

BOLETÍN ECONÓMICO

03/2009

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



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

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

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

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	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	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
Informe de proyecciones de la economía española	31
Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio	47
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
Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro	73
Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro	83
Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este	91
Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina	105
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Evolución reciente de la economía española

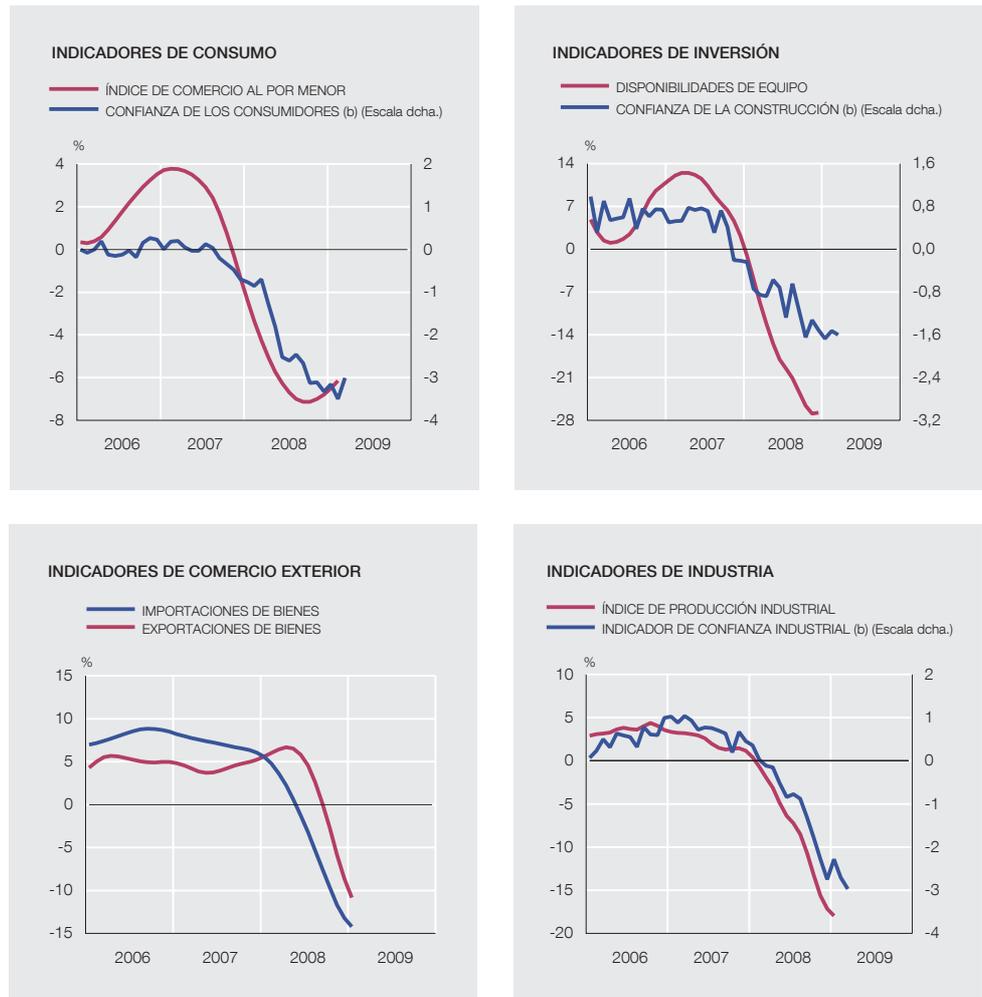
Evolución del sector real de la economía española

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2008, que ya fueron objeto de comentario más detallado en el Boletín Económico de febrero, confirmaron el deterioro de la actividad de la economía española en los meses finales del pasado ejercicio. En concreto, el PIB disminuyó un 0,7% en términos interanuales, tasa inferior en 1,6 puntos porcentuales (pp) al ritmo de avance observado en el tercer trimestre. En tasa intertrimestral se registró un descenso del 1%, lo que constituye la segunda caída consecutiva. Por componentes, el retroceso interanual fue imputable a la contracción de las distintas rúbricas de la demanda nacional privada, mientras que, por el contrario, la demanda exterior neta incrementó su contribución positiva, pues la reducción de las exportaciones fue superada por una disminución aún más pronunciada de las importaciones. Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto se debilitó en todas las ramas de mercado, especialmente en la construcción y la industria, aunque también fue significativa la pérdida de vigor de los servicios. El descenso del empleo revistió mayor intensidad que el de la actividad, por lo que se aceleró el ritmo de avance de la productividad.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses de 2009 apuntan al mantenimiento de las tendencias contractivas observadas a finales de 2008. Entre los indicadores cuantitativos referidos al consumo correspondientes a febrero, el índice de comercio al por menor descendió a una tasa interanual del 10,8%, en tanto que las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 48,8% en tasa interanual, de forma que la caída en el promedio de los dos primeros meses del año resultó ligeramente menos intensa que la del trimestre final de 2008. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea, tras mejorar en marzo, se situó en la media del primer trimestre en un valor similar al registrado en los tres meses finales del pasado año. El avance de marzo se debió, sobre todo, a las expectativas de las familias acerca de su situación financiera en el futuro, aunque también mostraron avances los restantes componentes, lo que puede estar ligado a la percepción de una cierta mejora en el poder adquisitivo provocada por el descenso de la inflación y a la disminución de los costes de los préstamos hipotecarios debido al sustancial recorte de los tipos EURIBOR (véase gráfico 1). Asimismo, la confianza de los comerciantes minoristas mejoró ligeramente en marzo. Por su parte, el índice de clima de los productores de bienes de consumo experimentó un retroceso en febrero, que se debió al empeoramiento de la percepción de estos agentes sobre la evolución de sus carteras de pedidos procedentes del exterior.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles señalan una continuación de la evolución desfavorable de este componente, en consonancia con la debilidad de la demanda y con la persistencia de condiciones de financiación que no contribuyen a estimular el gasto de las empresas. Así, la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros arrojó en marzo un empeoramiento de su valoración de la cartera de pedidos. También el indicador del clima industrial en el sector productor de bienes de equipo registró un nuevo descenso en el mes de febrero.

Los indicadores referidos a la inversión en construcción apuntan, asimismo, a una prolongación de la debilidad de este componente de la demanda. Entre los indicadores contemporáneos, los relativos al mercado de trabajo mostraron un nuevo deterioro en febrero, con una intensificación de 1,4 pp del descenso interanual en el número de afiliados a la Seguridad Social, hasta el -25,5%, en tanto que el crecimiento del número de parados permaneció, por



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

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

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

cuarto mes consecutivo, en torno al 107%. Dentro de los indicadores contemporáneos que miden la evolución de los consumos intermedios, el índice de producción industrial de minerales no metálicos agudizó su perfil de caída en enero hasta registrar una contracción del 46,1%, mientras que, por el contrario, el consumo aparente de cemento aminoró en febrero su ritmo de descenso en 6 pp, hasta el -46%. Por otro lado, el indicador de confianza de los empresarios del sector volvió a empeorar en marzo. Por su parte, el número de visados de viviendas nuevas, que constituye un indicador de carácter adelantado de la inversión en construcción residencial, retrocedió sustancialmente en enero (un 63,7% interanual). En lo que se refiere a las otras construcciones, tanto la superficie visada de edificación no residencial como la licitación de obra civil mostraron tasas negativas elevadas en enero.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron fuertemente en enero la tónica de intensos retrocesos que las caracterizó durante el último trimestre del año, hasta caer un 23,6% en tasa interanual. Este comportamiento desfavorable fue generalizado por grupos de productos, destacando la caída de las ventas al exterior de bienes de equipo, de consumo no alimenticio e intermedios no energéticos. Por áreas geográficas,

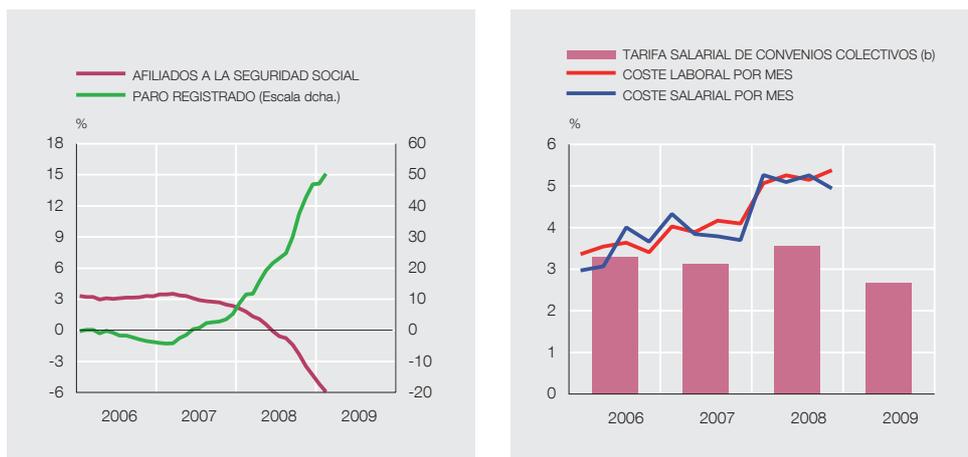
los descensos de las dirigidas a la UE y de las extracomunitarias tuvieron magnitudes similares (-23,1% y -24,8%, respectivamente). También las importaciones reales prolongaron en enero la senda de fuerte desaceleración de los últimos meses, registrando una disminución interanual del 30,1%, descenso que es 14 pp mayor que el observado en el cuarto trimestre de 2008. Por grupos de productos, el empeoramiento fue especialmente acusado en el caso de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, mientras que los bienes de equipo y de consumo siguieron registrando retrocesos muy elevados, aunque no superiores a los del trimestre final de 2008. La sensible mejora de la relación real de intercambio contribuyó a explicar la elevada intensidad de la disminución del déficit comercial en términos nominales, que ascendió al 50,8% en tasa interanual. Esta corrección fue más pronunciada en el caso del déficit energético (-56,2%) que en el del no energético (-46%), como consecuencia del descenso del precio del petróleo frente a enero de 2008.

Respecto al turismo receptor, los principales indicadores reales referidos a febrero apuntan a una pérdida de vigor adicional. En particular, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, la disminución del número de pernoctaciones hoteleras se acrecentó en tasa interanual en 1,5 pp, hasta el -18,1%, destacando, por nacionalidades, el retroceso de las realizadas por los turistas alemanes y británicos, que constituyen nuestros dos principales mercados emisores. Asimismo, las llegadas de turistas extranjeros acentuaron su caída en febrero, hasta alcanzar una tasa del -15,9%, inferior en 6 pp a la observada en el mes anterior. Por último, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), el gasto nominal de los visitantes foráneos aceleró su ritmo de descenso interanual en el segundo mes del año hasta el 10%, como consecuencia de la fuerte caída de las entradas de turistas, ya que el gasto medio por persona repuntó.

Los datos de balanza de pagos correspondientes a enero arrojan una notable corrección de la necesidad de financiación de la economía española, del 39,5% en tasa interanual, descenso que supera en más de 20 pp al observado en diciembre de 2008. Esta evolución fue el resultado, sobre todo, de la disminución del déficit comercial, y, en menor medida, de la reducción de los saldos negativos de rentas y de transferencias. Por el contrario, los superávits de servicios y de la cuenta de capital descendieron levemente.

En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial mantuvo en enero su acusada debilidad, al registrar una disminución, en términos de la serie corregida de efectos de calendario, del 20,2%, idéntica a la del mes previo. Ello fue el resultado del agravamiento de la caída de la producción de las industrias de bienes de consumo y de equipo, mientras que los bienes energéticos y los intermedios no energéticos aminoraron su ritmo de descenso. Otros indicadores de la actividad industrial referidos a enero continuaron mostrando asimismo un comportamiento muy negativo. Así, los indicadores de entradas de pedidos y de cifras de negocios mantuvieron tasas de variación en torno al -25%, una vez expresados en términos reales y corregidos de efectos de calendario, si bien el segundo de estos indicadores, a diferencia del primero, suavizó su ritmo de descenso. También los indicadores del mercado laboral referidos a febrero siguieron recogiendo deterioros adicionales. Los afiliados a la Seguridad Social intensificaron su tasa de caída en ocho décimas, hasta el -9,3%, y el paro registrado incrementó su ritmo de avance en 7 pp, hasta el 55,8%. Finalmente, entre los indicadores de opinión, la confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió en marzo, mientras que el índice PMI mejoró en febrero por segundo mes consecutivo, si bien continúa próximo a sus niveles mínimos históricos.

Por lo que respecta a los servicios, la información coyuntural reciente apunta asimismo a una prolongación de la pérdida de dinamismo. El indicador de confianza procedente de las en-



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

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

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

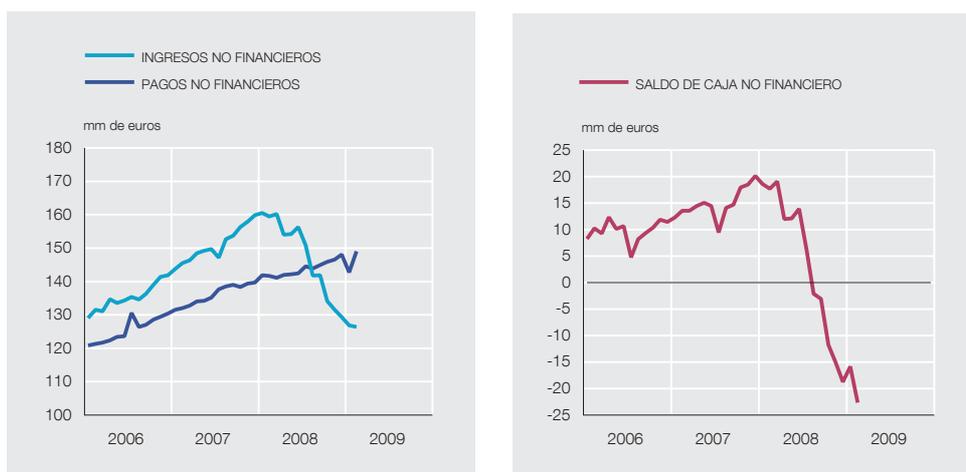
cuestas de la Comisión Europea mejoró en marzo por segundo mes consecutivo, aunque la media del primer trimestre es inferior a la de los últimos tres meses de 2008. Por su parte, el índice PMI descendió ligeramente en febrero, aunque se mantiene levemente por encima del nivel medio del cuarto trimestre del año pasado. Finalmente, la evolución de los indicadores del mercado de trabajo del sector fue desfavorable en febrero. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social descendieron un 2,1%, frente al retroceso del 1,5% de enero, al tiempo que el paro registrado creció un 42,3%, 4 pp más que en el primer mes del año.

Por lo que respecta al empleo, los indicadores más recientes apuntan a una continuación del proceso de intenso ajuste del mercado de trabajo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social acentuó en febrero su ritmo de descenso interanual hasta el 5,9%, retroceso que supera en siete décimas al observado en enero y en más de 2 pp al registrado en el conjunto del último trimestre de 2008. Además, la tasa interanual de crecimiento del número de desempleados volvió a repuntar en febrero, hasta el 50,4%, 3,3 pp más que en el mes precedente (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo en los dos primeros meses de 2009 un superávit de 5.325 millones de euros (0,5% del PIB), frente al superávit de 9.466 millones de euros (0,9% del PIB) registrado hasta el mismo mes de 2008. Los recursos experimentaron una disminución del 9,5% en el primer bimestre del año respecto a idéntico período del ejercicio anterior, mientras que los empleos crecieron a una tasa del 5,3%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero de 2009 se saldó con un déficit de 70 millones de euros, frente al superávit de 3.831 millones de euros registrado en los dos primeros meses de 2008. Los ingresos disminuyeron hasta febrero un 9,4% con respecto a los dos meses iniciales del año pasado, mientras que los pagos avanzaron un 3,3%, mostrando una tendencia sostenida de crecimiento (véase gráfico 3). Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de estos primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado.

Precios y costes

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó en el cuarto trimestre de 2008 un 5,4%, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, tres décimas más que en el trimestre precedente. Este repunte se debió al componente de costes no salariales, que se aceleró

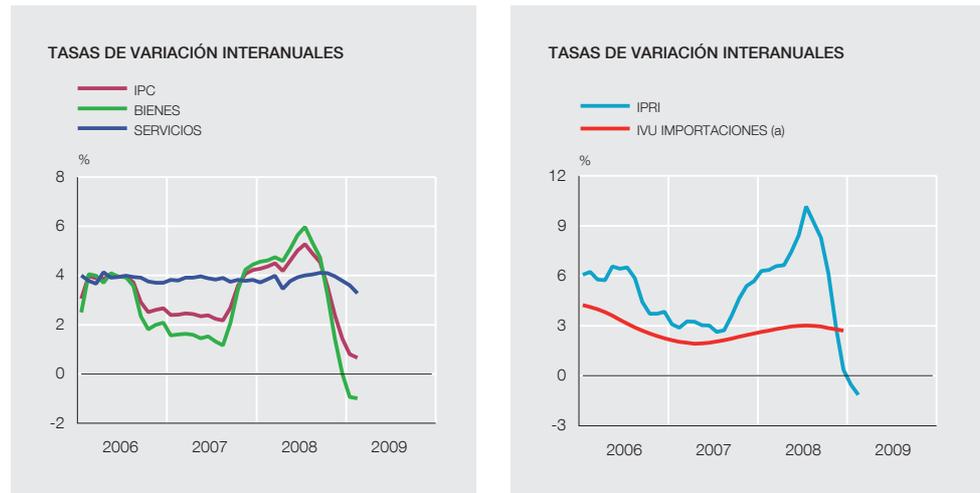


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: febrero de 2009.

en 1,8 pp, hasta el 6,7%, mientras que los costes salariales disminuyeron su ritmo de avance en cuatro décimas, hasta el 4,9%. La información más reciente apunta hacia un mayor grado de moderación salarial al inicio de este ejercicio, que estaría reflejando parcialmente el retroceso de las presiones inflacionistas y el deterioro de la situación en el mercado de trabajo. Así, los datos disponibles acerca de la negociación colectiva, que incorporan información hasta el 28 de febrero, reflejan un incremento medio de las tarifas para 2009 del 2,7%, tres décimas inferior al crecimiento estimado con datos hasta enero y casi 1 pp inferior al aumento pactado en 2008. Adicionalmente, puesto que la inflación se situó por debajo del 2% en diciembre, las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2008 no se han activado, y se espera un comportamiento similar a lo largo del ejercicio. El número de trabajadores afectados por los convenios firmados hasta febrero se situó en casi seis millones, lo que representa un porcentaje cercano al 50% de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en años anteriores. Por ramas de actividad, los incrementos medios acordados oscilan entre el 2,5% en la industria y los servicios y el 3,6% en la construcción, rama en la que el porcentaje de trabajadores afectados por los convenios ya firmados es muy elevado (en concreto, el 68%). Por otro lado, casi todos los acuerdos pactados hasta febrero son revisados, es decir, se trata de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores con efectos en 2009.

En febrero, el ritmo de variación interanual del IPC registró un descenso de una décima respecto al mes precedente, hasta el 0,7%, lo que constituye la tasa más reducida desde junio de 1969 (véase gráfico 4). La desaceleración del índice general estuvo motivada por la ralentización en la tasa de crecimiento de los componentes del IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles—, que registró un descenso de cuatro décimas, hasta el 1,6%. El ritmo de avance de los precios de los servicios disminuyó por cuarto mes consecutivo, hasta una tasa del 3,3%, que es tres décimas inferior a la de enero y la más reducida desde marzo de 2000. Los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos también prosiguieron la tónica de ralentización de meses anteriores, experimentando reducciones en sus tasas interanuales de 0,8 pp y 0,4 pp, respectivamente, hasta situarse en el 1,7% en el primer caso y en el -0,7% en el segundo. Por el contrario, aumentaron su ritmo de avance los precios de los alimentos no elaborados (en cinco décimas, hasta el 2,2%) y los de los bienes energéticos (en 1,2 pp, aunque este componente aún mantiene una tasa de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

variación negativa elevada, del $-8,1\%$). Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también creció en febrero un $0,7\%$ interanual, una décima menos que en enero, mientras que en la UEM la inflación repuntó en esa misma cuantía, hasta el $1,2\%$, de modo que el diferencial con esa área se redujo en dos décimas, situándose en $-0,5$ pp, el valor más reducido desde el inicio de la UEM. Finalmente, según el indicador adelantado del índice armonizado, en España la inflación habría seguido moderándose en marzo, hasta el $-0,1\%$, ocho décimas menos que en el mes anterior. En el área del euro, la inflación se habría ralentizado en seis décimas, hasta el $0,6\%$, de modo que el diferencial favorable a España se ampliaría hasta $-0,7$ pp.

En febrero, el ritmo de avance interanual del índice de precios industriales disminuyó en $0,6$ pp, hasta el $-1,1\%$, que es la tasa más reducida de la última década. La desinflación fue generalizada entre los componentes no energéticos, destacando los bienes intermedios, cuyos precios de producción aumentaron en $1,6$ pp su ritmo de caída interanual, hasta una tasa del $-3,2\%$. Los precios de los bienes de consumo duradero se ralentizaron en $0,7$ pp, hasta el $2,4\%$, mientras que la tasa de variación de los componentes de consumo no duradero y de equipo se vio recortada en cuatro décimas, hasta el $0,1\%$ y $1,5\%$, respectivamente. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el índice general sin energía descendió, en términos interanuales, un 1% , retroceso que supera en nueve décimas al observado en enero. Por lo que respecta al componente energético, el ritmo de aumento de sus precios de producción repuntó en tres décimas, pero continuó siendo negativo ($-1,9\%$).

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), descendieron un $7,4\%$ en enero (frente al aumento del $1,9\%$ de diciembre). La desaceleración afectó a todos los grupos de productos. De este modo, el ritmo de avance del componente no energético se ralentizó en 7 pp, hasta el $-1,8\%$. Los precios de las importaciones de bienes de equipo e intermedios no energéticos pasaron a registrar tasas negativas, del $-7,7\%$ y $-4,9\%$, respectivamente, siendo también muy pronunciada la pérdida de dinamismo de los bienes de consumo no alimenticio, cuya inflación siguió siendo, no obstante, positiva. Además, los IVU de las importaciones energéticas intensificaron su ritmo de caída en 12 pp, hasta una tasa del $-27,4\%$, en consonancia con la fuerte reducción interanual del precio del petróleo importado (superior al 50%). En la vertiente exportadora, el IVU de las exportaciones totales cayó en

enero un 2,8%, tras el avance del 1,2% del mes anterior. Por grupos de productos, destacaron, como en el caso de las importaciones, los fuertes descensos que experimentaron los precios de los bienes de equipo e intermedios no energéticos, del -6,9% y -4,1%, respectivamente, así como de los energéticos, cuya tasa de variación se redujo en 12 pp, hasta el -5,5%. Los bienes de consumo alimenticio y no alimenticio también aminoraron su tasa de inflación, aunque en menor medida. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones comunitarias cayeron más intensamente que los de las ventas al resto del mundo (-3,1% y -1,8%, respectivamente), si bien la pérdida de dinamismo fue más acusada en este último caso. Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE acrecentaron en enero en 1 pp su ritmo de caída interanual, hasta el -4,9%. Por componentes, los ligeros repuntes en los precios de los bienes de consumo y de equipo no pudieron compensar la ralentización de los precios de los bienes intermedios y la intensificación del retroceso de los de la energía. Finalmente, los precios de exportación de productos industriales cayeron un 1,6% interanual en enero, lo que supone una agudización de 0,8 pp de su ritmo de descenso con respecto al mes precedente.

Evolución económica y financiera en la UEM

A partir de mediados de marzo, los mercados financieros internacionales registraron una mejora, impulsada por los indicios de recuperación en los beneficios de algunas entidades financieras sistémicas que están recibiendo apoyo público, por el anuncio de nuevos planes de rescate financiero y por los estímulos adicionales de política monetaria introducidos por algunos países. A pesar de ello, el escenario económico global sigue mostrando un deterioro notable. Entre las medidas adoptadas en las últimas semanas, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón han implementando (o anunciado) medidas para apoyar los mercados de crédito, al tiempo que, en Estados Unidos, el Tesoro presentó los detalles de su plan para avanzar en el saneamiento de los balances bancarios. Este contexto propició ganancias en los mercados bursátiles, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, que fueron particularmente acusadas para las cotizaciones de bancos y de compañías de seguros. En los mercados de cambios, la menor demanda de activos denominados en dólares, en su papel de activo refugio, favoreció una depreciación del dólar, especialmente importante en la última parte del mes. También se depreció el franco suizo, tras las intervenciones del banco central. Las rentabilidades de la deuda pública de los países desarrollados registraron oscilaciones a lo largo del mes de marzo, que culminaron con disminuciones más o menos generalizadas, tras sendos anuncios por parte del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal del inicio de las compras de bonos de sus respectivos Tesoros. Las rentabilidades de los diferenciales de los bonos corporativos y algunos índices de derivados de crédito mostraron cierto repunte, aunque no llegaron a compensar los descensos que se habían acumulado a principios de año. La menor aversión al riesgo en los mercados internacionales también favoreció una reducción de los diferenciales soberanos emergentes de todas las regiones, salvo en los países con mayores vulnerabilidades. Por su parte, el precio del petróleo tipo *Brent* mantuvo su cotización en un rango alrededor de los 45 dólares, en un contexto en el que la caída de la demanda mundial ha venido acompañada por una progresiva reducción de oferta por parte de los países de la OPEP, si bien, en su reunión del 15 de marzo, esta organización no aprobó recortes adicionales de producción.

En Estados Unidos, el PIB registró una contracción del 6,3% en tasa trimestral anualizada, en el cuarto trimestre de 2008, con contribuciones muy negativas de la demanda del sector privado y de las exportaciones. En el conjunto de 2008, la economía creció un 1,1% interanual, el registro más bajo desde 2001 e inferior al 2% de 2007. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales negativas, en general, aunque se observan ciertos síntomas positivos, desde una situación de partida muy deprimida, en las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas, así como en el componente subyacente de las ventas al por menor, con datos hasta

febrero. No obstante, la confianza del consumidor y de los constructores se mantuvo en mínimos en marzo, y los indicadores de precios de la vivienda mostraron nuevas caídas. En cuanto a la actividad, la producción industrial se redujo en febrero, y los índices ISM se mantuvieron en niveles asociados con una situación contractiva. El informe de empleo de febrero mostró un nuevo deterioro del mercado laboral, con una destrucción de 651.000 empleos y un aumento de la tasa de paro hasta el 8,1%. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó dos décimas en febrero, hasta el 0,2% interanual, y la tasa subyacente una décima, hasta el 1,8%, tras los fuertes descuentos aplicados en enero. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés de los fondos federales, en un rango del 0% al 0,25%, y anunció el inicio de la compra de bonos del Tesoro y otros activos, para facilitar el flujo de crédito en la economía. Por último, el Tesoro anunció los detalles del programa de adquisición de préstamos y valores problemáticos (*legacy loans and assets*), en el que participarán, a partes iguales, en términos de capital invertido, los inversores privados y el sector público, aunque la financiación estará garantizada por el Estado, a través del Fondo de Garantía de Depósitos y de la Reserva Federal (mediante el TALF).

En el Reino Unido, se registró un descenso del PIB del 6,1% en el último trimestre de 2008, en tasa trimestral anualizada, debido a la caída de la inversión y del consumo privado. En el conjunto de 2008, el PIB creció un 0,7%, frente al 3% de 2007. Los índices PMI de manufacturas y servicios repuntaron ligeramente en febrero, si bien se mantuvieron en terreno recesivo, mientras que el de construcción experimentó una notable caída. La financiación bancaria de hogares y empresas continuó ralentizándose en enero, en un entorno de endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Sobre el consumo pesaron, además, el deterioro del mercado laboral, con un aumento de la tasa de paro hasta el 6,5% en enero, y el mantenimiento de la confianza del consumidor en mínimos históricos, muy afectada por el desplome del precio de los activos. La corrección del mercado inmobiliario siguió su curso, y el precio de la vivienda disminuyó un 17,7% en febrero, según el índice *Halifax*. Por su parte, la inflación repuntó en febrero en dos décimas, hasta el 3,2% interanual, en el contexto de una notable depreciación de la libra desde octubre. No obstante, el Banco de Inglaterra dejó entrever que existe el riesgo de que la inflación se sitúe por debajo del 1% en la segunda mitad de 2009, por lo que redujo el tipo de interés oficial hasta el 0,5% e inició la compra de bonos del Tesoro en el mercado secundario, de bonos corporativos y de bonos emitidos por bancos bajo el esquema de garantía del Gobierno. Finalmente, el Gobierno puso en marcha el programa de garantías de activos (*Asset Protection Scheme*) anunciado el 19 de enero.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre se revisó ligeramente al alza, del -12,7% al -12,1% en tasa trimestral anualizada, aunque la mejoría se debió a un aumento de las existencias. En el conjunto de 2008, el PIB cayó un 0,6%, frente a un crecimiento del 2,4% en 2007. En cuanto a los indicadores más recientes, los PMI de manufacturas y servicios de febrero continuaron extremadamente débiles, y la encuesta Tankan del primer trimestre muestra un derrumbe de la confianza empresarial. La producción industrial se desplomó en enero, con una caída del 10,2% mensual, tras el -9,8% de diciembre. Los indicadores de consumo, como las ventas al por menor, también siguieron empeorando en febrero, con caídas interanuales superiores al 5%, debido, entre otros factores, a la contracción de los salarios nominales. La balanza por cuenta corriente mostró en enero un saldo negativo, por primera vez desde 1996, como consecuencia de la caída de las exportaciones de bienes y servicios, que se acentuó en febrero. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC siguió en el 0% en febrero. El Banco de Japón mantuvo en marzo el tipo de interés oficial en el 0,1%, amplió el volumen de compras mensuales de bonos del Tesoro, de 1,4 a 1,8 billones de yenes, y anunció que comprará hasta 1 billón de yenes en deuda subordinada de bancos japoneses con el fin de incrementar su capitalización.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró muy marcadamente en todos los países de la región y, en promedio, creció un 1,1% interanual, muy inferior al 4,3% del tercer trimestre. En el conjunto de 2008, el PIB creció en promedio un 4%, frente al 5,9% de 2007. La fuerte reducción del crecimiento se debió tanto a la abrupta caída de la demanda interna (muy intensa en Estonia y Letonia), como a la menor contribución de la demanda exterior, por la débil demanda de exportaciones en el área del euro. El deterioro de la coyuntura en los países bálticos y Hungría, todos ellos con tasas negativas interanuales, está siendo muy agudo, mientras que el resto de países se mantuvieron en cifras positivas, pero con tendencia a la baja. En febrero, la tasa de inflación armonizada agregada se elevó una décima, hasta el 4% interanual, por el incremento en Polonia, Hungría y Rumanía —debido a los efectos de la depreciación del tipo de cambio—, mientras que continuó disminuyendo en el resto de países. Desde mediados de marzo, los indicadores financieros han tendido a estabilizarse, y, en cuanto a la política monetaria, solo Polonia recortó en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial. Rumanía recibió un paquete de ayuda financiera —por parte del FMI, la UE, el Banco Mundial y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo— por 20 mm de euros.

En China, la actividad mantuvo el tono débil ya observado en el último trimestre de 2008, como consecuencia del pronunciado deterioro del comercio exterior; no obstante, los efectos de los estímulos de política económica comienzan a vislumbrarse. Los indicadores más recientes muestran una ralentización de la producción y de la demanda en enero y febrero. Por el contrario, la inversión en activos fijos repuntó considerablemente —pese al estancamiento de la inversión residencial— y los índices de gestores de compras incorporaron expectativas de recuperación a corto plazo. La fuerte caída de las exportaciones, acompañada de una contracción menor de las importaciones, provocó la abrupta reducción del superávit comercial en febrero. En cualquier caso, en el conjunto de 2008, el superávit por cuenta corriente aumentó un 20%, hasta el 10% del PIB. La inflación disminuyó hasta tasas interanuales negativas (–1,6% en febrero) por primera vez desde 2002, y los precios de producción acentuaron su caída, por efectos base. No obstante, los efectos de la política monetaria moderadamente laxa se tradujeron en el repunte de la oferta monetaria y del crédito en febrero. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto aprobado en marzo recoge una previsión de déficit presupuestario del 3% del PIB en 2009 (el déficit fue del 0,4% en 2008). En el resto de Asia, el PIB del cuarto trimestre de 2008 se desaceleró muy intensamente en Corea del Sur, Malasia, Hong Kong y Tailandia, que mostraron caídas interanuales, y de forma relativamente moderada en la India (hasta el 5,3%). Los indicadores de enero y febrero muestran fuertes caídas de las exportaciones —superiores al 20% interanual en todos los países de la región, excepto en la India— y de la producción industrial. En cuanto a la inflación, en febrero siguió reduciéndose en la mayor parte de las economías de la región, aunque repuntó ligeramente en Corea del Sur y en Filipinas. En este contexto, se produjeron reducciones generalizadas de los tipos de interés oficiales.

En América Latina, el PIB del cuarto trimestre de 2008 se desaceleró fuertemente en todos los países —aunque de manera especialmente acusada en Brasil, Colombia y México—, pasando en promedio del 5% al 1,2% interanual. En el conjunto del año, el crecimiento de la región fue del 4,3%, inferior al 5,7% del año anterior. En términos generales, esta desaceleración vino impulsada por la demanda interna, mientras que las exportaciones y las importaciones sufrieron una disminución similar. Los indicadores de actividad más recientes confirman la debilidad de la situación económica. Las balanzas por cuenta corriente se deterioraron, con contracciones de exportaciones e importaciones, y continuó la tendencia a las salidas de flujos financieros. En ese contexto de contracción de la actividad y moderación del crédito, la inflación se redujo de manera generalizada en febrero, y se situó en el 7,7% en promedio. Los tipos de interés oficiales se re-

dujeron en casi todos los países, en algunos casos de manera sustancial. Por otra parte, el banco central de México intervino para mitigar la depreciación del peso, los de Perú y Venezuela redujeron sus encajes bancarios para liberar liquidez, y el de Argentina diseñó un mecanismo para facilitar dólares al sector exportador. Por su parte, en Venezuela se elevó el IVA y se recortó el gasto presupuestario, para paliar la caída de ingresos petroleros, y en Chile —que registró una mejora de su calificación crediticia por parte de *Moody's*— se anunció que se emplearían recursos del fondo de estabilización para financiar parte del plan de estímulo fiscal. Perú realizó una emisión de deuda soberana, en dólares, en los mercados internacionales.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro disminuyó un 1,5% en el cuarto trimestre de 2008, tras haber caído un 0,2% en el trimestre previo. El intenso deterioro del producto se debió en gran medida al fuerte retroceso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, que se redujeron un 3,7% y un 6,5%, respectivamente. El comportamiento de la inversión, unido a la contracción del consumo privado —del 0,3%— y a la leve expansión del consumo público, derivó en una aportación negativa de la demanda interna al crecimiento del producto de -1 pp. El saldo exterior neto, por su parte, detrajo 0,8 pp al ritmo de avance del PIB, ya que el descenso de las importaciones solo pudo compensar parcialmente el desplome de las ventas al exterior. Finalmente, la contribución de la variación de existencias fue positiva, de 0,3 pp. En términos interanuales, la tasa de expansión del PIB se situó en $-1,3\%$, frente al $0,6\%$ del tercer trimestre. En el conjunto del año, el producto aumentó un $0,7\%$, casi dos puntos por debajo de la tasa del año anterior.

En relación con la UEM, los datos de Contabilidad Nacional relativos al cuarto trimestre de 2008 estiman una caída del empleo de un $0,3\%$ intertrimestral, lo que se tradujo en una tasa nula en términos interanuales. La mayor contracción del PIB provocó un fuerte retroceso de la productividad aparente del trabajo, del $1,3\%$, tras el crecimiento nulo del trimestre previo. La remuneración por asalariado aumentó un 3% , y los costes laborales unitarios se aceleraron hasta el $4,3\%$, muy por encima del deflactor del PIB, por lo que los márgenes empresariales volvieron a contraerse en el último trimestre del año.

La información disponible más reciente no avanza ninguna mejora de la actividad en los primeros meses de 2009. En la vertiente de la oferta, la producción industrial se redujo en enero notablemente, un $3,5\%$, y la cartera de pedidos, un $3,4\%$ (véase cuadro 1). En marzo, los indicadores de confianza de la Comisión Europea volvieron a disminuir en la industria y los servicios, y permanecieron constantes en el sector de la construcción, mientras que los procedentes de las encuestas de los directores de compras aumentaron ligeramente. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas experimentaron una leve mejoría en enero, y las matriculaciones repuntaron en febrero debido, fundamentalmente, a las medidas especiales adoptadas en Alemania, que impulsaron las compras de vehículos en este país. Además, según la Comisión Europea, la confianza de los consumidores cayó en marzo. Por otra parte, entre los indicadores relacionados con la inversión, la valoración de la cartera de pedidos en marzo y el grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre del año alcanzaron mínimos históricos. Finalmente, los datos nominales de la balanza comercial señalan que las ventas al exterior se redujeron acusadamente en enero respecto al año anterior y la valoración de la cartera de pedidos de exportación se deterioró nuevamente en marzo.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), cayó hasta el $0,6\%$ en marzo, según la estimación preliminar de Eurostat, tras el leve repunte de febrero —que situó la tasa en el $1,2\%$ — (véa-

		2008			2009		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (a)	-5,9	-9,1	-12,2	-17,3		
	Comercio al por menor (a)	-2,1	-2,6	-2,4	-2,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos (a)	-14,6	-18,4	-23,4	-20,5	-12,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-24,0	-25,0	-30,0	-31,0	-33,0	-34,0
	Indicador de confianza industrial CE	-18,0	-25,0	-33,0	-33,0	-36,0	-38,0
	PMI de manufacturas	41,1	35,6	33,9	34,4	33,5	34,0
	PMI de servicios	45,8	42,5	42,1	42,2	39,2	40,1
	IAPC (a)	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b)	M3	8,7	7,7	7,6	6,0	5,9	
	M1	3,7	2,2	3,3	5,1	6,3	
	Crédito a los sectores residentes	7,4	7,2	6,2	6,0	5,7	
	AAPP	0,7	2,4	3,1	5,2	6,9	
	Otros sectores residentes	8,7	8,2	6,8	6,1	5,4	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	3,3	2,5	1,6	1,2	0,7	
	— Préstamos a sociedades no financieras	11,9	11,1	9,5	8,8	7,6	
	EONIA	3,82	3,15	2,49	1,81	1,26	1,06
	EURIBOR a tres meses	5,11	4,24	3,29	2,46	1,94	1,64
	EURIBOR a un año	5,25	4,35	3,45	2,62	2,14	1,91
	Rendimiento bonos a diez años	4,44	4,20	3,89	4,11	4,20	4,16
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,64	-0,63	-1,46	-1,64	-1,34	-1,29
	Tipo de cambio dólar/euro	1,332	1,273	1,345	1,324	1,278	1,305
	Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (c)	-41,1	-44,8	-44,3	-8,7	-19,4	-15,5

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

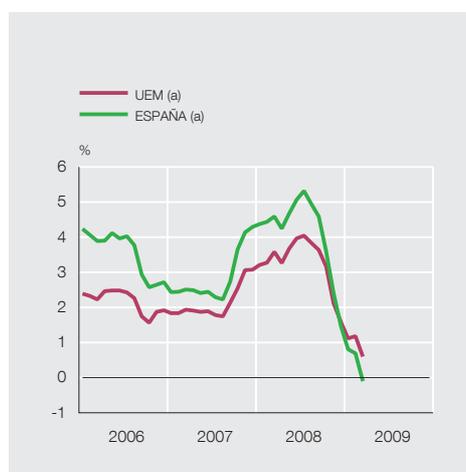
a. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

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

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

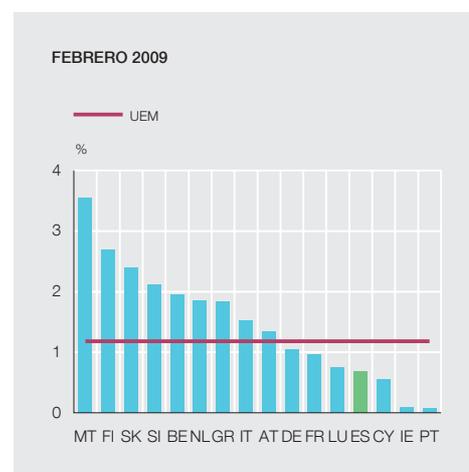
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

a. El dato de marzo de 2009 corresponde a una estimación provisional.



