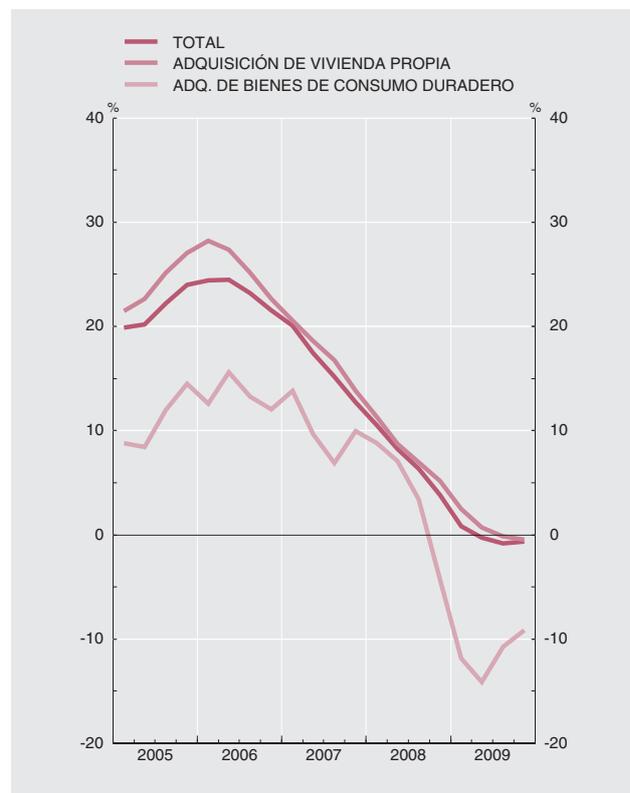
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)			
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
											Del cual				Servicios inmobiliarios	Del cual	Adquisición de vivienda
06	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107		
07	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507		
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 255 024		
05 III	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253		
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	448 688	426 954	45 928	81 638	4 666	17 648	711 535		
06 I	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	475 038	452 318	46 320	83 520	4 788	18 813	762 711		
II	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		
III	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	523 184	498 793	50 552	93 236	5 359	19 584	867 247		
IV	1 508 626	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	548 740	523 595	51 461	100 094	5 704	20 983	927 107		
07 I	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479		
II	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		
III	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731		
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507		
08 I	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519		
II	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		
III	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765		
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 255 024		
09 I	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231		
II	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		
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918		
IV	1 837 034	991 326	23 123	152 199	130 435	685 570	323 306	813 930	653 902	623 561	49 228	110 800	5 523	26 255	1 107 643		

### 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.

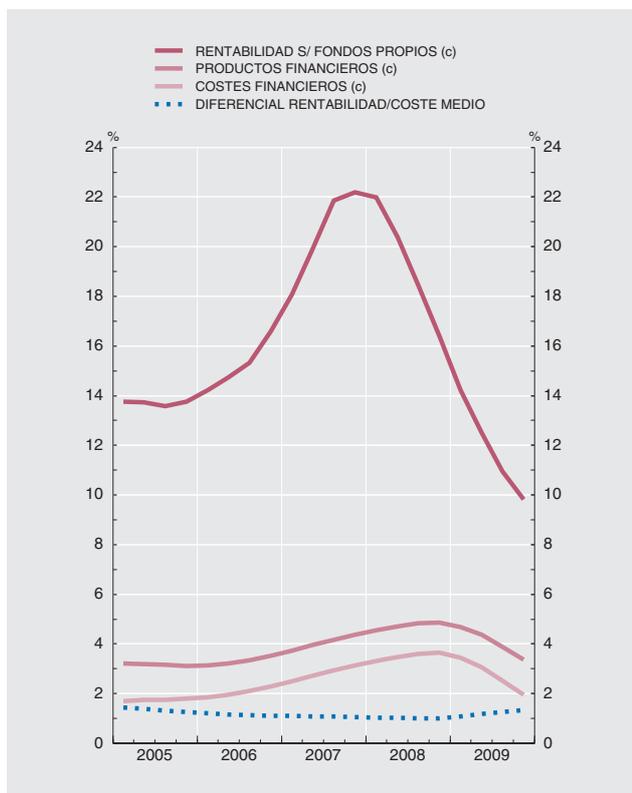
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

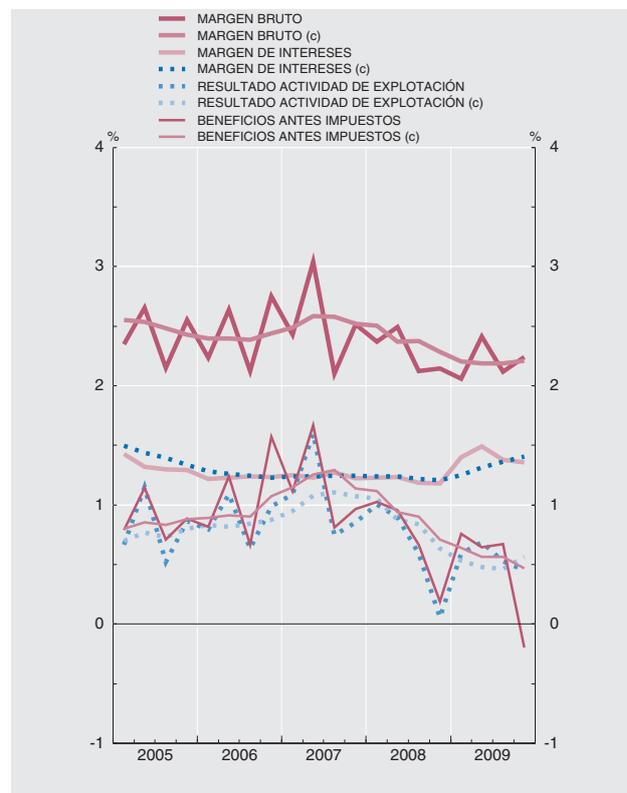
■ Serie representada gráficamente.