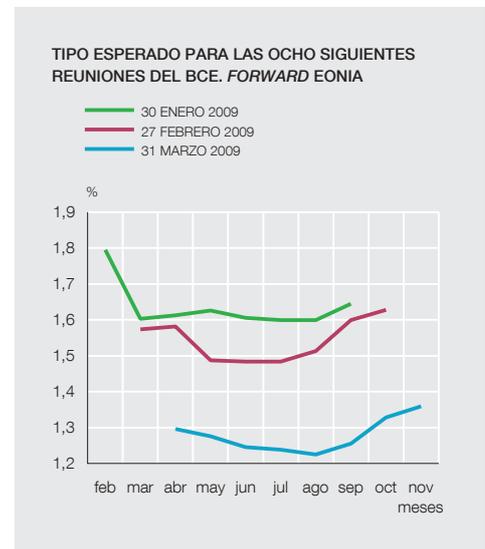
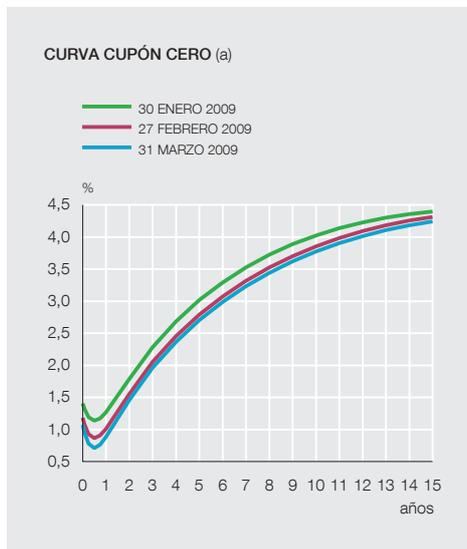
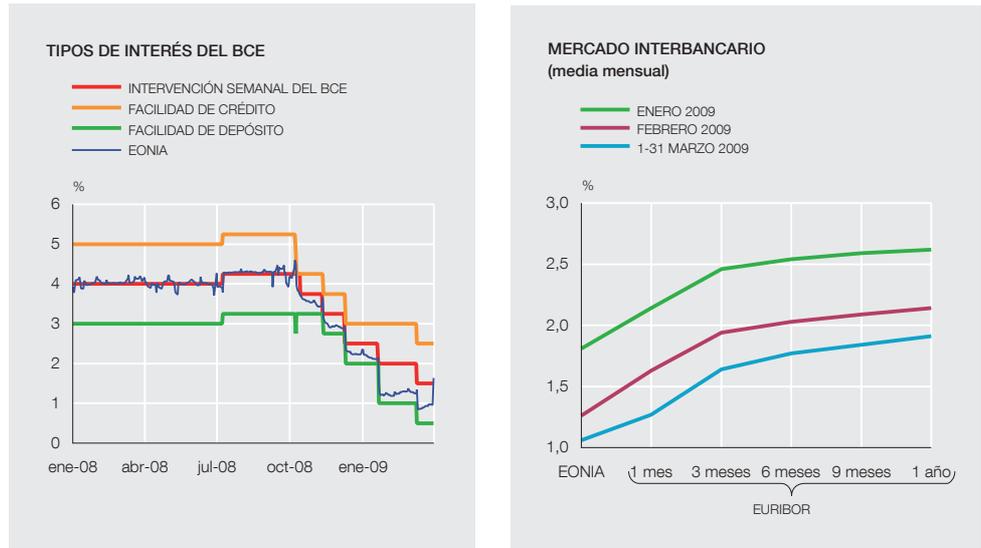
se gráfico 5). Aunque todavía no se dispone del desglose por componentes, es previsible que la evolución del índice responda a los efectos base en el subíndice relativo a los servicios como resultado de la celebración de la Semana Santa en marzo del año pasado, y en los precios de los alimentos y productos energéticos —en línea con la evolución del precio del petróleo—. Los precios industriales se redujeron en enero un 0,5% en términos interanuales, como consecuencia del abaratamiento de los bienes de consumo no duradero, de los bienes intermedios y, fundamentalmente, de la energía.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de abril recortar los tipos de interés oficiales en 25 pb. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se sitúan en el 1,25%, el 0,25% y el 2,25%, respectivamente. El BCE señaló que dicha decisión, que implica que los tipos de interés se han reducido en 300 pb desde octubre de 2008, ha tenido en cuenta su expectativa de que las presiones inflacionistas permanecerán contenidas en línea con la significativa bajada de los precios de las materias primas y el acusado deterioro de la actividad en la zona del euro y en el mundo, en general. Además, el Consejo de Gobierno reiteró que continuará asegurando el firme anclaje de las expectativas en torno a su objetivo de medio plazo de tasas de inflación por debajo, pero próximas al 2%, lo cual es necesario para el crecimiento sostenido y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera.

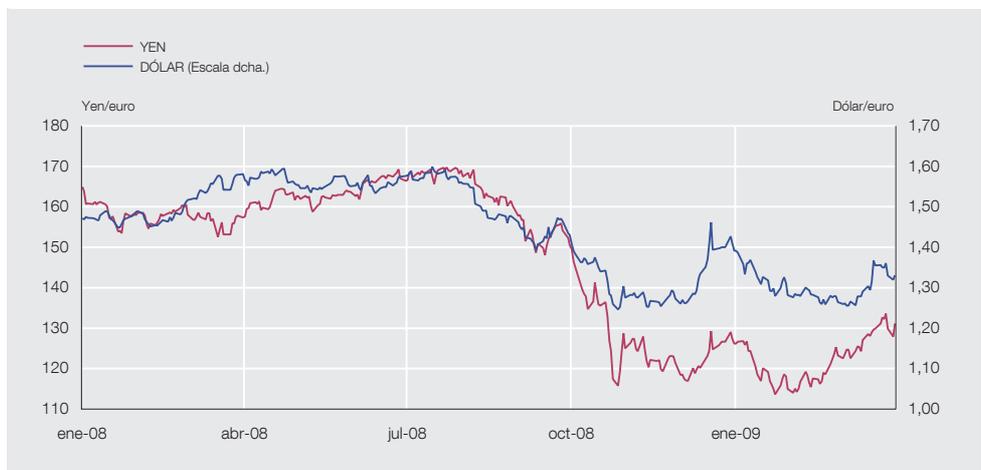
En marzo, los tipos de interés de los depósitos en el mercado interbancario prosiguieron su tendencia descendente, de forma que, a la fecha de cierre de este artículo, los EURIBOR a un mes y a un año se sitúan 41 pb y 22 pb por debajo de los niveles de finales de febrero, en el 1,1% y 1,8%, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*— experimentaron una tendencia similar, aunque menos intensa, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes disminuyó en marzo, hasta los 41 pb en el caso de los tipos a un mes, y los 108 pb en el de los tipos a un año. La rentabilidad de la deuda pública a diez años de la UEM en los mercados secundarios se ha reducido —no sin cierta volatilidad— en este último mes, de forma que actualmente se sitúa en valores cercanos al 4,1%. En Estados Unidos, el descenso de los rendimientos de los activos análogos durante el mismo período ha sido algo más intenso, con lo que el diferencial negativo entre ambos se ha ampliado unos 11 pb, hasta los 138 pb.

A partir de principios de marzo, los índices bursátiles europeos e internacionales mejoraron, impulsados por la aparición de indicios de recuperación en los beneficios de algunas entidades financieras que están recibiendo apoyo público, el anuncio de nuevos planes de rescate financiero en Estados Unidos y los estímulos monetarios adicionales de algunos países de fuera de la UEM. Aunque esta mejora se ha truncado recientemente, tras la publicación de algunas noticias negativas sobre los sectores bancario y automovilístico, el índice EURO STOXX 50 se encuentra a fecha de cierre de este Boletín casi un 5,0% por encima de los niveles de finales de febrero, con lo que la desvalorización acumulada anual se sitúa alrededor del 15,0%. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro ha mostrado en marzo una tendencia apreciativa, que ha compensado gran parte de la depreciación habida en los dos meses anteriores. Aunque la apreciación del euro frente al dólar estadounidense en marzo ha sido incluso más intensa, el tipo de cambio todavía se encuentra en niveles inferiores a los de finales del pasado año, en 1,33 \$/€ (véase gráfico 7).

El agregado monetario M3 creció un 5,9% en febrero, una décima menos que el mes precedente. Esta ligera pérdida de dinamismo se debió en gran parte a la ralentización de los



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS		2005	2006	2007	2008		2009		
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	6,18	5,83	4,97	...	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	9,31	8,79	8,72	...	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,06	2,80	2,34	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (b)	3,59	4,77	5,80	5,66	4,87	4,17	...	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	2,69	2,18	1,53	1,39	1,22
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	3,53	3,46	3,47	3,38	3,22
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,15	3,86	4,15	4,23	4,06
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	0,03	0,09	0,56	0,80	1,05	1,07	0,99
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,39	0,26	0,64	2,14	2,90	2,58	2,04	1,76
	IBEX 35 (e)	18,20	31,79	7,32	-41,31	-39,43	-8,11	-17,13	-15,02

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.
b. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
c. Medias mensuales.
d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2007.
e. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

depósitos a plazo hasta dos años. El crédito al sector privado, que incluye préstamos bancarios, acciones y participaciones y otros valores, se desaceleró siete décimas, hasta un 5,4%, arrastrado en gran medida por el comportamiento de los primeros. En particular, el crecimiento de los préstamos bancarios prolongó su tendencia descendente, desde el 5% de enero al 4,2% de febrero. Dentro de ellos, tanto los destinados a sociedades no financieras como los concedidos a hogares para cualquier finalidad — compra de vivienda, consumo u otros fines— disminuyeron su ritmo de avance hasta tasas del 7,6% y 0,7%, respectivamente.

Evolución financiera en España

Durante marzo se ha producido una cierta recuperación en los mercados financieros nacionales e internacionales. Así, los índices bursátiles experimentaron ascensos y disminuyeron las primas de riesgo incorporadas en los precios de los activos de renta fija. En paralelo, los tipos de interés negociados en el mercado interbancario continuaron reduciéndose, y también descendió la rentabilidad de la deuda pública española, tanto a corto como a largo plazo. Por su parte, los datos más recientes de los balances de los hogares y las sociedades muestran que, en enero, se mantuvo la pauta de desaceleración tanto de la financiación ajena como de los activos más líquidos en las carteras de estos sectores. La información provisional correspondiente a febrero apunta a una continuidad de estas mismas tendencias.

En el mes de marzo, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 1,22% y el 4,06%, respectivamente, lo que implica en ambos casos un descenso de 17 pb en relación con los correspondientes niveles de febrero (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana a diez años disminuyó ligeramente, hasta los 99 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también se redujeron, alcanzando un valor próximo a los 175 pb.

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

CUADRO 3

	2009	2006	2007	2008		
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	2.529,0	19,0	12,2	7,5	7,3	6,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.214,5	24,2	15,4	6,6	5,8	5,4
Hogares e ISFLSH	909,5	19,6	12,5	4,9	4,4	3,9
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	674,3	20,4	13,0	5,0	4,5	4,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	232,8	17,5	11,1	4,3	3,8	3,0
Sociedades no financieras	1.305,0	28,0	17,5	7,8	6,8	6,4
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	954,3	29,8	19,5	8,0	6,8	6,1
– Valores de renta fija (d)	43,1	134,2	18,4	12,4	12,1	17,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	314,5	-4,7	-6,9	14,8	18,2	13,5
Valores a corto plazo	58,4	-2,3	2,5	39,6	58,3	58,3
Valores a largo plazo	297,7	-0,4	-3,1	5,7	8,1	9,9
Créditos-depósitos (f)	-41,6	-13,0	-12,6	9,7	8,8	-11,0

FUENTE: Banco de España.

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

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

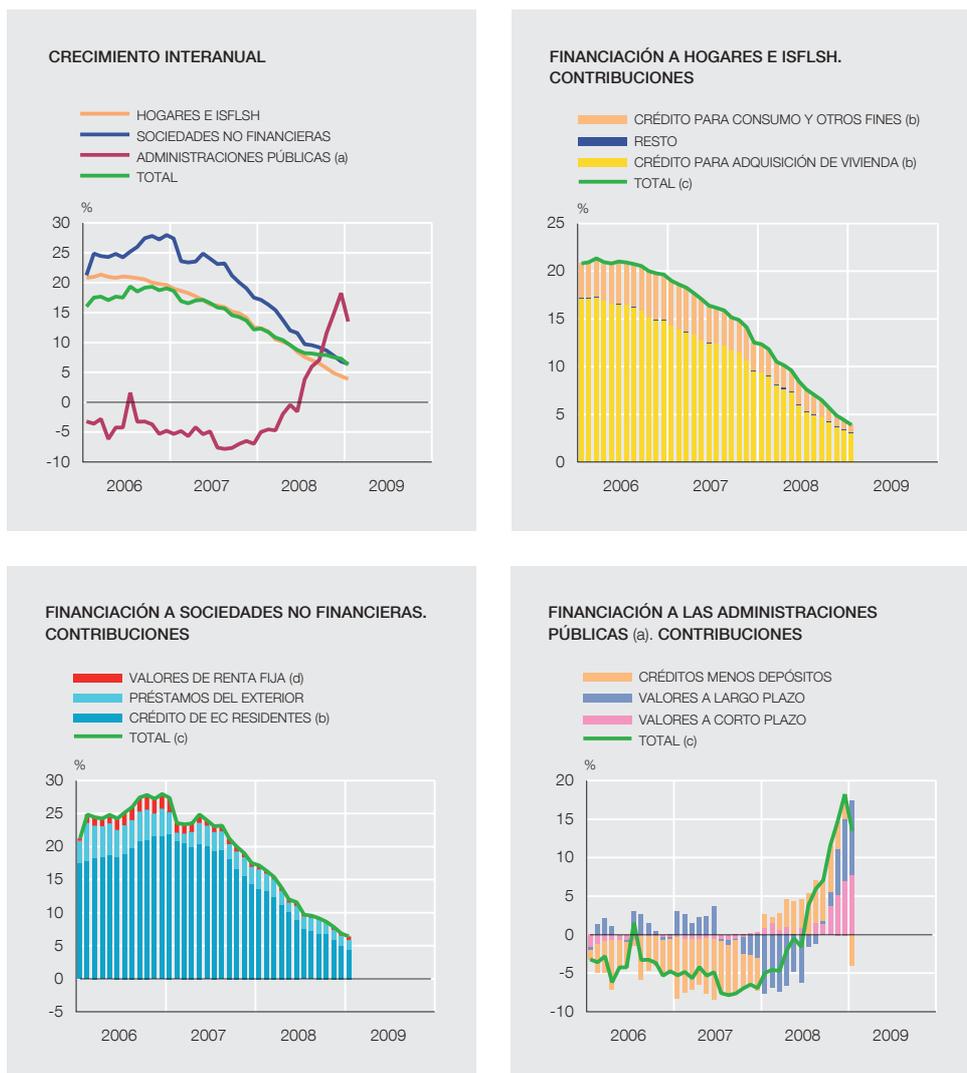
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones se recuperaron ligeramente en marzo. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo el IBEX 35 redujo las pérdidas acumuladas en el año a un 15%, descenso similar al registrado por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM, pero algo superior al del S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo período, experimentaron caídas del 15,5% y del 11,7%, respectivamente.

En enero, en línea con la disminución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, se redujeron los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones nuevas de activo y pasivo. Así, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 70 pb y se situó en el 4,17%, mientras que el de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines alcanzó el 4,97% y el 8,72%, respectivamente, 86 pb y 7 pb por debajo de los correspondientes registros de diciembre. Por su parte, la remuneración de sus depósitos bajó 46 pb, hasta el 2,34%.

Durante enero, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó una nueva desaceleración (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue resultado de los menores ritmos de variación de los recursos captados por todos los sectores. Así, en términos interanuales, el avance de la deuda de los hogares y sociedades no financieras se redujo en torno a medio punto porcentual y se situó alrededor del 4% y 6,5%, respectivamente, mientras que los fondos netos demandados por las AAPP se expandieron un 13,5%, una tasa casi 5 pp inferior a la del mes precedente.

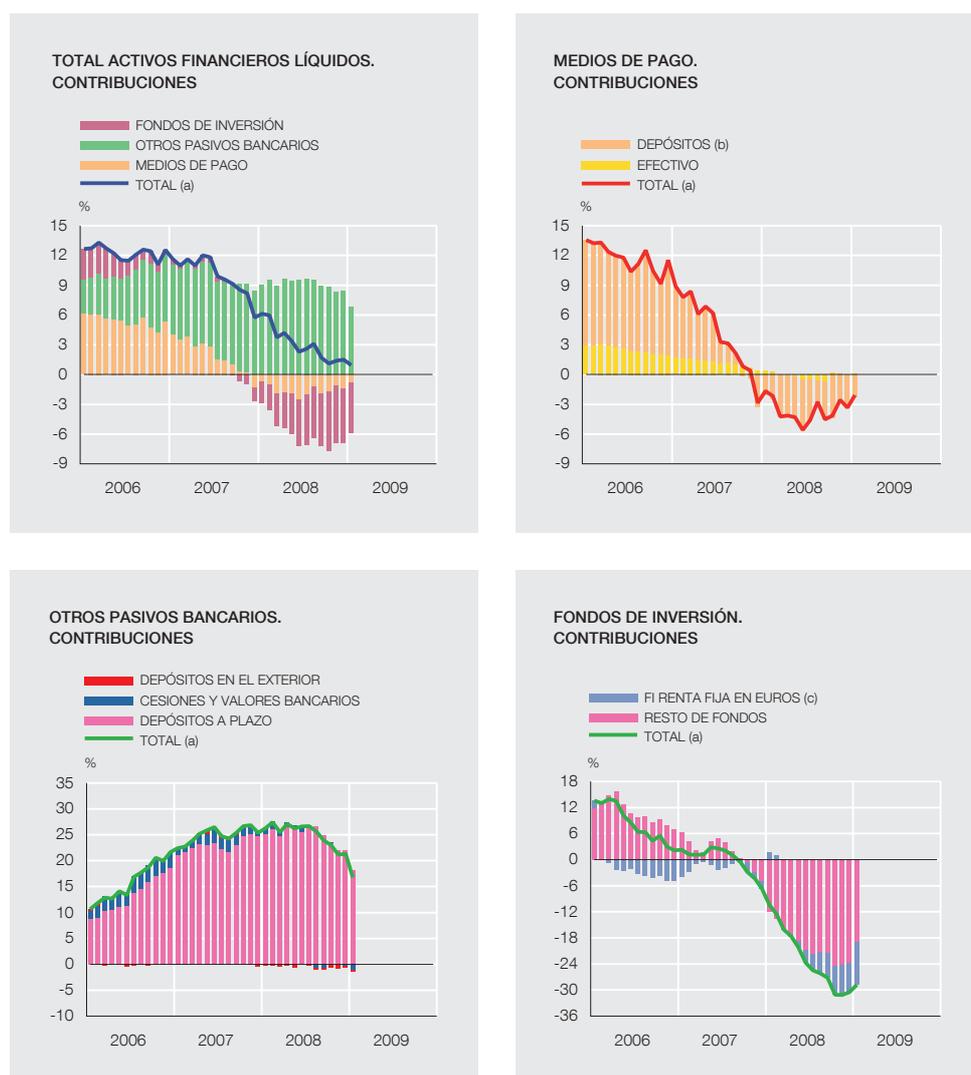


FUENTE: Banco de España.

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

La desagregación por finalidades muestra que durante enero prosiguió la ralentización de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, cuyas tasas de crecimiento interanuales se situaron alrededor del 4% y del 3%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue el resultado, fundamentalmente, de una nueva desaceleración del crédito otorgado por las entidades residentes, que aumentó en torno al 6% respecto al mismo período del año anterior. De acuerdo con la información provisional disponible, el ritmo de avance de la deuda del sector privado continuó reduciéndose en febrero.

El detalle de los pasivos de las AAPP muestra, de nuevo, una fuerte expansión interanual de la emisión neta de valores de renta fija, que, en términos relativos, volvió a ser más intensa en los instrumentos de corto plazo, a la par que sus depósitos aumentaron por encima de los créditos recibidos.



FUENTE: Banco de España.

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

En enero, volvió a moderarse el dinamismo de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares. El desglose por instrumentos evidencia un menor ritmo de avance de los depósitos a plazo, que se situó algo por encima del 20%, casi 5 pp por debajo del dato del mes anterior. En cambio, las tasas de variación de los medios de pago y los fondos de inversión, aunque negativas, se redujeron en valor absoluto respecto a las de diciembre (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a febrero apunta al mantenimiento de estas mismas pautas.

31.3.2009.

INFORME DE PROYECCIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Resumen

Este informe presenta un análisis sobre la situación y perspectivas de la economía española, realizado por el Servicio de Estudios del Banco de España teniendo en cuenta la información disponible hasta el día 13 de marzo. Estas proyecciones se enmarcan en un contexto de gran incertidumbre, pues se realizan en un momento de grave crisis financiera y económica a escala mundial, cuyas adversas implicaciones son difíciles de acotar. El horizonte temporal de las proyecciones abarca los años 2009 y 2010.

Durante el año 2008 se produjo un severo empeoramiento de la actividad en España, que, aunque había comenzado con anterioridad, cobró una intensidad considerable a lo largo del ejercicio. De hecho, tras catorce años de expansión ininterrumpida del producto, la economía española registró en la segunda mitad de 2008 dos trimestres de crecimiento negativo, en un contexto internacional profundamente deteriorado, entrando en una fase de recesión pronunciada. Pese a ello, la tasa de crecimiento del conjunto del año fue todavía positiva (1,2%), como resultado, sobre todo, de la contribución de la demanda exterior neta al ritmo de avance del PIB, que alcanzó 1 punto porcentual (pp), mientras que la demanda nacional experimentó una desaceleración sustancial, estancándose su crecimiento medio en 2008, tras haber aumentado más de un 4% en 2007.

Las previsiones disponibles para los principales países del mundo, realizadas por distintos organismos e instituciones, señalan una contracción significativa de la actividad en 2009, que conduciría a un descenso del producto mundial por primera vez en varias décadas. Las proyecciones de este informe también apuntan a una profundización de la actual recesión en España en 2009, de modo que la actividad descendería un 3% en el presente año, con una recuperación incipiente del producto a finales de 2010, aunque en el conjunto de este ejercicio el crecimiento sería todavía negativo (-1%). Las proyecciones de 2009 indican un mantenimiento de las tendencias contractivas que se aprecian en los principales indicadores de la demanda nacional, con un fuerte deterioro de las decisiones de gasto tanto de familias (en consumo y en vivienda) como de empresas (en forma de inversión productiva). Las exportaciones sufrirán también el descenso de los mercados internacionales, aunque el retroceso de las importaciones —que será previsiblemente mayor— supondrá que, en términos netos, mejore la aportación del sector exterior al crecimiento.

El deterioro de la confianza de los agentes que acompaña al empeoramiento de las perspectivas económicas, la pérdida de valor de la riqueza financiera e inmobiliaria, las restricciones financieras existentes y la severa contracción del comercio mundial y de la actividad en los principales países industrializados son los elementos fundamentales que explican la caída de la demanda. Este panorama está afectando a la actividad con especial intensidad en los últimos meses de 2008 y primeros de 2009, pero es previsible que sus efectos vayan disminuyendo y siendo gradualmente compensados por el impacto de los estímulos que las políticas fiscales y monetarias han introducido en numerosos países, entre ellos, España. Asimismo, estas proyecciones descansan en el supuesto de que, tras la agudización de la crisis financiera que tuvo lugar en los últimos meses de 2008, los planes de respaldo público al sistema financiero irán estabilizando la situación, con lo que el grado de restricción crediticia se irá viendo aliviado. La disminución de la inflación también contribuirá a mejorar la renta real de los agentes y, si el clima económico se hace menos pesimista, a impulsar el gasto.

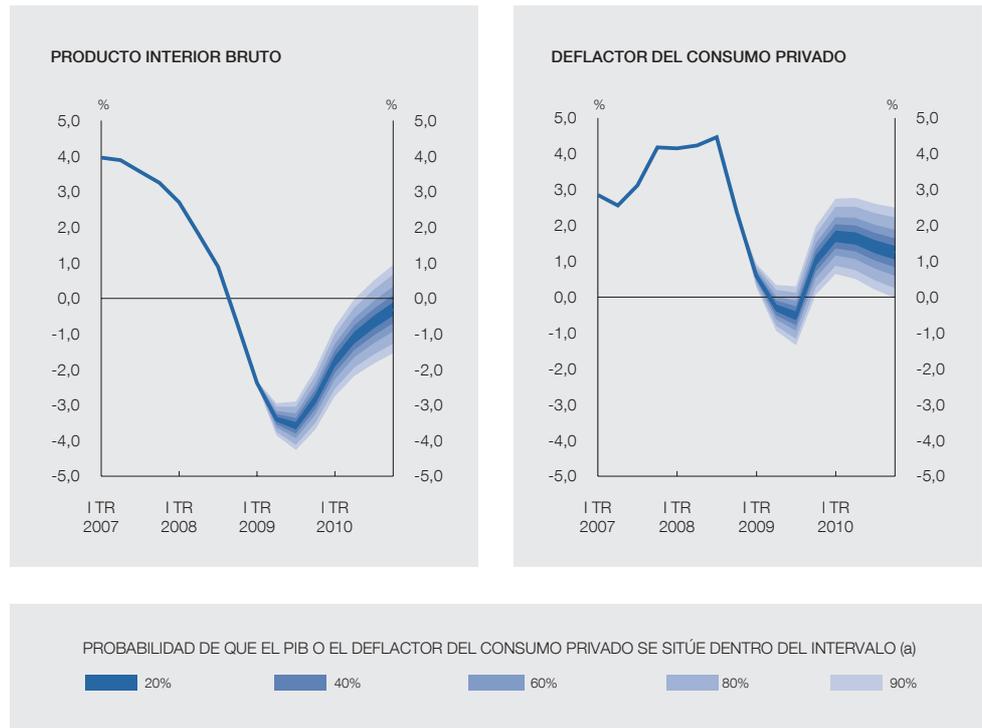
Se espera que para 2010 la fase más aguda del ajuste haya pasado. De hecho, una parte del descenso de la actividad que se proyecta para 2010 obedece al arrastre que ejercen las tasas negativas estimadas para el presente año, pues se prevé que en la segunda mitad del próximo ejercicio el producto se estabilice e, incluso, que empiece a crecer de nuevo, aunque con tasas aún muy modestas. La demanda nacional todavía mostrará tasas negativas, aunque estas serán más moderadas, y, dentro de ese agregado, el consumo privado volverá a experimentar pequeños incrementos. Además, a lo largo de 2010, la mejora en el clima económico internacional, que es un supuesto común a las proyecciones de los distintos organismos e instituciones, alentará las exportaciones.

En el caso de la inflación, el cambio de panorama desde mediados de 2008 ha sido también considerable. En el promedio del año, el IPC se situó en el 4,1%, con un máximo de 5,3% en julio, provocado por el intenso incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas. Desde el pasado verano, cuando el agravamiento de la crisis internacional modificó drásticamente el panorama mundial, la tendencia alcista de los precios de esos productos revirtió rápidamente, dando lugar a un proceso de caídas continuadas en la tasa de inflación, que terminó el año en el 1,4%. En los meses recientes, al abaratamiento de las materias primas se ha unido el impacto del debilitamiento de la demanda, con lo que la tasa de inflación ha bajado adicionalmente, y se prevé que en el promedio de 2009 el deflactor del consumo privado se sitúe en tan solo el 0,2%. En 2010, la tasa de inflación volvería a repuntar, una vez que los fuertes efectos de base registrados en 2009 hayan desaparecido, aunque se estima que se estabilizará en un ritmo bastante moderado, en torno al 1,5%.

En cualquier caso, la acusada debilidad de la demanda interna y, en menor medida, de la actividad económica que se pronostica para el horizonte de proyección contribuirá a corregir algunos de los desequilibrios que la economía española ha acumulado en los últimos años, acercando la tasa de inflación a los registros de la zona del euro, reduciendo la necesidad de financiación de la nación y recortando los ratios de endeudamiento del sector privado, que se han alcanzado después de muchos años de intenso crecimiento del crédito concedido a familias y empresas.

El grado de incertidumbre que acompaña siempre a la elaboración de proyecciones macroeconómicas es, en esta ocasión, excepcionalmente alto. El fuerte deterioro de las perspectivas económicas en los últimos meses, el carácter generalizado de la presente recesión a nivel mundial, la persistencia de la crisis financiera internacional y la respuesta, asimismo, contundente de la política económica suponen el protagonismo simultáneo de potentes fuentes de incertidumbre que afectan a un ejercicio de proyección macroeconómica realizado en un momento como el actual. Una forma habitual de representar esa incertidumbre es calcular los errores de predicción en los que se ha incurrido históricamente y, sobre esa base, mostrar las bandas en torno a las cuales podría encontrarse con una cierta probabilidad la evolución efectiva de cada variable macroeconómica. Este es el enfoque que se ha utilizado para mostrar la incertidumbre que existe en torno a las proyecciones de crecimiento e inflación (véase gráfico 1). Sin embargo, este enfoque, al basarse en errores de predicción históricos, tiende a minusvalorar el grado de incertidumbre actual, que es mucho más elevado que el que ha prevalecido en los últimos años y que se ha tomado como base para calcular esos errores.

La sustancial revisión a la baja que se ha realizado en las proyecciones de crecimiento supone, entre otras cosas, un reconocimiento del hecho de que los riesgos a la baja identificados en los últimos trimestres se han ido materializando. En el nuevo escenario que recogen las proyecciones existen, sin embargo, riesgos de desviación en ambas direcciones: a la baja y al



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20%, 40%, 60%, 80% y 90%, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos. Se debe hacer hincapié en que la incertidumbre actual es considerablemente superior a la histórica.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

alza, encontrándose probablemente equilibrados en el conjunto del período, porque, si bien a corto plazo los peligros de desviación están más sesgados a la baja, a medio plazo puede que prevalezca la probabilidad de que se produzcan desviaciones al alza. De un lado, entre los riesgos bajistas, no puede descartarse que la recesión mundial se haga más profunda, de modo que los mercados de exportación caigan con más intensidad en 2009 y su recuperación en 2010 sea más tenue. Asimismo, la inestabilidad financiera podría prolongarse, especialmente si la propia caída de la actividad tuviera un efecto de retroalimentación, agravando los problemas financieros de las entidades de crédito. La pérdida de valor de la riqueza de las familias, tanto financiera como inmobiliaria, también podría ser más sustancial que la implícita en estas proyecciones, deprimiendo la demanda de los hogares. Pero, por otro lado, entre las posibilidades de desviación al alza hay que subrayar que las proyecciones aquí presentadas son coherentes con un fuerte incremento de la tasa de ahorro de las familias en 2009 y 2010, que, si fuera algo menor, supondría una menor contribución negativa del consumo privado al crecimiento. Además, las medidas extraordinarias adoptadas por los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo podrían también tener un impacto más intenso o más rápido en la recuperación de tasas positivas de crecimiento, en el mundo y también en España, donde la sensibilidad de la carga financiera de las empresas y familias a los tipos de interés es muy elevada.

En el caso de la inflación, los riesgos que rodean estas proyecciones también parecen equilibrados. La debilidad del gasto se ha considerado como un factor determinante en la desaceleración de los precios que habían mostrado una mayor rigidez en el pasado, como los servicios, al tiempo que se supone una cierta moderación de los salarios, de los costes laborales

unitarios y de los márgenes empresariales. Una caída más fuerte o prolongada de la actividad, o un mayor abaratamiento de las materias primas, podrían hacer que esos movimientos fueran algo más intensos, aunque tampoco puede descartarse que la economía española mantenga algunos de los rasgos de rigidez en la formación de precios y costes que ha mostrado en el pasado.

En suma, la economía española ha experimentado a lo largo del último año un ajuste muy severo y la situación económica en 2009 y 2010 se presenta complicada, dentro de un patrón de recesión profunda que previsiblemente dará paso a una reanudación incipiente del crecimiento en la última parte del horizonte de proyección. La superación de la crisis internacional desempeñará un papel fundamental en la modulación de la recuperación. La corrección de los desequilibrios propios inducida por el fuerte ajuste de la demanda y la actividad ayudará a restablecer las condiciones del crecimiento, pero la política económica tiene que desempeñar un papel fundamental para limitar los elevados costes que ya está produciendo ese proceso de ajuste. La fuerte caída del gasto justifica la utilización de políticas de estímulo a la demanda. La política monetaria de la zona del euro ha adquirido un tono abiertamente expansivo, que tendrá importantes efectos estimulantes del gasto, que se harán notar de forma progresiva, conforme se vayan trasladando las bajadas de tipos de interés y los planes de saneamiento del sistema financiero internacional proporcionen elementos de alivio de las tendencias a la contracción del crédito, a lo que también contribuirá el descenso previsto de la inflación. La política presupuestaria también se ha utilizado de modo expansivo en los últimos meses, reforzando el papel ya sustancial que desempeñan los estabilizadores automáticos. Sin embargo, el margen de actuación disponible es limitado, dado el rápido aumento del déficit público que se ha producido como consecuencia de una elevada sensibilidad de los ingresos públicos a algunos rasgos del ciclo de la economía española y del aumento del gasto público que la crisis y las medidas adoptadas para combatirla comportan. En este sentido, hay que tener en cuenta que los elevados déficits presupuestarios que se proyectan para 2009 y 2010, por encima del 8% del PIB en ambos casos, se basan en el supuesto de que no se adoptan medidas discrecionales adicionales a las ya aprobadas. En cualquier caso, el rápido deterioro de las cifras de déficit y de deuda pública es muy ilustrativo de la importancia que reviste la adopción de planes de consolidación presupuestaria que permitan la reconducción de las finanzas públicas a la senda de estabilidad cuando la actividad vuelva a recuperar tasas positivas de crecimiento. En todo caso, más allá del uso de las políticas de demanda, la intensidad de la recuperación y la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía española dependen, sobre todo, de la realización de los ajustes estructurales necesarios que promuevan la mejora de la productividad a largo plazo y el relevo en las inversiones productivas. En particular, dada la evolución tan negativa que se proyecta en el mercado de trabajo, con un aumento de la tasa de paro muy sustancial en 2009 y 2010 en ausencia de medidas, adquiere gran relevancia el avance en las reformas orientadas a contener la intensidad y la persistencia del ajuste del empleo, incorporando mecanismos que incentiven que los ajustes se realicen en mayor medida a través de los salarios y condiciones de empleo, y no mediante la destrucción de puestos de trabajo.

Tras este resumen, en la siguiente sección del informe se hacen explícitos los supuestos externos que subyacen a las proyecciones formuladas. El tercer apartado realiza un diagnóstico detallado de las perspectivas de la economía española, mientras que, en el último, se analizan cuáles son los principales riesgos que gravitan sobre el escenario central descrito.

Los supuestos externos de las proyecciones

Las proyecciones elaboradas por el Banco de España se fundamentan en un conjunto de supuestos sobre la trayectoria de los principales condicionantes exógenos de las variables de actividad, precios y costes de la economía española.

Tasas de variación anual salvo indicación en contrario

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Proyección	
							2009	2010
Entorno internacional								
Producto mundial	4,0	5,3	5,3	4,9	4,7	3,2	-0,6	2,1
Mercados mundiales	5,2	10,8	7,9	9,2	6,5	3,7	-6,5	1,8
Mercados de exportación de España (a)	3,8	8,2	6,5	8,1	6,1	3,4	-4,6	1,2
Precio del petróleo en dólares (nivel)	28,9	38,3	54,4	65,4	72,7	98,0	46,5	50,9
Precios de exportación de los competidores en euros (b)	-5,6	-0,5	3,5	3,1	0,2	2,3	0,7	0,6
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,24	1,24	1,26	1,37	1,47	1,27	1,27
Tipos de interés a corto plazo (EURIBOR a tres meses)	2,3	2,1	2,2	3,1	4,3	4,6	1,7	2,0
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a 10 años)	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,3	4,7

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

(*) Fecha de cierre de las predicciones: 13.3.2009.

a. Ponderados por su participación en las exportaciones de España.

b. Ponderados por su participación en las exportaciones españolas ajustada por el efecto de terceros mercados.

Las proyecciones de los tipos de cambio, tipos de interés y precios del petróleo se basan en la evolución de los respectivos mercados en el momento inmediatamente anterior al de la formulación de las previsiones¹. En el caso del tipo de cambio del euro, el supuesto realizado es que esta variable permanece constante en el valor vigente en el mercado de contado en el período de referencia, lo que se traduce, en términos del tipo de cambio bilateral frente al dólar, en un valor del euro un 14% más depreciado en el promedio de 2009 frente al de 2008 (véase el cuadro 1). La senda de los tipos de interés a corto plazo (medidos por el EURIBOR a tres meses) se obtiene de las expectativas implícitas en los mercados de futuros. De acuerdo con esta información, el tipo de interés a corto plazo se situaría, por término medio, en el 1,7% en 2009, casi 3 pp menos que en 2008, y en el 2% en 2010. Por su parte, la trayectoria de los tipos de interés a largo plazo, aproximada a través de las expectativas de mercado de la evolución del rendimiento de la deuda pública a diez años, es bastante estable, situándose en el 4,3% en 2009 y en el 4,7% en 2010. El precio del petróleo se colocaría en 46 y 51 dólares en el promedio de 2009 y 2010, respectivamente, de acuerdo con las expectativas de los mercados de futuros de esta materia prima en el período de referencia, lo que supone un descenso de más del 50% en 2009 respecto al año previo. En cuanto al precio de la vivienda, se esperan tasas negativas de variación en 2009 y 2010, prolongando el perfil de caídas observado recientemente.

Por lo que se refiere a las condiciones crediticias, se supone que los márgenes sobre los tipos de interés de mercado aplicados a los créditos se mantienen en niveles similares a los observados en el período más reciente y que el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos continúa, aunque a menor ritmo, moderándose progresivamente a lo largo del horizonte de proyección. Con todo, es preciso reconocer las dificultades de incorporar en un ejercicio de proyección los efectos de las restricciones financieras, cuyo impacto en el gasto de los agentes está sometido a una gran incertidumbre.

1. Al objeto de evitar que estas proyecciones se vean distorsionadas por los efectos de la volatilidad de un día concreto, se adoptan valores promedio de un período de referencia algo más largo que la propia fecha de cierre de la información (en concreto, las dos semanas que la preceden). El cálculo de estos supuestos externos está en línea con los procedimientos que se aplican habitualmente en los ejercicios de proyección del Eurosistema.

Por lo que respecta al contexto internacional, la evolución futura de las variables de comercio exterior de la zona del euro se corresponde con la incorporada en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema que se presentan en el Boletín Mensual del BCE de marzo de 2009. En este año, se espera una contracción del producto mundial, ligada, sobre todo, a la debilidad de los países industrializados, mientras que los países emergentes conservarían tasas de expansión positivas, pero muy inferiores a las experimentadas en los últimos años. Esta recesión mundial está conduciendo a un descenso de los mercados de exportación españoles, que disminuirían un 4,6% en 2009, tasa inferior en 10 pp a la estimada hace un año. Para 2010 se espera una recuperación modesta de los mercados exteriores, con un incremento del 1,2%.

Finalmente, debe destacarse que estas previsiones incorporan los efectos de las diversas medidas presupuestarias aprobadas en España en los últimos meses, que afectan a diferentes partidas de los ingresos públicos (como IVA, IRPF o impuesto de sociedades) y del gasto (como inversión pública o prestaciones por desempleo). En cambio, no se han incluido los efectos de las eventuales medidas presupuestarias o de otro tipo que pudieran adoptarse en el futuro.

Perspectivas de la economía española

El crecimiento del PIB se situó en el 1,2% en 2008, 1,2 pp menos que lo previsto en el informe publicado en marzo de ese año, como consecuencia de una evolución más desfavorable de casi todos los componentes de la demanda nacional, salvo el consumo público (véase cuadro 2). Las exportaciones también se comportaron peor de lo proyectado hace un año, aunque el intenso ajuste a la baja que tuvo lugar en las importaciones hizo que la demanda exterior neta presentara una aportación positiva al crecimiento, de 1 pp, más elevada que la prevista.

En el primer semestre de 2008 la actividad todavía mostró tasas de crecimiento intertrimestral positivas, aunque más modestas que las que habían caracterizado la fuerte expansión del producto en los años precedentes. La evolución negativa de la riqueza de las familias, con caídas de las cotizaciones bursátiles y una desaceleración continuada de los precios de la vivienda, y el inicio del proceso de destrucción de empleo y el aumento de la tasa de paro comenzaron a hacer mella en las decisiones de gasto de los hogares, moderando el consumo y deprimiendo la inversión residencial. La inversión en equipo también dio muestras de una mayor atonía, en tanto que las exportaciones presentaron una evolución todavía favorable. En la segunda mitad de 2008, el entorno internacional y financiero sufrió un severo deterioro, en especial, con la agudización de la crisis bancaria en Estados Unidos y la propagación de esas tensiones al resto del mundo. En el caso español, estas tendencias desencadenaron un ajuste más intenso del consumo y de la inversión, al tiempo que la rápida contracción de las principales economías mundiales condujo a una sustancial disminución del comercio y de las exportaciones en los últimos meses del año. Todo ello se reflejó en un descenso de los niveles de confianza hasta mínimos históricos y en una actitud más restrictiva de las entidades en su política de oferta crediticia, y condujo a que la economía española experimentara caídas de la actividad en el segundo semestre. Los efectos de estos desarrollos se observan claramente en las decisiones de gasto de las familias, pues, aunque su renta disponible registró en 2008 un aumento bastante intenso (por encima del 3%), entre otras razones por el impulso fiscal suministrado, el consumo se estancó en los niveles de 2007, de modo que la tasa de ahorro de los hogares se incrementó significativamente.