	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 De personal								
<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 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 I</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 II</b>	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1	
<b>07 III</b>	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1	
<b>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 I</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 II</b>	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0	
<b>08 III</b>	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0	
<b>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 I</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 II</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	
<b>09 III</b>	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3	
<b>09 IV</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	

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.

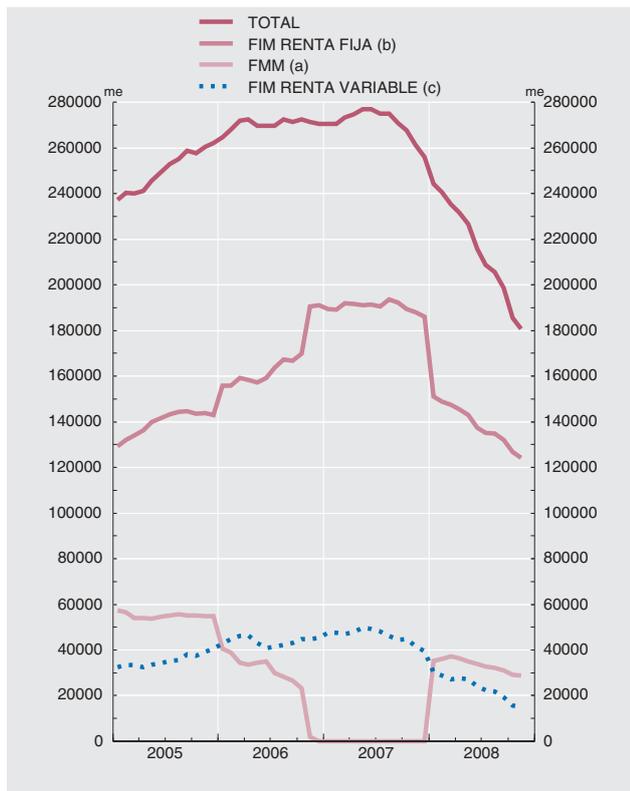
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

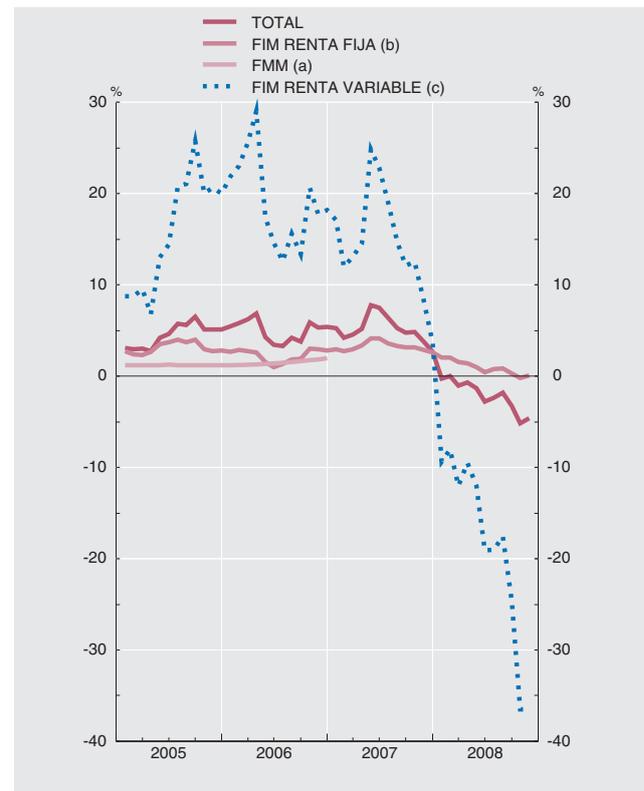
Millones de euros y porcentajes

	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.

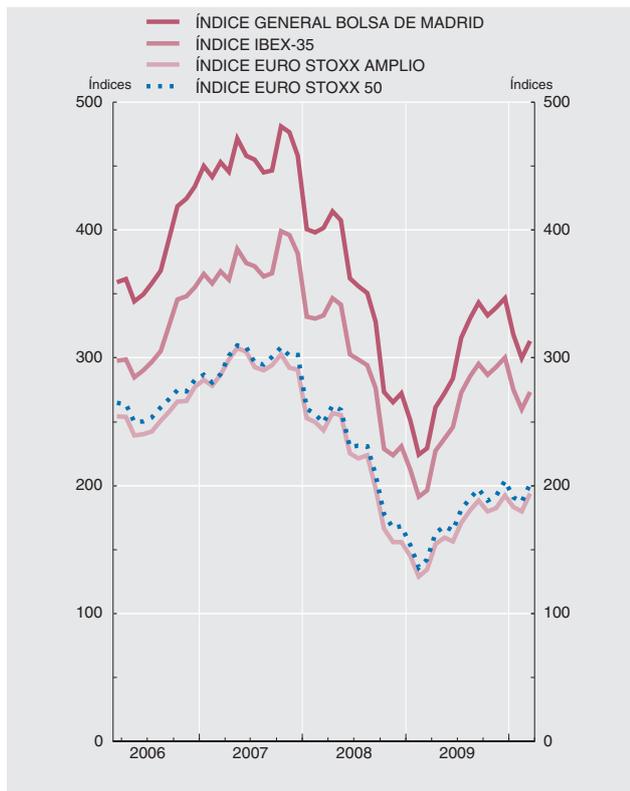
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

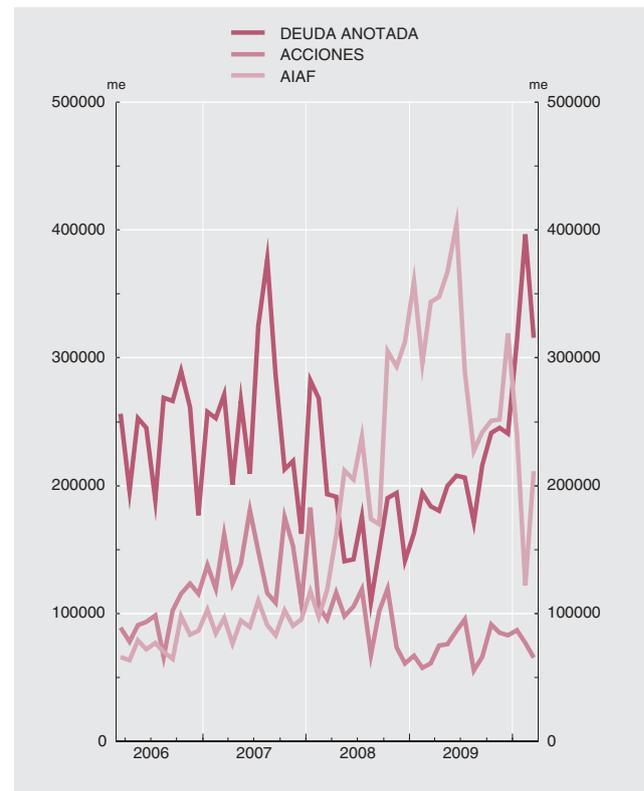
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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>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>	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
<b>10</b>	A 1 113,89	10 730,33	265,51	2 814,94	229 341	18 545	1 026 103	573 445	-	9 902	-	1 555
<b>08 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
<i>Feb</i>	803,92	7 620,90	184,27	1 976,23	57 487	7 863	194 144	295 515	...	1 817	...	443
<i>Mar</i>	820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 780	183 641	343 513	...	3 820	...	522
<i>Abr</i>	935,85	9 038,00	220,27	2 375,34	74 828	7 017	180 362	347 866	...	2 310	...	563
<i>May</i>	975,73	9 424,30	227,48	2 451,24	75 889	7 271	199 822	367 038	...	1 754	...	457
<i>Jun</i>	1 016,66	9 787,80	223,02	2 401,69	86 272	5 753	207 861	404 790	...	3 984	...	531
<i>Jul</i>	1 131,04	10 855,10	243,92	2 638,13	95 572	5 654	206 118	289 376	...	2 363	...	516
<i>Ago</i>	1 187,30	11 365,10	257,84	2 775,17	55 638	4 336	171 127	227 500	...	2 090	...	423
<i>Sep</i>	1 229,35	11 756,10	269,14	2 872,63	65 772	7 226	215 553	241 874	...	4 438	...	469
<i>Oct</i>	1 194,17	11 414,80	256,63	2 743,50	91 389	6 713	241 093	250 942	...	3 648	...	495
<i>Nov</i>	1 215,11	11 644,70	260,35	2 797,25	84 933	5 151	245 545	251 937	...	1 455	...	475
<i>Dic</i>	1 241,72	11 940,00	274,78	2 966,24	82 938	6 319	240 634	319 010	...	3 727	...	423
<b>10 Ene</b>	1 140,57	10 947,70	261,87	2 776,83	86 985	5 193	313 732	240 235	...	3 461	...	482
<i>Feb</i>	1 074,18	10 333,60	256,81	2 728,47	76 836	9 121	396 603	121 869	...	3 158	...	545
<i>Mar</i>	P 1 123,08	10 871,30	277,00	2 931,16	65 520	4 231	315 768	211 340	...	3 283	...	528

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)

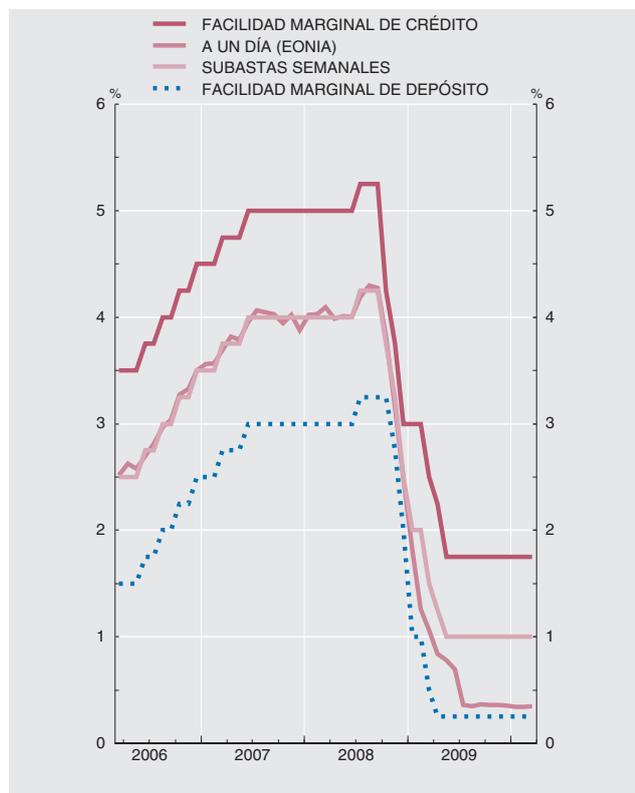
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