En 2009 se prevé una continuación de la tendencia recesiva observada en los dos últimos trimestres, de modo que el PIB caería un 3% en el conjunto del año, tasa inferior en 5 pp a la proyectada en marzo de 2008. Esta revisión tan sustancial ofrece una idea del cambio tan

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Proyección	
							2009	2010
PIB	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2	-3,0	-1,0
Consumo privado	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1	-3,1	-0,4
Consumo público	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3	3,5	2,1
Formación bruta de capital fijo	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0	-15,1	-10,3
<i>Inversión en bienes de equipo</i>	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,1	-24,3	-12,6
<i>Inversión en construcción</i>	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,3	-12,9	-11,6
Exportación de bienes y servicios	3,7	4,2	2,5	6,7	4,9	0,7	-8,9	2,9
Importación de bienes y servicios	6,2	9,6	7,7	10,3	6,2	-2,5	-15,1	-2,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,9	4,9	5,3	5,3	4,4	0,1	-5,6	-2,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	1,0	2,5	1,4
Deflactor del consumo privado	3,1	3,6	3,4	3,4	3,2	3,8	0,2	1,5
Costes laborales unitarios	2,9	2,4	3,3	3,2	2,9	3,4	0,8	1,5
Remuneración por asalariado	3,6	3,0	3,7	3,9	3,7	5,3	3,1	2,7
Productividad aparente del trabajo	0,7	0,6	0,4	0,7	0,8	1,8	2,3	1,2
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,6	-5,2	-2,1
Tasa de paro (% de la población activa)	11,1	10,6	9,2	8,5	8,3	11,3	17,1	19,4
Tasa de ahorro de los hogares e ISFLSH	12,0	11,3	11,3	11,2	10,2	12,9	16,2	16,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1	-5,3	-4,4
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	-3,8	-8,3	-8,7

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística (INE).

(*) Fecha de cierre de las predicciones: 13.3.2009.

Último dato publicado de la CNTR: IV trimestre de 2008.

brusco que ha tenido lugar en las economías mundial y española en el último año. Aunque el comienzo de las turbulencias financieras data del verano de 2007, a comienzos de 2008 las perspectivas existentes apuntaban a una gradual absorción de los efectos de esas tensiones, con un impacto limitado en las economías. Sin embargo, los acontecimientos de los últimos meses han dado lugar a una nueva fase del período de inestabilidad, que se ha convertido en una severa crisis bancaria y financiera, que ha conducido a la economía mundial a una recesión generalizada. En España, estos efectos se han superpuesto al ajuste que ya estaba experimentando la economía, especialmente en el sector inmobiliario, agudizando la contracción en las variables macroeconómicas que ya habían comenzado a moderarse y extendiendo la caída a otras más sensibles a las condiciones financieras y a la situación de la economía mundial. El abrupto cambio en las proyecciones económicas en el último año en España y en otras áreas del mundo se describe con detalle en el recuadro 1.

La caída del PIB en 2009 se basa en el descenso de todos los componentes de la demanda nacional, salvo el consumo público, con un impacto en el crecimiento que solo amortiguaría parcialmente la mejora de la contribución del sector exterior al producto, debido al fuerte ajuste en el nivel de importaciones, que compensaría el efecto negativo de la sustancial caída del comercio mundial sobre las ventas al exterior (véase gráfico 2). El consumo privado disminuirá un 3% en 2009, pese al ligero incremento que se proyecta en la renta disponible en términos reales. Este aumento se basa en el mantenimiento de una contribución positiva de las Administraciones Públicas a la renta de los agentes a través de mayores prestaciones y menores impuestos; en unos menores pagos netos por intereses, debido a la bajada de los tipos de interés a corto plazo; y en la disminución de la inflación, que se situará en torno al 0,2% en el promedio del año, lo que contribuiría favorablemente al mantenimiento del poder adquisitivo de las rentas. En este contexto, la caída del consu-

Las proyecciones macroeconómicas realizadas a lo largo del último año para las distintas economías del mundo han sufrido continuas y sustanciales revisiones a la baja, que han ido acompañando el proceso de agudización de la crisis financiera y de extensión de la recesión a diferentes áreas y mercados. El *Informe de proyecciones de la economía española* publicado por el Banco de España el 1 de abril de 2008 también anticipaba una expansión del PIB en el pasado ejercicio que era notablemente superior a la que se produjo finalmente, conteniendo, asimismo, una proyección mucho más favorable para 2009. En concreto, frente a la expansión del producto del 2,4% prevista para 2008, el año se cerró finalmente con una tasa de crecimiento del 1,2%, según las estimaciones más recientes del INE. Para el presente ejercicio, el ritmo de avance proyectado hace un año era del 2,1%, 5 pp más alto que el previsto ahora. La elevada magnitud de esta revisión ilustra el considerable empeoramiento de las perspectivas de la economía española en el lapso de tiempo transcurrido desde la publicación del anterior *Informe de proyecciones*.

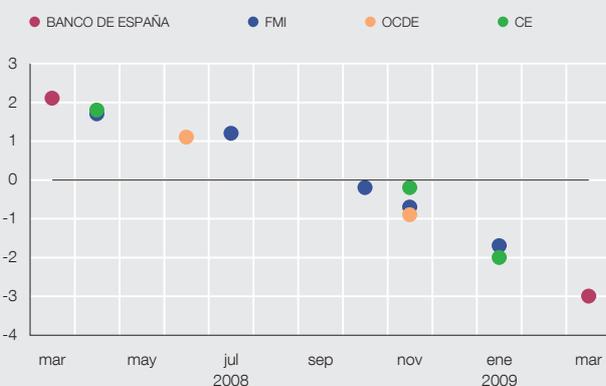
Este deterioro se pone de manifiesto también en las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento del PIB en España en 2009 realizadas por las principales instituciones internacionales. En el gráfico de la izquierda se recogen las previsiones sobre esta variable formuladas en el último año por la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y la OCDE para el año 2009, junto con las propias proyecciones del Banco de España de marzo de 2008 y marzo de 2009. El cambio en las perspectivas desde marzo del año pasado ha venido determinado crucialmente por los efectos negativos sobre la confianza de los agentes económicos y sobre sus posibilidades de financiar sus decisiones

de gasto derivados de la persistencia de la crisis financiera internacional, además de por el impacto de esta en la economía mundial. El deterioro de esas perspectivas se intensificó tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, lo que explica que, aunque las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento de la economía española han sido continuadas a lo largo de los últimos doce meses, se hayan hecho más pronunciadas a partir de octubre.

Pero, además, como se comentó al principio, los efectos de la crisis financiera y económica han sido un fenómeno global, que ha afectado muy intensamente a todas las economías mundiales, de modo que, de forma análoga a lo ocurrido en España, todas ellas han experimentado sustanciales revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del producto formuladas por las distintas instituciones. A modo de ejemplo, en el gráfico de la derecha se comparan las proyecciones del crecimiento del PIB de España en 2009 en el presente Informe y en el publicado hace un año con las previsiones en períodos similares para la UEM y Estados Unidos incluidas en el *Consensus Forecasts*, publicación que recoge periódicamente las previsiones de diversas instituciones y analistas sobre la economía mundial. Como puede apreciarse, la revisión a la baja realizada por el Banco de España en la tasa de crecimiento de 2009 no es muy distinta de los cambios en las previsiones elaboradas por la media de los analistas tanto para la UEM como para Estados Unidos en el último año. La elevada intensidad de estas revisiones en las proyecciones de crecimiento en 2009 realizadas por las diversas instituciones para las distintas economías pone de relieve la magnitud inusualmente elevada de la perturbación sufrida por la actividad mundial en el curso de 2008.

CRECIMIENTO DEL PIB EN 2009

Previsiones para España de distintas instituciones (a)

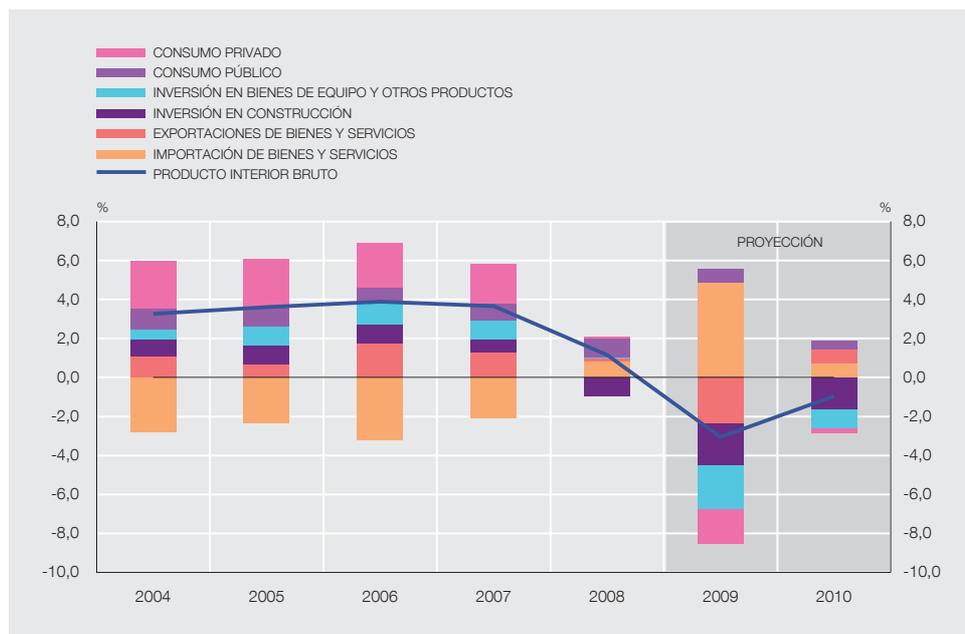


Previsiones realizadas para las distintas áreas geográficas



FUENTES: Banco de España, FMI, OCDE y Comisión Europea.

a. El eje de abscisas señala el momento en que se formuló cada previsión.



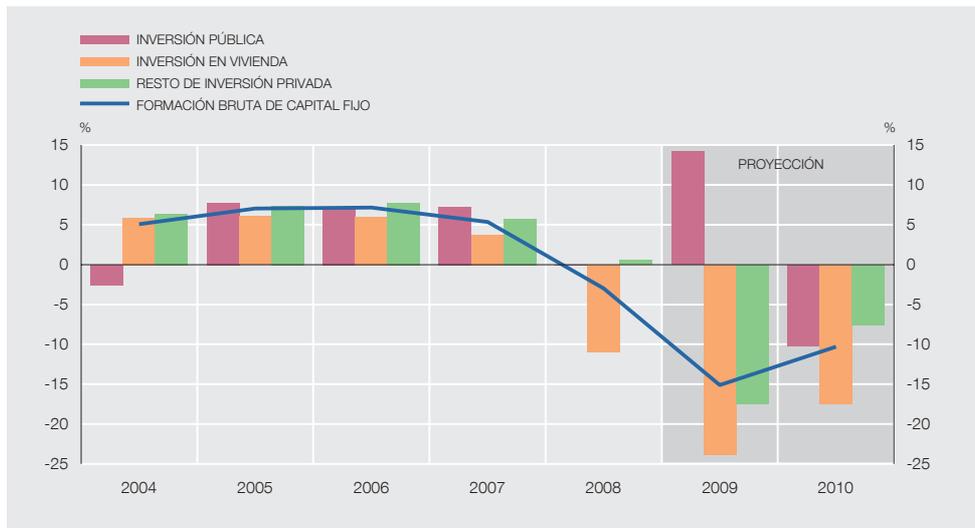
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

mo en 2009 se refleja, como ya lo hizo el año pasado, en un pronunciado aumento de la tasa de ahorro de las familias, hasta situarse por encima del 16%; esto es un síntoma del elevado grado de incertidumbre que rodea a las decisiones de estos agentes, de la pérdida de valor de su riqueza, de la necesidad de reducir el endeudamiento acumulado en los últimos años y, en suma, de la precaución con que los hogares afrontarían sus decisiones de gasto en el futuro próximo.

La inversión residencial también experimentará un descenso sustancial en 2009, con una caída superior al 20%, en la medida en que la oferta se está ajustando rápidamente a la disminución de la demanda y al exceso de capacidad existente en el sector (véase gráfico 3). La inversión total en construcción —que comprende, además de la inversión residencial, la realizada por las empresas y la obra civil— descenderá en menor magnitud, debido al efecto positivo del Fondo Estatal de Inversión Local que se pondrá en marcha en el segundo trimestre del presente año. De acuerdo con nuestras estimaciones, ese plan podría tener un efecto positivo de 0,3 pp de crecimiento del PIB en el promedio de 2009 y 2010. La contracción más acusada se registraría en la inversión en bienes de equipo, pues la disminución de la demanda nacional y externa, y la gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas, deprimirán la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión.

Para 2010 se estima que la actividad siga cayendo, aunque a un ritmo más modesto, del 1%. Esta proyección —que supone que el mínimo cíclico se situaría en 2009— se fundamenta en la recuperación esperada del entorno exterior, con un crecimiento mundial algo por encima del 2%, y en la gradual absorción de los efectos más intensos de la crisis financiera. En realidad, buena parte de la caída del producto proyectada para 2010 obedece al arrastre que suponen las tasas negativas del presente ejercicio, pues se estima que en la segunda mitad del año próximo la actividad se estabilizaría e, incluso, podría empezar a crecer de nuevo. La demanda nacional seguiría contrayéndose en ese año, aunque a un ritmo menor, mientras que las exportaciones repuntarían al abrigo de la recuperación del comercio mundial. La demanda



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: IV trimestre de 2008.

exterior neta continuaría realizando una aportación positiva al crecimiento del PIB, aunque inferior a la de 2009.

La caída de la actividad conducirá a una disminución significativa del empleo, que descendería un 5,2% en 2009 y un 2,1% en 2010, con lo que la tasa de paro se situaría en el 17% en 2009 y por encima del 19% el próximo año, si no se toman medidas. La tendencia al aumento de la productividad aparente del trabajo que se inició en 2008, y que se encuentra ligada al rápido ajuste de la mano de obra, especialmente en la rama de construcción, se prevé que continúe en 2009, hasta alcanzar un 2,3% (frente al 1,8% de 2008), pero se moderaría hasta el 1,2% en 2010, una vez que el grueso de la destrucción de puestos de trabajo en la construcción ya se hubiera producido. Por otro lado, se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado del total de la economía descenderá significativamente en 2009, como consecuencia, sobre todo, del menor impacto de las cláusulas de salvaguarda, causado por las bajas tasas de inflación observadas a finales de 2008, aunque se situaría aún en tasas relativamente elevadas, en torno al 3%, poco coherentes con la caída de la actividad y con el estancamiento de los precios de consumo. En 2010 se proyecta un descenso adicional en el incremento de la compensación por empleado, hasta el 2,7%, que es señal de un impacto modesto de la debilidad del producto en las negociaciones salariales. En cualquier caso, también hay que resaltar que, dentro de la compensación por empleado, se estima que la evolución de los salarios de los trabajadores del sector privado puede mostrar mayor sensibilidad a las condiciones cíclicas que la remuneración del empleo público.

La sustancial disminución de la inflación prevista para 2009, medida a través del deflactor del consumo privado (hasta el 0,2%, frente al 3,8% de 2008), se debe, sobre todo, a la fuerte caída de los precios del petróleo y de otras materias primas en los últimos meses, que contrasta con la escalada que experimentaron esos precios hasta el verano del pasado año. Pero también refleja, en parte, la moderación de los precios provocada por la debilidad de la demanda, que se observa en la disminución de las tasas interanuales de los precios de los servicios y de los bienes industriales. Para 2010, los efectos de base de los precios del petróleo y de otras materias primas desaparecerán, lo que supondrá un repunte de las tasas interanua-

les de inflación, aunque la atonía de la demanda debería favorecer que el crecimiento del deflactor del consumo privado se mantuviera en niveles moderados, en torno al 1,5%.

Este escenario recesivo supondrá la disminución de algunos desequilibrios que la economía española había venido acumulando a lo largo de su larga fase de expansión previa. En particular, la contracción del gasto privado en 2009 y 2010 va a conducir a una reducción del endeudamiento del sector, así como a una menor necesidad de financiación de la nación. Esta podría descender en casi 4 pp del PIB en 2009 y en otro punto porcentual adicional en 2010, pasando de estar situada por encima del 9% del PIB en 2008 a un registro del 4,4% del PIB en 2010. El déficit de bienes y servicios se vería recortado sustancialmente en estos dos años, con lo que el grueso de la necesidad de financiación al final del horizonte de proyección vendría determinado por los pagos netos por intereses (las denominadas *rentas de inversión*), que responden a la intensa acumulación de pasivos netos frente al exterior derivada de los elevados déficits registrados durante los últimos años.

Desde el punto de vista del endeudamiento neto de los sectores, la mejora de la necesidad de financiación de la nación sería el resultado del ajuste en el gasto de familias y empresas no financieras, mientras que se estima que el déficit público aumentará notablemente. Durante los últimos trimestres, la financiación captada por las familias y las empresas ha mostrado una pauta de fuerte desaceleración, proceso que en el caso de las sociedades ha sido más intenso en los sectores de la construcción y de la promoción inmobiliaria, mientras que el crédito a las compañías manufactureras y de servicios todavía avanzaba con un cierto dinamismo a finales de 2008. Esta evolución ha venido motivada en gran medida por factores cíclicos que han incidido tanto sobre la demanda como sobre la oferta de fondos, aunque también han influido otros elementos más directamente ligados a la crisis financiera internacional, como las mayores dificultades de obtención de recursos en los mercados internacionales adonde acudían las entidades españolas para financiar una parte de su actividad o las presiones del mercado para aumentar los ratios de capital.

La necesidad de ajustar el nivel de endeudamiento de las familias y las empresas, junto con la debilidad macroeconómica que se proyecta para los dos próximos años, sugieren que el ritmo de crecimiento de la financiación captada por estos sectores puede continuar reduciéndose. Esta pauta llevaría a un cierto descenso en los ratios de endeudamiento agregadas, lo que, junto con el recorte que se anticipa en el coste medio de la deuda viva, haría retroceder la carga financiera asociada, afectando positivamente a la renta disponible de estos agentes. Este proceso ayudará a sanear la situación patrimonial de los hogares y las sociedades, permitiendo una expansión del gasto a medio plazo sobre bases más robustas. No obstante, estos desarrollos podrían ser compatibles con un aumento del grado de presión financiera sobre determinados segmentos, y, en especial, sobre aquellos con un mayor volumen de recursos ajenos y más afectados por la recesión económica. Por otra parte, el patrimonio neto de los hogares, que se habría reducido durante el pasado ejercicio como consecuencia del curso desfavorable del valor de los activos financieros e inmobiliarios, podría continuar cayendo, a la luz del supuesto de caída del precio de la vivienda incorporado en las proyecciones macroeconómicas, generando un efecto riqueza negativo sobre el consumo y la inversión en inmuebles.

Las Administraciones Públicas cerraron el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, lo que supone un deterioro de 6 pp respecto al año anterior, sustancialmente superior al inicialmente previsto. La magnitud de ese incremento da idea del fuerte impacto que ha tenido la recesión en las cuentas públicas a través del funcionamiento de los estabilizadores automáticos, aunque también es consecuencia de las diversas medidas discrecionales adoptadas para amor-

tiguar los efectos de la crisis sobre la demanda y de la brusca disminución de los ingresos que tenían un componente transitorio sustancial, vinculados, sobre todo, al auge inmobiliario. En 2009 se proyecta, de nuevo, un aumento del déficit significativo, hasta situarse por encima del 8% del PIB, que se debe al adverso contexto macroeconómico y a las medidas de carácter expansivo aprobadas hasta el momento. El incremento del déficit sería fruto, sobre todo, de la ampliación del gasto público en porcentaje del PIB, al aumentar los fondos dedicados a prestaciones por desempleo, inversión y consumo público, en un contexto de disminución del PIB en términos nominales. Los indicadores de impulso fiscal —que tratan de caracterizar la situación de la política presupuestaria en relación con la posición cíclica de la economía— apuntan a una orientación expansiva en 2009. El déficit se incrementaría adicionalmente en 2010. Finalmente, la ratio de deuda pública se situaría cercana al 50% en 2009 y al 60% en 2010. Debe recordarse que este deterioro tan sustancial de las finanzas públicas se basa en el supuesto de que no se adoptan nuevas medidas expansivas, lo que subraya el escaso margen de maniobra disponible para seguir utilizando la política presupuestaria como instrumento para impulsar la demanda y la importancia de los planes de consolidación para retomar la senda de estabilidad a medio plazo.

Riesgos en las previsiones

Las proyecciones presentadas describen una caída intensa del PIB en 2009 y, algo menos, en 2010, basada en una contracción de la demanda nacional que solo es amortiguada por la mejora de la contribución de la demanda externa al crecimiento económico. El año 2008 marcó con claridad la entrada de la economía española en una fase de ajuste, que, en un contexto financiero e internacional crítico, ha desembocado en una recesión severa. Se prevé que a lo largo de 2009 los agentes sigan revisando a la baja sus decisiones de gasto de consumo e inversión, y que la tasa de avance de su endeudamiento continúe moderándose, con lo que la demanda nacional disminuirá a un ritmo intenso, superior al 5%. El fuerte ajuste ya incorporado en 2009 y las ambiciosas medidas de política económica de estímulo a la demanda adoptadas nacional e internacionalmente permitirían proyectar una recuperación muy tenue en 2010, aunque en el conjunto del año la tasa de crecimiento sería todavía negativa.

Como se comentó en el primer apartado, la materialización efectiva de estas proyecciones está sometida a un grado de incertidumbre excepcionalmente alto. En el caso de la actividad, muchos de los riesgos identificados en el pasado se han materializado, de modo que se han incorporado al escenario central de las proyecciones. Hacia el futuro, los riesgos que rodean el actual ejercicio están posiblemente más equilibrados que en el pasado, con un predominio de los riesgos a la baja en los plazos más inmediatos y una probabilidad mayor de desviaciones al alza al final del período de proyección. No cabe duda de que la actividad económica mundial —tanto en los países industrializados como en los emergentes— puede resentirse todavía en mayor medida que lo actualmente anticipado de la crisis financiera internacional. También la propia crisis económica podría tener un efecto de retroalimentación de los problemas financieros, deteriorando la capacidad de las entidades de crédito para intermediar los flujos financieros y contribuir a la salida de la recesión. Tampoco podría descartarse una mayor contracción del gasto de las familias y empresas a la vista del empeoramiento de su situación patrimonial, del deterioro de la confianza y de las malas perspectivas económicas. Pero, al mismo tiempo, el estímulo proporcionado por las políticas presupuestaria y monetaria a nivel global podría conducir a una salida más rápida e intensa de la actual recesión, aunque, probablemente, ya en 2010. Asimismo, las diversas medidas adoptadas para apoyar a los sistemas financieros podrían aliviar algunas de las restricciones financieras presentes en los últimos trimestres. En el caso español, además, el saneamiento de los balances de familias y empresas podría colocar a estos agentes en una situación mejor en 2010 para emprender nuevas decisiones de gasto, aunque para ello resulta decisivo que el panorama actual de pesimismo se despeje. Un esfuerzo más decidido por parte de las autoridades para llevar a cabo refor-

mas estructurales que mejoren la regulación de los mercados e incentiven la productividad y competitividad de la economía sería también de gran ayuda para mejorar la confianza.

Por lo que se refiere a la inflación, los riesgos resultan también equilibrados. Es obvio que las proyecciones a corto y medio plazo dependen estrechamente de la evolución de los mercados de petróleo y de materias primas, que han mostrado una gran volatilidad en los últimos años. Estas proyecciones descansan en unos precios del petróleo que aumentan ligeramente en el horizonte de proyección, de acuerdo con los mercados de futuros, pero es evidente que la mayor o menor atonía en el desenvolvimiento de la actividad económica mundial podría modificar ese supuesto. Las proyecciones también incorporan un cierto efecto moderador de la debilidad del gasto sobre el proceso de fijación de precios, en línea con la mayor sensibilidad que están mostrando los precios de consumo en los últimos meses al tono más frágil de la demanda. Igualmente, una caída de la actividad más intensa o prolongada podría fortalecer esa presión bajista sobre los precios, aunque algunas rigideces presentes en la economía española, manifestadas en una escasa sensibilidad de los salarios a la evolución de la productividad y del ciclo, y en un insuficiente grado de competencia en algunos sectores, como los servicios, podrían entorpecer esa transmisión del descenso de la demanda a los precios.

20.3.2009.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS. CUARTO TRIMESTRE DE 2008
Y AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO

Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio

Rasgos básicos¹

La información recogida por la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el cuarto trimestre de 2008 constituye un primer avance de la evolución que experimentó en el conjunto del año el agregado de sociedades no financieras incluidas en la muestra. Este avance se completará, en noviembre de 2009, con los datos de las empresas que informan anualmente y constituyen la denominada Central de Balances Anual (CBA). La información trimestral facilitada por las empresas no financieras colaboradoras ha puesto de manifiesto la existencia de una progresiva desaceleración en la actividad productiva a medida que avanzaba el año 2008, hasta alcanzar una tasa negativa en el conjunto del ejercicio. Así, el valor añadido bruto (VAB), que en la primera mitad del año reflejaba incrementos moderados de la actividad, registró reducciones tanto en el tercer como, especialmente, en el último trimestre de 2008. Para el conjunto del año, el VAB disminuyó el -1,8%, lo que constituye un mínimo en la serie histórica mantenida por la CBT, desde su inicio, en 1994. Esta negativa evolución, que ha afectado prácticamente a todos los sectores de la muestra (con excepción del de la energía, por las razones que se comentan más adelante), ha tenido una especial incidencia en las empresas encuadradas en los sectores de industria y comercio, y es el reflejo de la pérdida de vigor en 2008 en el consumo y la inversión, que también se ha reflejado en otras fuentes de información alternativas.

La caída en la actividad productiva ha venido acompañada por una ralentización en el crecimiento de los gastos de personal, que aumentaron un 3,9% en 2008, ocho décimas por debajo de lo que lo habían hecho en 2007. Esta desaceleración fue consecuencia de la moderación con la que crecieron las remuneraciones medias, principalmente por el impacto que sobre esta variable ha tenido la disminución de las retribuciones variables en las grandes empresas de la muestra, y de la atenuación de los procesos de creación de empleo (para el conjunto del año, la tasa pasó del 0,7% de 2007 al 0,4% de 2008). Las empresas de la CBT, en línea con lo ocurrido en la actividad productiva, mostraron una desaceleración del ritmo de creación de puestos de trabajo, lo que se hizo más patente a medida que avanzaba el año 2008, hasta llegar a registrar, para el cuarto trimestre, una tasa de variación negativa (-1,4%) en el total de la muestra. A pesar de la mayor moderación con la que crecieron los gastos de personal, la contracción experimentada por la actividad productiva se transmitió al resultado económico bruto (REB), que registró una tasa de variación negativa, -5,9% para 2008, muy por debajo del 5,6% que había aumentado el año anterior. Este comportamiento fue mucho más acentuado en las empresas industriales (el REB cayó un 24,3% en estas empresas, frente al aumento del 12,9% de 2007) y en las de comercio (en las que el REB se redujo en un 17,5%); las de energía, por su parte, en consonancia con la evolución de su actividad, fueron las únicas en las que aumentó el excedente en 2008.

Por otro lado, tanto los gastos como los ingresos financieros experimentaron un crecimiento menos intenso que en 2007, especialmente en el caso de los ingresos, que aumentaron el 2,3% en 2008, frente al 34,6% de 2007; esta notable reducción se debió a la menor entrada de dividendos provenientes de filiales extranjeras, partida que tuvo una evolución excepcionalmente positiva en 2007, difícil de sostener en las condiciones actuales de la economía internacional. Los gastos financieros, por su parte, crecieron en 2008 un 18,9%, frente al 37,5% que aumentaron el ejercicio precedente.

1. La información que sirve de base para la elaboración de este artículo es la remitida por las 737 empresas que, por término medio, han colaborado enviando sus datos a la Central de Balances, hasta el 18 de marzo de 2009. El VAB generado por este agregado de empresas representa el 12% en comparación con el del total de sociedades no financieras para este mismo período.

Como consecuencia de la evolución conjunta del resultado bruto de explotación y de los gastos e ingresos financieros, el resultado ordinario neto (RON) registró una contracción del -15,4% en el año y las ratios que miden la rentabilidad empresarial presentaron en 2008 una reducción significativa de su nivel. Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó en el 7,9%, casi un punto menos que el valor alcanzado por esta misma ratio en 2007, y la de los recursos propios descendió hasta el 10,7%, algo más de dos puntos por debajo del 12,9% del año anterior. La reducción de los niveles de rentabilidad empresarial afectó a todos los sectores de actividad que se analizan en los cuadros anejos; la comparación de los niveles actuales de rentabilidad con las referencias históricas disponibles en las series de CBT determina valores mínimos en las empresas industriales y las de comercio, frente a las de energía y transporte y comunicaciones, que mantienen rentabilidades en la media de la serie histórica. Por otro lado, la ratio que mide el coste financiero se situó en el conjunto del año en el 4,9%, casi medio punto por encima del valor alcanzado el año anterior. La disminución de la ratio de rentabilidad y el aumento de la que mide el coste financiero llevaron a que el diferencial entre ambas continuara reduciéndose, como ya había sucedido en trimestres anteriores, hasta situarse en el 3. Esta reducción ha sido especialmente intensa en las empresas industriales y de comercio.

Finalmente, los resultados extraordinarios presentaron en 2008 significativas reducciones, en comparación con los muy elevados niveles que alcanzaron un año antes. Esta caída se produjo tanto en los ingresos y gastos extraordinarios (-61,9%), como en las restantes rúbricas de carácter extraordinario (provisiones de cartera, fundamentalmente) (-43,8%). Conviene tener en cuenta que en el cuarto trimestre de 2008 se han registrado minusvalías en algunas inversiones financieras, que, por su elevado importe, han llegado a absorber las plusvalías que se habían producido en la primera mitad de 2008 en operaciones de ventas de activos vinculados a operaciones corporativas del sector eléctrico, comentadas en artículos anteriores. Como consecuencia de todo ello, el beneficio final presentó una evolución negativa, similar a la que reflejan los excedentes ordinarios, e incluso algo más intensa. De esta forma, los beneficios empresariales disminuyeron a una tasa del -24% en 2008, que contrasta fuertemente con el crecimiento del 12% del año 2007. Esta evolución también se refleja en la relación entre el resultado neto y el VAB, que disminuyó desde el 37,9% que suponía en 2007, hasta el 29,3% en 2008, si bien mantiene aún niveles relativamente elevados.

En resumen, los datos de las empresas colaboradoras de la CBT reflejan durante 2008 un progresivo deterioro de su actividad productiva, que ha llevado a que todos sus excedentes reflejen fuertes contracciones, especialmente en los últimos meses del año. Los procesos de creación de empleo, aunque en media anual se mantuvieron en valores positivos, también fueron perdiendo vigor a medida que avanzaba el año, hasta llegar a registrar, en el cuarto trimestre de 2008, destrucción de empleo en prácticamente todos los sectores de la muestra. Esta evolución ha venido acompañada de incrementos moderados en las remuneraciones medias, relacionados con el descenso de las retribuciones de carácter variable, ligadas a los resultados empresariales. Por su parte, los gastos financieros continuaron ganando peso relativo en las cuentas de resultados de las empresas, mientras que los ingresos financieros no pudieron mantener el ritmo de extraordinario crecimiento de períodos anteriores. Todo ello ha llevado a las empresas no financieras a experimentar en 2008 caídas drásticas en sus excedentes ordinarios, afectando a sus niveles de rentabilidad y a los resultados netos, si bien, dados los niveles de los que se partía, en 2008 se mantienen aún relativamente elevados.

Actividad

Según la información recopilada por las empresas que forman la muestra CBT, durante 2008 la actividad empresarial experimentó un progresivo deterioro, que se concretó en una reducción del VAB de -1,8%, frente al 5,2% que había crecido el año anterior (véanse cuadro 1 y

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

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2006	2007	I a IV 06/ I a IV 05	I a IV 07/ I a IV 06	I a IV 08/ I a IV 07
BASES						
Número de empresas	2007	9.255	8.165	829	846	737
Cobertura total nacional		33,5%	30,5%	14,5%	14,4%	12,0%
CUENTA DE RESULTADOS						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	9,6	7,7	10,3	5,8	3,4
<i>De ella:</i>						
— <i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	137,7	9,7	5,6	9,8	4,0	4,1
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	69,0	10,3	8,5	12,2	6,1	5,9
<i>De ellos:</i>						
— <i>Compras netas</i>	40,6	12,4	7,8	14,2	3,5	5,6
— <i>Otros gastos de explotación</i>	28,3	7,7	8,6	5,7	7,8	4,9
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	31,0	8,0	5,8	6,8	5,2	-1,8
3. Gastos de personal	16,1	6,9	6,3	5,3	4,7	3,9
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	14,9	9,3	5,3	7,9	5,6	-5,9
4. Ingresos financieros	4,2	17,6	31,3	13,4	34,6	2,3
5. Gastos financieros	4,1	34,4	39,2	39,6	37,5	18,9
6. Amortizaciones y provisiones de explotación	5,5	9,5	-0,3	2,0	0,1	0,2
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,6	5,3	6,8	4,9	9,5	-15,4
7. Ingresos y gastos extraordinarios	4,5	(b)	70,1	(b)	79,5	-61,9
8. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)	5,8	46,3	43,0	91,7	60,0	-43,8
S.4. RESULTADO NETO [S.3 + 7 – 8]	8,2	18,4	9,2	10,2	12,0	-24,0
RESULTADO NETO / VAB (S.4 / S.1)		24,9	26,4	35,7	37,9	29,3
RENTABILIDADES						
	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3+5.1)/AN	9,0	8,9	9,3	8,8	7,9
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	4,0	4,8	3,9	4,5	4,9
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	13,2	12,5	14,2	12,9	10,7
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1–R.2	4,9	4,1	5,4	4,3	3,0

FUENTE: Banco de España.

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

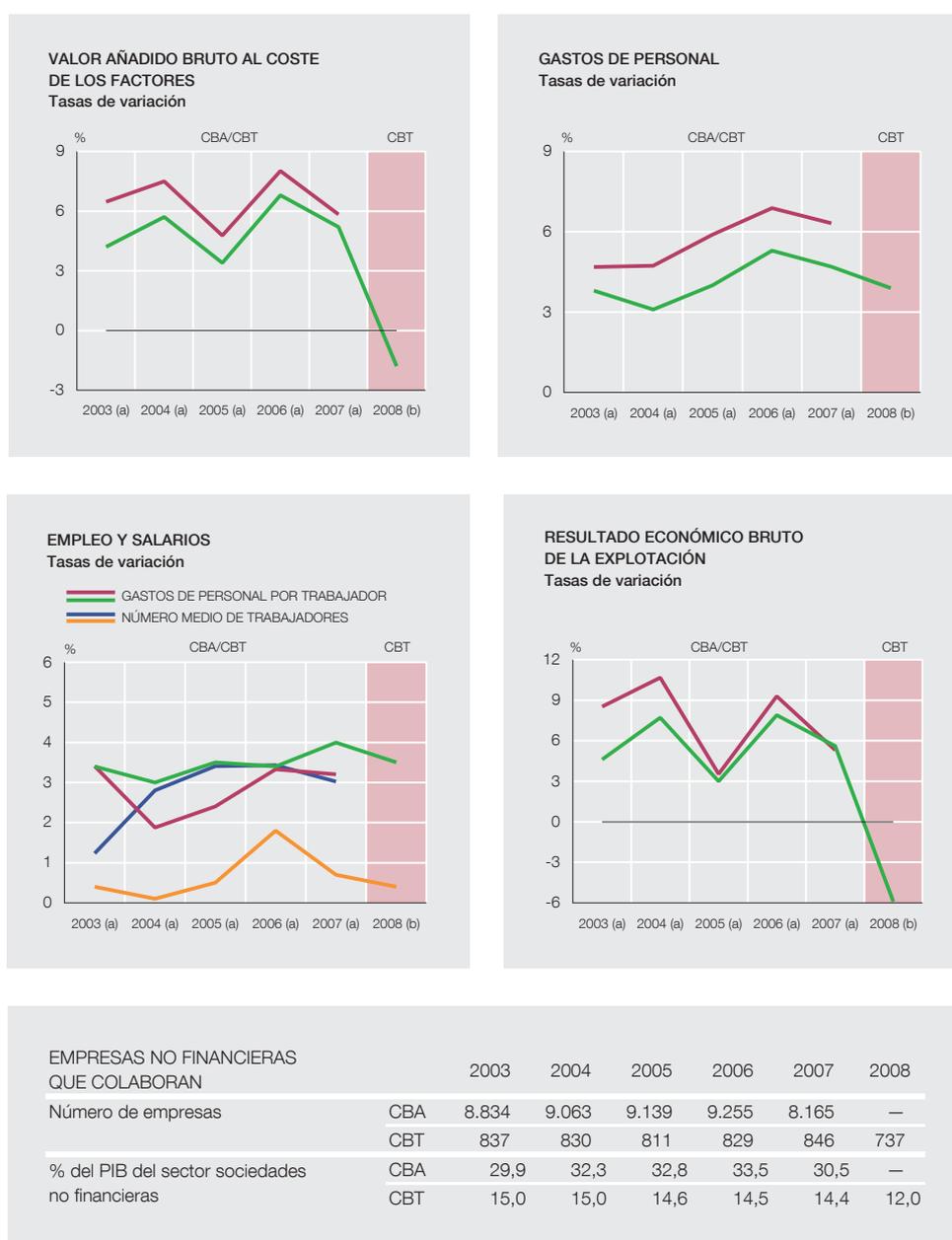
b. Tasa no significativa o que no se puede calcular porque los valores que la forman tienen distinto signo.

c. Los conceptos de las fórmulas están expresados en valores absolutos. AN = Activo Neto de recursos ajenos sin coste; RP = Recursos Propios; RAC = Recursos Ajenos con Coste; AN = RP + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de las ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no las comisiones y descuentos (5.2).

Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 8 se han depurado de movimientos contables internos.

gráfico 1). La evolución negativa de la actividad se fue haciendo más patente a medida que avanzaba el año; frente a un primer semestre en el que aún se registraban aumentos moderados del VAB, en la segunda mitad de 2008, y especialmente en su último trimestre, el VAB reflejó reducciones más intensas y generalizadas.