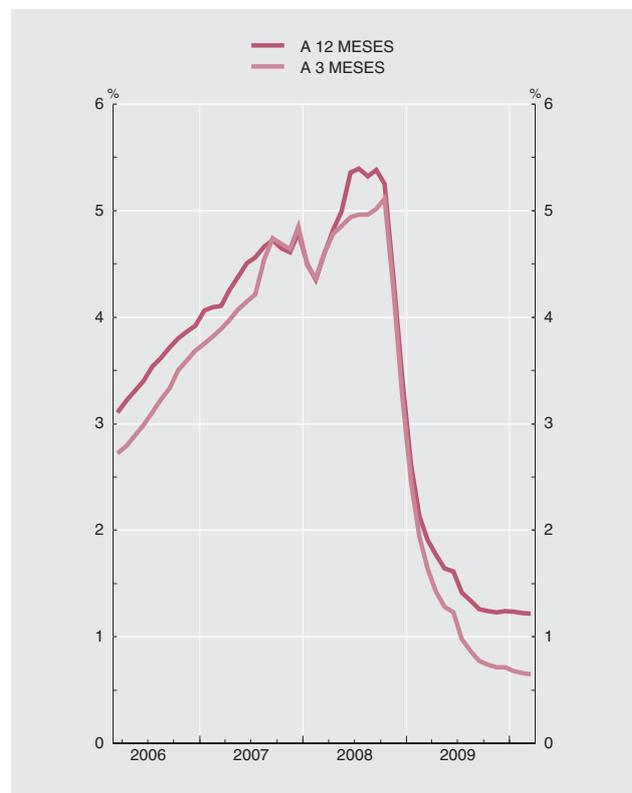
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	
08	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,66	0,96	1,22	0,31	0,41	0,65	0,93	1,24	0,26	0,30	0,34	0,80
08 Dic	2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-
09 Ene	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,75	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	-
Feb	2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,27	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18
Mar	1,50	1,50	2,50	0,50	1,062	1,27	1,64	1,78	1,91	1,03	1,33	1,62	1,77	1,89	0,93	0,86	0,91	1,13
Abr	1,25	1,25	2,25	0,25	0,842	1,01	1,42	1,61	1,77	0,82	1,12	1,47	1,61	1,76	0,73	0,79	0,81	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,782	0,88	1,28	1,48	1,64	0,71	0,96	1,30	1,49	-	0,67	0,70	0,73	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,698	0,91	1,23	1,44	1,61	0,66	0,91	1,26	1,45	1,51	0,66	0,70	0,72	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,358	0,61	0,97	1,21	1,41	0,30	0,59	0,95	1,18	1,41	0,26	0,36	0,45	0,55
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,347	0,51	0,86	1,12	1,33	0,30	0,52	0,86	1,10	1,34	0,26	0,29	0,41	-
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,363	0,46	0,77	1,04	1,26	0,32	0,51	0,80	1,08	1,26	0,29	0,30	0,38	0,74
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,359	0,43	0,74	1,02	1,24	0,30	0,43	0,75	1,00	-	0,27	0,29	0,42	0,81
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,362	0,44	0,72	0,99	1,23	0,33	0,44	0,72	0,97	1,23	0,31	0,34	0,41	0,82
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,355	0,48	0,71	1,00	1,24	0,32	0,50	0,70	0,96	1,24	0,27	0,32	0,40	0,70
10 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,44	0,68	0,98	1,23	0,30	0,42	0,67	0,98	1,23	0,26	0,29	0,31	0,81
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,341	0,42	0,66	0,97	1,23	0,31	0,42	0,65	0,94	1,33	0,27	0,31	0,36	0,80
Mar	1,00	-	1,75	0,25	0,348	0,41	0,64	0,95	1,22	0,32	0,40	0,61	0,87	1,17	0,26	0,29	0,36	-

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.

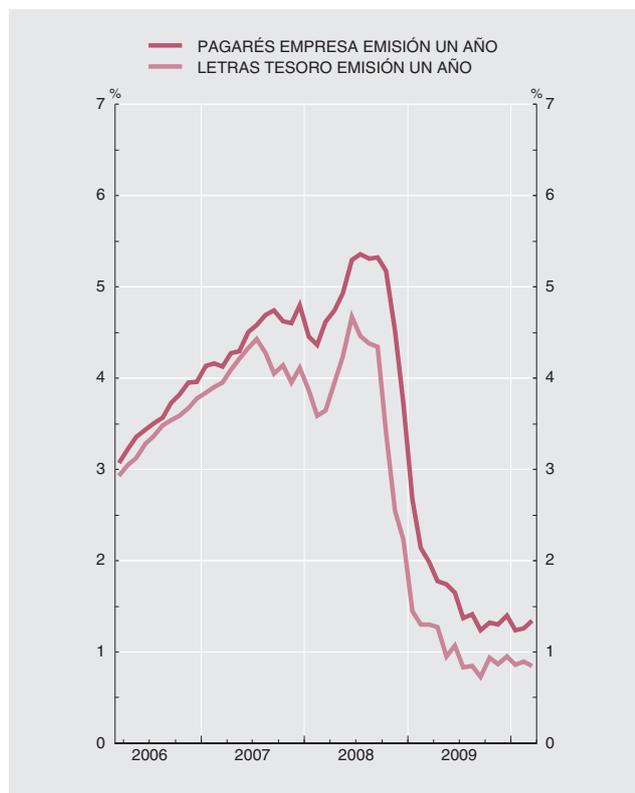
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

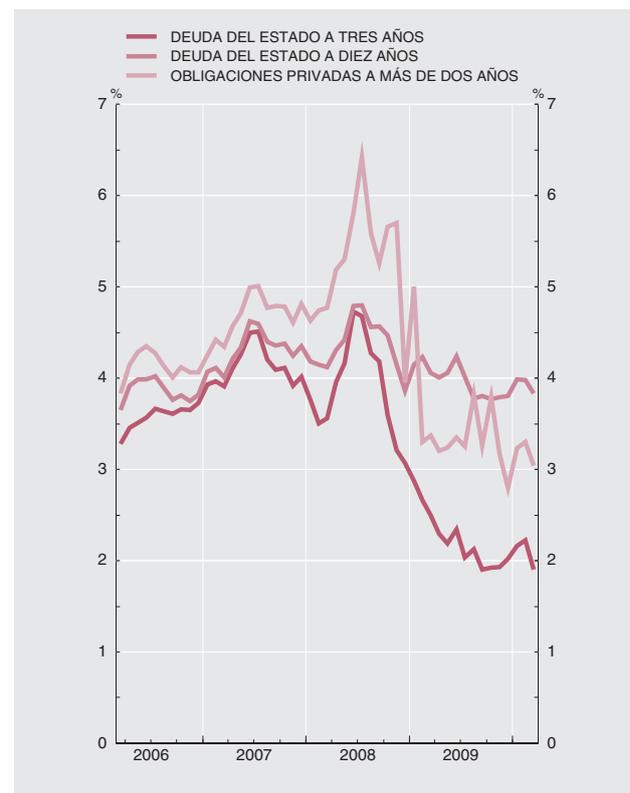
Porcentajes

	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	
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25
09	1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46
10	0,87	0,79	1,28	1,16	2,34	2,85	3,98	-	4,81	2,09	3,93	3,18
08 Dic	2,23	2,09	3,72	3,73	2,96	3,35	-	-	4,20	3,07	3,86	3,96
09 Ene	1,45	1,46	2,67	2,78	3,10	3,44	-	4,50	4,85	2,87	4,15	5,00
Feb	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30
Mar	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37
Abr	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20
May	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24
Jun	1,07	0,96	1,65	1,65	-	3,06	4,42	-	4,92	2,34	4,24	3,35
Jul	0,84	0,83	1,37	1,48	-	3,11	-	4,51	-	2,04	4,01	3,25
Ago	0,85	0,79	1,42	1,38	2,06	2,39	-	-	-	2,12	3,78	3,82
Sep	0,73	0,78	1,24	1,32	1,53	2,80	3,88	-	4,70	1,90	3,80	3,26
Oct	0,94	0,86	1,32	1,25	2,28	2,87	3,88	-	-	1,92	3,77	3,79
Nov	0,87	0,85	1,30	1,24	-	2,76	-	4,26	-	1,93	3,79	3,17
Dic	0,95	0,88	1,40	1,19	2,15	-	3,90	-	-	2,02	3,80	2,80
10 Ene	0,86	0,81	1,24	1,15	-	2,86	4,10	-	4,86	2,16	3,99	3,23
Feb	0,90	0,83	1,26	1,17	2,66	-	-	-	4,81	2,23	3,98	3,30
Mar	0,85	0,74	1,34	1,17	-	2,84	3,86	-	4,77	1,90	3,83	3,04

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

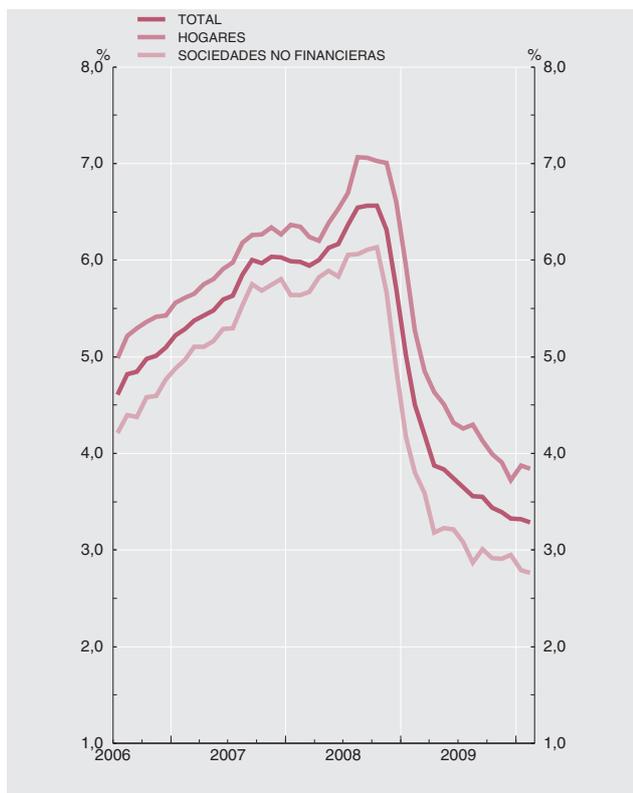
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