Descendiendo a un análisis más detallado por sectores (véase cuadro 2.A), se observa que la contracción de la actividad afectó a prácticamente todos los agregados, con la excepción del de energía, único en el que el VAB se mantuvo en tasas positivas. En sentido contrario, el sector industrial fue el que experimentó mayores reducciones de VAB en 2008, con una caída del -10,5% para el conjunto del año, dato que contrasta fuertemente con el crecimiento del 7,3% registrado un año antes. Esta negativa evolución se explica por el fuerte impacto que sobre las empresas de este agregado ha tenido el ajuste en la inversión en bienes de equipo y la pérdida de dinamismo que han sufrido las actividades industriales relacionadas con el sector de la construcción y del automóvil. Por su parte, el sector de comercio y repa-

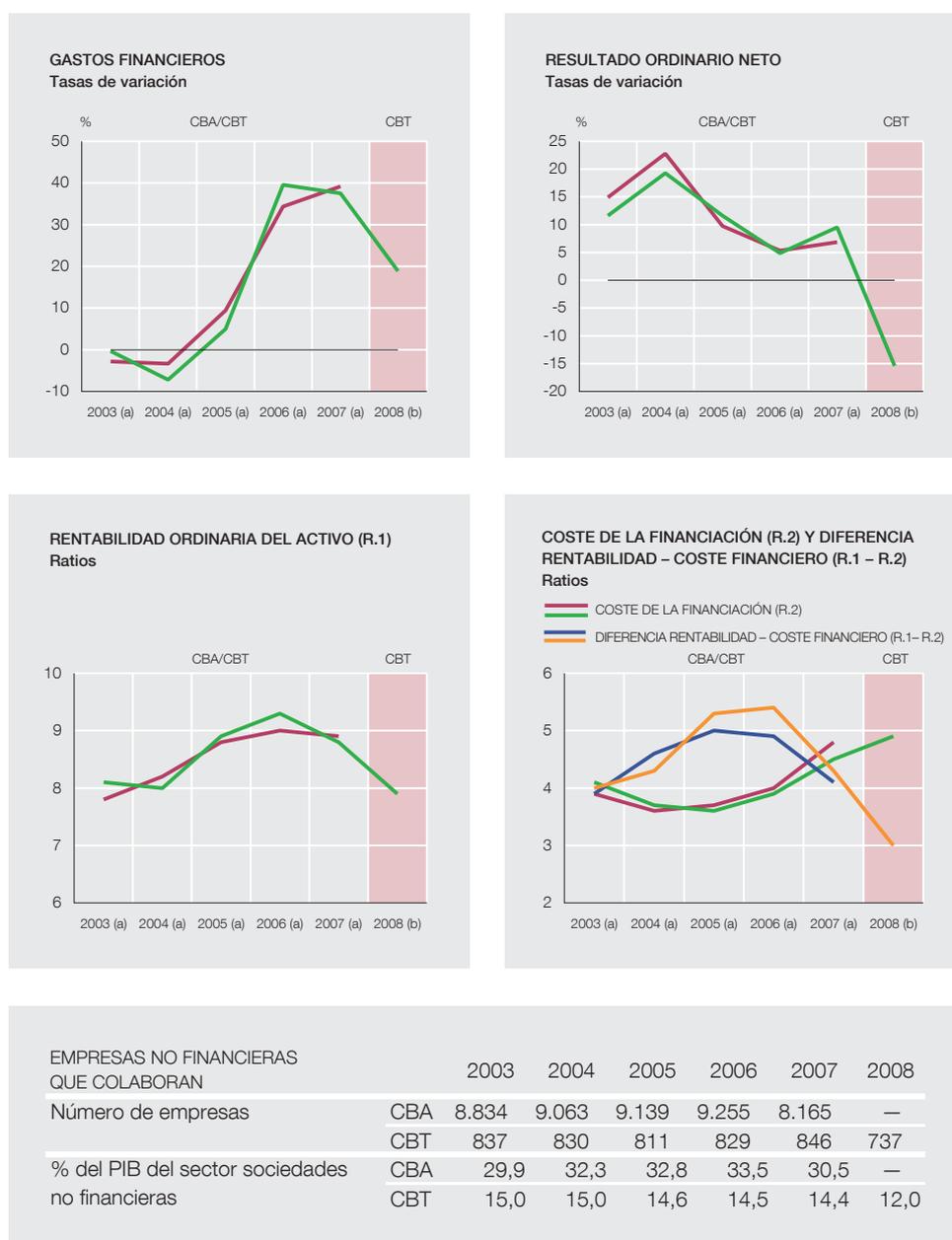


FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2003, 2004, 2005, 2006 y 2007 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los cuatro trimestres de 2008 sobre igual período de 2007.

ración también tuvo una sustancial reducción del VAB, pasando de crecer el 2,7% en 2007 a caer un -4%, fenómeno que se da por vez primera en la serie histórica de CBT disponible y que es consecuencia, en este caso, de la intensa desaceleración del consumo en 2008. El VAB de las empresas encuadradas en el sector de transporte y comunicaciones también evolucionó de forma negativa, con tasas del -1,3%, por debajo de las registradas un año antes (+5,8%). Este comportamiento se explica principalmente, además de por el deterioro del consumo, por el impacto negativo que han tenido los elevados precios de los carburantes a lo largo de 2008 sobre los costes de las empresas de transporte. Finalmente, el sector de la energía destaca por ser el único que, como ya se ha comentado, mantuvo en 2008 un



FUENTE: Banco de España.

a. Datos de 2003, 2004, 2005, 2006 y 2007 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b. Media de los cuatro trimestres de 2008 sobre igual período de 2007.

comportamiento expansivo del VAB, con un incremento del 4,3%, tasa superior a la registrada en 2007 (2,4%). Este aumento se debe, en primer lugar, a una evolución menos negativa en 2008 que en 2007 de las empresas del sector de refino; estas empresas, afectadas por la volatilidad de los precios del crudo, han tenido en el conjunto de 2008 una reducción de su VAB del -9,3% (exclusivamente por la fuerte caída de precios del último trimestre del año) (véase gráfico 2), registrando una caída menos intensa que la de un año antes (-17,5%). El segundo factor que ha contribuido a la expansión de la actividad de las empresas energéticas se encuentra en el subsector de energía eléctrica, gas y agua (el otro gran agregado que compone el sector de la energía), que tuvo en 2008 un incremento de su VAB del 6,2%,

Durante 2008, las empresas industriales que colaboran con la CBT presentaron un considerable deterioro de su actividad productiva, lo que se tradujo en una reducción del VAB del -10,5% en este agregado (la mayor caída registrada por el VAB en el sector industrial en toda la serie disponible en la CBT) y en la quiebra de una serie de seis años de crecimientos ininterrumpidos en el VAB de este agregado. Esta pérdida de dinamismo de la actividad industrial se ha ido intensificando a medida que avanzaba el año, afectando también a un número de subsectores cada vez mayor, si bien, en el conjunto de 2008, los más afectados fueron los de transformación de vidrio, cerámica y metales (con caídas del VAB del -23,8%), fabricación de material de transporte (-11,6%), y otras industrias manufactureras (-8,9%). Las causas de esta evolución negativa se encuentran principalmente en la pérdida de vigor de la inversión en bienes de equipo, los mayores costes energéticos, el impacto que la crisis del sector de la construcción ha tenido sobre algunas actividades industriales relacionadas y la caída en la adquisición de vehículos. En sentido contrario, el subsector de industria de mate-

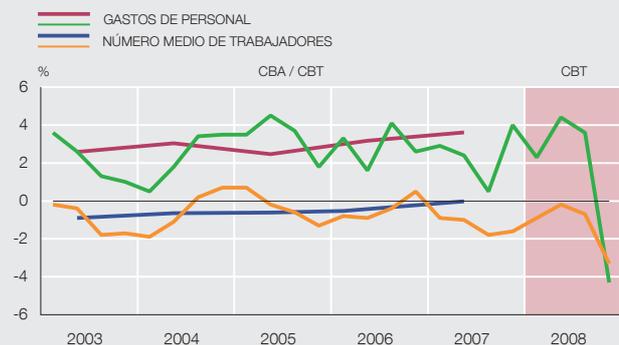
rial y equipo eléctrico, electrónico y óptico fue el único que consiguió mantener un comportamiento expansivo en 2008, registrando un incremento del VAB superior al del año anterior (12,8%, frente a 2,8%). Por su parte, los gastos de personal aumentaron de forma muy suave, un 2,1%, incluso ligeramente por debajo de lo que lo habían hecho en 2007 (2,5%), como consecuencia, principalmente, de la mayor moderación con la que crecieron las remuneraciones medias en este agregado (3,2% en 2008, frente al 3,9% del año anterior). Al igual que ha ocurrido en el total de la muestra, las menores retribuciones variables que, en comparación con 2007, se han percibido en las grandes empresas industriales, explican en buena medida el comportamiento anteriormente descrito. En cuanto al empleo, los datos de este sector continuaron siendo negativos, reflejando una caída del -1,1%, en una línea similar a la de ejercicios precedentes, y con una tendencia interanual hacia tasas progresivamente más negativas, ya que en el cuarto trimestre del año la destrucción de puestos de trabajo en este agregado se elevó hasta el -3,3%. En este contexto, tanto el resultado económico

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

VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
Tasas de variación



EMPLEO Y SALARIOS
Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS
Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO
Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN	2003				2004				2005				2006				2007				2008			
Número de empresas	CBA 2.624				2.530				CBT 2.475				2.464				2.155				—			
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA 27,1				28,8				CBA 28,4				29,6				25,8							
	18,8	19,1	17,1	17,8	20,0	20,3	18,3	19,7	19,5	20,2	17,2	17,7	18,9	18,0	16,5	17,7	20,3	20,4	16,4	17,1	17,3	16,4	11,9	6,8

FUENTE: Banco de España.

bruto como el resultado ordinario neto reflejaron fuertes reducciones para el conjunto del año (-24,3% y -47,6%, respectivamente), lo que se tradujo en una merma muy significativa de los niveles de rentabilidad. Así, en 2008, la rentabilidad ordinaria del activo neto fue de un 6,2%, tres puntos menos que el año anterior, mientras que la de los recursos propios descendió desde un 12,8% en 2007 hasta el 7,2% de 2008. Como, por su parte, la ratio que mide el coste de la financiación continuó creciendo, hasta situarse en un

5,1% (seis décimas más que en 2007), el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste financiero siguió reduciéndose, hasta alcanzar el 1,1 en 2008. En resumen, el sector industrial registró en 2008 un fuerte deterioro de su actividad productiva, que se ha traducido tanto en una reducción de sus excedentes y sus niveles de rentabilidad, como en una disminución del número medio de trabajadores en este agregado, tendencia que se ha ido intensificando a medida que avanzaba el año.

cinco décimas por debajo del que había experimentado un año antes. Esta evolución se ha debido al crecimiento que, a lo largo de 2008, han experimentado las empresas del subsector de gas y, en menor medida, las del sector eléctrico, en un contexto de crecimientos moderados de la demanda eléctrica (un 0,9% para el conjunto del año, según datos de Red Eléctrica) y de reducción en los costes de producción, beneficiados por la mayor pluviosidad. Por último, cabe destacar que la actividad exterior de las empresas de la muestra tuvo en 2008 un comportamiento ligeramente expansivo (véase cuadro 3); la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) de las empresas industriales creció fuertemente en este período (77,5%), debido principalmente a la contención de las importaciones en el año 2008.

Por último, el análisis de la información contenida en el gráfico 3, que informa de la distribución de las empresas de CBT en función de la evolución del VAB, con independencia de su tamaño y sector, indica que el proceso de deterioro en la actividad productiva, en 2008, se ha extendido a un mayor número de empresas. Efectivamente, el gráfico indica que se incrementó el porcentaje de empresas que durante 2008 registraron caídas del VAB (un 48,9%, frente a 38,3% de empresas que se encontraban en esta situación el año anterior) y que, además, se produjo un paulatino deslizamiento en la distribución estadística hacia valores más negativos: el porcentaje de empresas con reducciones de VAB superiores al 20% se ha elevado desde un 16,4% en 2007 hasta un 23,7% para el conjunto de 2008.

Empleo y gastos de personal

Durante 2008, los gastos de personal aumentaron un 3,9%, ocho décimas menos que un año antes, como consecuencia principalmente de la mayor moderación con la que crecieron las remuneraciones medias en el acumulado de los cuatro trimestres de 2008, en un contexto de progresivo deterioro de los datos de empleo. Las plantillas de las empresas de la muestra tuvieron un ligero aumento en 2008, del 0,4%, tasa tres décimas menor que la registrada el año anterior (0,7%). Sin embargo, el perfil trimestral en la evolución de esta variable pone de manifiesto un empeoramiento progresivo a medida que avanzó el año y que ha llevado a que en el cuarto trimestre se registrara una disminución en el número medio de empleados del -1,4%, fenómeno compartido por prácticamente todos los sectores de actividad. Analizando la evolución del empleo por tipo de contrato (véase cuadro 2.B), se observa que la contratación ha afectado más significativamente a los empleos temporales, que han llegado a registrar unas caídas del 0,1 en el conjunto del año y del 6,1% en el cuarto trimestre de 2008. Por sectores de actividad, los agregados de industria y de transporte y comunicaciones fueron los que en el conjunto de 2008 experimentaron una evolución del empleo más negativa, registrando reducciones del -1,1%. En el caso de la industria, esta evolución ha afectado a la práctica totalidad de los subsectores que la componen (con la excepción del de industria de material, y equipo eléctrico, electrónico y óptico).

VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS
 Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 2.A

	VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES				TRABAJADORES (MEDIA DEL PERÍODO)				GASTOS DE PERSONAL				GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08
Total	8,0	5,8	5,2	-1,8	3,4	3,0	0,7	0,4	6,9	6,3	4,7	3,9	3,3	3,2	4,0	3,5
TAMAÑOS																
Pequeñas	4,0	3,3	—	—	0,1	-0,4	—	—	4,9	4,9	—	—	4,8	5,4	—	—
Medianas	8,3	6,1	6,5	-0,4	2,1	1,8	1,5	-1,5	6,5	6,8	5,4	3,1	4,3	4,9	3,8	4,7
Grandes	8,1	5,9	5,2	-1,8	3,8	3,3	0,6	0,6	7,0	6,3	4,6	4,0	3,1	2,9	4,0	3,4
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	7,4	1,4	2,4	4,3	-1,0	0,2	-0,1	1,8	3,8	5,1	4,1	4,8	4,8	4,9	4,2	2,9
Industria	5,9	8,2	7,3	-10,5	-0,5	0,0	-1,3	-1,1	3,2	3,6	2,5	2,1	3,7	3,6	3,9	3,2
Comercio y reparación	7,8	6,1	2,7	-4,0	2,7	3,5	0,4	1,3	7,8	6,6	1,6	4,8	4,9	3,0	1,2	3,5
Transportes y comunicaciones	3,9	7,0	5,8	-1,3	1,2	1,6	-0,2	-1,1	4,8	5,5	5,4	2,2	3,5	3,8	5,6	3,3

FUENTE: Banco de España.

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

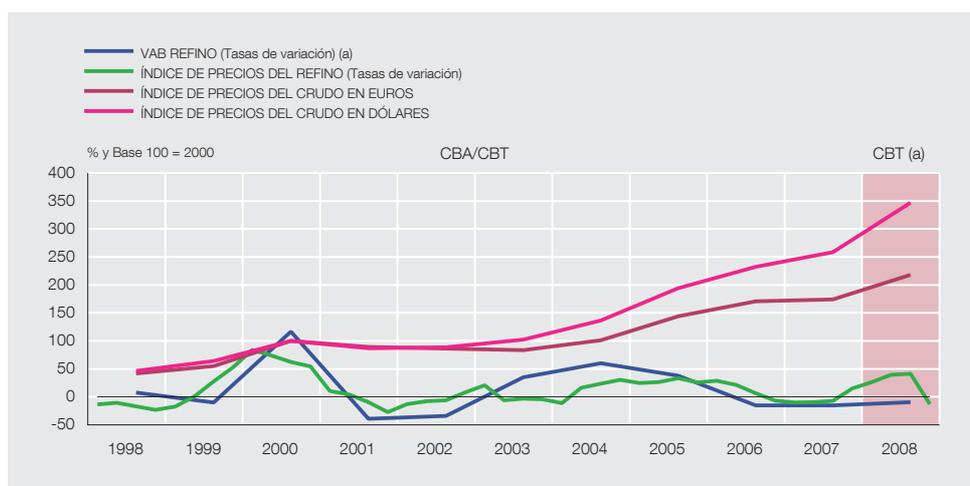
EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL
Detalle según evolución del empleo

CUADRO 2.B

	TOTAL EMPRESAS CBT I a IV 2008	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARIAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	737	407	330
GASTOS DE PERSONAL			
Situación inicial I a IV 07 (millones de euros)	25.763,9	12.779,0	12.984,9
Tasa I a IV 08 / I a IV 07	3,9	8,8	-0,9
REMUNERACIONES MEDIAS			
Situación inicial I a IV 07 (euros)	45.543,0	45.436,3	45.648,4
Tasa I a IV 08 / I a IV 07	3,5	3,3	3,7
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I a IV 07 (miles)	566	281	284
Tasa I a IV 08 / I a IV 07	0,4	5,3	-4,4
Fijos			
Situación inicial I a IV 07 (miles)	471	229	242
Tasa I a IV 08 / I a IV 07	0,5	4,1	-2,8
No fijos			
Situación inicial I a IV 07 (miles)	95	52	43
Tasa I a IV 08 / I a IV 07	-0,1	10,9	-13,5

FUENTE: Banco de España.

Por su parte, la evolución negativa que el agregado de transporte y comunicaciones ha registrado en 2008 se debe en gran medida a la existencia de importantes ajustes de plantillas que han venido afectando en los últimos años a algunas de las grandes empresas que se encuentran en este sector. En sentido contrario, tanto el sector de comercio como el de energía tuvieron tasas positivas, de aumento de empleo en 2008. En el primer caso, el de comercio registró un crecimiento del número medio de trabajadores de un 1,3% para el conjunto del año, y ello a pesar de la negativa evolución de su actividad productiva, lo que es consecuencia



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

a. Los datos de 2008 se refieren a la CBT.

ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y EL DESTINO DE SUS VENTAS

Estructura y tasas de variación

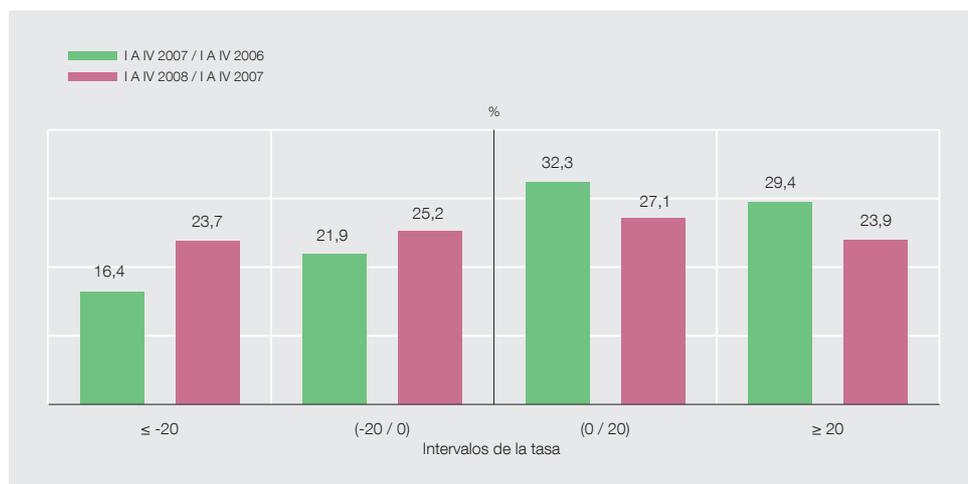
		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)	
		2006	2007	I a IV 07	I a IV 08
Total empresas		8.165	8.165	737	737
Empresas que informan sobre procedencia/destino		8.165	8.165	690	690
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	68,3	67,5	77,2	77,8
	Total exterior	31,7	32,5	22,8	22,2
	<i>Países de la UE</i>	17,2	18,2	15,7	15,4
	<i>Terceros países</i>	14,5	14,3	7,2	6,8
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,4	84,7	91,2	90,4
	Total exterior	15,6	15,3	8,8	9,6
	<i>Países de la UE</i>	10,3	10,4	6,3	7,0
	<i>Terceros países</i>	5,2	4,9	2,5	2,6
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	<i>Industria</i>	-10,2	-10,4	1,7	77,5
	<i>Resto de empresas</i>	-3,9	-7,0	-6,3	20,1

FUENTE: Banco de España.

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

DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN DEL VAB AL COSTE DE LOS FACTORES

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

GASTOS DE PERSONAL, TRABAJADORES Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR
Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones

CUADRO 4

	CENTRAL DE BALANES ANUAL			CENTRAL DE BALANES TRIMESTRAL (a)		
	2005	2006	2007	I a IV 06	I a IV 07	I a IV 08
Número de empresas	9.139	9.255	8.165	829	846	737
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	26,6	25,5	26,4	27,1	27,7	31,1
Se mantienen o suben	73,4	74,5	73,6	72,9	72,3	68,9
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	30,9	30,9	31,3	39,4	37,4	44,6
Se mantienen o suben	69,1	69,1	68,7	60,6	62,6	55,4
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	42,1	43,6	38,5	49,0	46,2	49,6
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	57,9	56,4	61,5	51,0	53,8	50,4

FUENTE: Banco de España.

- a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.
b. Tasa interanual del IPC del mes de diciembre del año anterior al de referencia.

directa de decisiones de largo plazo, de apertura de nuevos centros comerciales que algunas grandes superficies realizaron principalmente en la primera mitad del año. Por último, las empresas encuadradas en el sector de la energía tuvieron un aumento de plantillas del 1,8%, gracias fundamentalmente al comportamiento expansivo de las empresas de refino de petróleo, aunque también contribuyeron positivamente las principales empresas eléctricas, que parecen haber finalizado en 2008 el proceso de ajuste en el que llevaban inmersas los últimos años.

Las remuneraciones medias mantuvieron en 2008 un ritmo de crecimiento del 3,5%, cinco décimas menos que el año anterior. Esta contención en la evolución de los costes salariales se debe en gran parte al dato del cuarto trimestre del año, período en el que se han registrado fuertes caídas en las retribuciones variables en algunas grandes empresas, en comparación con las que se habían producido el año previo. La naturaleza de estas remuneraciones, gene-

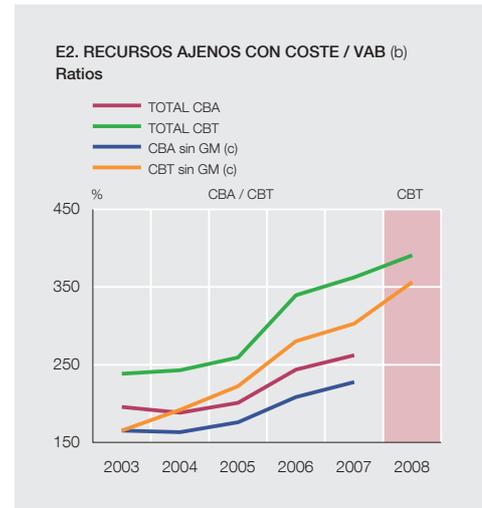
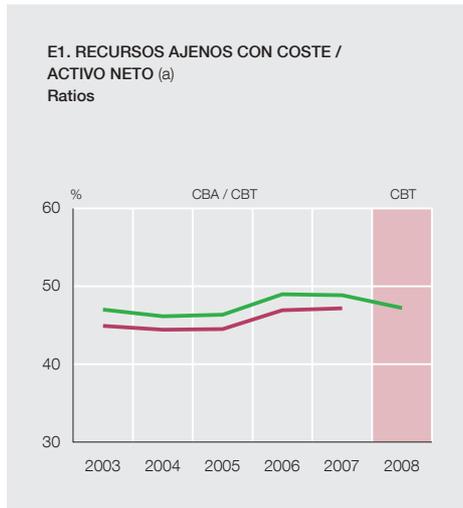
ralmente ligadas a la consecución de ciertos objetivos y resultados al final de cada ejercicio, explica esta evolución, cuyos efectos se han apreciado en el último trimestre del año. Por sectores de actividad, se observa en todos ellos un comportamiento muy similar y homogéneo, con incrementos de los costes salariales que han oscilado entre el 2,9% y el 3,5% en todos los casos. Por último, la información que ofrece el cuadro 4 muestra un aumento en el número de empresas que redujeron sus gastos de personal (un 31,1% en 2008, frente al 27,7% del año anterior), así como un significativo incremento en el porcentaje de empresas con aumentos de los costes salariales por debajo de la tasa de inflación (pasó del 46,2% en 2007 a un 49,6% en 2008), lo que confirma el comportamiento más moderado de las empresas en este ámbito.

Resultados, rentabilidades y endeudamiento

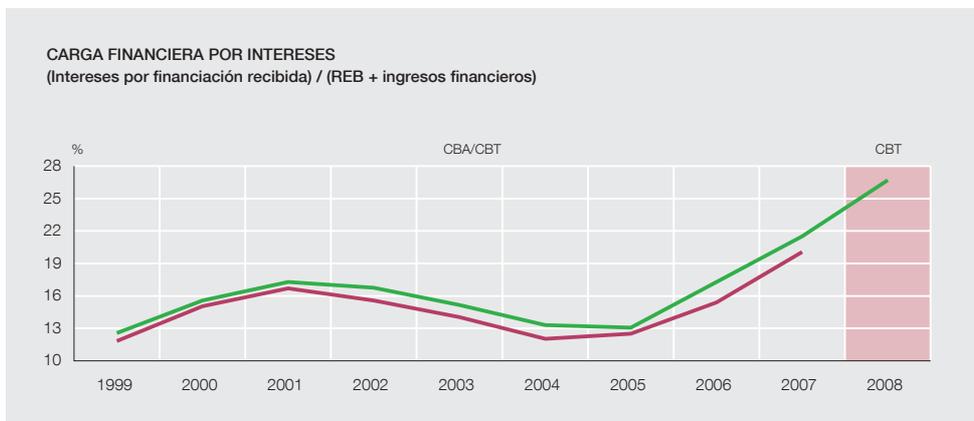
El fuerte deterioro que sufrió la actividad productiva en 2008 se fue transmitiendo al resto de excedentes ordinarios, de modo que el resultado económico bruto presentó en este período una tasa negativa del -5,9%, en lo que supone un brusco cambio de tendencia en comparación con el incremento del 5,6% registrado un año antes (véase cuadro 5). Por su parte, los gastos financieros siguieron creciendo con intensidad en 2008 (un 18,9%) y ganando peso relativo en la estructura de costes de las empresas, hasta llegar a representar, al final de 2008, algo más de un 7% con respecto a la producción, dos puntos por encima de lo que suponían un año antes. También la ratio que mide la carga financiera por intereses (véase gráfico 4) confirma esta tendencia, mostrando que los gastos financieros continuaron aumentando su peso, en relación con el resultado económico bruto más los ingresos financieros (denominador de esta ratio). No obstante, la tasa de 2008 desvela una tendencia hacia crecimientos más moderados si se la compara con la de períodos anteriores (37,5% en 2007 y 39,6% en 2006). El cuadro siguiente permite conocer los factores que explican la evolución de los gastos financieros:

	<i>I a IV 08/I a IV 07</i>
Variación de los gastos financieros	18,9%
A. <i>Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	<i>18,4%</i>
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	8,7%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	9,7%
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	<i>0,5%</i>

De los datos anteriores se desprende que al crecimiento de los gastos financieros contribuyeron, casi a partes iguales, tanto el aumento de los tipos de interés soportados por las empresas en 2008 como la entrada de nueva financiación externa, si bien en ambos casos su impacto ha ido disminuyendo en comparación con períodos anteriores. Tras varios años de incrementos en los tipos de interés, que han llevado a que la ratio que mide el coste financiero en las empresas de la muestra se estabilizara en 2008 en un nivel próximo al 5%, cabe esperar que, a medida que las reducciones de tipos de interés se vayan trasladando a los préstamos obtenidos por las empresas, en los próximos trimestres se reduzca este coste de las cuentas de resultados de las empresas. La variación debida al endeudamiento, por su parte, también ha visto reducida progresivamente su importancia, pasando de explicar en 2006 incrementos de los gastos financieros superiores a veinte puntos, a justificar, en 2008, un aumento de casi diez puntos porcentuales, confirmando la desaceleración en la apelación a recursos adicionales de financiación por parte de las empresas. Este análisis se completa con la visión que ofrecen las ratios E1 y E2. La primera de ellas (E1) muestra que el nivel de endeudamiento de las empresas no ha experimentado cambios sustanciales en los dos últimos años, observándose en 2008 una leve tendencia descendente. Por su parte, la E2, que aproxima la capacidad de reembolso por cociente de la deuda con el VAB, siguió creciendo en 2008, debido principalmente a la negativa evolución experimentada por el valor añadido bruto (denominador de la ratio) en este período.



	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CBA	195,8	188,4	200,9	243,6	262,2	
CBT	238,2	242,8	259,4	339,6	362,3	390,7
CBA sin GM	165,0	163,0	176,0	208,5	227,6	
CBT sin GM	165,3	192,1	222,3	280,2	303,1	356,2



	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CBA	11,8	15,1	16,7	15,6	14,0	12,0	12,5	15,4	20,1	
CBT	12,6	15,6	17,3	16,8	15,2	13,3	13,1	17,3	21,5	26,7

FUENTE: Banco de España.

- a. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.
- b. Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajenos con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupo» (aproximación a deuda consolidada).
- c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores. No incluye las grandes empresas del sector de la construcción.

RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2).

CUADRO 5

DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS

Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

	RESULTADO ECONÓMICO BRUTO				RESULTADO ORDINARIO NETO				RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)				DIFERENCIA RENTABILIDAD-COSTE FINANCIERO (R.1-R.2)			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08	2006	2007	I a IV 07	I a IV 08
Total	9,3	5,3	5,6	-5,9	5,3	6,8	9,5	-15,4	9,0	8,9	8,8	7,9	4,9	4,1	4,3	3,0
TAMAÑOS																
Pequeñas	2,6	0,7	—	—	7,9	-1,8	—	—	6,8	7,3	—	—	2,7	2,4	—	—
Medianas	10,9	5,2	7,9	-4,5	17,3	-2,6	2,4	-0,6	7,6	8,0	7,8	7,7	3,7	3,1	3,4	2,7
Grandes	9,3	5,4	5,6	-5,9	4,3	7,9	9,7	-15,8	9,1	9,0	8,8	7,9	5,1	4,2	4,3	3,0
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	8,5	0,4	2,0	4,2	2,2	-0,7	1,4	-2,4	9,9	8,7	9,0	8,3	6,2	4,4	4,8	3,6
Industria	9,7	14,2	12,9	-24,3	10,3	13,9	11,5	-47,6	9,0	10,1	9,0	6,2	4,8	4,9	4,5	1,1
Comercio y reparación	7,8	5,5	4,2	-17,5	12,5	2,7	-0,8	-11,6	11,3	10,8	7,2	5,4	6,8	5,9	2,5	1,1
Transportes y comunicaciones	3,2	8,0	6,0	-3,6	-4,1	27,6	12,3	-2,9	7,9	9,9	12,1	11,6	3,9	5,4	7,8	7,0

FUENTE: Banco de España.

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

Por otro lado, los ingresos financieros crecieron un 2,3% en 2008, muy por debajo del año anterior, y ello tanto por el menor impacto que los intereses cobrados han tenido sobre esta partida, como, sobre todo, por los menores dividendos recibidos de filiales extranjeras, que experimentaron una reducción del -5,3%, después del excepcional incremento que habían registrado en 2007. La evolución descrita de los gastos e ingresos financieros acentuó la tendencia de disminución mostrada por el REB, con lo que la caída del RON alcanzó una tasa del -15,4%. Consecuentemente, los niveles de rentabilidad ordinarios de las empresas también sufrieron en 2008 importantes reducciones, situándose, en el caso de la rentabilidad ordinaria del activo, en el 7,9% (frente al 8,8% de 2007), y en el de la rentabilidad de los recursos propios, en el 10,7% (12,9% el año anterior), tendencia que se aprecia igualmente en todos los sectores de actividad. En este mismo sentido, el cuadro 6, que presenta la distribución de las empresas en función de sus niveles de rentabilidad, muestra un incremento significativo en el porcentaje de empresas con menores rentabilidades. En concreto, el segmento que aglutina las empresas que obtuvieron rentabilidad del activo negativa alcanzó un 27% en 2008, casi cuatro puntos más que el año anterior. Por otra parte, la ratio que aproxima el coste de la financiación ajena mantuvo su tendencia alcista de los últimos años, hasta situarse en el 4,9% (casi medio punto más que en 2007). Todo ello ha llevado a que el diferencial entre las ratios de rentabilidad del activo y del coste financiero se contrajera en 2008 hasta el 3.

El cuadro 1 ofrece información sobre los ingresos y gastos extraordinarios, entre otros, de los resultados (positivos o negativos, conjuntamente²) derivados de la enajenación de activos. El análisis de su comportamiento en 2008 muestra algunas variaciones significativas, que, sin embargo, se compensan en gran medida entre ellas. Por un lado, en 2008 ha existido una fuerte reducción de los ingresos y gastos de esta naturaleza (-61,9%), debido al elevado nivel que alcanzó esta partida en 2007 (en este período, los ingresos menos los gastos extraordi-

2. En consonancia con la información solicitada por el nuevo plan contable (PGC-2007), esta información se ofrece neta, lo que limita parcialmente el estudio de estos conceptos. No obstante, el análisis de las operaciones detectadas en empresas concretas permite evaluar las causas de su evolución.

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

CUADRO 6

		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (a)			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I a IV 07	I a IV 08	I a IV 07	I a IV 08
Número de empresas		846	737	846	737
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	23,3	27,0	28,9	34,1
	0% < R ≤ 5%	19,9	21,7	13,7	14,3
	5% < R ≤ 10%	17,4	16,7	12,8	12,0
	10% < R ≤ 15%	10,6	9,1	8,8	7,9
	15% < R	28,8	25,5	35,8	31,7
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		8,8	7,9	12,9	10,7

FUENTE: Banco de España.

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

narios aumentaron un 79,5%), y ello a pesar de la existencia de algunas cuantiosas plusvalías generadas en operaciones de venta de activos financieros en la primera mitad de 2008. Estas elevadas plusvalías generadas en la primera parte de 2008, vinculadas a las operaciones corporativas del sector eléctrico, han sido compensadas por otras de signo contrario registradas en el último trimestre del año en los sectores inmobiliario y de telefonía, debidas a las pérdidas por el deterioro de sus inversiones financieras. Por otra parte, también las provisiones de cartera experimentaron en 2008 una sustancial reducción (-43,8%), evolución asimismo muy condicionada por el fuerte crecimiento del año anterior (60%)³. Todo ello ha llevado a que el resultado neto registrara una tasa del -24%, disminución que es incluso más intensa que la del RON, y muy diferente a la registrada en 2007, cuando el beneficio de las empresas creció un 12%. En cualquier caso, el nivel agregado de los resultados netos de las empresas no financieras colaboradoras se mantuvieron altos, si bien con una evolución decreciente; así, los resultados netos expresados en porcentaje sobre el VAB pasaron de un 37,9% en 2007 al 29,3 en el año actual.

20.3.2009.

3. El cuadro 1 mantiene el formato y denominaciones empleadas por el plan contable de 1990, porque en él se incluyen informaciones de la base de datos anual, con información de 2007, a la que todavía no es aplicable el nuevo plan contable. En noviembre de 2009, coincidiendo con la publicación de los resultados anuales de 2008 (primeros datos bajo PGC 2007), la estructura, detalles y denominaciones del cuadro 1 se ajustarán a las definidas en PGC 2007; por lo que respecta a las pérdidas de valor de las inversiones financieras, el concepto de pérdidas derivadas de la provisión de cartera de valores se sustituirá por el de pérdidas por deterioro, al que se ha hecho referencia en este artículo.

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

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

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

Introducción

El análisis del proceso de formación de los salarios y, más particularmente, de las características que determinan el grado de flexibilidad con el que los costes salariales se adaptan a la situación económica es fundamental para efectuar un diagnóstico adecuado del funcionamiento de una economía y, por lo tanto, para el diseño de las políticas económicas, en particular, de la política monetaria. Por ejemplo, los efectos sobre la inflación de un aumento de los precios del petróleo dependen crucialmente del grado de rigidez real de los salarios, condicionando la respuesta de la política monetaria. Asimismo, en el contexto de una unión monetaria como el área del euro, diferencias en el grado o el tipo de rigidez salarial existente en los diferentes mercados laborales nacionales tienen consecuencias sobre la transmisión de la política monetaria o sobre los mecanismos de ajuste ante diferentes perturbaciones económicas.

Con el objetivo de analizar en detalle estas cuestiones, el Eurosistema impulsó en 2006 la creación de una red de investigación sobre la dinámica de los salarios (WDN, por sus siglas en inglés). Entre los trabajos desarrollados por la WDN destaca el diseño de un cuestionario común para el desarrollo de una encuesta a las empresas europeas sobre las características del proceso de formación de salarios y su relación con la determinación de precios. El Banco de España ha participado en esta iniciativa realizando esta encuesta a una muestra de empresas españolas, sin cuya colaboración este trabajo no habría sido posible.

La realización de esta encuesta ha permitido disponer de información a nivel de empresas sobre aspectos muy relevantes que no pueden obtenerse a partir de otras fuentes estadísticas, tales como la importancia de la negociación colectiva en el proceso de fijación de salarios, la relación entre los cambios salariales y de precios o las diferentes estrategias de ajuste de las empresas ante una perturbación económica. Asimismo, la coordinación de la encuesta a nivel europeo permite disponer de datos homogéneos para realizar comparaciones entre países que suelen ser difíciles de obtener dadas las particularidades institucionales de los respectivos mercados laborales nacionales. De hecho, a partir de los resultados de esta encuesta, en el marco de la WDN se han iniciado distintos estudios con el objetivo de analizar, por ejemplo, el impacto de las instituciones laborales, como la estructura de la negociación colectiva o la legislación sobre la protección al empleo, sobre la determinación y el grado de rigidez de salarios y precios¹.

En este artículo se ofrece una panorámica de los principales resultados obtenidos a partir de la encuesta realizada a las empresas españolas. Para ello, en la siguiente sección se detallan las características principales de la encuesta. En la sección tercera se resumen los rasgos principales del proceso de formación de salarios que se derivan de las respuestas obtenidas. Las secciones cuarta y quinta describen los resultados obtenidos sobre la existencia de rigideces a la baja en los salarios y las estrategias utilizadas por las empresas ante distintas perturbaciones económicas y sobre la relación entre los cambios salariales y de precios, respectivamente. Finalmente, se incluyen unas breves conclusiones.

1. Véase BCE (2009) para un resumen de los resultados de la encuesta para los 16 países participantes, y Babecky et al. (2008), Bertola et al. (2008), Druant et al. (2008) y Galuscak et al. (2008) para los trabajos en curso en que se utilizan estos datos.

Características de la encuesta

El trabajo de campo de la encuesta sobre la formación de salarios fue realizado por una empresa demoscópica (Dephematica, SA) entre los meses de enero y abril de 2008 sobre la base de un cuestionario y una muestra de empresas diseñados por el Banco de España. Para su diseño se partió de la muestra utilizada en 2004 en la encuesta sobre fijación de precios también encargada por el Banco de España², lo cual permite analizar posibles cambios en las políticas de fijación de precios en el período transcurrido desde entonces. En concreto, en la muestra se incluyeron todas las empresas que contestaron a la encuesta de 2004 (2.008 empresas) y se añadió un número adicional con el fin de permitir su renovación y prever la falta de respuesta por diversos motivos (cambio de dirección, abandono de la actividad, etc.). En conjunto, el tamaño muestral fue de 3.000 empresas de los sectores industrial, energético y de los servicios de mercado³.

Los criterios para la selección de las nuevas empresas fueron equivalentes a los utilizados en 2004. En concreto, fueron elegidas a partir de un muestreo estratificado por sectores de actividad y tamaño, medido por el empleo, de la población de empresas con más de 5 empleados. La tasa de respuesta obtenida fue elevada (61%), por lo que se dispone de una muestra de respuestas validadas para 1.835 empresas.

Como se ha comentado en la «Introducción», el diseño del cuestionario fue realizado en el seno de la WDN, de forma que fuera común para todos los países, y así obtener resultados comparables entre los mismos. En el caso de España, se incorporaron algunas leves modificaciones a este cuestionario común, con el objetivo de captar determinadas características institucionales específicas de nuestro mercado de trabajo. El cuestionario consta de 27 preguntas organizadas en 4 grandes secciones⁴. La primera de estas secciones recoge información general sobre las características de las empresas (tamaño, composición del empleo, relevancia de los costes laborales en los costes totales, evolución de las ventas en el año anterior, etc.). La segunda sección obtiene información sobre el proceso de formación de salarios a partir de preguntas sobre la negociación colectiva, la relación de la formación de salarios con la inflación o la frecuencia y el momento del tiempo en el que se producen las modificaciones salariales. La tercera sección está dedicada a cuestiones sobre la existencia o no de rigideces a la baja en los salarios y las posibles razones que las explican, así como sobre la reacción de las empresas ante distintos tipos de perturbaciones económicas. Finalmente, la cuarta sección recoge información sobre el proceso de fijación de precios que permitirá relacionarlos con los cambios salariales.

Rasgos principales del proceso de formación de salarios

De la información de la encuesta se desprende que la cobertura de la negociación colectiva en las empresas encuestadas es prácticamente total⁵ y el convenio colectivo vigente en la mayoría (83,1%) es de ámbito sectorial, siendo los convenios de empresa más frecuentes en las entidades más grandes⁶. En concreto, la relevancia de estos últimos se acerca a un tercio de las empresas de más de 200 trabajadores, y únicamente es de un 6,7% en las empresas pequeñas, definidas como aquellas con menos de 20 trabajadores. Por sectores, las diferencias son reducidas, si bien los convenios de empresa son algo más comunes en la industria (21,5%) que en los servicios (13,6%). A grandes rasgos, estos resultados son coherentes con los observados en otras fuentes, como la estadística de convenios colectivos del Ministerio de Trabajo e Inmigración, que muestra que el 89,2% de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en 2007 está vinculado a un convenio de ámbito sectorial.

2. Véase Álvarez y Hernando (2005) para un resumen de las principales características de la encuesta y sus resultados. 3. Exceptuando los servicios a empresas. 4. El cuestionario completo puede consultarse en <http://www.bde.es/encuesta/questio-efs-2008.pdf>. 5. En términos del número de trabajadores cubiertos en cada una de las empresas encuestadas. 6. Todos los resultados que se presentan en este artículo son el resultado de aplicar ponderaciones a los datos individuales de las empresas encuestadas que corrigen por la falta de respuesta y permiten evaluar los resultados en términos del empleo total representado por la muestra.

Porcentaje de empresas	Sector de actividad				Tipo de convenio colectivo	
	Total	Sector de actividad		Tipo de convenio colectivo		
		Industria	Servicios	De empresa	De ámbito superior	
Vínculo automático con la inflación pasada	38,4	40,7	36,8	40,9	37,9	
Vínculo automático con la inflación esperada	16,4	18,2	15,1	20,1	15,6	
Relación indirecta con la inflación pasada	10,9	10,5	11,2	13,2	10,4	
Relación indirecta con la inflación esperada	5,0	5,4	4,7	8,4	4,3	
Sin relación con la inflación	29,3	25,4	32,1	17,4	31,7	

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

FRECUENCIA DE CAMBIOS SALARIALES

CUADRO 2

Porcentaje de empresas	Cambios salariales ligados a:		
	La inflación	Cambios salariales ligados a:	
		La antigüedad	Otros motivos
Más de una vez al año	3,7	3,9	6,8
Una vez al año	84,9	22,4	33,1
Una vez cada dos años	1,6	2,5	1,7
Menos de una vez cada dos años	0,6	13,3	3,6
No sabe o no contesta	9,1	57,9	54,7

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

El impacto de la evolución de la inflación sobre el proceso de negociación salarial es muy elevado en el conjunto de empresas encuestadas (véase cuadro 1). Los resultados muestran que alrededor del 70% de estas aplican una política de formación de salarios que tiene en cuenta, de forma directa o indirecta, la evolución de la inflación. Este porcentaje es muy superior al que se observa en la mayoría de los países europeos⁷ y es coherente con la elevada presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación en la mayoría de los convenios colectivos (en el 69,3% de los convenios colectivos registrados con efectos económicos en 2007). De hecho, la relación con la inflación, sea pasada o esperada, es directa y automática para el 54% de las empresas. Por tipos de empresas, las diferencias son reducidas, si bien el grado de indicación es algo superior en las empresas del sector industrial y en aquellas con convenio propio.