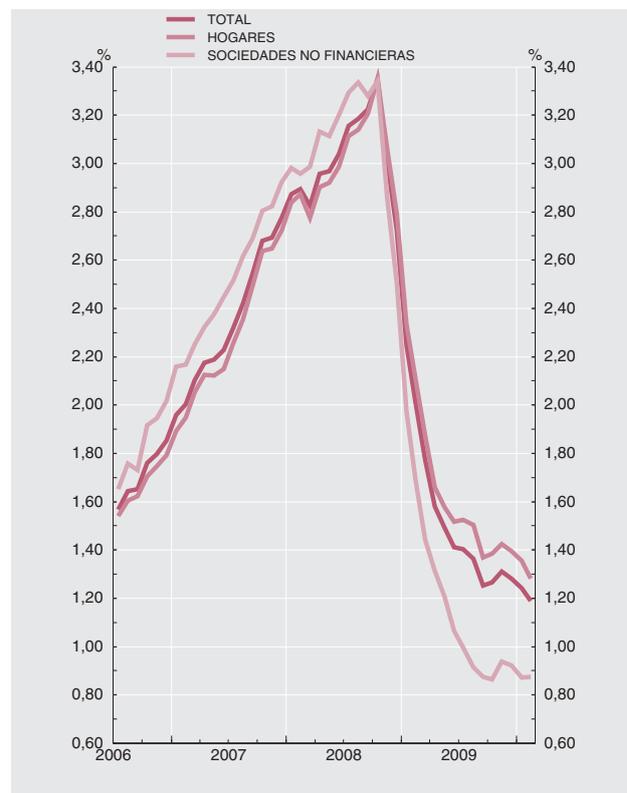
Porcentajes

	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	16
<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>	3,32	3,72	2,62	6,98	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10</b>	A	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,19	1,28	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31
<b>08 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	
<b>Oct</b>	3,44	3,99	2,78	7,59	2,91	4,50	2,21	1,26	1,39	0,35	2,19	0,34	0,86	0,54	1,30	0,28	
<b>Nov</b>	3,39	3,91	2,70	7,40	2,91	4,39	2,26	1,31	1,42	0,40	2,22	0,33	0,94	0,58	1,42	0,35	
<b>Dic</b>	3,32	3,72	2,62	6,98	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10 Ene</b>	P	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	1,34	0,27	
<b>Feb</b>	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,19	1,28	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31	

**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.

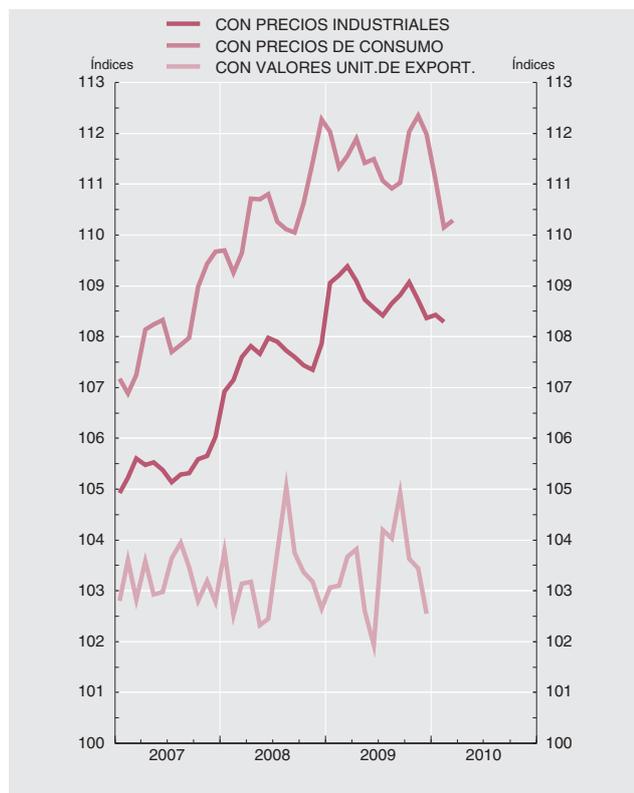
## 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

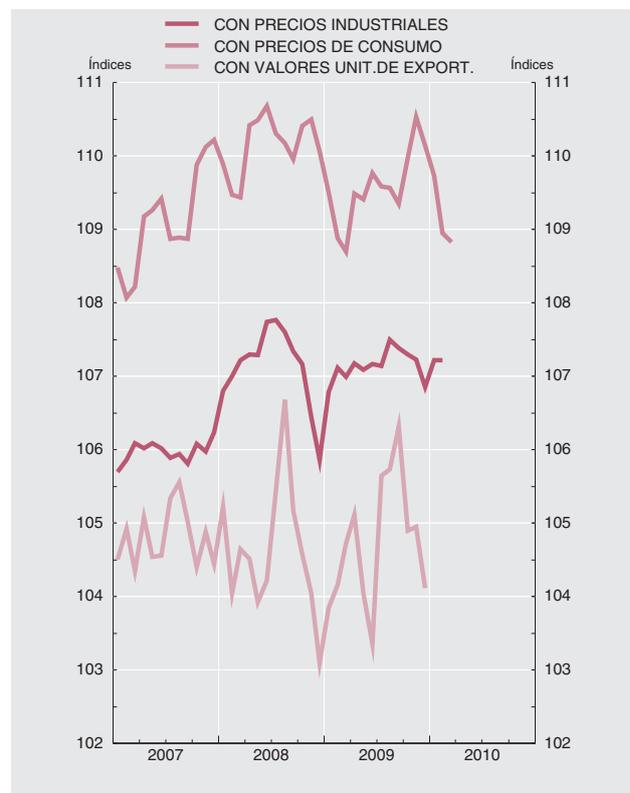
Base 1999 I = 100

	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>07</b>	105,4	108,1	110,3	103,2	100,0	105,5	108,2	110,3	103,3	106,0	109,1	112,5	121,3	104,8
<b>08</b>	107,6	110,5	113,0	103,3	101,3	106,2	109,0	111,5	102,0	107,1	110,2	113,8	123,2	104,6
<b>09</b>	108,8	111,6	110,6	103,4	103,2	105,4	108,1	107,2	100,3	107,1	109,6	109,3	117,9	104,7
<b>08 I</b>	107,2	109,5	113,4	103,2	100,9	106,3	108,6	112,4	102,3	107,0	109,6	114,8	122,1	104,6
<b>08 II</b>	107,8	110,7	113,6	102,6	101,1	106,6	109,5	112,3	101,6	107,4	110,5	114,7	125,2	104,2
<b>08 III</b>	107,7	110,1	112,7	104,2	101,0	106,6	109,0	111,5	103,2	107,6	110,1	113,9	125,0	105,8
<b>08 IV</b>	107,6	111,4	112,2	103,1	102,2	105,3	109,1	109,8	101,0	106,5	110,3	112,0	120,5	103,9
<b>09 I</b>	109,2	111,7	110,7	103,3	103,7	105,3	107,7	106,8	99,7	107,0	109,0	108,7	114,6	104,2
<b>09 II</b>	108,8	111,6	110,7	102,8	103,2	105,4	108,1	107,3	99,7	107,1	109,6	109,4	117,7	104,2
<b>09 III</b>	108,6	111,0	110,0	104,4	102,8	105,6	107,9	107,0	101,6	107,3	109,5	109,2	120,7	105,9
<b>09 IV</b>	108,7	112,1	111,1	103,2	103,2	105,3	108,6	107,6	100,1	107,1	110,2	109,9	118,5	104,6
<b>09 Jun</b>	108,6	111,5	...	101,9	103,0	105,5	108,3	...	99,1	107,2	109,8	...	...	103,4
<b>09 Jul</b>	108,4	111,1	...	104,2	102,8	105,4	108,0	...	101,4	107,1	109,6	...	...	105,6
<b>09 Ago</b>	108,7	110,9	...	104,0	102,7	105,8	108,0	...	101,4	107,5	109,6	...	...	105,7
<b>09 Sep</b>	108,8	111,0	...	104,9	103,0	105,6	107,8	...	101,9	107,4	109,4	...	...	106,3
<b>09 Oct</b>	109,1	112,0	...	103,6	103,3	105,5	108,4	...	100,4	107,3	110,0	...	...	104,9
<b>09 Nov</b>	108,7	112,3	...	103,4	103,1	105,4	108,9	...	100,4	107,2	110,5	...	...	104,9
<b>09 Dic</b>	108,4	112,0	...	102,5	103,2	105,0	108,5	...	99,5	106,9	110,1	...	...	104,1
<b>10 Ene</b>	108,4	111,1	...	...	102,9	105,4	108,0	...	...	107,2	109,7	...	...	...
<b>10 Feb</b>	108,3	110,1	...	...	102,7	105,4	107,2	...	...	107,2	109,0	...	...	...
<b>10 Mar</b>	...	110,3	...	...	102,9	...	107,2	...	...	...	108,8	...	...	...

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

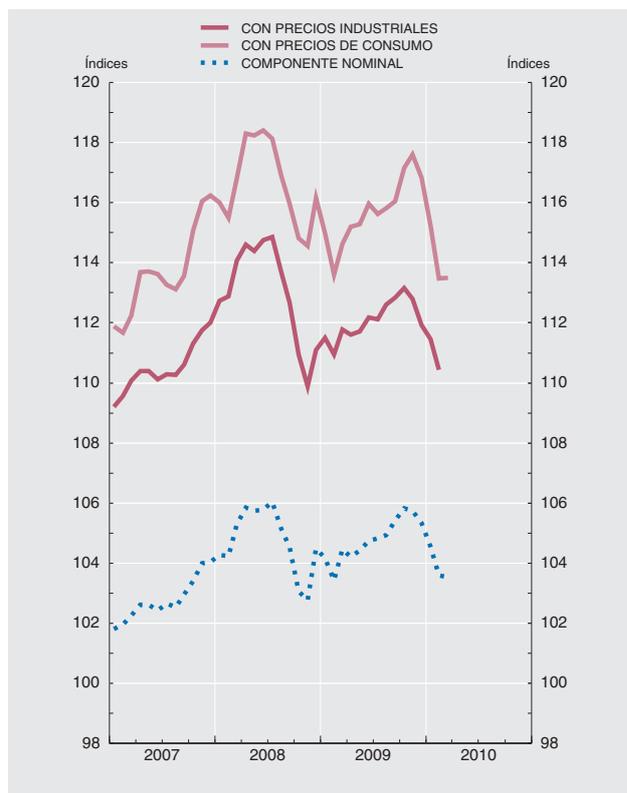
■ Serie representada gráficamente.