Finalmente, en la encuesta se solicita a las empresas información sobre la frecuencia de los cambios salariales distinguiendo entre aquellos de carácter más automático, relacionados con la evolución de la inflación o con la antigüedad del trabajador, y aquellos relacionados con otros motivos, como la evolución económica, el desempeño del trabajador, etc. El cuadro 2 muestra, como era de esperar, dado el elevado grado de indicación mencionado previamente, que los cambios salariales que se relacionan con la evolución de la inflación ocurren una vez al año de forma mayoritaria, en concreto, en casi el 85% de las empresas. Las variaciones asociadas a la antigüedad del trabajador o a otros motivos son menos frecuentes, mientras

7. Véase Druant et ál. (2008). Aunque la comparación de las respuestas de las empresas entre países puede verse, en cierta medida, afectada por el diferente marco institucional de cada país, el porcentaje de empresas europeas que responden que los salarios están directa o indirectamente relacionados con la inflación se sitúa alrededor del 33%.

que un porcentaje elevado de empresas, superior al 50%, no informa de un patrón determinado sobre la frecuencia de estos cambios.

En conjunto, por tanto, la información proporcionada por la encuesta sobre el proceso de formación de salarios en las empresas españolas confirma, a grandes rasgos, las características fundamentales de este proceso en España que se observan en otras fuentes estadísticas. Esto es, entre las empresas encuestadas se observa una cobertura de la negociación colectiva prácticamente total, con preponderancia de los convenios firmados en un ámbito superior a la empresa y con una asociación muy elevada entre los salarios y la evolución de la inflación, que no se observa en otros países europeos, al menos con esta intensidad.

Rigideces salariales y ajustes ante distintas perturbaciones

La encuesta proporciona información sobre la existencia de rigideces a la baja en los salarios nominales. En particular, las empresas fueron preguntadas sobre si han reducido o congelado los salarios alguna vez en los últimos cinco años. Aunque los resultados pueden estar afectados por el ciclo económico, ya que en España este período se caracterizó por un fuerte crecimiento económico, los resultados muestran una elevada rigidez, puesto que el 97,5% declara que nunca ha reducido ni congelado los salarios en términos nominales, y el porcentaje que declara haberlo congelado es muy reducido (2,4%). Dentro de este pequeño porcentaje, las diferencias son inapreciables por sectores económicos, tamaños o nivel de negociación del convenio colectivo.

Estos resultados pueden ser indicativos de que las empresas se enfrentan a dificultades para ajustar sus costes laborales en presencia de perturbaciones negativas en su entorno económico. Para investigar esta cuestión, la encuesta recaba información sobre la estrategia de ajuste (modificación de los precios, de los costes, de los márgenes y/o de la producción) ante tres tipos de perturbación: una desaceleración de la demanda, un aumento de los costes intermedios o un aumento de los costes laborales. Además, en caso de que la reducción de costes sea una política de ajuste relevante, se pregunta sobre cuál es la vía principal para lograr dicha reducción.

En cuanto al análisis de las estrategias adoptadas ante las distintas perturbaciones, en el cuadro 3 se presenta el porcentaje de empresas que contestan que la estrategia correspondiente es relevante o muy relevante tras una reducción inesperada de la demanda. Se puede observar que, en general, utilizan una combinación de las propuestas en el cuestionario, pues todas ellas alcanzan porcentajes relativamente elevados, aunque parece que tienden a hacer uso en mayor medida de la estrategia de disminución de precios ajustando tanto los márgenes como los costes. En el caso de un aumento de los costes intermedios, derivado, por ejemplo, de un aumento del precio del petróleo, las empresas también tienden a trasladar este incremento a los precios, ya que casi el 70% de las empresas responden que esta estrategia es relevante o muy relevante (véase cuadro 4). Este porcentaje es muy similar al que se observa en otros países europeos, si bien la estrategia de reducir otros costes parece ser menos utilizada en el caso español⁸. Por último, ante un incremento de los costes salariales, la traslación a precios es inferior, siendo la estrategia dominante la reducción de la producción⁹.

8. A nivel europeo, el 66,1% de las empresas consideran relevante o muy relevante la estrategia de aumentar los precios, mientras que el 67,8% opta por la reducción de otros costes [véase BCE (2009)]. 9. En este sentido, existe evidencia que encuentra una mayor relevancia de las estrategias de ajuste interno de las empresas (costes, márgenes o producción) en entornos más competitivos, mientras que la traslación a precios es más frecuente en empresas que negocian el convenio colectivo en un ámbito superior al de las empresas, probablemente reflejando que en este caso disponen de menor flexibilidad para el ajuste interno [véase Bertola et ál. (2008)].

RELEVANCIA DE DIFERENTES ESTRATEGIAS ANTE UNA REDUCCIÓN DE LA DEMANDA SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD, TAMAÑO DE EMPRESA Y TIPO DE CONVENIO

CUADRO 3

	Porcentaje de empresas								
	Total	Sector de actividad		Tamaño de empresa				Tipo de convenio colectivo	
		Industria y energía	Servicios	5-19 trabajadores	20-49	50-199	más de 200	De empresa	De otro ámbito
Reducción de precios a través de márgenes	50,5	52,5	49,1	54,9	53,1	49,7	45,9	42,3	52,2
Reducción de precios a través de costes	56,4	63,0	51,6	51,6	62,3	59,4	55,3	55,0	56,7
Reducción de precios a través de márgenes y costes	61,9	66,8	58,4	61,7	65,8	65,9	57,4	55,8	63,2
Reducción de la producción	53,3	63,7	45,8	49,7	55,0	57,0	52,9	50,8	53,7

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

ESTRATEGIAS ANTE UN AUMENTO DE COSTES INTERMEDIOS O SALARIALES

CUADRO 4

	Aumento de los costes:	
	Intermedios	Salariales
	Aumento de precios	68,7	50,5
Reducción de márgenes	62,0	56,4
Reducción de producción	18,2	61,9
Reducción de otros costes	42,8	53,3

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

VÍAS DE AJUSTE DE LOS COSTES ANTE DISTINTAS PERTURBACIONES

CUADRO 5

	Porcentaje de empresas		
	Disminución de la demanda	Aumentos de los costes intermedios	Aumentos de los costes salariales
Reducción del salario base	4,6	7,2	8,9
Reducción del componente salarial variable	5,2	5,6	11,8
Reducción del empleo indefinido	11,8	4,5	7,6
Reducción del empleo temporal	58,3	26,0	27,6
Reducción de las horas trabajadas por empleado	5,1	4,3	4,6
Reducción de otros costes no salariales	15,0	52,3	39,7

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

Respecto a la cuestión de cómo las empresas ejecutan las disminuciones de costes, los resultados muestran que, en general, las distintas perturbaciones llevan a las empresas a reducir el empleo temporal, especialmente en el caso de una caída de la demanda, de forma que más de la mitad de las empresas encuestadas declaran que esa es la vía principal para reducir costes (véase cuadro 5). Por el contrario, el ajuste del componente salarial, tanto de su componente más estable como del variable, es relativamente infrecuente. En el caso de las perturbaciones que afectan a los costes intermedios o a los salarios, las empresas también tienden a reducir de forma significativa otro tipo de costes no laborales. Esta estrategia puede incluir, por ejemplo, costes de *marketing*, renegociaciones con proveedores, etc.

En conjunto, en términos comparados con el resto de países europeos, estos resultados muestran que el empleo temporal es utilizado con mayor frecuencia en España como la principal vía de ajuste ante una perturbación, mientras que el empleo indefinido se ve más aislado de las necesidades de ajuste de las empresas [véase BCE (2009)]. Este impacto diferencial está relacionado, sin duda, con la mayor relevancia del empleo temporal, la elevada protección del empleo indefinido y el alto grado de rigidez que presentan los salarios en la economía española.

Relación entre cambios salariales y de precios

Finalmente, en la encuesta se obtiene información sobre la frecuencia y el momento del tiempo en que se producen las variaciones de precios en las empresas encuestadas, así como su relación con las variaciones salariales. En primer lugar, los cambios con frecuencia superior a la anual se observan más en los precios que en los salarios. Así, en torno al 18% de las empresas declaran que modifican sus precios más de una vez al año (véase cuadro 6), cuando este porcentaje no alcanzaba el 7% en el caso de los salarios¹⁰. Por sectores, los cambios anuales de precios son los más frecuentes tanto en la industria como en los servicios, si bien el porcentaje de empresas que varía sus precios muy frecuentemente es más elevado en el sector servicios. Estos resultados son, en líneas generales, muy similares a los obtenidos con la encuesta realizada en 2004, mencionada con anterioridad. En concreto, en términos comparables entre ambas encuestas, en 2004 el 14% de las empresas declararon cambiar los precios al menos cuatro veces al año, mientras que este porcentaje se situó en el 13,2% en 2008. Asimismo, en torno al 50% de las empresas declararon modificar sus precios una vez al año en ambas encuestas.

Con respecto al momento en que estos cambios ocurren, cabe mencionar que la concentración de las modificaciones de salarios en un mes determinado es más frecuente que la de los precios. Así, casi la mitad de las empresas declaran que los cambios de precios suelen concentrarse habitualmente en un mes del año, mientras que este porcentaje asciende a casi el 80% en el caso de los salarios. Es decir, la aplicación de reglas de fijación de precios o salarios dependientes del tiempo parece más frecuente en el caso de los salarios que en el de los precios¹¹.

Dentro del colectivo de empresas en las que esta concentración tiene lugar, se observa una cierta asociación de los cambios de precios y salarios que ocurren con una elevada frecuencia en el mes de enero y, aunque con menos relevancia, en los primeros meses del año (véase gráfico 1). No obstante, esta asociación no conlleva forzosamente una causalidad en las decisiones de la empresa y tampoco precisa el sentido de la posible causalidad. Para analizar este aspecto con más detalle, se preguntó a las empresas específicamente si los cambios de precios y salarios estaban relacionados y, en su caso, si esta relación implicaba que los cambios de precios tendían a seguir a los de salarios o viceversa. Los resultados son, en cierta medida, contradictorios con la evidencia presentada en el gráfico 1, pues la mayor parte de las empresas (66,1%) contestan que no existe ninguna relación entre los cambios de precios y de salarios. Cuando esta relación existe, las empresas tienden a contestar que no hay un patrón definido que asocie ambos cambios (18,7%). Entre el resto de empresas, es algo más elevado el porcentaje que declara que las decisiones de precios tienden a seguir a las de salarios (6,3%), que el que declara la relación inversa (2,5%) o que ambas decisiones se toman simultáneamente (3%).

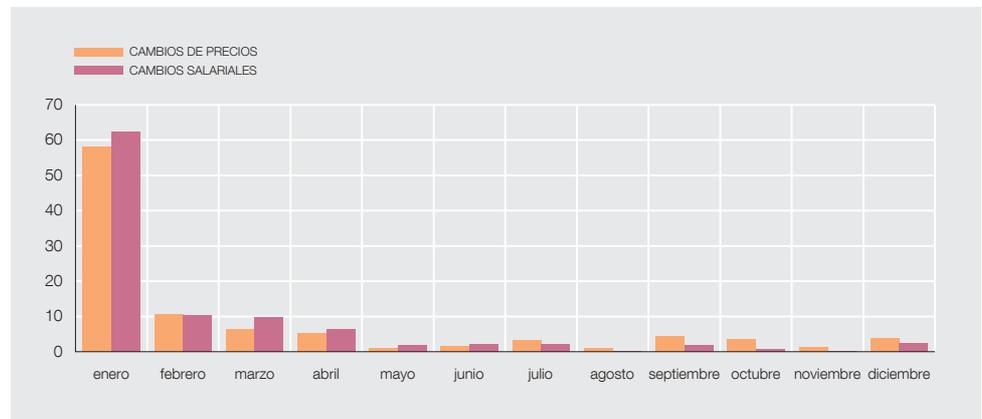
¹⁰. Los cambios anuales son más frecuentes en el caso de los precios, incluso si descartamos las variaciones salariales ligadas a la inflación que eran mayoritariamente anuales. ¹¹. Para el conjunto de los países europeos se encuentra algo similar: el porcentaje de empresas que concentran sus cambios de salarios en un mes determinado se sitúa cercano al 50%, mientras que dicho porcentaje se reduce hasta el 33% en el caso de los precios [BCE (2009)].

Porcentaje de empresas			
	Total	Industria y energía	Servicios
Diaria	2,8	1,0	4,1
Semanal	4,1	1,3	6,1
Mensual	3,5	2,8	4,0
Trimestral	2,9	2,5	3,2
Semestral	4,8	4,0	5,4
Anual	47,2	50,3	45,0
Bienal	1,7	1,9	1,6
Menos de una vez al año	1,4	2,1	0,9
Nunca	0,3	0,4	0,2
Sin regla definida	31,3	33,8	29,5

FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

DISTRIBUCIÓN EN EL TIEMPO DE LOS CAMBIOS DE PRECIOS Y SALARIOS

GRÁFICO 1



FUENTE: Encuesta sobre la formación de salarios en las empresas realizada por el Banco de España.

Conclusiones

Este artículo presenta las características principales del proceso de formación de salarios en la economía española a partir de una encuesta realizada a casi dos mil empresas a lo largo del primer trimestre de 2008. La encuesta corrobora, en líneas generales, la información disponible en otras fuentes estadísticas sobre la relevancia de la negociación colectiva y, en particular, la preponderancia de los convenios colectivos negociados a nivel sectorial. En esta negociación, la evolución de la inflación juega, además, un papel crucial, como se pone de manifiesto en el elevado porcentaje de empresas que aplican una política que relaciona los salarios con esa variable.

Asimismo, la encuesta ofrece nueva información sobre aspectos como la frecuencia o la distribución en el tiempo de los cambios de salarios y su relación con los ajustes de precios a nivel de la empresa. Los resultados muestran que, en términos de los salarios, los cambios anuales son los más usuales, sobre todo cuando están motivados por el ajuste ante la evolución de la inflación. Por su parte, las modificaciones de precios con frecuencia superior a la anual son más habituales que las de salarios, si bien se observa una elevada sincronía entre ambas, con un elevado porcentaje de empresas que los concentran en el mes de enero.

Respecto a la existencia de rigideces salariales, se observa una clara resistencia a la baja de los salarios nominales, de forma que, ante una perturbación del entorno económico, las em-

presas encuestadas tienden a hacer descansar los ajustes en el empleo, en particular, el de carácter temporal.

En conjunto, la información proporcionada por la encuesta aporta información de gran utilidad para profundizar en el análisis de la existencia y de los factores determinantes de las rigideces salariales y su relación con los ajustes de precios a nivel microeconómico. Los estudios que se están llevando a cabo en estos momentos en el seno de la WDN utilizando los datos de las encuestas de los 16 países participantes son buenos ejemplos de la utilidad de este proyecto. En el caso español, el Banco de España pondrá a disposición de la comunidad investigadora los microdatos de esta encuesta, siempre bajo estrictas condiciones que aseguren la confidencialidad de las empresas encuestadas, para facilitar el desarrollo de proyectos de investigación sobre estos temas.

13.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2005). «Las estrategias de formación de precios en las empresas españolas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 67-77.
- BABECKY, J., P. DU CAJU, O. KOSMA, M. LAWLESS, J. MESSINA y T. ROOM (2008). *Downward Wage Rigidity and Alternative Margins of Adjustment: Survey Evidence from European Firms*, mimeo.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2009). «New survey Evidence on Wage Setting in Europe», *Boletín Mensual*, febrero.
- BERTOLA, G., A. DABUSINSKAS, M. HOEBERICHTS, M. IZQUIERDO, C. KWAPIL, J. MONTORNES y D. RADOWSKI (2008). *Price, Wage and Employment Response to Shocks: Evidence from the WDN Survey*, mimeo.
- DRUANT, M., S. FABIÁN, G. KEZDI, A. LAMO, F. MARTINS y R. SABBATINI (2008). *How Are Firm's Wages and Prices Linked: Survey Evidence in Europe*, mimeo.
- GALUSCAK, K., M. KEENY, D. NICOLITSAS, F. SMETS, P. STRZELECKI y M. VODOPIVEC (2008). *The Determinants of Wages of Newly Hired Employees: Survey Evidence on Internal versus External Factors*, mimeo.

UNA APROXIMACIÓN AL IMPACTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA Y LA DE LA ZONA DEL EURO

Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Álvarez, Isabel Sánchez, Samuel Hurtado y Carlos Thomas, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

El petróleo se encareció considerablemente durante la primera mitad de 2008, hasta alcanzar niveles próximos a los 150 dólares por barril en julio, alcanzando el máximo histórico. Desde entonces, se ha producido un desplome de las cotizaciones del crudo, que se han situado algo por encima de los 40 dólares por barril en los meses iniciales de 2009. Este abaratamiento del petróleo ha permitido un acusado descenso de la inflación (véase gráfico 1). Adicionalmente, en el actual contexto de recesión económica mundial, está suponiendo un elemento amortiguador sobre la contracción de la actividad y el empleo, al mitigar la caída de la renta disponible y la riqueza de las familias en términos reales y permitir una reducción de costes para las empresas. Asimismo, está facilitando la corrección del saldo energético de la balanza de pagos.

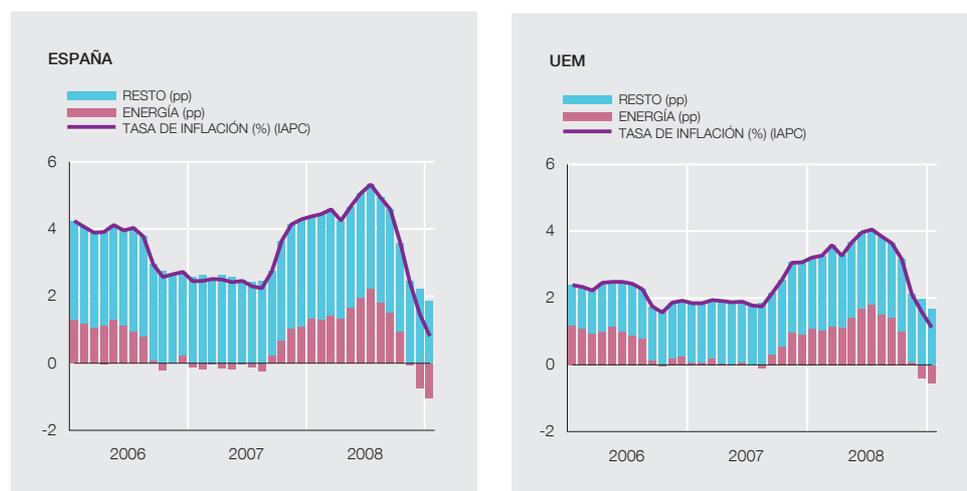
Las grandes fluctuaciones del precio del petróleo en los últimos años han reavivado el interés sobre sus efectos nominales y reales. Los *shocks* petrolíferos de la década que se inicia en 1970, cuando la inflación alcanzó dos dígitos en las economías industrializadas y se situó cerca del 25% en España, establecieron con claridad la relevancia del crudo como fuente de perturbación macroeconómica. Sin embargo, la evidencia más reciente y algunos desarrollos teóricos parecen indicar que los efectos nominales y reales de las fluctuaciones del precio del petróleo están siendo mucho menores en los últimos años [Blanchard y Galí (2008), De Gregorio et ál. (2007) o Killian (2008)]. Varias son las razones que explicarían este cambio: la mayor eficiencia energética en la actualidad, la relevancia de la globalización en los procesos de fijación de precios, y la mejora en el diseño y ejecución de la política monetaria.

Este artículo trata de cuantificar el impacto de los cambios en el precio del petróleo sobre los precios de consumo en España y en el área del euro, complementando un artículo anterior de este Boletín, de naturaleza descriptiva [Álvarez y Sánchez (2007)]. Para ello se emplean modelos de corto plazo de los componentes del IPC, así como modelos macroeconómicos, de naturaleza más amplia. En concreto, se utilizan el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) [Ortega et ál. (2007)] y un modelo de equilibrio general dinámico estocástico que describe el comportamiento de la economía española y del resto del área del euro (BEMOD) [Andrés et ál. (2009)]. Para evaluar el impacto macroeconómico de las perturbaciones sobre el precio del petróleo se han utilizado otros modelos de equilibrio general [Medina y Soto (2005), Hunt (2006) o Blanchard y Galí (2008)], pero, dentro de esta gama de modelos, el BEMOD resulta particularmente útil porque permite distinguir entre bienes comerciables y no comerciables —lo que resulta de interés dada la diferente incidencia del petróleo en la producción y el consumo—, considera la existencia de dos países en una unión monetaria y, por último, se trata de un modelo estimado.

La transmisión a corto plazo de las variaciones del precio del petróleo a los precios de consumo en España y la UEM

Los mecanismos de transmisión de las variaciones del precio del petróleo a la inflación transcurren por distintas vías. Por ello, a efectos del análisis que se realiza a continuación, resulta de utilidad distinguir los diferentes canales de transmisión, que se pueden clasificar como efectos directos, efectos indirectos y *efectos de segunda vuelta*.

1. Este artículo es un resumen de un documento ocasional del Banco de España, de próxima aparición, titulado *The impact of oil price changes on Spanish and Euro Area economies*.



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

Los efectos directos, o de corto plazo, se producen como consecuencia de que los cambios en el precio del crudo se trasladan a los precios de sus derivados, como los carburantes y combustibles de calefacción, incidiendo sobre el coste de la cesta de la compra. Esta transmisión es generalmente muy rápida y la repercusión sobre el IPC es mayor cuanto más elevada sea la proporción del gasto de las familias en estos productos respecto del gasto total.

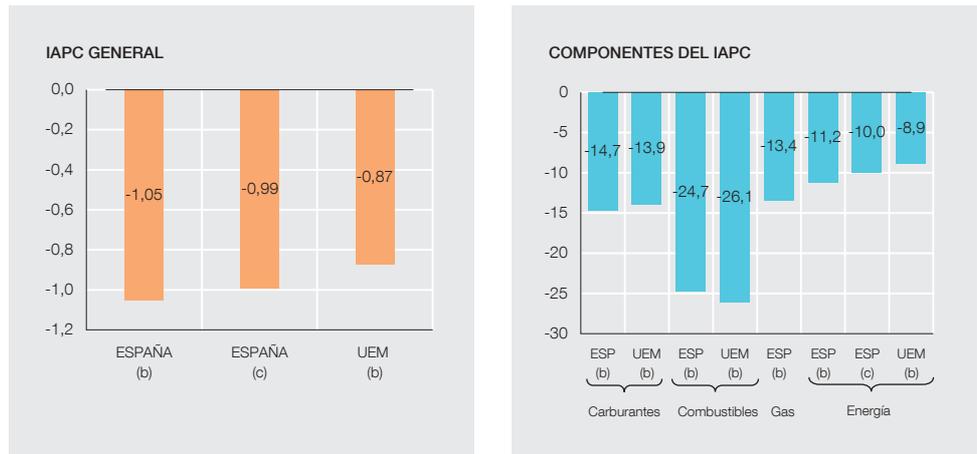
Para estimar la magnitud de los efectos directos, una posibilidad es realizar estimaciones econométricas para obtener coeficientes de traslación de las variaciones del precio de un crudo de referencia sobre un índice de precios de venta al público, generalmente bajo el supuesto de que estos coeficientes son constantes². Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la traslación de las variaciones del precio del petróleo a los precios finales es un proceso complejo, sobre el que influye un elevado número de condicionantes³. Las estimaciones realizadas en este artículo utilizan como variable dependiente la variación del índice armonizado de precios de consumo y como variable explicativa la variación del precio del petróleo tipo Brent del mar del Norte expresado en euros, suponiendo una elasticidad constante a lo largo del tiempo⁴. La traslación estimada es de carácter parcial, siendo la velocidad de transmisión muy rápida. Así, una caída del precio del petróleo del 50% supone una reducción de 1 punto porcentual en la inflación española y de nueve décimas en la del conjunto de la zona del euro, en términos de índice armonizado de precios de consumo (véase gráfico 2). Existe, en cualquier caso, una notable heterogeneidad en la magnitud estimada de este coeficiente, según el tipo de producto considerado, como se puede apreciar en la parte derecha del gráfico 2, aunque las magnitudes de los coeficientes de traslación para un producto dado son similares en ambas economías.

El mayor peso de los productos derivados del petróleo en la cesta de consumo de los hogares españoles respecto a los de la UEM explica, en gran medida, la mayor sensibilidad

2. Banco de España (2008) presenta estimaciones para precios minoristas de gasolinas y gasóleos con y sin impuestos. 3. Existen distintos tipos de crudo, con diferentes características, lo que se refleja en el porcentaje de productos destilados ligeros que se pueden obtener a partir de los mismos. Por otro lado, la industria del refino obtiene de forma conjunta los diferentes productos derivados con un margen de beneficio, que varía apreciablemente a lo largo del tiempo, y que responde a los cambios en las condiciones de oferta y demanda de estos productos. Asimismo, coexisten diferentes tecnologías de refino, que conllevan costes y cestas de productos derivados diferentes. Por último, los márgenes de beneficios de la distribución mayorista y minorista de estos productos fluctúan con el grado de competencia de los mercados, entre otros factores. 4. El período de estimación de estos modelos comprende desde marzo de 1999 hasta diciembre de 2007.

IMPACTO DIRECTO DE UNA DISMINUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN UN 50% (a)

GRÁFICO 2

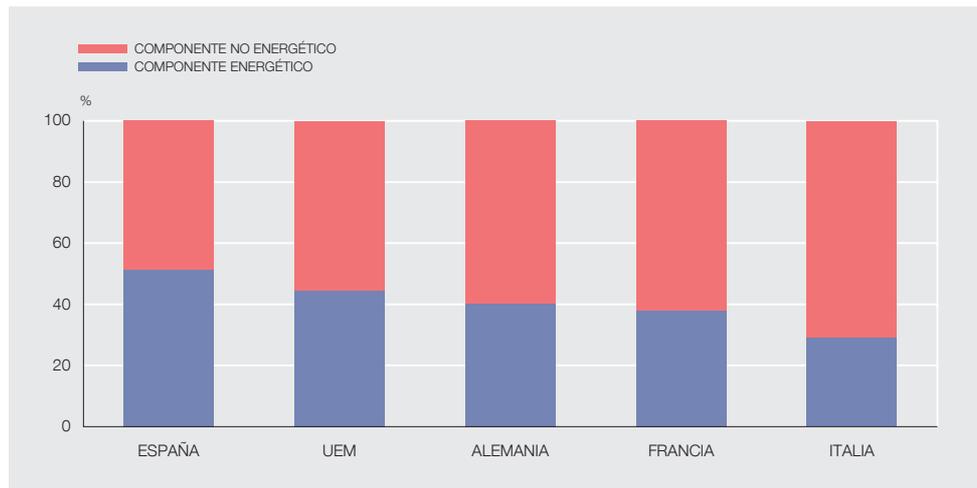


FUENTE: Banco de España.

- a. Efecto total después de dos meses, excepto para el gas.
- b. Modelos a corto plazo.
- c. Modelo macroeconómico (MTBE).

CONTRIBUCIONES A LA VARIABILIDAD DE LA INFLACIÓN (a)

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

- a. Contribución a la variabilidad aproximada por el producto de la covarianza de la tasa de variación del IAPC energético y la del IAPC general y la ponderación del IAPC energético en porcentaje de la varianza de la tasa de variación del IAPC general.

de la inflación española a las fluctuaciones en la cotización del crudo en relación con la del conjunto de la zona del euro. Un efecto adicional, que motiva un mayor impacto de las variaciones del precio del petróleo en España, es la menor fiscalidad de los derivados del petróleo, tanto en términos de impuestos específicos —que son de cuantía fija—, como del impuesto sobre el valor añadido —que es proporcional al precio de venta al público—. Este hecho hace que, ante una variación dada del coste de la materia prima, los precios de venta al público de los productos petrolíferos se modifiquen en mayor medida en España que en la UEM, mostrando también una mayor variabilidad. El gráfico 3 presenta información sobre la contribución del componente energético a la variabilidad de la inflación, calculada a partir de la covarianza ponderada de este componente con el IAPC general, en el período entre 1996 y 2007. Como puede verse, los precios energéticos desempeñan un

**El impacto del precio
del petróleo desde
una perspectiva
macroeconómica**

papel muy importante en la explicación de las fluctuaciones de la inflación, un 51% de la variabilidad del IAPC en España y un 45% de la de la zona del euro. Estos resultados están en consonancia con los obtenidos por Blanchard y Galí (2008) con un modelo de tipo VAR estructural.

Además de estos efectos directos, existen otros indirectos y de segunda vuelta que los modelos de corto plazo no pueden captar, precisándose la utilización de modelos de naturaleza macroeconómica para tratar de aproximarlos. Esta tarea se realiza en el siguiente apartado.

Los efectos indirectos se refieren a los inducidos por las variaciones de los costes marginales de las empresas al modificarse el precio del crudo, siendo mayores para aquellas actividades que emplean tecnologías más intensivas en el uso del factor petróleo o de sus derivados. La transmisión por este canal es lógicamente más lenta que la de los efectos directos. Además, su magnitud depende de otros factores, como la situación cíclica de la economía, el carácter transitorio o permanente que se espera que tenga la perturbación y el grado de competencia de los mercados.

Por otro lado, existe lo que se denominan «efectos de segunda vuelta», en la medida en que los cambios de precios de consumo derivados de los efectos directos e indirectos puedan suponer revisiones de las expectativas de inflación de los agentes, que se trasladen a los precios finales, directamente o indirectamente mediante la negociación salarial. Por un lado, expectativas de inflación más elevadas pueden suponer aumentos de los precios de las empresas, al verse afectada la demanda por el precio relativo del bien producido respecto al nivel general de precios. Por otro lado, si se producen cambios salariales, los costes laborales de las empresas varían, lo que generalmente repercute sobre sus precios de venta al público. Asimismo, en economías en las que están extendidas las cláusulas de indexación se produce un efecto adicional cuando estas se activan, lo que supone que el efecto sobre la inflación sea más persistente. No obstante, suele existir cierta asimetría en la aplicación de estas cláusulas, de modo que, cuando la inflación se reduce por debajo de un determinado umbral, no se produce una compensación por las desviaciones de la inflación⁵.

Para captar estos efectos, se precisan modelos completos que permitan evaluar de manera global el impacto de las variaciones del precio del crudo, teniendo en cuenta la reacción de los agentes económicos, es decir, incluyendo tanto los efectos directos e indirectos anteriormente mencionados, como los de segunda vuelta. Con este objetivo, en este artículo se emplean el MTBE y el BEMOD. A la hora de interpretar sus resultados, ha de tenerse en cuenta que estos modelos emplean parámetros constantes a lo largo del tiempo.

El MTBE, en su versión más reciente, estima las ecuaciones de comportamiento de cada una de las principales variables macroeconómicas españolas para el período comprendido entre el primer trimestre de 1986 y el último de 2007. Constituye un sistema integrado de ecuaciones del tipo *mecanismos de corrección del error*, que recoge las principales interdependencias entre variables y la existencia de relaciones de corto y largo plazo, pero en el que no intervienen las expectativas. Es un modelo principalmente de demanda, con precios y salarios altamente relacionados, que representa una economía bastante sensible a cambios en la demanda y precios mundiales, incluidos los precios del petróleo, y donde las variables reaccionan con cierta inercia a los cambios en sus determinantes.

5. Los modelos considerados en este artículo hacen abstracción de esta asimetría.

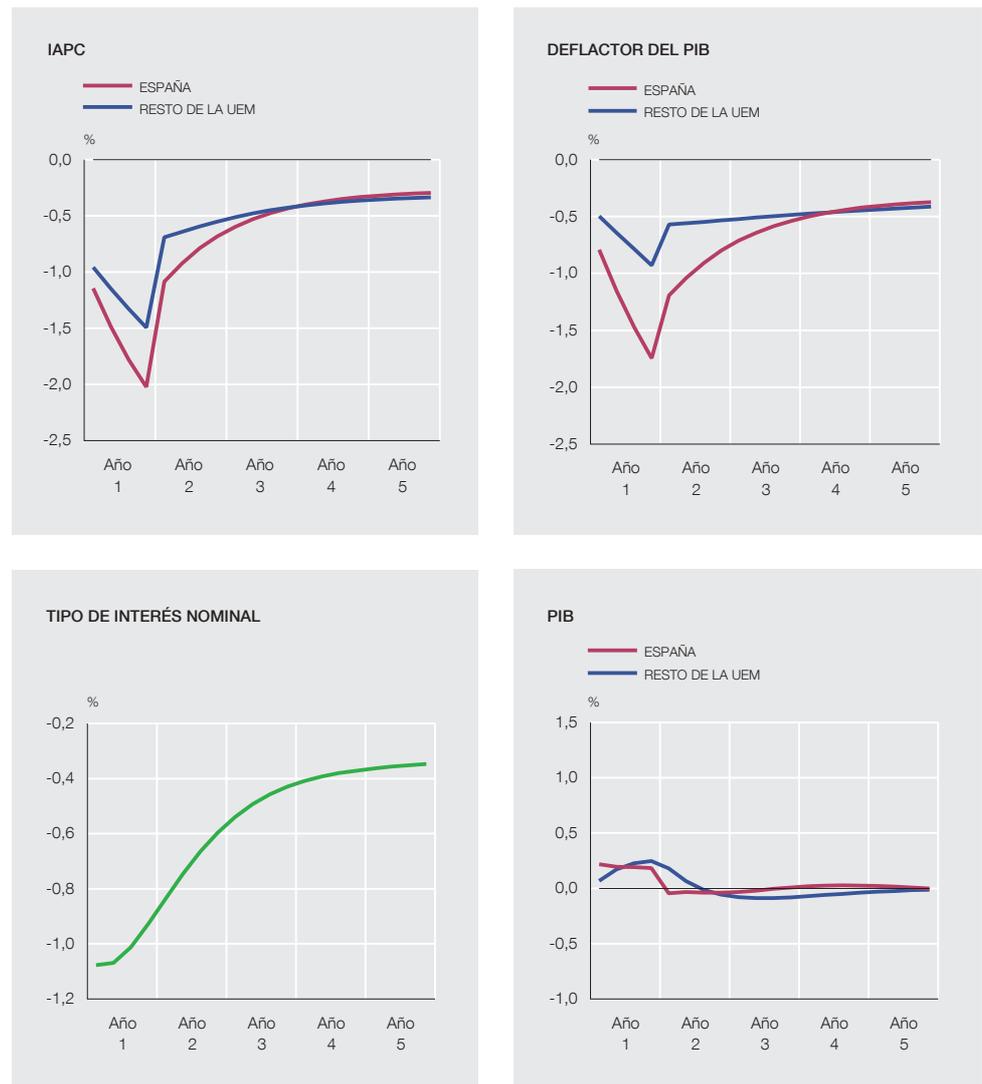


FUENTE: Banco de España.

a. Desviaciones porcentuales acumuladas respecto al escenario base.

De acuerdo con el MTBE, una caída del precio del petróleo produce un abaratamiento de las importaciones de este producto que motiva, a través del efecto directo mencionado anteriormente, una reducción de los precios a los que se enfrentan los consumidores y una caída de los salarios negociados. El gráfico 4 presenta una simulación de una reducción del 50% del precio del crudo, mostrando el efecto acumulado desde el momento en que se produce la perturbación. Se observa que el impacto inmediato sobre los precios de consumo estimado por el MTBE está en consonancia con el que se obtiene a partir de los modelos desagregados de corto plazo, presentados en el apartado anterior. Asimismo, el efecto sobre los precios es mayor que sobre los salarios nominales, de modo que se produce un incremento apreciable de los salarios reales y de la renta disponible de las familias en términos reales. En este contexto, los hogares aumentan, aunque con cierta lentitud, su gasto en consumo y su inversión en vivienda. Por su parte, las empresas, para hacer frente a esta mayor demanda, contratan más trabajadores e incrementan su inversión, reforzando los efectos iniciales de la perturbación sobre la renta disponible real de los hogares y sobre el gasto.

Los efectos máximos sobre la inflación se observan en el primer año. De acuerdo con esta simulación, una caída del 50% del precio del petróleo supone una reducción en el primer año de 1,3 puntos porcentuales (pp) en la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), mientras que en el segundo año se produce una reducción adicional de 0,6 pp.

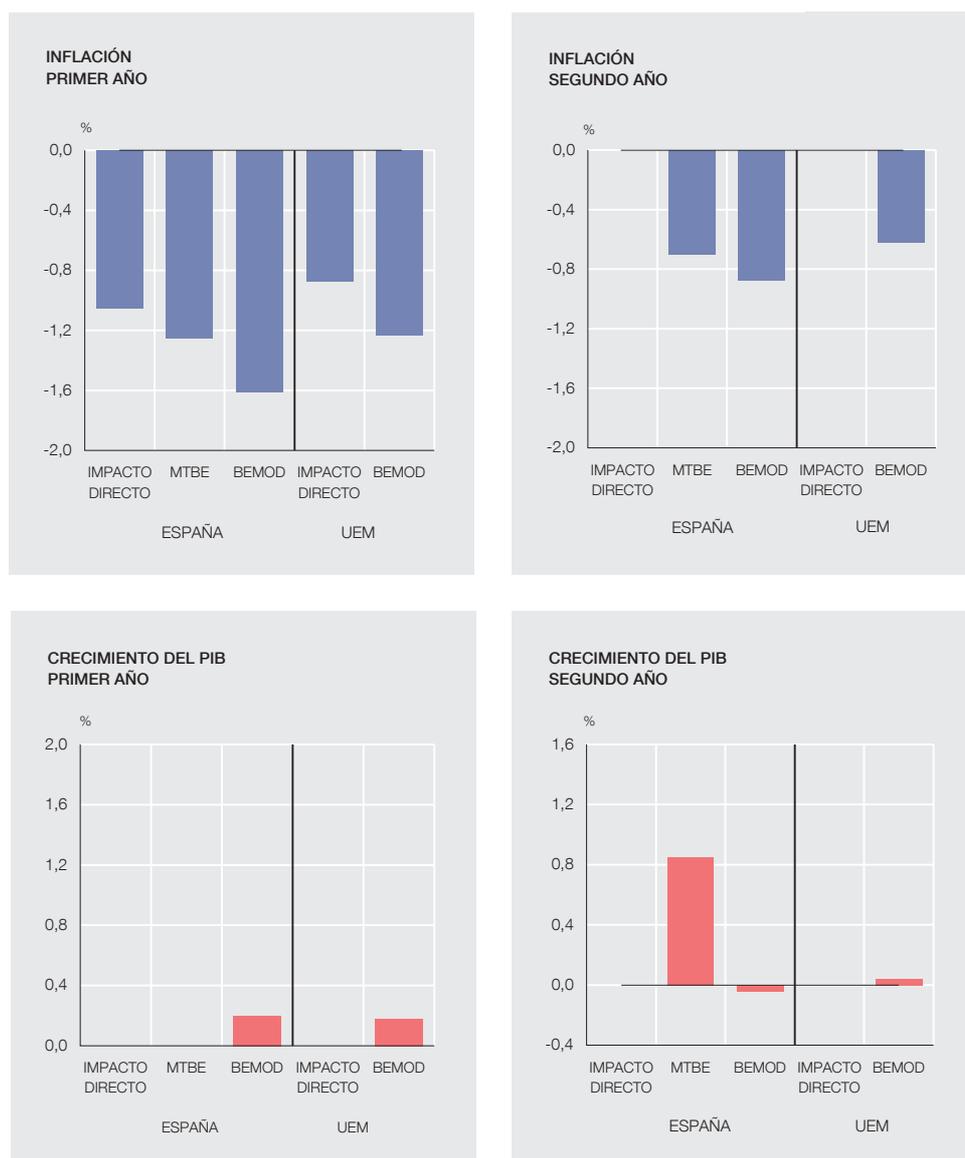


FUENTE: Banco de España.

a. Desviaciones porcentuales acumuladas respecto al escenario base.

Sin embargo, la inercia del MTBE hace que los mayores efectos sobre el crecimiento se observen en el segundo año, cuando ya se han materializado todos los efectos del abarataamiento del crudo sobre precios y cantidades. Así, el PIB apenas se modifica en el conjunto del primer año, mientras que en el segundo su tasa de variación aumenta 1,1 pp.

Como ya se ha señalado, el MTBE no incluye el papel de las expectativas en la toma de decisiones económicas. Por ello, resulta útil complementar las estimaciones anteriores con las que proporciona el BEMOD, que pertenece al tipo de modelos de equilibrio general que se utilizan cada vez con más frecuencia en el análisis de perturbaciones y de medidas de política económica. En este modelo, las expectativas acerca del valor futuro de las variables desempeñan un papel primordial: los hogares maximizan el valor presente descontado de su utilidad a lo largo de toda su vida, y las empresas el de sus beneficios, sujetos a sus restricciones presupuestarias y tecnológicas. Además del papel central de las expectativas y de la cobertura conjunta de España y la UEM, en el BEMOD los distintos sectores productivos utilizan en su función de producción no solo empleo y capital, sino también petróleo, con lo



FUENTE: Banco de España.

que es posible tener en cuenta efectos de oferta (como, por ejemplo, un abaratamiento de los costes productivos al caer el precio del petróleo), ausentes en el MTBE. Por último, en el BEMOD la política monetaria responde a una regla de Taylor, siendo endógena, de modo que los tipos de interés disminuyen ante caídas de la inflación en la UEM.

El gráfico 5 muestra la respuesta a una bajada en el precio del petróleo del 50%, de acuerdo con este modelo. Como se puede observar, la reducción del precio del crudo tiene un efecto directo en el IAPC, a través de su componente energético. Se produce también un efecto indirecto, al reducirse los costes de producción de las empresas de bienes comerciables y no comerciables, lo cual se refleja en una menor inflación, aproximada por el deflactor del PIB. En ambos casos, el descenso de la inflación ante esta perturbación es superior en España que en el resto de la UEM, debido a la mayor dependencia energética de la economía española, tanto en términos de estructura de gasto de los hogares como en los procesos productivos. La bajada de la inflación en el área del euro llevaría al BCE a reducir los tipos de interés nominales, con los consiguientes efectos expansivos sobre la demanda interna y, por tanto, sobre el crecimiento del PIB. El aumento en la actividad que originaría este proceso es similar en ambos

casos, si bien algo superior en España en el promedio de los primeros cuatro trimestres, debido a la mayor dependencia del sector de bienes comerciables del petróleo, lo que hace que el abaratamiento de este factor productivo provoque mejoras de competitividad superiores y un comportamiento más expansivo de las exportaciones⁶.

Por su parte, el canal de los tipos de interés y la formación de expectativas futuras por parte de los agentes hacen que en el BEMOD los efectos del abaratamiento del petróleo sobre la actividad se observen sobre todo durante el primer año. En concreto, en la simulación anterior el crecimiento del PIB aumentaría 0,2 pp el primer año y prácticamente nada en el segundo (véase gráfico 6). En comparación, en el MTBE los efectos sobre la actividad muestran una secuencia temporal diferente debido a la mayor inercia en dicho modelo, con efectos prácticamente nulos en el primer año y subidas de 0,8 pp en el segundo. En cuanto a la inflación en términos del IAPC, los efectos son parecidos en ambos modelos tanto en tamaño como en su dinámica temporal, con bajadas de entre 1,2 pp y 1,6 pp el primer año y entre 0,7 pp y 0,9 pp en el segundo.

Conclusiones

Este artículo trata de determinar cuál es el efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación de precios de consumo en España y en el área del euro en la actualidad. Para ello, se presenta evidencia a partir de modelos uniecuacionales de corto plazo sobre los componentes del IAPC más relacionados con el precio del petróleo, así como dos modelos macroeconómicos. Estos son el MTBE, en el que España es una economía pequeña y abierta, donde el tipo de interés y el tipo de cambio son exógenos, y el modelo BEMOD, de equilibrio general, donde España y el resto de la UEM son dos economías que interactúan y forman una unión monetaria, y también están abiertas al resto del mundo. En este modelo, tanto el tipo de interés como el de cambio son endógenos.

Los efectos directos sobre la inflación de variaciones en el precio del petróleo son significativos, mientras que los de segunda vuelta lo son en menor medida. En España, estos impactos son mayores que en el resto de la UEM. Por otro lado, los modelos macroeconómicos permiten, además, analizar los efectos sobre la actividad. En comparación con los efectos sobre la inflación, los impactos sobre el crecimiento del PIB son considerablemente menos importantes.

16.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, J., e I. SÁNCHEZ (2007). «El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.
- ANDRÉS, J., S. HURTADO, E. ORTEGA y C. THOMAS (2009). *Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis*, documento de trabajo de próxima aparición, Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA (2008). «La evolución reciente de los precios de los derivados del petróleo», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- BLANCHARD, O., y J. GALÍ (2008). *The macroeconomic effects of oil price shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?*, mimeo, Universitat Pompeu Fabra.
- DE GREGORIO, J., O. LANDERRETICHE y C. NEILSON (2007). *Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation*, Documentos de Trabajo, n.º 417, Banco Central de Chile.
- HUNT, B. (2006). «Oil price shocks and the US stagflation of the 1970s: Some insights from GEM», *Energy Journal*, 27 (4), pp. 61-80.
- KILLIAN, L. (2008). «A comparison of the effects of exogenous oil supply shocks on output and inflation in the G7 countries», *Journal of the European Economic Association*, 6 (1), pp. 78-121.
- MEDINA, J. P., y C. SOTO (2005). *Oil shocks and monetary policy in an estimated DSGE model for a small open economy*, Documentos de Trabajo, n.º 353, Banco Central de Chile.
- ORTEGA, E., P. BURRIEL, J. L. FERNÁNDEZ, E. FERRAZ y S. HURTADO (2007). *Actualización del modelo trimestral del Banco de España*, Documentos de Trabajo, n.º 0717, Banco de España.

6. El resto del mundo es exógeno en el modelo, de modo que España se ve beneficiada por la mayor demanda de la UEM.

ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA Y CRECIMIENTO EMPRESARIAL:
UN ANÁLISIS PARA EL ÁREA DEL EURO

Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

Al facilitar la canalización de fondos hacia proyectos de inversión rentables, los sistemas financieros contribuyen al crecimiento empresarial y al funcionamiento eficiente de la economía. Sin embargo, los prestatarios tienen mayor conocimiento que los prestamistas sobre la verdadera calidad de los proyectos y esta asimetría en la información dificulta, en algunos casos, el acceso de las sociedades a recursos externos con los que financiar sus actividades, con lo que su expansión vendría limitada por sus flujos de caja corrientes. Esta situación es potencialmente más relevante en períodos recesivos, en economías con sistemas financieros menos desarrollados y para los prestatarios que mayores problemas tengan para aportar garantías adicionales con las que asegurar la devolución de los fondos prestados. Asimismo, cabe esperar que afecte en mayor medida a las empresas nuevas, que no disponen de un historial previo en el que basar su reputación y sobre las que el mercado no tiene referencias, que a las ya establecidas.

En este contexto, este trabajo analiza primeramente qué factores condicionan en mayor medida el acceso a la financiación externa por parte de las sociedades, explotando la información contenida en la encuesta de opinión empresarial *World Business Environment Survey* (WBES), elaborada por el Banco Mundial en los años 1999-2000. Estos datos, referidos solamente a dos años, no permiten recuperar la evolución temporal de las posibles dificultades de acceso a los recursos externos. Sin embargo, sí es posible utilizarlos como base para realizar una estimación de dicha evolución temporal que permita estudiar cómo las dificultades de acceso a la financiación externa pueden afectar al crecimiento empresarial. Para ello, se utiliza la base de datos AMADEUS, que contiene información a nivel individual del balance y cuenta de resultados de una amplia muestra de empresas no financieras.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En el segundo epígrafe se analiza qué características de las sociedades determinan la probabilidad de que presenten mayores dificultades de acceso a la financiación externa. En el tercero se estudia si estos obstáculos, una vez tenidos en cuenta los efectos de otras variables (el tamaño de la empresa, su edad, su flujo de caja, su endeudamiento o su carga financiera), condicionan el crecimiento empresarial. Finalmente, en el cuarto se resumen las principales conclusiones del estudio.

Características empresariales ligadas a la percepción de mayores dificultades de acceso al crédito

El análisis de los factores determinantes de la existencia de dificultades de acceso a la financiación externa por parte de las sociedades no financieras se puede basar en dos enfoques alternativos: El primero de ellos consiste en la estimación de modelos econométricos en los que la presencia de restricciones financieras se induce a partir del comportamiento de las empresas y de las predicciones que sobre dicho comportamiento proporcionan distintos modelos teóricos. El segundo se fundamenta en la explotación de la información de encuestas de opinión en las que se pregunta a las empresas acerca de su percepción sobre la posible existencia de estos obstáculos. En este artículo se explota esta segunda estrategia. Conviene señalar que, a pesar de ser más directa que la primera, presenta también limitaciones que conviene tener en cuenta. Así, la apreciación de este tipo de trabas reviste un carácter subjetivo. Por otra parte, a menudo

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 0836, titulado *Financing obstacles and growth: an analysis for euro area non-financial corporations*, realizado por Chiara Coluzzi, de la Universidad de Roma «Tor Vergata», Annalisa Ferrando, del Banco Central Europeo, y Carmen Martínez-Carrascal. Este estudio está también publicado en la serie de Documentos de Trabajo del Banco Central Europeo.

estas encuestas tienen una cobertura parcial, ya que suelen capturar cuáles son las compañías que bajo unas determinadas condiciones perciben este tipo de restricciones, pero no las que habrían pedido un volumen mayor de fondos bajo unas condiciones más favorables².

Para analizar los factores que contribuyen a explicar la existencia de dificultades de acceso a la financiación externa, se ha utilizado la encuesta de opinión WBES elaborada por el Banco Mundial en los años 1999-2000. Esta base de datos carece de una dimensión temporal que permita analizar la evolución en el tiempo de esta variable, pero incluye información sobre distintas características empresariales. De este modo, es posible estimar cuantitativamente la relación existente entre estas últimas variables y la percepción de trabas en la obtención de recursos ajenos, y proyectarla después para períodos distintos del contemplado en la propia encuesta. En particular, la encuesta incluye información no solo sobre los obstáculos financieros y legales percibidos por las empresas para su crecimiento, sino también sobre su tamaño, las ventas, el sector de actividad o su estructura de propiedad³. Aunque esta encuesta se realizó a compañías de 80 países diferentes, en este estudio se han considerado únicamente las que operan en cinco de ellos (Alemania, España, Francia, Italia y Portugal); esto es, aquellos Estados del área del euro para los que se dispone de una cobertura suficientemente elevada en la base de datos de AMADEUS, que también se explota en este trabajo.

El análisis se ha basado en las respuestas de 382 sociedades a la pregunta sobre «cuán problemático para la marcha de su actividad es el acceso a la financiación externa debido a requerimientos de colateral excesivos por parte de los bancos o instituciones financieras»⁴. De acuerdo con las contestaciones, las empresas se han clasificado en dos grupos: las que indican no sufrir este tipo de problema, o para las que es poco importante, y aquellas que responden que tiene una importancia moderada o alta.

En el cuadro 1 se presentan los porcentajes de empresas que, en cada uno de los Estados considerados, indicaban tener dificultades moderadas o altas en su acceso a la financiación externa en los años de elaboración de la encuesta (1999-2000). En general, se aprecian patrones de respuesta comunes en los países analizados. Así, en primer lugar, se observa que las compañías pequeñas son las que declaraban encontrar mayores trabas en este aspecto. Estas diferencias por tamaño eran comparativamente elevadas en Alemania, España y Portugal, y más reducidas en Francia e Italia. Asimismo, las sociedades que operaban en el sector de la construcción tendían a percibir mayores obstáculos en la captación de recursos ajenos, encontrándose las de la rama de servicios en el extremo opuesto. Finalmente, la percepción de las empresas de nueva creación sobre sus posibilidades de obtención de fondos externos era más negativa que para el resto de sociedades.

Con el fin de estimar la relación existente entre la percepción de dificultades de acceso a la financiación externa y diversas características empresariales, se ha estimado un modelo econométrico⁵. En concreto, este analiza la influencia de diversas variables, como el sector de

2. Para una síntesis sobre la evidencia existente sobre restricciones de acceso a financiación en el área del euro en base a encuestas de opinión empresarial, véase Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB (2007). 3. Para más detalle sobre las características de esta encuesta, véase <http://info.worldbank.org/governance/wbes/index.html#wbes>. 4. La encuesta incluye también preguntas relativas a dificultades de financiación ligadas a otros aspectos. De acuerdo con las respuestas de las sociedades, los requerimientos de colateral, los tipos de interés elevados y los papeleos excesivos eran los factores que más limitaban su actividad en el momento de realización de la encuesta. El primero de ellos, que es el que se ha considerado en este estudio, es el que tiene mayor poder explicativo del indicador general de existencia de obstáculos financieros que también se incluye en esta base de datos. 5. En concreto, se estima un modelo *probit* en el que la variable dependiente toma el valor 1 si la empresa declara que sus dificultades para acceder a financiación externa tienen una influencia moderada o alta sobre su actividad. En la estimación se incluyen efectos fijos de país para controlar por posibles diferencias estructurales en la variable de interés por parte de las sociedades que estén ligadas al país en el que opera.

	ALEMANIA	FRANCIA	ESPAÑA	ITALIA	PORTUGAL
<i>Total</i>	62,4%	40,4%	32,9%	54,4%	13,8%
POR TAMAÑO (a):					
Pequeñas	72,0%	50,0%	50,0%	65,0%	20,0%
Medianas	64,3%	31,6%	25,0%	51,2%	16,1%
Grandes	33,3%	40,0%	20,0%	50,0%	0,0%
POR SECTOR :					
Manufacturas	78,9%	36,8%	50,0%	68,2%	9,1%
Construcción	76,9%	50,0%	40,0%	75,0%	50,0%
Servicios	54,1%	42,3%	22,2%	47,2%	13,1%
POR EDAD:					
Empresa joven (b)	80,0%	44,4%	50,0%	55,6%	50,0%
Resto	60,2%	39,5%	30,9%	54,3%	12,0%

FUENTES: WBES y Banco de España.

a. El tamaño de la empresa se define en función del número de empleados. Las sociedades pequeñas, medianas y grandes son, respectivamente, aquellas con hasta 49 empleados, entre 50 y 250 y más de 250.

b. Empresa creada en los últimos cinco años.

actividad, si es de creación reciente, el tamaño, el volumen de ventas o la pertenencia a un grupo empresarial, sobre la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa. El cuadro 2 muestra las estimaciones obtenidas.

Los resultados están en línea con lo esperado. Así, las empresas jóvenes —aquellas con menos de cinco años de vida— y las pequeñas perciben mayores dificultades en su acceso a la financiación externa. En concreto, las probabilidades para este tipo de sociedades de sufrir obstáculos en este aspecto son, respectivamente, un 13% y un 16% superiores a las encontradas por las empresas más maduras y por las de mayor tamaño⁶. Estas mayores trabas están ligadas, posiblemente, a su mayor grado de opacidad desde el punto de vista del prestamista. Asimismo, los resultados indican que una buena evolución de las ventas, que a priori reduce las probabilidades de impago, mitiga los problemas de acceso al crédito. En concreto, de acuerdo con las estimaciones obtenidas, un incremento de un punto porcentual en las ventas reduce en promedio algo menos de 0,04 puntos porcentuales (pp) la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a fondos externos, siendo el impacto superior para valores reducidos de esta variable.

Por sectores, las empresas manufactureras, y, en mayor medida, las constructoras, perciben mayores restricciones de financiación que las que operan en el sector servicios. En concreto, para estas sociedades la probabilidad de enfrentarse a este tipo de dificultades es, respectivamente, un 19% y un 27% mayor que la correspondiente a las compañías de las ramas de servicios, lo que puede deberse, en parte, a diferencias sectoriales en el volumen de activos que pueden ser utilizados como colateral. Así, de acuerdo con la información de los balances empresariales contenida en AMADEUS, la proporción de activos fijos tangibles —que, en principio, pueden ser aportados como garantía en operaciones de préstamo— es mayor en las compañías de servicios, situándose las constructoras en el extremo opuesto. Finalmente, a

6. El impacto diferencial sobre la probabilidad de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa reportado para las empresas pequeñas puede estar sesgado al alza debido a la existencia de causalidad inversa (el tamaño incide sobre la existencia de restricciones financieras, pero estas condicionan también la dimensión de la empresa). Al corregir este problema (instrumentando la variable tamaño), el impacto marginal que se obtiene sobre la probabilidad analizada es algo menor (del 9%).

	Impacto marginal
Empresa pequeña (a)	0,127**
Empresa joven (b)	0,160*
Volumen de ventas (c)	-0,038**
Empresa perteneciente a grupo empresarial	0,030
Sector manufacturas	0,186***
Sector construcción	0,268**

FUENTES: WBES y Banco de España.

NOTA: *,**,*** indican valor significativo para un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

a. Empresa con menos de 50 empleados.

b. Empresa creada en los últimos cinco años.

c. En logaritmos.

la luz de las estimaciones realizadas, la pertenencia a un grupo empresarial no parece tener una influencia significativa sobre las posibilidades de captación de recursos ajenos.

Impacto de las dificultades de acceso a la financiación externa sobre el crecimiento empresarial

Para evaluar el impacto de las dificultades de acceso a la financiación externa sobre el crecimiento empresarial se ha estimado un modelo econométrico en el que la variación del volumen de activos se explica en función de un conjunto de características de las empresas. Con este fin se ha utilizado la información de la base de datos AMADEUS Bureau van Dijk para los cinco países considerados en la sección 2. En conjunto, la muestra incluye en torno a un millón de observaciones correspondientes a unas 155.000 empresas para el período 1995-2005⁷. La estimación se realiza de forma separada para cada uno de los países.

Para cada empresa, se estudia cómo la probabilidad de sufrir dificultades en la obtención de recursos ajenos incide sobre su crecimiento, una vez se ha controlado por otros determinantes que condicionan esta tasa de avance. Dicha probabilidad se aproxima a partir de los resultados presentados en la sección anterior, utilizando los coeficientes obtenidos en la estimación del modelo econométrico. Otras variables incluidas en el modelo son el valor desfasado un período de la tasa de avance del volumen de activos, el tamaño, las posibilidades de crecimiento —aproximadas mediante el incremento de las ventas—, una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa es joven (creada en los últimos cinco años), y diversas ratios financieras: el flujo de caja sobre el activo total, el endeudamiento, la carga financiera (definida como los pagos por intereses sobre el resultado económico bruto de explotación más los ingresos financieros). Finalmente, se incluyen también controles (efectos fijos) para tener en cuenta la situación económica general en cada momento y diferencias estructurales asociadas al sector de pertenencia de cada sociedad.

Los resultados se presentan en el cuadro 3. Como puede observarse, el coeficiente obtenido para la probabilidad estimada de sufrir dificultades de acceso a la financiación externa es negativo y significativo en cuatro de los cinco países considerados, lo que parece indicar que las trabas en la capacidad de obtención de recursos ajenos ejercen una influencia negativa sobre el crecimiento empresarial. Únicamente para Alemania no se obtiene evidencia en esta dirección, lo que podría ser debido al tamaño reducido de la muestra con la que se ha llevado a cabo la estimación en este país y a la baja proporción de empresas pequeñas en esta base de datos.

7. Período 1996-2005 en el caso de Francia.

	FRANCIA	ALEMANIA	ITALIA	ESPAÑA	PORTUGAL
Crecimiento _{it-1}	-0,174***	-0,064**	-0,345***	-0,124***	-0,043**
Tamaño _{it-1}	-0,025***	0,030*	-0,018*	-0,036***	-0,033***
Empresa joven	0,038**	-0,07	0,070***	0,099***	0,089***
Oportunidades de crecimiento _{it-1}	0,288***	0,182***	0,571***	0,175***	0,129**
Flujo de caja _{it-1}	0,411***	0,172***	0,428**	0,492***	0,285***
Endeudamiento _{it-1}	0,047**	-0,161***	0,110***	0,120***	-0,122***
Carga financiera _{it-1}	-0,030**	-0,01	-0,03	-0,031**	
Dificultades de acceso a financiación _{it-1}	-0,133*	0,39	-0,228*	-0,341***	-0,265***
Número de observaciones	282.522	7.955	270.818	317.689	21.266

FUENTES: AMADEUS y Banco de España.

a. El crecimiento se mide como la variación del nivel de activos; empresa joven es una variable dicotómica que toma valor 1 para empresas creadas en los últimos cinco años; las oportunidades de crecimiento se aproximan mediante el volumen de ventas. El tamaño es el logaritmo del volumen de activos. El flujo de caja y el endeudamiento están normalizados por el nivel de activos totales de la empresa.

La carga financiera es la ratio de pagos de intereses por financiación recibida sobre resultado económico bruto más ingresos financieros.

El indicador de dificultades de acceso a financiación se obtiene a partir de los resultados de la estimación presentados en el cuadro 1.

*, **, *** indica significatividad para un nivel de confianza del 90%, 95% y 99%, respectivamente.

Asimismo, el coeficiente estimado para la variable dependiente desfasada un período es negativo y significativo en todos los países analizados, indicando que los períodos con tasas de expansión por encima de la media están seguidos, en general, de fases de menor dinamismo. Por otra parte, el ritmo de avance está relacionado, con la excepción de Alemania, con el tamaño y la edad de la empresa, siendo las de menor dimensión y las de creación reciente las que presentan mayor crecimiento. Las diferencias en esta variable para las empresas más jóvenes y las más maduras son especialmente acusadas en Italia, España y Portugal. Además, es también en los dos últimos países citados en los que los ritmos de avance parecen estar más ligados al tamaño de las sociedades.

Como cabría esperar, unas mayores oportunidades de crecimiento se traducen en un mayor incremento en el volumen de activos. Asimismo, este aumento está también positivamente vinculado al flujo de caja, siendo esta relación más relevante en aquellos países en los que la muestra utilizada presenta un mayor porcentaje de empresas de tamaño reducido (España, Francia e Italia). La existencia de un vínculo más fuerte para estas sociedades podría ser debida a las mayores dificultades de acceso a la financiación externa que presentan, de acuerdo con el análisis mostrado en la sección previa, lo que haría que sus posibilidades de expansión estuviesen más condicionadas por su capacidad de generación interna de recursos. Así, un ascenso de un punto porcentual del flujo de caja sobre el total de activos se traduciría en una elevación del ritmo de crecimiento de entre 0,4 pp y 0,5 pp en España, Francia e Italia, mientras que el impacto estimado en Alemania sería bastante inferior (0,2 pp).

Los resultados relativos al impacto del endeudamiento sobre la tasa de variación de los activos no son concluyentes. Así, se estima un coeficiente negativo y significativo para Alemania y Portugal, mientras que para España, Francia e Italia es positivo y significativo. Esto podría ser debido a la existencia de dos efectos contrapuestos. Por una parte, un volumen de deuda más elevado puede implicar una mayor presión financiera, dificultando el acceso a la financiación externa adicional y, por tanto, ejerciendo un impacto negativo sobre el crecimiento, y, por otra, las empresas con mejores oportunidades de inversión son posiblemente las que acceden con mayor facilidad a recursos ajenos para financiar sus proyectos, lo que se reflejará en

una relación positiva entre ambas variables. Un sencillo análisis de regresión parece indicar que estos dos efectos antagónicos son relevantes para determinar el signo y la magnitud del impacto del endeudamiento sobre el avance de la actividad, ya que parece existir una relación positiva entre las posibilidades de crecimiento y el aumento en la ratio de endeudamiento, pero únicamente cuando esta última se sitúa en niveles moderados.

Por lo que respecta a la carga financiera, los resultados parecen indicar que esta ratio contribuye a ralentizar el crecimiento empresarial. Así, el coeficiente estimado es negativo y significativo para dos de los cuatro países —España y Francia— para los que se dispone de información sobre esta variable, mientras que para Italia el coeficiente, aunque negativo y de magnitud similar a los obtenidos para España y Francia, no es significativo debido a la imprecisión con que se estima.

Conclusiones

En este artículo se han analizado las características empresariales que influyen sobre la capacidad de las sociedades para acceder a la financiación externa y se ha evaluado en qué medida esa capacidad condiciona el crecimiento empresarial. Para ello, se ha combinado la información de la encuesta de opinión empresarial WBES con información del balance y cuenta de resultados de las empresas contenidas en la base de datos AMADEUS para cinco países del área del euro.

Los resultados indican que las empresas jóvenes y las pequeñas son las que tienden a experimentar una menor facilidad de obtención de financiación externa, lo que está ligado, posiblemente, a las mayores dificultades de los prestamistas para evaluar, en estos casos, la trayectoria de las compañías y su capacidad de pago. De hecho, las estimaciones realizadas indican que una buena evolución de las ventas mitiga los problemas de acceso al crédito. Por sectores, las empresas manufactureras, y, especialmente, las constructoras, encuentran mayores trabas que las que operan en el sector servicios.

Como cabría esperar, las dificultades de acceso a la financiación externa tienden a actuar como un freno al crecimiento empresarial. Flujos de caja más elevados favorecen un mayor ritmo de expansión, especialmente en aquellos países para los que la muestra utilizada incluye un mayor porcentaje de empresas pequeñas, que, según los resultados obtenidos, son las que sufren mayores trabas para captar recursos ajenos y, por tanto, podrían tener sus posibilidades de expansión más condicionadas por su capacidad de generación interna de recursos.

La menor facilidad de acceso a la financiación externa para las empresas pequeñas y para las de creación reciente y la estrecha relación existente entre el acceso a la financiación y el crecimiento de la actividad empresarial apuntan la conveniencia de potenciar instrumentos financieros que, como el capital riesgo, están especialmente orientados a compañías jóvenes. También justifican actuaciones públicas dirigidas a corregir los fallos de mercado que limitan la capacidad de expansión de este tipo de compañías.

12.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- COLUZZI, C., A. FERRANDO y C. MARTÍNEZ-CARRASCAL (2008). *Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations*, Documentos de Trabajo, n.º 0836, Banco de España.
- TASK FORCE OF THE MONETARY POLICY COMMITTEE OF THE ESCB (2007). *Corporate Finance in the Euro Area – Including Background Material*, Occasional Paper n.º 63, Banco Central Europeo.

LAS RELACIONES COMERCIALES Y FINANCIERAS DE LA UEM CON EUROPA CENTRAL
Y DEL ESTE

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

Introducción

En la primera parte de 2008, los episodios de turbulencias financieras que se habían iniciado en el verano de 2007 afectaron principalmente a los países más desarrollados. El progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación, la reducción del precio de los activos financieros e inmobiliarios y el retroceso de la confianza fueron provocando una contención de la demanda y de la actividad en dichas economías, mientras las emergentes permanecían relativamente aisladas de estos procesos y sostenían elevados ritmos de crecimiento, que contribuían a mitigar de alguna manera el ajuste de las primeras, a través de su demanda exterior.

Esta situación experimentó un giro a partir del verano, cuando el agravamiento de las tensiones financieras quebró la resistencia de los países emergentes, provocando una crisis de carácter global. En los últimos meses, la actividad de los países emergentes ha registrado una abrupta desaceleración que se ha trasladado con rapidez al comercio mundial, intensificando el ajuste de las economías más desarrolladas.

En los países del Centro y Este de Europa (CEE), el impacto de la crisis está siendo particularmente intenso, en especial, en aquellos casos que acumulan mayores desequilibrios macrofinancieros. Algunos Estados, como Hungría y Letonia, han necesitado medidas concertadas de ayuda para evitar el colapso financiero, y, más recientemente, Rumanía también ha solicitado asistencia. La evolución de estos países está suscitando una preocupación creciente, por la posibilidad de que acabe incidiendo en la situación de algunos países de la UEM.

En este artículo se repasan las interdependencias entre los países del área del euro y Europa emergente, y, en particular, los Nuevos Estados Miembros de la UE (NEM)¹ —aunque en algún apartado específico se hará referencia también a países no pertenecientes a la UE—. Hay que tener en cuenta que la globalización y la división de las cadenas de producción han provocado que las relaciones entre las distintas economías sean mucho más complejas que la que se deriva del simple análisis de las relaciones comerciales y financieras directas presentadas a continuación. Con esta nota de cautela, tras esta introducción, la siguiente sección se centra en las relaciones comerciales, mientras que la tercera describe la inversión extranjera directa y la posición de la banca de la UEM en la región. La sección cuarta repasa brevemente el impacto de la crisis financiera y económica global sobre estos países y las ayudas que se están desarrollando, para extraer algunas conclusiones en la última sección.

Las relaciones comerciales de la UEM con las economías del centro y este de Europa

El proceso de desarrollo de las economías CEE, y, en particular, de los NEM, se asentó en la presencia creciente de capital extranjero, que llevaba asociada una transferencia de tecnología y conocimiento empresarial que mejoró notablemente su capacidad y calidad productiva y, por tanto, su potencial exportador. Ello les permitió doblar su cuota de exportación en los mercados mundiales entre 1999 y 2007, en contraste con el retroceso que experimentaron las cuotas de exportación de las economías desarrolladas en ese mismo período, y todo ello en

1. Los nuevos Estados miembros de la UE a los que nos referimos en este artículo incluyen la República Checa, Eslovaquia, Polonia, Bulgaria, Letonia, Lituania y Estonia (que forman parte de la UE desde mayo de 2004) y Bulgaria y Rumanía (desde enero de 2007).

a	% total exportaciones de										
	NEM	R. Checa	Estonia	Letonia	Lituania	Hungría	Polonia	Eslovaquia	Bulgaria	Rumanía	
Austria	3,4	4,6	0,6	0,5	0,4	4,6	1,9	5,8	1,9	2,6	
Bélgica	2,4	2,8	1,0	1,0	1,7	1,5	2,7	2,1	6,2	1,6	
Alemania	24,4	30,7	5,2	8,3	10,5	28,1	25,9	21,4	10,3	16,9	
España	2,7	2,6	0,6	1,4	1,4	3,1	2,9	3,1	2,4	2,3	
Finlandia	1,0	0,6	17,7	3,0	1,3	0,5	0,7	0,6	0,3	0,2	
Francia	5,5	5,4	1,3	1,5	3,6	4,7	6,1	6,7	4,0	7,7	
Grecia	0,9	0,4	0,2	0,2	0,1	0,8	0,4	0,6	9,1	1,7	
Irlanda	0,4	0,3	0,4	1,0	0,4	0,6	0,4	0,2	0,1	0,3	
Italia	6,6	4,9	1,1	1,5	2,3	5,6	6,6	6,4	10,3	17,2	
Luxemburgo	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	
Holanda	3,3	3,7	2,7	2,0	3,0	2,9	3,8	3,6	1,2	2,1	
Portugal	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,1	
UEM (b)	49,8	56,4	30,3	20,1	22,1	54,3	48,0	50,9	45,9	48,5	

FUENTE: FMI (DOTS).

a. Exportaciones de bienes a precios corrientes.

b. Se excluye Eslovaquia, que, hasta enero de 2009, no era miembro de la zona del euro.

un contexto de pérdida de competitividad-precio. También las importaciones de los NEM mostraron un comportamiento muy expansivo, en consonancia con los requerimientos de capital de estas economías y con el crecimiento de algunas industrias como la del automóvil, intensivas en consumos intermedios importados. Como consecuencia de lo anterior, el grado de apertura de esta región —esto es, la suma de las exportaciones e importaciones en porcentaje del PIB— se situó próximo al 45%, superando los niveles promedio observados de los actuales miembros de la UEM.

La expansión del comercio exterior de los NEM refleja, principalmente, un estrechamiento de sus vínculos comerciales con los países del área del euro, que se manifiesta tanto en la vertiente de exportaciones como en la de importaciones² [véase Comisión Europea (2009)]. En el cuadro 1, se puede constatar que la mayoría de los NEM, salvo los países bálticos, destinan casi la mitad de sus ventas a los países de la UEM. No obstante, los fuertes vínculos comerciales con Alemania explican gran parte de este porcentaje.

De manera recíproca, también ha aumentado de manera notable la importancia de los NEM como mercado de destino de las exportaciones de la zona del euro (véanse cuadro 2 y gráfico 1). En 2007, las ventas de la zona del euro a los NEM representaban un 7,3% del total de las exportaciones, frente al 5% observado en el año 2000. Este porcentaje asciende hasta un 12% si se incluye Rusia, Ucrania, Turquía y Croacia, estos dos últimos, candidatos a la UE. Es decir, a pesar de la tradicional inclinación de los países de la UEM hacia el comercio intra-área, Europa emergente ha alcanzado una participación superior a la de, por ejemplo, Estados Unidos o Asia en las exportaciones de la zona del euro. Por países, los principales destinos son Polonia y la República Checa, y, fuera de la UE, Rusia y Turquía.

2. Las cifras se refieren exclusivamente al comercio de bienes. Se excluye el comercio de servicios debido a la ausencia de información desagregada con suficiente detalle geográfico.

% total exportaciones														
a	de													
	UEM (b)	AT	BE	DE	ES	FI	FR	GR	IE	IT	LU	NL	PT	
Nuevos Estados miembros	7,4	14,8	3,8	10,8	3,9	8,0	4,6	13,9	1,8	7,4	5,2	5,2	2,1	
<i>República Checa</i>	1,6	3,6	0,8	2,7	0,7	0,6	0,8	0,5	0,4	1,1	1,2	1,5	0,4	
<i>Estonia</i>	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	2,7	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	
<i>Letonia</i>	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,7	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	
<i>Lituania</i>	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,1	0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	
<i>Hungría</i>	1,2	3,6	0,5	1,8	0,6	0,5	0,7	0,6	0,2	1,0	0,6	0,8	0,4	
<i>Polonia</i>	2,4	2,7	1,4	3,8	1,3	2,4	1,6	1,4	0,7	2,4	1,9	1,8	0,7	
<i>Eslovaquia</i>	0,6	2,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,5	0,2	0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	
<i>Bulgaria</i>	0,3	0,6	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	6,5	0,0	0,5	0,1	0,1	0,1	
<i>Rumanía</i>	0,8	1,8	0,3	0,8	0,5	0,3	0,6	4,5	0,2	1,5	0,4	0,4	0,4	
Rusia	2,2	2,4	1,0	2,9	1,1	10,3	1,4	2,1	0,4	2,7	0,9	1,7	0,4	
Turquía	1,4	0,8	1,0	1,5	1,6	1,0	1,3	3,6	0,5	2,0	2,0	1,0	0,6	
Croacia	0,4	0,7	0,2	0,6	0,2	0,8	0,2	0,6	0,0	0,6	0,1	0,4	0,1	
Ucrania	0,4	1,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,0	0,8	0,0	0,1	0,0	
TOTAL	11,8	20,0	6,1	16,2	6,9	20,2	7,6	20,8	2,7	13,4	8,3	8,4	3,2	
<i>Pro Memoria</i>														
UEM (b)	49,8	52,5	62,6	42,7	57,0	30,3	49,4	44,1	41,1	45,0	70,5	60,6	64,4	
Estados Unidos	6,5	4,9	5,7	7,6	4,0	6,4	6,2	4,2	17,8	6,8	1,8	4,3	4,8	
Asia	7,1	5,0	5,6	8,8	3,9	9,3	8,7	2,9	7,7	7,3	2,5	4,7	4,8	
Total exportaciones (% PIB)	45,7	60,4	129,2	54,5	24,0	50,2	29,2	10,3	63,7	32,0	61,8	97,3	31,6	

FUENTE: FMI (DOTS).

a. Exportaciones de bienes a precios corrientes.

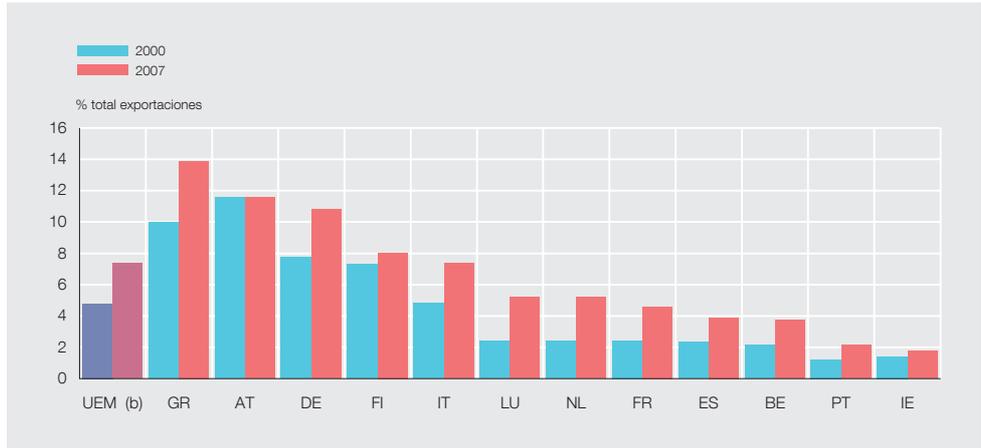
b. Incluye comercio intra-área. Se excluye Eslovaquia, que, hasta enero de 2009, no era miembro de la zona del euro.

Estos resultados agregados ocultan importantes diferencias por países. En concreto, Grecia, Austria y Finlandia se distinguen por una mayor dependencia de los países CEE como mercado de destino de las exportaciones, con un peso de aproximadamente un 20% de sus operaciones en 2007 (incluyendo Rusia, Croacia, Ucrania y Turquía). La composición por países se encuentra condicionada por la proximidad geográfica: en el caso de Grecia, las ventas a Bulgaria y Rumanía son más importantes, mientras que en Finlandia sobresalen los países bálticos y Rusia; en Austria destaca la especialización en los mercados del centro de Europa. Por su parte, Alemania e Italia destinan un porcentaje menor, aunque no despreciable, de sus ventas hacia esta región, del 7% y 11%, respectivamente, en 2007, con un mayor volumen de operaciones hacia Polonia y la República Checa. Finalmente, cabe destacar que el peso de la Europa emergente en las exportaciones totales de España es reducido (en torno al 4% en 2007).

Las relaciones financieras de la UEM con las economías del centro y este de Europa

Como ya se ha mencionado, la transformación económica de los países CEE ha estado asociada a la intensa afluencia de inversiones directas procedentes de las economías de la UEM. En el promedio de los años 1995-2006³ casi el 5% de la inversión directa de la UEM se dirigió hacia los NEM, impulsado por el gran potencial de desarrollo y de crecimiento económico de la región, el compromiso y posterior adhesión a la UE y las oportunidades de beneficios deri-

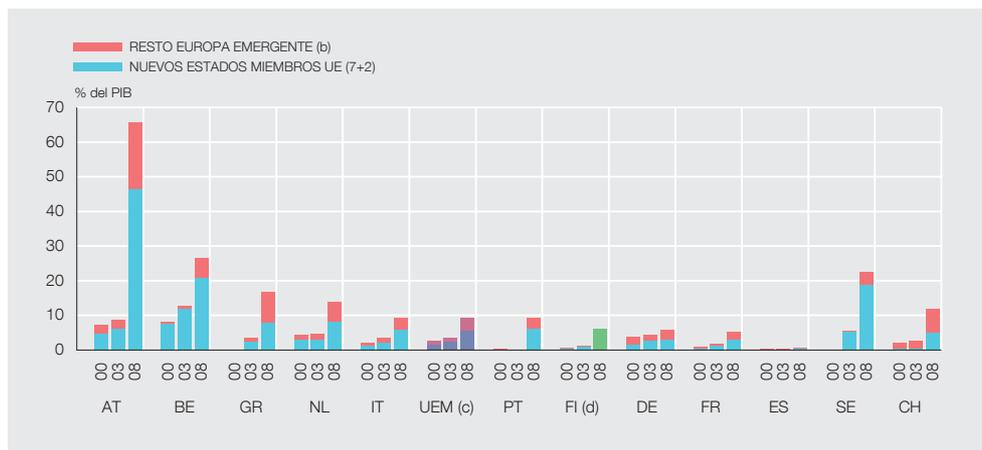
3. Debido a que no se dispone de cifras de stock de inversión extranjera directa desagregados por países, se emplean los flujos de inversión acumulados desde 1995 hasta el último año disponible.



FUENTE: FMI (DOTS).

- a. Exportaciones de bienes a precios corrientes.
- b. Se excluye Eslovaquia, que, hasta enero de 2009, no era miembro de la zona del euro.

ACTIVOS EXTERIORES DE BANCOS DE LA UEM EN EUROPA EMERGENTE (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y BIS.

- a. Son posiciones en términos consolidados para grupos bancarios que se basan en el país donde se encuentra la sede del banco.
- b. Incluye los siguientes países: Albania, Bielorrusia, Bosnia, Croacia, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania.
- c. Excluido Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Irlanda, Luxemburgo y Malta.
- d. Para 2008 no está disponible el desglose entre regiones.

vadas de los diferenciales de tipos de interés (véase cuadro 3). En ese período, Austria fue el país con mayores inversiones en estas economías, seguido de Grecia.

Como se ilustra en el gráfico 2, un aspecto singular de este proceso han sido las elevadas inversiones que han realizado los bancos de la zona del euro —además de otros países como Suecia y Suiza—, que propiciaron una profunda reestructuración del sistema bancario de los países CEE. Fruto de ello, en 2007, más del 70% de los activos del sector bancario en los NEM pertenecía a filiales y sucursales extranjeras, en su mayoría de países de la UE, porcentaje que supera el 90% en la República Checa, Estonia o Eslovaquia —que, desde enero de 2009, pertenece a la UEM— [véase BCE (2008)].