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>07</b>	109,7	112,4	124,9	105,7	101,8	107,8	110,4	122,7	103,9	110,5	113,7	102,8	107,5	110,6	
<b>08</b>	112,2	115,3	129,3	105,9	103,4	108,5	111,5	125,0	102,4	113,0	116,7	104,8	107,9	111,3	
<b>09</b>	111,7	114,9	125,3	105,2	103,7	107,7	110,8	120,9	101,5	112,1	115,7	104,8	107,0	110,4	
<b>08 I</b>	112,2	114,6	127,4	106,1	103,2	108,7	111,0	123,5	102,9	113,2	116,1	104,6	108,2	111,0	
<b>08 II</b>	113,3	116,4	131,6	105,8	104,0	109,0	111,9	126,6	101,8	114,6	118,3	105,8	108,3	111,8	
<b>08 III</b>	113,0	115,6	131,7	107,0	103,8	108,8	111,4	127,0	103,2	113,7	117,0	105,2	108,1	111,2	
<b>08 IV</b>	110,5	114,7	126,4	104,6	102,7	107,6	111,7	123,1	101,9	110,6	115,2	103,4	107,0	111,4	
<b>09 I</b>	111,3	114,0	121,2	104,4	103,3	107,8	110,4	117,4	101,1	111,4	114,4	104,0	107,1	110,0	
<b>09 II</b>	111,6	114,8	125,3	104,4	103,5	107,8	110,9	121,1	100,9	111,8	115,5	104,5	107,1	110,6	
<b>09 III</b>	111,9	114,7	128,0	106,4	103,7	107,9	110,7	123,5	102,7	112,5	115,8	105,1	107,1	110,2	
<b>09 IV</b>	112,0	116,0	126,5	105,4	104,1	107,6	111,4	121,4	101,2	112,6	117,2	105,6	106,6	110,9	
<b>09 Jun</b>	111,6	115,0	...	103,9	103,6	107,8	111,0	...	100,4	112,2	116,0	104,7	107,1	110,7	
<b>09 Jul</b>	111,6	114,7	...	106,2	103,6	107,7	110,7	...	102,6	112,1	115,6	104,8	107,0	110,3	
<b>09 Ago</b>	112,0	114,7	...	106,1	103,6	108,1	110,7	...	102,5	112,6	115,8	104,9	107,3	110,4	
<b>09 Sep</b>	112,2	114,8	...	107,1	103,9	107,9	110,5	...	103,1	112,8	116,1	105,4	107,0	110,1	
<b>09 Oct</b>	112,5	115,9	...	105,9	104,3	107,8	111,1	...	101,6	113,2	117,1	105,8	106,9	110,7	
<b>09 Nov</b>	112,1	116,3	...	105,6	104,2	107,6	111,7	...	101,5	112,8	117,6	105,7	106,7	111,2	
<b>09 Dic</b>	111,5	115,8	...	104,6	104,0	107,3	111,3	...	100,7	111,9	116,8	105,3	106,3	110,9	
<b>10 Ene</b>	111,4	114,6	...	...	103,5	107,6	110,7	...	...	111,5	115,2	104,6	106,6	110,2	
<b>10 Feb</b>	110,8	113,2	...	...	102,9	107,7	110,0	...	...	110,4	113,5	103,6	106,6	109,5	
<b>10 Mar</b>	...	113,3	...	...	103,0	...	110,0	...	...	...	113,5	103,5	...	109,6	

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

MAR 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio 47</p> <p>La encuesta sobre formación de salarios de las empresas españolas: nueva evidencia sobre la relación entre precios y salarios, y la respuesta de las empresas a perturbaciones económicas 63</p> <p>Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro 73</p> <p>Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro 83</p> <p>Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este 91</p> <p>Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina 105</p>
ABR 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La creación de empleo de las empresas pequeñas en España 81</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009 91</p> <p>Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM 103</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009 117</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2009 145</p>
MAY 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas 41</p> <p>Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito 57</p> <p>La financiación de las sociedades no financieras en la UEM 71</p> <p>Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global 85</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2008 107</p>
JUN 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2009 41</p> <p>La asimilación salarial de los inmigrantes en España 59</p> <p>Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008 71</p> <p>La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera 81</p> <p>Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo 95</p>
JUL-AGO 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2009 81</p> <p>El funcionamiento del mercado de trabajo y el aumento del paro en España 95</p> <p>Mediciones alternativas de las rentas del autoempleo: implicaciones sobre la renta laboral 117</p> <p>Los efectos macroeconómicos de las diferencias en las condiciones de acceso al crédito entre sectores productivos: un análisis teórico 129</p> <p>El G 20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional 139</p> <p>Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2008 153</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2008 171</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2009 183</p>
SEP 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2009 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 47</p> <p>Algunas consideraciones sobre los efectos macroeconómicos de los salarios y del empleo de las Administraciones Públicas 57</p> <p>¿Afectan los cambios institucionales a los ciclos económicos? 75</p> <p>La Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: contenido informativo sobre la evolución de los componentes del PIB 85</p> <p>La financiación del déficit exterior de Estados Unidos 95</p> <p>La economía de género: un campo de investigación en expansión 109</p>
OCT 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p>

	Informe trimestral de la economía española	21
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2009	91
	Determinantes y características de las empresas de alto crecimiento en España	105
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2009	113
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2009	143
NOV 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2008 y hasta el tercer trimestre de 2009	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa	51
	Las implicaciones macroeconómicas de la heterogeneidad en los procesos de determinación de precios	63
	La extracción de las expectativas del mercado sobre inflación y tipos de interés a partir de las rentabilidades de la deuda pública en la UEM y en Estados Unidos	73
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2009	83
	Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera	95
DIC 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas	29
	Análisis del impacto del gasto en I+D sobre la actividad: un enfoque agregado	43
	Las finanzas de los hogares y la macroeconomía	55
	China en la economía internacional. Impacto e implicaciones de la crisis	65
ENE 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010	81
	Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional	95
	Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido	107
	Un análisis de la cuota de mercado de la UEM en el período 1994-2007	121
	Un modelo de equilibrio general (BEMOD) para el análisis de la economía española en la zona del euro	137
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2009	147
FEB 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en 2009, según la Encuesta de Población Activa	31
	Evolución reciente de la población en España y proyecciones a corto y largo plazo	45
	Evolución reciente de las comisiones por servicios bancarios	55
	Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo	65
MAR 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	29
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2009 y avance de cierre del ejercicio	45
	Fluctuaciones del empleo en un mercado de trabajo con contratación dual	61
	Los instrumentos de ahorro-previsión en España: desarrollos recientes	71
	La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis	83
ABR 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2010	73
	Las reformas microeconómicas en el área del euro	85
	El comercio exterior de servicios no turísticos en España	103
	Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2010	115
	Regulación financiera: primer trimestre de 2010	145

## 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

- 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.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTON NAKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: *Oi/gopoly*: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICHTS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÈS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.

## 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