% total inversión directa (ID)												
	UEM (b)	AT	BE	FI	FR	DE	GR	IE	IT	NL	PT	ES
Nuevos Estados miembros	4,7	39,3	1,4	3,9	2,8	7,0	24,5	-0,2	4,5	2,7	2,5	4,4
<i>República Checa</i>	0,5	9,2	-7,2	0,0	0,5	1,3	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,1	1,2
<i>Estonia</i>	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Letonia</i>	0,0	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lituania</i>	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Hungría</i>	1,5	8,6	9,2	0,8	0,4	1,8	-0,1	-0,2	0,2	0,6	0,1	2,1
<i>Polonia</i>	1,5	-1,4	-0,4	1,1	1,5	2,6	1,1	0,0	3,1	1,0	2,2	0,8
<i>Eslovaquia</i>	0,3	3,9	-0,2	0,0	0,2	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
<i>Bulgaria</i>	0,2	3,6	0,0	0,0	0,0	0,1	7,8	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1
<i>Rumanía</i>	0,6	15,2	0,0	0,1	0,2	0,5	15,8	0,0	0,5	0,6	0,1	0,2
Rusia	0,9	3,5	0,5	1,6	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	3,1	0,0	0,1
Turquía	0,4	2,0	0,8	0,4	0,3	0,7	0,7	0,0	0,5	0,3	0,3	0,1
Croacia	0,2	4,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1
Ucrania	0,2	2,3	0,0	0,0	0,0	0,8	0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
TOTAL	6,5	51,2	2,7	5,9	3,6	9,4	26,1	-0,2	5,4	6,2	2,9	4,7
<i>Pro Memoria</i>												
Zona del euro	29,3	17,8	55,4	46,1	32,4	16,1	15,7	11,4	56,8	27,8	40,3	27,4
Estados Unidos	17,0	2,2	2,1	7,7	16,8	32,9	9,4	1,5	7,7	16,6	2,2	7,1
Asia	4,6	3,4	9,9	2,7	5,1	7,8	4,4	1,2	1,3	2,7	0,8	0,9
Total ID en el exterior												
<i>mm €</i>	3.397	63	171	78	917	811	4	81	205	591	46	431
<i>% PIB (c)</i>	40,3	24,4	53,7	46,6	50,7	34,9	1,8	45,7	13,8	109,4	29,9	43,8

FUENTES: Banco Central Europeo y OCDE.

a. Flujos acumulados durante el período 1995-2006. Un signo negativo indica desinversión.

b. Se excluye Chipre, Eslovenia y Malta por falta de datos y Luxemburgo por las peculiaridades de sus cifras de inversión.

c. Total de los flujos acumulados (1995-2006) en porcentaje del PIB nominal de 2006.

Con datos provisionales del BIS hasta finales del tercer trimestre de 2008, el peso de las posiciones acreedoras consolidadas⁴ de los bancos de la UEM frente a las economías emergentes de Europa alcanzó más del 9% del PIB, frente a menos del 3% en 2000 (véase gráfico 2). Por país de destino, las mayores inversiones se encuentran en Polonia (228 mm de dólares), la República Checa (178 mm de dólares), Rusia (168 mm de dólares), Hungría (135 mm de dólares), Rumanía (109 mm de dólares) y Turquía (99 mm de dólares).

La concentración de las inversiones exteriores de los bancos en Europa emergente es pequeña. Así, las tenencias en esta región representan algo más del 8% del total de activos en el exterior de la banca de la zona del euro, que asciende a un 110% del PIB del área, incluidos los importes intra-área (véase cuadro 4). Como se recoge en el cuadro 5, en relación con el tamaño del sistema bancario, las tenencias en Europa emergente son también reducidas, en torno al 3% de los activos totales de los bancos del área —el 1,9% es frente a los NEM—. La segunda región emergente en importancia para las entidades de la UEM es Latinoamérica, con una exposición que supone el 1,3% de su balance.

4. Esta estadística proporciona estimaciones comparables internacionalmente de la exposición de los sistemas bancarios nacionales. Los activos exteriores consolidados, basados en la nacionalidad del banco declarante, recogen tanto los activos transfronterizos como los locales (de las filiales en el extranjero) en moneda local y divisas, consolidados de las posiciones dentro de los grupos bancarios.

frente a / de	UEM (b)	AT	BE	DE	ES	FI	FR	GR	IT	NL	PT	US
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
PAÍSES DESARROLLADOS	79,4	44,8	83,2	82,8	69,0	76,7	83,3	30,5	77,4	82,7	69,4	60,4
UEM	41,1	30,0	53,9	37,5	27,9	7,8	41,2	15,9	63,6	39,6	51,3	25,3
EEUU	15,3	4,4	11,5	18,0	9,4	3,7	19,9	3,6	4,1	19,0	5,4	—
Reino Unido	14,1	5,0	13,8	16,8	29,5	—	11,3	10,2	6,9	12,7	8,6	17,2
Japón	2,4	0,1	0,4	2,0	0,1	0,1	5,9	0,0	—	1,8	0,1	7,3
PAÍSES EN DESARROLLO	15,7	52,5	12,8	10,1	28,8	15,0	11,1	66,3	20,0	14,1	22,6	28,6
Europa	8,4	49,3	9,8	5,1	0,9	13,7	4,1	59,9	18,1	6,3	11,4	3,2
<i>Nuevos Estados miembros</i>	5,3	35,0	7,7	2,8	0,6	—	2,4	28,9	11,4	3,7	10,4	1,3
— <i>Europa Central</i>	4,2	26,1	7,5	2,4	0,5	—	1,8	0,2	9,4	3,1	10,1	1,2
— <i>Países Bálticos</i>	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0	—	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
— <i>Bulgaria + Rumanía</i>	1,0	8,7	0,2	0,2	0,0	—	0,5	28,7	1,7	0,6	0,3	0,1
<i>África y Oriente Medio</i>	1,6	1,3	0,7	1,4	0,4	0,5	3,0	3,8	0,6	0,9	5,1	2,4
<i>Asia y Pacífico</i>	2,5	1,6	1,8	2,7	0,4	0,5	2,8	2,6	0,9	4,5	0,4	12,8
<i>América Latina</i>	3,3	0,3	0,5	0,9	27,0	0,2	1,1	0,0	0,5	2,4	5,7	10,2
Resto	5,0	2,7	4,0	7,2	2,2	8,3	5,6	3,3	2,6	3,3	8,1	11,0
<i>Pro Memoria</i>												
Total (% PIB)	110,8	133,5	270,4	115,2	75,0	44,7	128,9	28,2	51,6	221,2	61,4	11,6

FUENTES: Banco Central Europeo y BIS.

a. Datos para el tercer trimestre de 2008.

b. Excluido Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Irlanda, Luxemburgo y Malta.

Desde el punto de vista del país de origen hay diferencias muy marcadas. Austria concentra las mayores inversiones tanto en términos absolutos (277 mm de dólares) como, sobre todo, en relación con su PIB (en torno al 65%) y el tamaño de su sector bancario (cerca del 19%). Este país, junto con Alemania e Italia (ambos con inversiones de 220 mm de dólares cada uno), acumulan casi el 60% de la posición acreedora en esta región del total de bancos de la UEM. En todos los casos, las posiciones en Europa emergente son mayoritariamente frente a países de la UE: más del 70% en Austria, un 63% en Italia y el 55% en Alemania. En el caso de Austria, la mayor actividad de sus bancos se concentra, dentro de la UE, en la República Checa, Rumanía, Hungría y Eslovaquia (ya miembro de la zona del euro), mientras que, fuera de la UE, en Rusia y Croacia.

En términos relativos también destacan Grecia, Bélgica y Holanda. En el caso de Grecia, su inversión en la región representa casi el 10% del activo del sector bancario griego y el 17% del PIB, con una elevada concentración en Bulgaria y Rumanía, y, fuera de la UE, en Turquía. En el caso de Bélgica, las tenencias alcanzan el 28% del PIB y el 7% del activo de sus bancos, con inversiones relativamente más elevadas en la República Checa, seguida de Polonia, Hungría y Turquía. Finalmente, Holanda también cuenta con un volumen de activos bancarios en la región superior a la media de la UEM (casi el 14% del PIB y más del 3,6% del balance de los bancos), con una posición destacada en Polonia y también significativa fuera de la UE en Rusia y Turquía. En contraposición, la inversión directa en la zona de los bancos españoles destaca por ser muy reducida. Los activos bancarios en el exterior representan un 75% del PIB, pero menos del 1% del total se dirige a Europa emergente, mientras que los países de América Latina concentran el 27% de estos activos.

% total de activos de IFM											
frente a	de										
	UEM (b)	AT	BE	DE	ES	FI (c)	FR	GR	IT	NL	PT
EUROPA EMERGENTE (a)	3,1	18,3	6,8	1,9	0,2	3,4	1,5	9,6	4,2	3,6	2,6
Nuevos Estados miembros	1,9	13,0	5,3	1,1	0,2	1,9	0,8	4,6	2,7	2,1	2,4
<i>República Checa</i>	0,4	4,0	2,5	0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0
<i>Hungría</i>	0,3	2,4	0,9	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1
<i>Polonia</i>	0,6	1,1	1,2	0,5	0,1	0,0	0,2	0,0	1,0	1,2	2,2
<i>Eslovaquia</i>	0,2	2,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	0,2	0,0
<i>Estonia</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Letonia</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Lituania</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Bulgaria</i>	0,1	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,2	0,0	0,0
<i>Rumanía</i>	0,3	2,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	3,0	0,3	0,3	0,1
Otros	1,1	5,3	1,4	0,9	0,1	0,2	0,6	5,0	1,6	1,5	0,2
<i>Rusia</i>	0,4	1,5	0,5	0,4	0,1	0,1	0,3	0,2	0,5	0,7	0,1
<i>Turquía</i>	0,2	0,2	0,8	0,2	0,0	0,0	0,1	3,3	0,0	0,7	0,1
<i>Croacia</i>	0,2	1,6	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,6	0,0	0,0
<i>Ucrania</i>	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
<i>Pro Memoria</i>											
TODOS LOS PAÍSES	36,7	37,1	68,9	38,1	27,1	24,6	35,4	16,0	23,4	57,9	23,0
Todos los países no UEM	21,6	26,0	31,8	23,8	19,5	22,7	20,8	13,5	8,5	35,0	11,2
<i>Países en desarrollo</i>	5,7	19,5	8,8	3,8	7,8	3,7	3,9	10,6	4,7	8,1	5,2
— <i>África y Oriente Medio</i>	0,6	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	1,1	0,6	0,1	0,5	1,2
— <i>Asia y Pacífico</i>	0,9	0,6	1,2	1,0	0,1	0,1	1,0	0,4	0,2	2,6	0,1
— <i>América Latina</i>	1,2	0,1	0,4	0,3	7,3	0,0	0,4	0,0	0,1	1,4	1,3

FUENTES: BIS y BCE.

a. Europa emergente comprende, además de los nuevos Estados miembros de la UE, otros países del sur y este de Europa: Albania, Bielorrusia, Bosnia, Croacia, Macedonia, Moldavia, Montenegro, Rusia, Serbia, Turquía y Ucrania.

b. Excluido Chipre, Eslovenia, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Eslovaquia (que entra a formar parte de la UEM en enero de 2009).

c. El desglose por país corresponde a I TR 2007.

El impacto de la crisis económica y financiera global

Como se mencionó en la introducción, a lo largo de la segunda mitad de 2008 la mayoría de las economías emergentes se han visto afectadas por el agravamiento de la crisis financiera global y la desaceleración de las regiones más desarrolladas. Mientras algunas economías de Europa emergente están mostrando una gran fragilidad, existen también notables excepciones, como Polonia y la República Checa.

Para entender el acusado deterioro económico que están mostrando algunos países CEE, cabe recordar que, a diferencia de otras regiones emergentes como las del Sudeste asiático, el crecimiento de los NEM no ha estado liderado por el sector exterior [véase FMI (2004)]. El factor decisivo en la evolución económica de estos países ha sido el dinamismo de la demanda interna sustentado en la expansión del crédito, en las abundantes entradas de capital exterior a través de los bancos matriz con filiales en la región y en un contexto global de amplia liquidez. Este modelo de crecimiento gestó importantes desequilibrios domésticos y exteriores en algunos de estos países (véase gráfico 3). Así, el endeudamiento del sector privado creció rápidamente, aunque sus niveles se encuentran todavía alejados de los valores medios de la UEM. La otra cara de la expansión de la demanda interna fue la acumulación de déficits por cuenta corriente elevados y persistentes, que superaron en algunos casos el 20% del PIB y que propiciaron un rápido aumento de la deuda exterior. En contraste con el endeudamiento



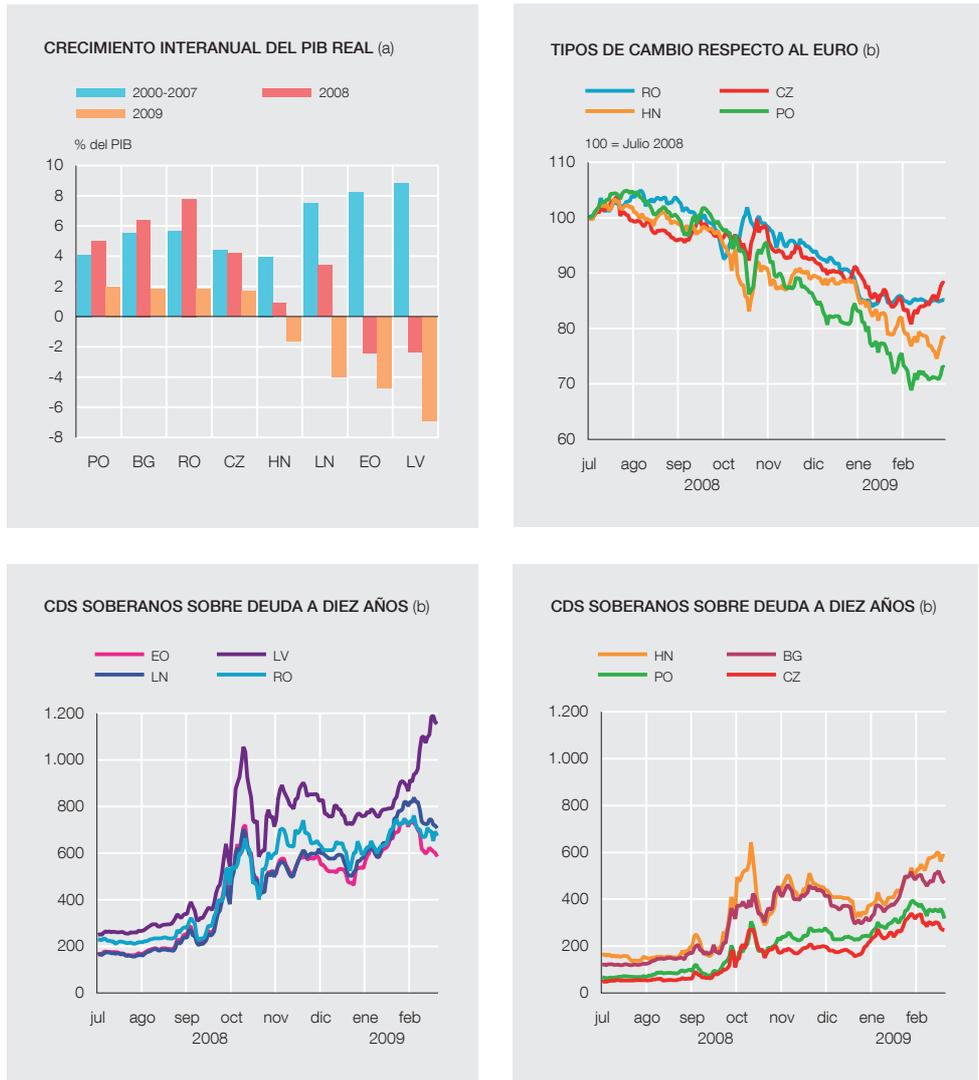
FUENTES: Banco Central Europeo, Banco Mundial, BIS, FMI y OCDE.

- a. Deuda en préstamos a hogares y sociedades no financieras recogida en las cuentas financieras.
 b. En 2008 el dato corresponde al tercer trimestre.
 c. En Hungría, se excluye parte de la deuda externa que corresponde a Entidades de Tenencia de Valores (ETV) y que representa un 30% del PIB.
 d. Media ponderada de la deuda externa bruta de los países de la UEM 13.

to privado más alto, la mayoría de estos países consiguieron avanzar en la mejora de sus saldos presupuestarios y en la reducción de la deuda pública hasta 2007.

La fuerte dependencia del ahorro exterior y la escasez y encarecimiento de la financiación a nivel global están suponiendo un duro impacto sobre los países de Europa emergente, particularmente en aquellos con mayores desequilibrios acumulados, como Letonia, Hungría, Bulgaria y Rumanía. Pero también países con mejores fundamentos han registrado una intensa desaceleración en sus ritmos de crecimiento real (véase panel superior izquierdo del gráfico 4).

En un primer momento, este deterioro de la situación económica reflejó el endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación y la desaceleración de la demanda de las economías de la Europa occidental, que constituyen sus principales mercados de exportación. A ello cabe añadir la incidencia que está teniendo la crisis en sectores como el del automóvil, que alcanzan una magnitud sistémica para la industria de estos países. Esta situación se ha agravado durante los primeros meses de 2009, cuando la escasez de recursos global



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Datastream.

a. Previsiones de enero de la Comisión Europea para 2008 y 2009.

b. Datos hasta 13 de marzo de 2009.

se proyectó con mayor intensidad sobre estas economías, debido posiblemente a una mayor desconfianza por parte de los inversores internacionales respecto a la sostenibilidad de sus desequilibrios. Esta desconfianza se recoge, por ejemplo, en la ampliación de los diferenciales de tipos de los bonos a diez años, que refleja un aumento del riesgo de crédito con especial intensidad en los países bálticos, además de en Hungría, Bulgaria y Rumanía (véase gráfico 4).

Como resultado de todo lo anterior, el acceso a los flujos de capital necesarios para financiar los déficits por cuenta corriente resulta extraordinariamente complejo para los países de la Europa emergente, e intensifica el ajuste de los niveles de endeudamiento del sector privado. Al mismo tiempo, la menor afluencia de capital está provocando una depreciación de las monedas de aquellos países que mantienen tipos de cambios flexibles (la República Checa, Polonia, Rumanía y Hungría) en una situación de fuerte volatilidad. Aunque esta depreciación contribuye a mejorar la competitividad-precio de estas economías, en general los costes asociados superan con creces a los beneficios, debido al elevado peso de la financiación en

moneda extranjera⁵, que hace que la depreciación suponga un aumento de la deuda para los prestatarios locales (especialmente si estos no están cubiertos frente al riesgo de tipo de cambio). Y a todo ello se han añadido algunas presiones especulativas contra las monedas de los países que mantienen sus divisas alineadas con el euro.

Ante esta difícil situación, las instituciones financieras internacionales han activado sus mecanismos de ayuda. En el ámbito de la UE, el artículo 119 del Tratado constitutivo de las Comunidades Europeas contempla la posibilidad de conceder ayuda financiera a medio plazo a cualquier Estado miembro que no pertenezca a la zona del euro, para afrontar problemas de balanza de pagos, condicionada al establecimiento de medidas orientadas a la corrección de sus desequilibrios. Hasta la fecha, tanto Hungría como Letonia se han beneficiado de este mecanismo. Así, en noviembre de 2008, el Consejo aprobó una ayuda a Hungría por valor de 6,5 mm de euros en forma de un préstamo a medio plazo. Esta medida se encuadra dentro de un plan conjunto de apoyo por valor de 20 mm de euros (20% del PIB de Hungría), en el que participan también el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). La ayuda a Letonia se aprobó en diciembre de 2008, con un paquete de asistencia coordinada de 7,5 mm de euros (30% del PIB de Letonia), de los cuales 3,1 mm de euros corresponden al mecanismo de ayuda de balanza de pagos establecido en la UE. Además, participan en este plan, entre otros, el FMI, el BM y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD). En marzo de 2009 Rumanía también solicitó asistencia a la UE.

Además de las medidas de apoyo a países específicos, el Plan Europeo de Recuperación Económica adoptado por el Consejo en diciembre de 2008 contempla como uno de los mecanismos para reactivar la economía el adelanto de los fondos estructurales y de cohesión, que están destinados en buena medida hacia los NEM.

Más recientemente, en febrero de 2009 se acordó un plan de acción conjunta de diversas instituciones financieras internacionales (BM, BERD y Banco Europeo de Inversiones), con objeto de reforzar el sector bancario de los Estados CEE, reconociendo en todo caso la diversidad entre países respecto a su vulnerabilidad financiera. Este paquete supone una inyección de 24,5 mm de euros en la región, destinada a fortalecer el sector bancario y el crédito a la economía real, en particular a las pequeñas y medianas empresas.

Conclusiones

En los últimos años, los nuevos Estados miembros de la UE han registrado ritmos de crecimiento muy superiores a los observados en Europa Occidental. Entre los elementos propulsores de este desarrollo, destacan el proceso de apertura comercial y la liberalización de los mercados de capital, que culminó con su entrada en la UE en 2004 y 2007 y llevó aparejada una notable afluencia de inversión directa. La presencia creciente de capital extranjero mejoró la capacidad exportadora de las empresas e impulsó el proceso de transformación del entorno institucional y empresarial que habían iniciado estas economías a finales de los ochenta. Además, el desarrollo del sistema financiero en estos países ha contado con una presencia creciente de entidades extranjeras, procedentes principalmente de los países avanzados de Europa.

La exposición comercial y de los bancos de la UEM a los CEE ha sido creciente y ha alcanzado niveles significativos en algunos países. Desde la perspectiva comercial, las exportaciones del conjunto de la UEM a estas economías alcanzan una magnitud algo superior a las dirigidas

5. Los préstamos del sector privado denominados en moneda extranjera (principalmente euros, pero también francos suizos y corona sueca) predominan en los países con sistemas de cambio fijo —países bálticos y Bulgaria—, pero también suponen un porcentaje elevado en Rumanía y Hungría.

a Estados Unidos, y los mercados de Polonia y la República Checa destacan entre los más importantes. Grecia, Austria y Finlandia se distinguen por una mayor dependencia de los países CEE como mercado de destino de sus exportaciones, al que dirigieron aproximadamente un 20% de sus operaciones en 2007, frente al 8% del promedio de la UEM.

En el ámbito financiero, la posición de la banca de la zona del euro en Europa emergente representa un porcentaje relativamente pequeño en términos agregados, próximo al 3% del total de los activos bancarios en el tercer trimestre de 2008, aunque en algunos países la cifra es significativamente más elevada.

Desde finales de 2008, el impacto de la crisis financiera y económica sobre los países CEE ha sido muy severo, más que en otras regiones emergentes del mundo por su mayor dependencia del ahorro exterior. Las variables financieras indican una creciente precaución de los inversores frente a esta región, particularmente visible en la depreciación de las monedas con tipo de cambio flexible y en el fuerte repunte de los tipos de interés. Ello está provocando un encarecimiento de la deuda y dificultando la consecución de recursos a más largo plazo, lo que podría intensificar el ajuste de algunas de estas economías.

Las cuantiosas actuaciones de política económica en el ámbito financiero y fiscal en la UE contribuirán a la estabilidad macroeconómica de la región, aunque la crisis financiera y económica global supondrá un freno a los flujos de comercio e inversión. No obstante, cabe pensar que este sea un fenómeno transitorio, ya que a medio plazo el potencial de crecimiento de Europa emergente es muy elevado y las ventajas de su proceso de apertura e integración con los países de la UEM son recíprocas, aunque para ello será necesario que se corrijan sus actuales desequilibrios macro-financieros.

13.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *EU Banking Structures*, octubre.

COMISIÓN EUROPEA (2009). «Five years of an enlarged EU: Economic Achievements and Challenges», *European Economy*, 1.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2004). «Divergence of Current Account Balances Across Emerging Economies», *World Economic Outlook*, cap. 6.

AUGE Y CAÍDA DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS. IMPLICACIONES
PARA AMÉRICA LATINA

Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Berganza, Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Entre los años 2002 y la primera parte de 2008, América Latina se benefició del ascenso más intenso y persistente desde los años ochenta en los precios de las materias primas, que constituyen los principales productos de exportación de muchos países de la región (véase gráfico 1). En dicho aumento influyeron el ciclo de fuerte crecimiento económico global y el proceso de incorporación e integración de China en la economía mundial, que estimularon la demanda de materias primas, así como factores relacionados con la inelasticidad de la oferta o el elevado coste marginal de producción, y, posiblemente, factores financieros, aunque su impacto resulta más difícil de delimitar¹.

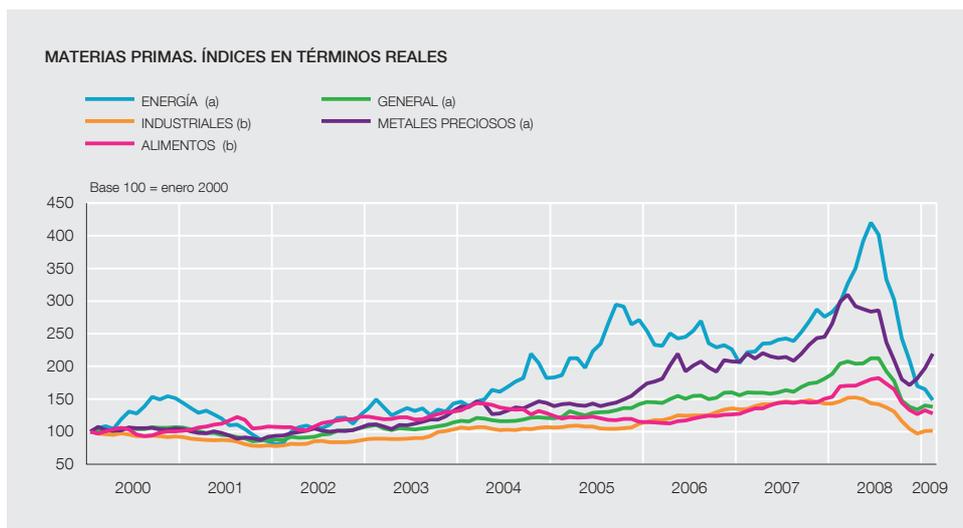
El objetivo de este artículo es analizar los efectos del incremento de los precios de las materias primas —y su posterior corrección— sobre la evolución macroeconómica y las perspectivas de América Latina, así como sus implicaciones de política económica, en un sentido amplio. La bonanza de las materias primas y un contexto global —real y financiero— muy favorable han permitido que, en los últimos cinco años, América Latina haya disfrutado de una de las fases de crecimiento más robusto y con menores desequilibrios de su historia reciente. No obstante, esta fase de prosperidad pudo haber sido mejor aprovechada para reforzar el marco institucional y de políticas; en algunos casos, de hecho, se han podido sustentar políticas macroeconómicas o estructurales inadecuadas. La intensa caída de los precios de las materias primas que se ha producido en los últimos meses supone la pérdida de un elemento fundamental de sustento del crecimiento en la región —aunque no se hayan revertido por completo las alzas anteriores—, que podría tener implicaciones económicas importantes en un contexto de agudo deterioro de las condiciones económicas y financieras globales [véase también BID (2008)].

La importancia de las materias primas para América Latina

América Latina es, junto con Oriente Próximo y algunas áreas de África, una de las principales regiones exportadoras de materias primas, con la excepción de los países centroamericanos, que son importadores netos de energía. Las exportaciones de materias primas representan en torno a un 40% de las exportaciones totales en valor, como muestra el gráfico 2. A nivel agregado, la composición del comercio exterior muestra el predominio del petróleo (18%), seguido de los productos agrícolas (12%) y los metales (11%), en el valor total de las exportaciones de la región. Sin embargo, por países se constata un importante grado de heterogeneidad (véase cuadro 1), con la presencia de dos países exportadores de petróleo en los que este supone más del 50% de las exportaciones totales (Venezuela y Ecuador), dos países eminentemente exportadores de minerales metálicos (Perú y Chile) y dos países en los que predomina la producción y exportación agrícola (Argentina y, en menor medida, Brasil). En el extremo opuesto aparece México, como país menos dependiente de la evolución de los precios de las materias primas en el ámbito comercial, debido a su mayor diversificación exportadora. No obstante, su dependencia fiscal del petróleo es muy significativa.

Dada la importancia clave de las materias primas para América Latina, la subida de los precios entre 2002 y mediados de 2008 propició un aumento muy considerable de la relación real de

1. Sobre las causas del aumento del precio de las materias primas, véanse FMI (2007a) y López, Berganza y Alberola (2008).



Variación en porcentaje

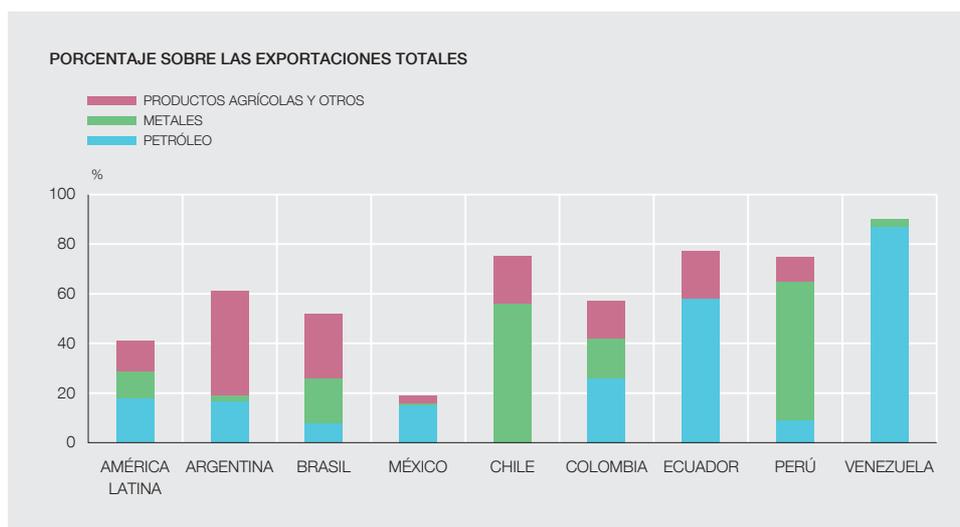
	General	Industriales	Energía	Metales preciosos	Alimentos
Enero 2002 - Julio 2008	141,9	82,2	399,8	206,1	69,5
Julio 2008 - Febrero 2009	-35,0	-28,6	-63,1	-23,2	-29,8
Variación total período	57,2	30,2	84,6	135,1	19,0

FUENTES: CRB y FMI.

a. CRB Continuous Commodity Index.

b. CRB Spot Index.

EXPORTACIONES DE MATERIAS PRIMAS



FUENTE: JP Morgan (2007).

	Producto	Millones de dólares	% sobre el total de exportaciones
ARGENTINA	Soja (granos, aceite y otros)	8.918	19,2
	Petróleo	2.403	5,2
	Cobre	1.870	4,0
	Trigo	1.470	3,2
	Maíz	1.261	2,7
			34,3
BRASIL	Soja (granos, aceite y otros)	9.311	6,8
	Hierro (mineral y concentrados)	8.949	6,5
	Petróleo	6.895	5,0
	Azúcar	3.936	2,9
	Carne de bovino	3.130	2,3
			23,4
MÉXICO	Petróleo	34.707	13,9
CHILE	Cobre (mineral, refinado y otros)	31.254	55,9
	Molibdeno y otros	2.223	4,0
			59,9
COLOMBIA	Petróleo	4.535	18,6
	Carbón (no aglomerado)	2.807	11,5
	Café	1.477	6,1
			36,2
VENEZUELA	Petróleo	48.677	87,7
PERÚ	Cobre (mineral, refinado y otros)	5.918	24,9
	Oro	4.003	16,8
	Zinc	1.759	7,4
			49,1

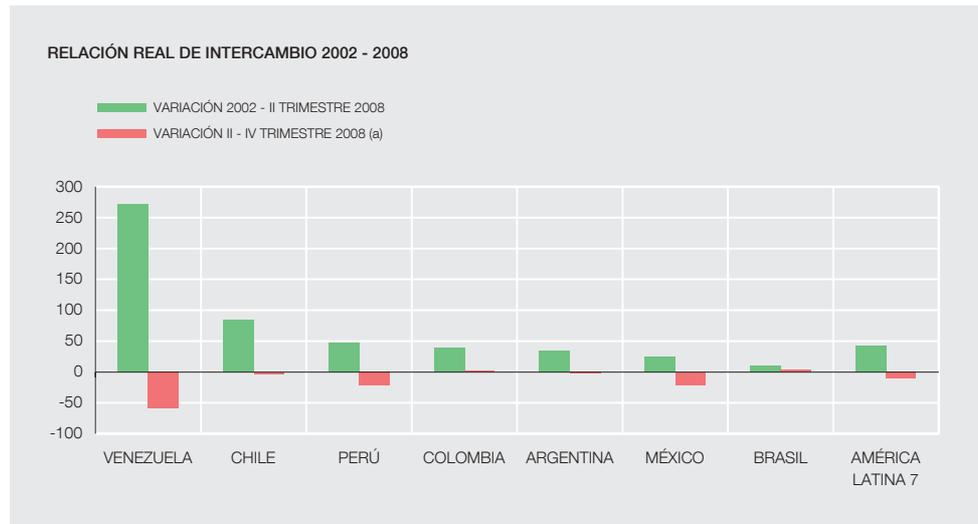
FUENTE: CEPAL.

intercambio de la mayoría de los países —de más de un 40%, en el conjunto de las siete principales economías de la región—, aunque la intensidad fue muy diferente por países. Como muestra el gráfico 3, Venezuela es el país que registró una mejora más importante en términos acumulados (más de un 275%), seguida de Chile (80%) y Perú (50%), mientras que países como Colombia, Argentina y, sobre todo, México y Brasil se vieron beneficiados en menor medida, estos dos últimos con mejoras moderadas de entre el 10% y el 25%. Este panorama ha cambiado a partir del tercer y cuarto trimestre de 2008, cuando la mayoría de los países han experimentado una caída en sus términos de intercambio, de intensidad variable por países.

Implicaciones económicas de la mejora de los términos de intercambio

El impacto del incremento de los precios de las materias primas sobre la economía de los países exportadores se fundamenta en la mejora de sus términos de intercambio². En la línea de los modelos de Dornbusch (1980) y Obstfeld y Rogoff (1988), la mejora de los términos de intercambio supone un incremento de la renta y del poder adquisitivo del país. Como se discute en López, Alberola y Berganza (2008), la mayor renta induce una expansión de la demanda, que afecta a todos los bienes, incluidos los no comercializables, que es donde tienden a concentrarse las presiones al alza de los precios, y que se suma al impacto inflacionista derivado directamente del aumento de los precios de producción (desplazamiento a la izquierda de la curva de oferta). La filtración de esta mayor demanda hacia importaciones no contrarres-

2. Por el contrario, para los países importadores, donde la perturbación de los términos de intercambio es negativa, se suele analizar como una perturbación de oferta negativa, al suponer un aumento de los costes de producción, al que se suma el efecto negativo de la demanda derivado de la pérdida de ingreso.



FUENTES: Datastream y Bancos Centrales.

a. Excepto Chile (variación entre el II y III trimestre de 2008).

ta el incremento original de las exportaciones de materias primas, por lo que normalmente se produce una mejora de la balanza exterior. El impacto de la mejora en la relación de intercambio sobre la oferta puede ser también positivo, pues fomenta el aumento de la producción, y también de la inversión en los sectores exportadores, en la medida en que se perciba como persistente, lo que puede tener un efecto positivo sobre el producto potencial. Este efecto positivo sobre la oferta no necesariamente contrarresta, en el agregado, el impacto negativo del incremento de costes en el resto de la economía.

Por tanto, el impacto del alza de los precios de las materias primas sobre la economía de los países exportadores es inflacionista (en mayor medida que en los importadores, por el efecto inducido sobre la demanda de la mejora de los términos de intercambio) y, en principio, positivo sobre la actividad. Además, el ajuste hacia el equilibrio derivado de la perturbación sobre los términos de intercambio requiere una apreciación del tipo de cambio real, mayor cuanto más permanente sea esa mejora. La apreciación incrementa la demanda de importaciones en detrimento de los bienes no comercializables internos, de tal modo que el superávit exterior tiende a moderarse y el exceso de demanda interno se corrige.

Un elemento que determina el impacto final sobre la economía y el bienestar es cómo se distribuye la mayor renta derivada de las materias primas. La mejora del ingreso se filtra a la economía, en mayor o menor medida, pero la magnitud y distribución de esta traslación depende de la estructura de propiedad de los recursos —nacional o extranjera, pública o privada—. El hecho de que las materias primas sean consideradas recursos del territorio puede justificar la captación de parte del ingreso por el sector público, bien a través de la propiedad directa de las empresas —como en Chile, Ecuador, México o Venezuela—, bien a través de la imposición sobre la producción o el margen de explotación de la producción privada. Los ingresos públicos pueden canalizarse directamente a la economía a través de programas de gasto público, o reservarse para generaciones o contingencias futuras a través de fondos de riqueza soberana o de estabilización. En el caso de la propiedad extranjera de la producción, la traslación de la mejora a la economía del país depende, además, del nivel de imposición y del efecto inducido sobre la demanda de trabajo y el capital doméstico, así como del grado de reinversión de los beneficios obtenidos.

En cualquier caso, es fundamental lograr un equilibrio adecuado entre la reversión al Estado y a la sociedad de una parte de los beneficios derivados de estos recursos soberanos y el mantenimiento de los incentivos a la inversión en exploración y extracción, así como al desarrollo de nuevas tecnologías. Este equilibrio es el que, en el largo plazo, permite maximizar los beneficios potenciales derivados de la abundancia de recursos naturales sobre la economía doméstica.

La evidencia empírica acumulada históricamente apunta a que, en ocasiones, los países ricos en materias primas y que se han beneficiado cíclicamente de mejoras sustanciales de los términos de intercambio han tendido a desarrollarse menos que los demás [Gelb (1988)], hasta el punto de acuñarse el término de «maldición del petróleo» (*oil curse*). Las razones de esta paradoja son fundamentalmente institucionales [Sachs y Warner (1997)], pues las bonanzas de recursos naturales generan un proceso de búsqueda y apropiación de rentas (*rent seeking*) que, cuando se produce en países con bases institucionales débiles, puede dar lugar a resultados ineficientes y afectar negativamente a las perspectivas de crecimiento de largo plazo.

A partir de estas implicaciones teóricas, se puede repasar la evidencia que nos ofrece la experiencia latinoamericana de los últimos años.

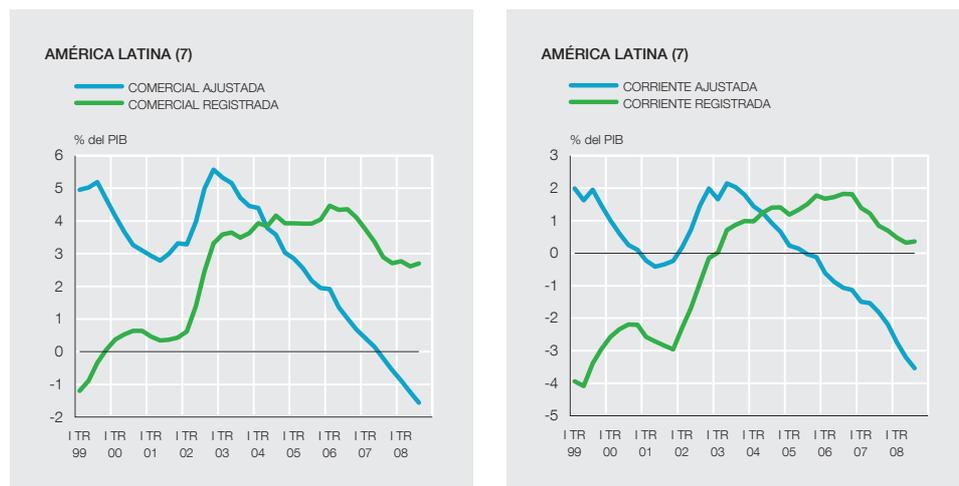
El impacto sobre el crecimiento y las cuentas exteriores de América Latina

El crecimiento medio del PIB en América Latina durante el período de aumento del precio de las materias primas (2003-2008) fue cercano a un 5% anual, unos dos puntos por encima del crecimiento medio anual desde los años setenta. Parte de esta evolución vino explicada por factores internos, como la recuperación de las economías tras una fase previa de ajuste muy pronunciado, y parte por factores externos favorables, como la expansión de la economía mundial y la disponibilidad y abaratamiento de la financiación internacional. El aumento del precio de las materias primas —inducido por la propia expansión global— contribuyó decisivamente a potenciar estos factores, favoreciendo el incremento del ingreso y del poder adquisitivo de estos países. Algunos estudios [por ejemplo, el de Talvi (2007)] estiman que la mejora en los términos de intercambio añadió en torno a 1,5 puntos porcentuales (pp) anuales al crecimiento de la región entre 2002 y 2006.

Buena parte de este crecimiento se cimentó en la evolución del sector exterior. La mejora en la relación real de intercambio permitió una fuerte expansión de las exportaciones, que aumentaron en torno a 2 pp del PIB, en promedio, en los cuatro principales países de la región. En algunos países, como Chile, el aumento fue mucho más pronunciado. Esta evolución solo fue parcialmente contrarrestada por el aumento de las importaciones inducido por la mejora de la renta, lo que permitió el mantenimiento de saldos superavitarios en las balanzas comerciales en torno a una media del 3,9% del PIB, entre 2002 y 2008, en el agregado de las siete principales economías de la región, frente a un 0,6% del PIB entre 1999 y 2002. Incluso los países que no experimentaron una mejora tan extraordinaria de sus términos de intercambio (como Colombia o Brasil) pudieron beneficiarse del aumento de la demanda de socios comerciales.

Para aproximar el impacto de la mejora de los términos de intercambio sobre la posición exterior, se ha estimado una balanza comercial ajustada por el efecto del alza de los precios de las materias primas, manteniendo constantes los términos de intercambio en el nivel promedio de los últimos veinte años³. Obsérvese que no se ajusta por el posible incremento en el volu-

3. Otros autores utilizan como términos de intercambio de referencia los observados en el segundo trimestre de 2002, pero aquí se ha preferido tomar esta media a medio plazo para recoger un ciclo completo de precios de materias primas, con la fuerte caída de los mismos hasta mediados de 1998, y el ascenso ocurrido a partir del año 2002. En el mismo sentido, FMI (2007b) argumenta que es la persistencia de las perturbaciones de los términos de intercambio la que afecta a la cuenta corriente.



FUENTES: Estadísticas Nacionales y FMI.

a. Estimación de la balanza por cuenta corriente, fijando los precios de exportación e importación como media desde el año 1990 hasta el último disponible. En el caso de Chile y Perú se ha estimado además un nivel fijo en la balanza de rentas como porcentaje del PIB.

men de materias primas exportado⁴, por lo que la aproximación no tiene en cuenta este efecto. En el gráfico 4, donde se compara la balanza ajustada con la efectivamente observada para el agregado de la región, se observa que, si se corrige con la media de los precios desde 1990, la balanza comercial sería deficitaria desde mediados de 2007 (-0,9% del PIB), alcanzando el -1,2% del PIB en el segundo trimestre de 2008, en lugar del superávit registrado del 2,7%. Las mayores divergencias entre la balanza observada y la ajustada se producen, lógicamente, en aquellos países más dependientes de la exportación de materias primas. Así, en Chile y Venezuela la diferencia ronda los 15-20 puntos de PIB, mientras que en Perú y Argentina el efecto precio supondría en torno a 5 puntos de PIB⁵.

La mejora de la balanza comercial no siempre se traduce en una mejora de igual magnitud en la balanza por cuenta corriente, pues en muchos de estos países son compañías extranjeras las encargadas de llevar a cabo la explotación de los recursos mineros o de hidrocarburos. Esto supone que la mayor rentabilidad obtenida por estas empresas puede llevar aparejado un aumento paralelo de los beneficios repatriados y, por lo tanto, un deterioro de la balanza de rentas. Por ello, en algunos países se observa una clara divergencia entre la extraordinaria evolución del superávit comercial y la mejoría más moderada de la balanza por cuenta corriente (véase panel derecho del gráfico 4). Esta divergencia llega a ser muy notable en Chile, donde las rentas al exterior aumentaron desde un 2% del PIB en 1999 a cerca del 14% en 2006 y 2008, y en Perú, donde los beneficios repatriados han pasado del 0,3% del PIB al 7,7%, en los mismos años.

Aun teniendo en cuenta estas consideraciones, la bonanza de las materias primas ha propiciado una singularidad destacada del último ciclo de crecimiento económico en América Latina: la ausencia de déficits por cuenta corriente insostenibles, tradicionalmente asociados

4. Dado que un aumento de precios crea incentivos para una mayor producción y exportación de esa materia prima. 5. Cabe matizar estos resultados en la medida en que un mayor ingreso de divisas por exportaciones eleva la renta disponible y acaba filtrándose, al menos en parte, a las importaciones, deteriorando el saldo comercial, algo que no se tiene en cuenta en el ejercicio realizado. En otras palabras, estas diferencias entre balanzas ajustadas y registradas deberían tomarse como un techo máximo de los efectos de la variación de los términos de intercambio sobre la posición exterior de los países.



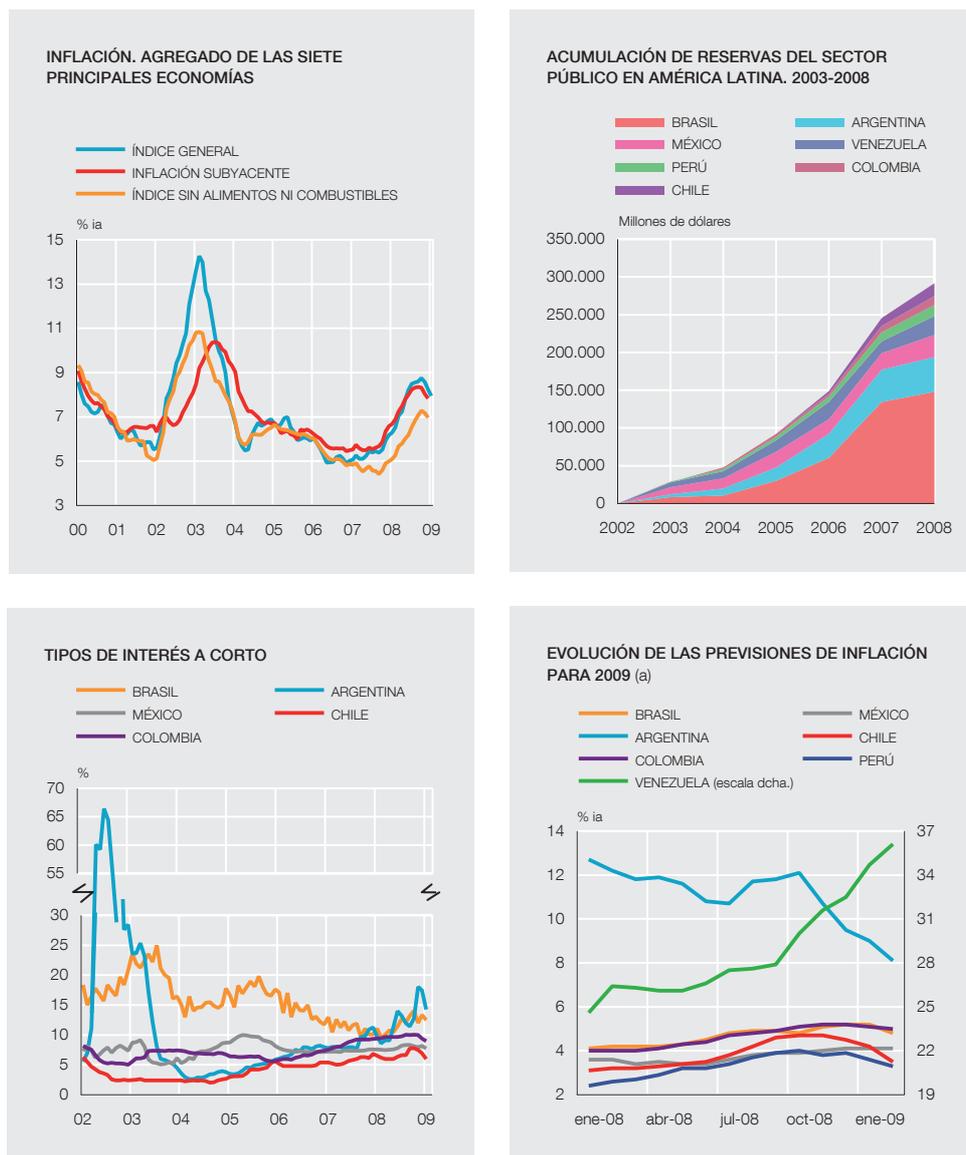
FUENTE: FMI.

a las fases de fuerte expansión, y que incrementaban la posibilidad de una crisis de balanza de pagos (véase gráfico 5). En el reciente ciclo expansivo, por el contrario, se han podido combinar elevadas tasas de crecimiento del PIB con saldos superavitarios de la cuenta corriente (alrededor del 1,4% del PIB), que hubieran sido déficits de más del 3% si se descuentan el impacto de las materias primas (véase gráfico 4). De esta forma, la región no tuvo que recurrir a la financiación exterior en ese período, en términos netos, lo que, unido a los progresos en la reducción de deuda externa, implicó una reducción notable de la vulnerabilidad financiera.

Sin embargo, la dinámica de los saldos comerciales y corrientes desde 2007 muestra una tendencia a la reducción relativamente rápida, derivada del fortalecimiento de la demanda interna y de la tendencia a la apreciación real del tipo de cambio, que habría terminado por impulsar la demanda de importaciones, reduciendo el superávit exterior y, en última instancia, corrigiendo el exceso de demanda interna, tal como predice la teoría. En este contexto, se estima que la intensa corrección a la baja de los precios de las materias primas ocurrida en los últimos meses puede situar a las cuentas corrientes en una posición deficitaria, elevando las necesidades de financiación externas (hasta niveles en torno al 2% del PIB, en 2009), lo cual supone un riesgo evidente en la actual situación de restricciones crediticias globales.

El impacto sobre la inflación y los tipos de cambio y las respuestas de política

Tras un período relativamente prolongado de inflación baja y decreciente en América Latina, entre 2002 y mediados de 2007, el aumento del precio de las materias primas terminó filtrándose a la inflación general desde finales de ese año. Así, en el agregado de las siete principales economías de la región, los precios de consumo repuntaron desde el 5% interanual, a finales de 2006, hasta cerca de un 9% a finales de 2008, interrumpiendo el proceso de desinflación previo (véase gráfico 6). Aunque el alza de los precios al consumo fue generalizada, la magnitud del aumento de los precios fue muy diferente por países, destacando Venezuela en el rango superior. Como rasgo compartido con la mayor parte de las economías emergentes, el repunte de los precios de consumo estuvo explicado mayoritariamente por la elevación de los precios de los alimentos, que tienen habitualmente un peso en el índice general mayor que en las economías desarrolladas, siendo más elevada también la traslación de los precios internacionales al componente doméstico del IPC. El aumento en los precios de la energía se vio amortiguado por la existencia de subsidios [véase López, Berganza y Alberola (2008)].

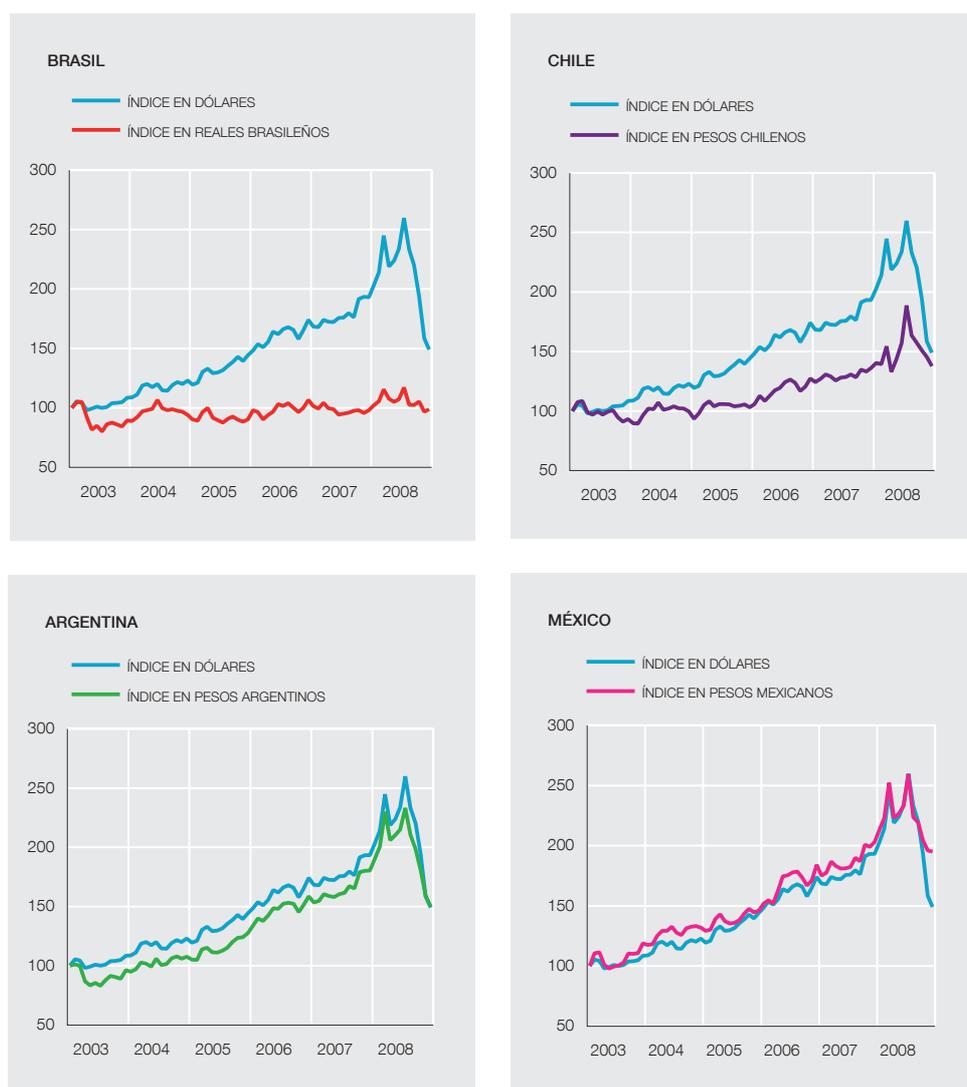


FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Consensus Forecast.

a. En el eje horizontal se recoge la fecha de realización de las previsiones.

Como se apuntó en la tercera sección, cabría esperar que la mejora de los términos de intercambio se traduzca en una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio. Esta apreciación real puede tener lugar a través de una apreciación nominal o a través del aumento de la inflación. El gráfico 7 muestra que algunos países (Brasil, Chile y también Colombia) permitieron una apreciación nominal de sus divisas frente al dólar que compensó, aunque fuera parcialmente, el ascenso de los términos de intercambio y, por consiguiente, su impacto inflacionista. Otros países —en particular, Argentina, Venezuela e incluso México— mantuvieron una notable rigidez cambiaria frente al dólar. Así, la disparidad de tasas de inflación entre los países de la región podría quedar explicada —al menos en parte— por la divergencia en las políticas cambiarias.

Hay que subrayar que las presiones a la apreciación del tipo de cambio fueron en muchos casos tan intensas que la revalorización de las divisas fue compatible con una extraordinaria acumulación de reservas internacionales. La acumulación fue especialmente intensa en Brasil, Perú y Argentina —países, sobre todo el primero, donde la mejora de la relación real de intercambio no fue particu-



FUENTE: Datastream.

larmente acusada—, lo que sugiere que tras ella se encuentran no solo el ascenso del precio de las materias primas sino también la intensa entrada de flujos de capitales y la buena situación financiera regional —a la que también habría contribuido la bonanza de las materias primas— y global. La acumulación de reservas no obedeció únicamente al deseo de evitar una sobre-reacción del tipo de cambio, o un exceso de volatilidad, sino al objetivo de acumular un nivel suficiente de reservas con el que hacer frente a un eventual período de reversión de los flujos de capitales y volatilidad financiera, que han sido tradicionales en la región.

El repunte de la inflación planteó retos importantes. En primer lugar, porque el impacto del alza de los precios de las materias primas no solo tiende a ser más inflacionista en los países exportadores de estos bienes (como lo son los latinoamericanos), sino porque supone una merma del ingreso sobre clases desfavorecidas, lo que llevó a tomar medidas administrativas para contener los precios de los productos primarios. Pero, además, la consecución de tasas de inflación bajas ha sido un logro relativamente reciente en los países latinoamericanos, por lo que la credibilidad de las autoridades monetarias y el anclaje de las expectativas de inflación podía ser menos firme que en países con una trayectoria de estabilidad macroeconómica más

prolongada. De este modo, al abrirse una brecha importante entre la inflación objetivo y la observada, se puso a prueba la credibilidad de los regímenes de objetivos explícitos de inflación instaurados en los últimos años en países como Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

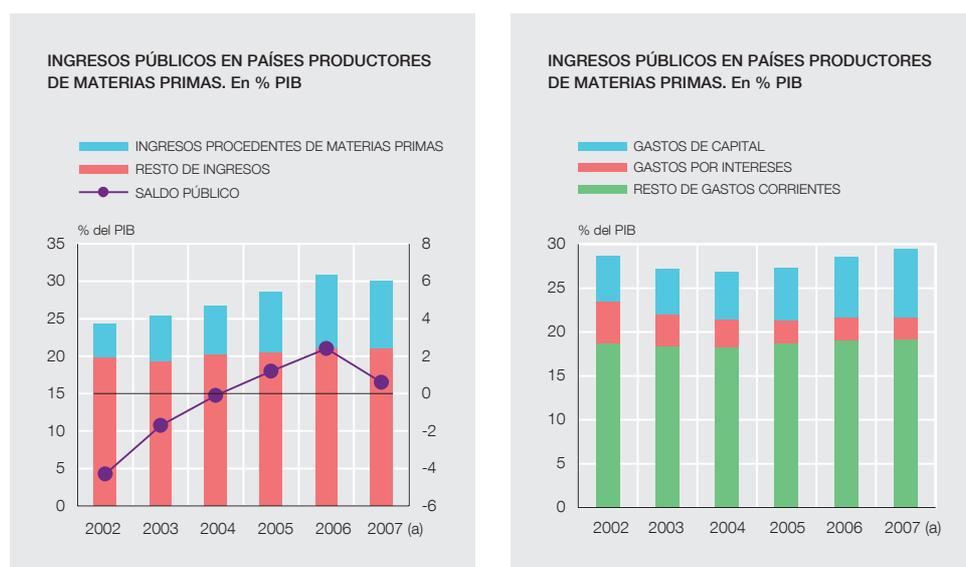
En este contexto, la respuesta de los distintos bancos centrales de la región al repunte de la inflación fue muy diversa, y además es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración del crecimiento de la economía americana en el que se produjo. No obstante, podría decirse que, en general, las políticas monetarias reaccionaron inicialmente de forma limitada, especialmente si se tienen en cuenta el continuado dinamismo de la demanda y el pasado inflacionista de la región. Así, a pesar de que la mayor parte de los bancos centrales subieron los tipos de interés oficiales entre 2007 y 2008, los tipos de interés reales se redujeron, salvo en Colombia y Brasil.

La relativamente moderada respuesta inicial de las políticas monetarias puede explicarse por varios motivos. En primer lugar, porque desde el inicio de la bonanza de las materias primas existió una preocupación genuina de política económica por el riesgo de «enfermedad holandesa», es decir, el riesgo de pérdida de competitividad de los sectores manufactureros, con un impacto permanente sobre la estructura productiva y exportadora. Este sería un proceso de ajuste lógico si el cambio en los precios relativos fuera permanente, pero la incertidumbre existente al respecto justifica una cierta resistencia a la apreciación —o a una elevación sustancial— de los tipos de interés, que presionara al alza el tipo de cambio. En segundo lugar, las dudas sobre el alcance de la desaceleración de la economía americana y su impacto en América Latina pudieron retrasar, por consideraciones de prudencia, la respuesta de los tipos de interés. Y, finalmente, la ampliación de los diferenciales de tipos de interés frente a Estados Unidos intensificó, en algunos países, la tendencia a la apreciación de unos tipos de cambio que se encontraban ya relativamente fortalecidos, lo que pudo contener también una respuesta de política monetaria más firme. En ese contexto, muchos bancos centrales de la región (de Colombia, Perú y Brasil, entre otros países) recurrieron a medidas de control monetario alternativas, como la elevación de los coeficientes de caja o la imposición de controles a las entradas de capital, además de acumular reservas. Son precisamente estas medidas las que se han revertido en los últimos meses, con el fin de facilitar una mayor liquidez en los sistemas bancarios y evitar las presiones a la depreciación de los tipos de cambio.

De forma simétrica, el cambio de tendencia de los precios de las materias primas desde mediados de 2008 debería tener un impacto a la baja sobre las tasas de inflación en los próximos meses. De hecho, ya han empezado a observarse reducciones en las tasas y en las perspectivas de inflación (véase gráfico 5). Este cambio de tendencia puede aparcar las cuestiones relativas a la capacidad de contener la inflación que comenzaban a plantearse hace unos meses. Sin embargo, el hecho de que haya coincidido con una significativa depreciación de los tipos de cambio en la mayor parte de los países puede generar riesgos al alza sobre la inflación, en el corto y medio plazo. De hecho, las previsiones de inflación para este año y el próximo muestran una menor corrección a la baja que en los países avanzados y en otras regiones emergentes. Esta evolución ha llevado también, en cierto modo, a que la respuesta por parte de las autoridades monetarias latinoamericanas en la gestión del ciclo de descenso de los tipos de interés haya sido inicialmente más cautelosa, aunque este gradualismo ha cambiado a comienzos de 2009, con recortes muy significativos en los tipos de interés oficiales en muchos países.

El impacto sobre las finanzas públicas

La bonanza de las materias primas lleva aparejado tradicionalmente un aumento de los ingresos fiscales en los países exportadores, sobre todo en aquellos donde la propiedad de las



FUENTE: FMI.

a. Estimación.

empresas de explotación es pública o donde se gravan sustancialmente la producción, la exportación o los beneficios de las materias primas. Sin embargo, la volatilidad de los precios de las materias primas y la dificultad de determinar si las mejoras de los términos de intercambio son transitorias o permanentes complican el manejo de la política fiscal, porque los incrementos de los recursos fiscales pueden generar dinámicas de aumento de gastos que no resulten sostenibles ante una reversión de los precios. En este contexto, puede resultar conveniente ahorrar parte de los recursos para hacer frente a los cambios de ciclo en los precios. Además, en los países productores de materias primas no renovables —energéticas y minerales, principalmente—, resulta también prudente incorporar consideraciones de equidad intergeneracional en el diseño de las políticas fiscales, como se comentó en la tercera sección.

Existen mecanismos para mejorar la gestión de la bonanza fiscal y atender a consideraciones intergeneracionales o cíclicas, como los fondos de estabilización, los de riqueza soberana o, de un modo más indirecto, las reglas fiscales que limitan el crecimiento del gasto público (como en el caso de Perú). Solo en Chile existe una regla que establece un objetivo de saldo estructural que toma en consideración la posición cíclica de la economía y el precio del cobre. Esta regla ha supuesto una acumulación de activos muy acusada en el fondo de estabilización en los últimos años (en torno al 12% del PIB en 2008), debido al alto precio del cobre.

Desde 2002 se ha producido en América Latina una mejora progresiva en los saldos fiscales, de forma que, en conjunto, la región alcanzó un superávit en 2006. En el período 2002-2004, la reducción del déficit público en el conjunto de la región obedeció tanto a la reducción del gasto público (primario y por intereses) como al aumento de los ingresos públicos. En los países productores de materias primas, los ingresos se acercaron al 10% del PIB en 2007 (un tercio de los ingresos totales), frente al 4% de 2002 (un sexto de los ingresos) (véase gráfico 8)⁶. Sin embargo, a partir de

6. Dentro de las nueve mayores economías de América Latina, consideraremos, pues, como países productores de materias primas Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela, en los que los ingresos públicos por materias primas exceden el 2% del PIB.

2005, el gasto público se incrementó, especialmente por los gastos de capital⁷. El saldo fiscal siguió mejorando por el notable incremento de los ingresos públicos, asociado a un crecimiento económico por encima del potencial⁸ y al elevado precio de las materias primas, pero ya en 2007 la tendencia a la mejoría de los saldos públicos se interrumpió en los países exportadores.

Cobra especial importancia, en este contexto, evaluar qué parte de la mejora en el saldo público, y, en particular, en los ingresos, es cíclica —derivada de un crecimiento de la actividad por encima de la tasa de crecimiento potencial— y qué parte se debe al impacto directo de unos precios de las materias primas mucho más elevados que en el pasado. Además, hay que tener en cuenta que el ciclo de la actividad también es potenciado por la bonanza de materias primas, lo que supone que esta podría estar detrás de buena parte de la mejora de las finanzas públicas en América Latina.

Así, los ingresos fiscales habrían estado incorporando un fuerte componente no estructural relacionado con el ciclo de actividad y de materias primas en algunos países. Vladkova-Hollar y Zettelmeyer (2008) concluyen que los ingresos públicos cíclicos atribuibles al precio de las materias primas (con datos hasta 2007) son de una magnitud relativamente pequeña para Argentina y Colombia, importantes en el caso de Bolivia y Perú (entre 1,5 pp y 3 pp del PIB, dependiendo de la previsión que se haga del precio de las materias primas) y elevados en Chile (más de 5 pp del PIB), con independencia del supuesto que se haga sobre el precio futuro de las materias primas. Para los países productores de petróleo (Ecuador, México y Venezuela), es esencial el supuesto sobre el precio futuro del petróleo. Por ejemplo, en el caso de Venezuela, si se considera una reversión a la media histórica, la diferencia entre los ingresos actuales y los estructurales superaría los 5 pp de PIB. Bello, Heresi y Zambrano (2008) derivan igualmente el saldo fiscal estructural neto del ciclo económico y del impacto de la bonanza de las materias primas, y muestran que se ha deteriorado notablemente en los últimos años, sobre todo en los países productores de materias primas.

Por lo tanto, aunque los saldos fiscales y otros indicadores de vulnerabilidad fiscal como las ratios de deuda pública sobre PIB han mejorado notablemente en la región, existen dudas de que se haya producido una verdadera mejora estructural. Tampoco parece que las políticas fiscales hayan adoptado, en general, un tono contracíclico, que, además, debería haber sido más pronunciado en los países en donde hayan aumentado más estos precios y cuanto más transitorio se perciba el aumento.

En definitiva, cabe concluir que las mejoras fiscales registradas desde 2004 provienen, fundamentalmente, de la mejora de los ingresos públicos (excepto por la reducción en el pago de intereses) y no de la relativa contención del gasto que caracterizó los primeros años del presente ciclo expansivo, por lo que probablemente no se ha aprovechado lo suficiente el ciclo alcista de las materias primas y la mejora de las condiciones económicas para fortalecer de forma duradera la situación fiscal de los países exportadores. El deterioro de los saldos fiscales en estos países en los últimos dos años, a pesar del continuado incremento del precio de las materias primas, es un elemento de preocupación ante la caída de los precios en la actua-

7. Existe una importante correlación positiva entre la evolución de los recursos provenientes de productos primarios y el gasto en capital [Jiménez y Trombón (2006)], lo que da cierta idea de que estos recursos son percibidos, en cierto modo, como extraordinarios. 8. La elasticidad de los ingresos tributarios al PIB suele ser superior a la unidad, porque en las fases expansivas del ciclo la recaudación aumenta en forma más que proporcional (el crecimiento produce un aumento de la economía formal y genera un crecimiento más que proporcional de las importaciones y los impuestos asociados, algunos de ellos de carácter heterodoxo, como el de transacciones financieras). Por el contrario, en las fases recesivas, la recaudación cae más que proporcionalmente, debido a la inversión de los mecanismos anteriores y al aumento de la evasión.

lidad. De hecho, los indicadores fiscales de los últimos meses de 2008 y el comienzo de 2009 muestran una caída en los ingresos (en Argentina, Colombia y Brasil) o un deterioro adicional en los saldos fiscales (en México y Venezuela).

Marcos regulatorios y políticas estructurales

El impacto de la bonanza de las materias primas sobre las políticas estructurales puede estudiarse en dos dimensiones, que, en la práctica, están relacionadas: i) los cambios regulatorios y las reformas, principalmente en el sector energético y minero, y ii) de modo más general, su efecto sobre la consolidación de los procesos de reforma iniciados a finales de los ochenta e inicios de los noventa, pues cabe recordar que, tras los episodios de crisis económica y financiera a principios de esta década, cundía el escepticismo, cuando no el desencanto, respecto a las reformas de la década anterior.

El marco regulatorio para la explotación de recursos naturales comprende, por un lado, la tributación específica sobre el bien (la denominada «regalía»), junto con la imposición habitual sobre la renta de las empresas, y, por otro lado, las normas de acceso al negocio fijadas en cada uno de los países. Como se comentó en la tercera sección, el marco específico debería procurar conciliar los intereses del Estado donde se ubican los recursos con los de los inversores. También son condicionantes relevantes el precio de las materias primas, su volatilidad y el grado de persistencia o temporalidad que se asigne. Un nivel de precios considerado elevado, al aumentar los beneficios para repartir entre el Estado y las empresas, permite acomodar más fácilmente una elevación en las regalías o un ajuste de las condiciones de explotación de la inversión privada, manteniendo los incentivos a su participación.

La elevación de los precios de las materias primas ha propiciado respuestas muy diferentes entre los países latinoamericanos, pero la mayoría de ellos han llevado a cabo cambios en la legislación orientados a aumentar la participación del sector público en los beneficios (véase cuadro 2)⁹. En algunos países, como Colombia, Perú o Chile, se han modificado o establecido regalías relativamente reducidas, manteniendo la posibilidad de participación de la inversión privada, nacional o extranjera, en el sector. Por el contrario, en otros países, como Venezuela, Argentina, Bolivia y Ecuador, se ha optado por maximizar las rentas extraordinarias derivadas del aumento de los precios de las materias primas a través de una imposición muy elevada. Por último, en un contexto más amplio, cabe destacar que en México, dadas las limitaciones a la inversión extranjera existentes en su marco institucional y regulatorio, el alza del precio del petróleo ha favorecido una propuesta de reforma del sector energético que pretende elevar la participación de la inversión exterior directa en algunas actividades petroleras y dar una mayor autonomía financiera a la empresa estatal.

La segunda cuestión es más general: ¿en qué medida la bonanza de las materias primas ha tenido implicaciones sobre las reformas estructurales en América Latina? Puede argumentarse que el impacto no solo ha sido heterogéneo, sino que ha propiciado dos posicionamientos relativamente dispares. Con la excepción de algunos casos, donde la bonanza de las materias primas ha servido de base y acicate para aumentar la intervención del Estado en la economía, en la mayoría de los países la mejora de los términos de intercambio parece haber facilitado la consolidación de las reformas, conjurando los peligros de reversión que habían aparecido hace unos años, si bien el avance de las reformas en los últimos años ha sido limitado.

Conclusiones y perspectivas

El aumento de los precios de las materias primas entre 2002 y 2008 ha contribuido a que América Latina haya disfrutado en los últimos años de una de las fases de prosperidad eco-

9. En cualquier caso, este cambio ha sido generalizado, pues se han producido también modificaciones en el marco de las regalías o la regulación de los sectores de exportación de materias primas en países como Reino Unido o Noruega.

	Situación antes de la reforma	Año de reforma	Reforma
ARGENTINA	—	2002: Ley de emergencia económica	20% exportación petróleo y agropecuarios
		Imposición de carácter temporal y excepcional	
		2004	25% petróleo, más % si se superan los 32 \$ Se incluye el gas natural
		2007	Subida de 4 puntos en la tarifa de la soja, entre 5 y 10 granos y petróleo
		2008 (no aprobada)	Subida retenciones soja, trigo y maíz que hubieran llevado el marginal por encima del 70% Se mantiene el 35% sobre la soja
BOLIVIA	18% (desde 1996)	2005: Nueva Ley de Hidrocarburos, sometida a referendo	50%
		2006: Nacionalización de hidrocarburos	80% (campos grandes) / 50%
		2008	Regalía provisional hasta nuevos contratos Contratos de prestación de servicios (no <i>joint ventures</i>). Regalías variables según potencial del campo e inversión previa; máximo 95% Exigencia de nuevas inversiones. Contrato de suministro de gas a Argentina que triplica las exportaciones
COLOMBIA	Entre el 5% y el 25%	2002	Entre el 8% y el 25%
PERÚ	Entre el 15% y el 30% (petróleo)	2002	Entre el 5% y el 20% (petróleo)
	—	2004	Entre el 1% y el 3% (minerales)
VENEZUELA	16,66% regalía, 34% IR	2001: Ley de Hidrocarburos aplicada en 2004	30% regalía como máximo
	Con regímenes especiales para Faja del Orinoco (1% y 34%)		51% <i>joint ventures</i> deben ser públicas
		2004	Regalía al 16,6% para Faja del Orinoco
		2006	Regalía 33,3% IR del 24% al 50% para Faja del Orinoco Impuesto sobre exportaciones del 0,1%
		2007	PDVSA toma el control operativo de Faja del Orinoco
		2008	Impuesto sobre la ganancia súbita de la exportación de petróleo: 50% para precios entre 70 \$-100 \$, más 60% de la diferencia entre el precio y 100 \$ si este supera los 100 \$ PDVSA obtiene la exclusividad en la distribución de combustibles en el país Nacionalización minería de oro
CHILE	—	2005	Impuesto específico sobre el cobre del 5% de beneficios si las ventas superan el umbral
ECUADOR	El sector público se queda el 35% del aumento de la producción por encima de lo acordado con las empresas	2006	El 60% del beneficio extraordinario derivado del diferencial de precios revierte al Estado
		2008	El porcentaje anterior sube al 99%. Se negociarán contratos similares a los bolivianos Ley Minera: regalía del 5% sobre las ventas con sobrecarga a partir de cierto umbral

FUENTE: Banco de España.

nómica más largas de su historia reciente en un contexto de estabilidad financiera y crecimiento económico mundial. Dicho aumento ha favorecido una mejora generalizada del ingreso y del poder adquisitivo de los países latinoamericanos, acompañada de una importante holgura en las cuentas exteriores y fiscales, que ha reforzado y retroalimentado la percepción de solidez financiera en la región.

La mejora en los términos de intercambio, junto con otros factores, supuso, sin embargo, un desafío para el mantenimiento de la estabilidad de precios para los bancos centrales de la región. La respuesta de política monetaria de los distintos bancos centrales ha sido diversa y, en algunos casos, algo tímida, dado que se ha enfrentado a multiplicidad de dilemas, en particular, en relación con el tipo de cambio. Además, es difícil considerarla de forma independiente del contexto de turbulencias financieras y desaceleración de la economía mundial. Por su parte, a pesar de las mejoras de los saldos fiscales, la política fiscal no ha adoptado un tono contracíclico (salvo algunas excepciones, como en Chile) y es dudoso que los saldos estructurales (netos de elementos cíclicos y del impulso derivado de las materias primas) hayan mejorado en los últimos años.

El alza del precio de las materias primas tuvo también un impacto desde el punto de vista de las reformas estructurales, pues, salvo algunas excepciones, la mejora de los ingresos y del nivel de vida ha permitido conjurar los peligros de reversión de los procesos de reforma de los años noventa, amenazados por el desencanto social que se palpaba hace unos años. En definitiva, la bonanza de las materias primas ha permitido, en general, consolidar la estabilidad macroeconómica y reducir la vulnerabilidad financiera.

Sin embargo, la súbita y aguda corrección del precio de las materias primas supondrá —al contrario que la fase alcista— un deterioro notable en la posición exterior, las cuentas fiscales y el potencial de crecimiento, lo que añade dificultades adicionales a la gestión de la situación económica en América Latina. Ante esta situación, y a pesar de los indudables progresos de los últimos años, cabe preguntarse si la bonanza de las materias primas ha sido aprovechada, en toda su extensión, para reforzar los fundamentos institucionales, económicos y financieros de los países latinoamericanos, permitiéndoles sortear la crisis con menores dificultades.

5.3.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- BELLO, O., R. HERESI y ZAMBRANO (2008). «The present decade boom of commodity prices in historical perspective and its macroeconomic effects in Latin America», artículo presentado en la Reunión Preparatoria del Cuarto Seminario de Alto Nivel de Bancos Centrales del Eurosistema y América Latina, diciembre, París.
- BID (2008). *All That Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America's Recent Macroeconomic Performance*, Washington.
- DORNBUSCH, R. (1980). *La macroeconomía de una economía abierta*, Antoni Bosch (ed.).
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2007a). *World Economic Outlook*, octubre.
- (2007b). *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, noviembre, Washington.
- GELB et ál. (1988). *Oil windfalls: blessing or curse?*, Oxford University Press.
- IZQUIERDO, A., R. ROMERO y E. TALVI (2007). *If Latin America Were Chile: A Comment on Structural Fiscal Balances and Public Debt*, mimeo.
- JIMÉNEZ, J. P., y V. TROMBÓN (2006). «Política fiscal y bonanza: Impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe», *Revista de la CEPAL*, n.º 90, diciembre, pp. 61-86.
- KAMINSKY, G., C. REINHART y C. VEGA (2004). *When It Rains: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies*, NBER Working Paper n.º 10780.
- LÓPEZ URRUCHI, P., J. C. BERGANZA y E. ALBEROLA (2008). «Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MARCEL, M., M. TOKMAN, R. VALDÉS y P. BENAVIDES (2001). «Balance estructural del Gobierno central. Metodología y estimaciones para Chile: 1987-2000», *Estudios de Finanzas Públicas*.
- OBSTFELD, M., y K. ROGOFF (1996). *Foundations of International Macroeconomics*, Massachusetts Institute of Technology.
- SACHS, J., y A. M. WARNER (1997). *Natural resource abundance and economic growth*, NBER Working Paper n.º 5398.
- TALVI, E. (2007). *Más allá de las apariencias: percepciones y realidades sobre el boom económico de la región*, CERES.
- VLADKOVA-HOLLAR, I., y J. ZETTELMEYER (2008). *Fiscal Positions in Latin America: Have They Really Improved?*, IMF Working Paper 08/137.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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

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

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

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

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

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

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

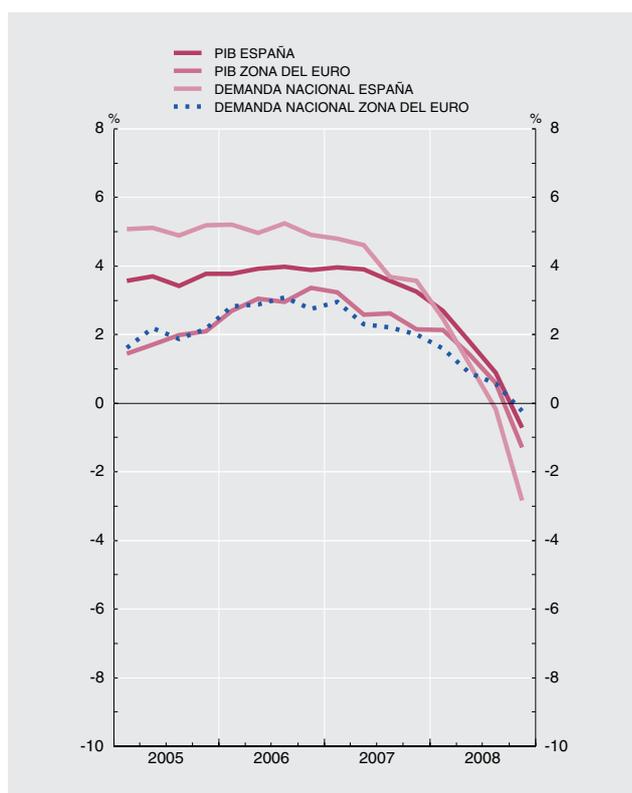
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
06	P	3,9	3,0	3,9	2,1	4,6	1,8	7,1	5,9	5,1	2,9	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 514
07	P	3,7	2,6	3,5	1,6	4,9	2,2	5,3	4,4	4,2	2,4	4,9	5,9	6,2	5,3	1 051	8 941
08	P	1,2	0,7	0,1	0,5	5,3	2,0	-3,0	0,6	0,2	0,7	0,7	1,7	-2,5	1,7	1 095	9 206
06 I	P	3,8	2,7	4,1	2,1	4,9	2,3	7,4	5,1	5,2	2,7	6,7	9,1	11,2	9,8	239	2 085
II	P	3,9	3,1	3,9	2,0	4,3	1,5	6,9	6,4	5,0	3,1	7,4	8,6	10,4	8,4	243	2 120
III	P	4,0	3,0	3,7	1,9	4,6	1,8	7,8	5,9	5,2	3,0	5,6	7,0	9,6	7,5	248	2 141
IV	P	3,9	3,4	3,9	2,2	4,5	1,9	6,5	6,2	4,9	3,4	7,2	9,2	10,0	7,8	252	2 168
07 I	P	4,0	3,2	3,8	1,5	5,3	2,2	6,6	6,8	4,8	3,2	3,3	6,6	6,1	6,0	257	2 201
II	P	3,9	2,6	4,1	1,7	5,0	2,2	5,8	3,7	4,6	2,6	3,9	5,8	6,2	5,2	261	2 225
III	P	3,6	2,6	3,1	1,7	4,8	2,3	4,6	3,7	3,7	2,6	8,2	7,1	7,6	6,2	264	2 249
IV	P	3,2	2,1	2,9	1,4	4,4	2,1	4,5	3,3	3,6	2,1	4,0	4,1	4,9	3,8	268	2 265
08 I	P	2,7	2,1	2,0	1,6	3,7	1,6	2,4	3,3	2,5	2,1	4,8	5,5	3,6	4,3	272	2 295
II	P	1,8	1,4	0,8	0,8	5,0	2,2	-0,8	2,0	1,2	1,4	4,4	4,4	1,8	3,2	274	2 308
III	P	0,9	0,6	-0,1	0,4	6,1	2,5	-4,1	0,4	-0,2	0,6	1,5	2,5	-2,0	2,5	276	2 313
IV	P	-0,7	-1,3	-2,2	-0,7	6,3	1,7	-9,3	-3,3	-2,8	-1,3	-7,9	-5,6	-13,2	-3,2	273	2 290

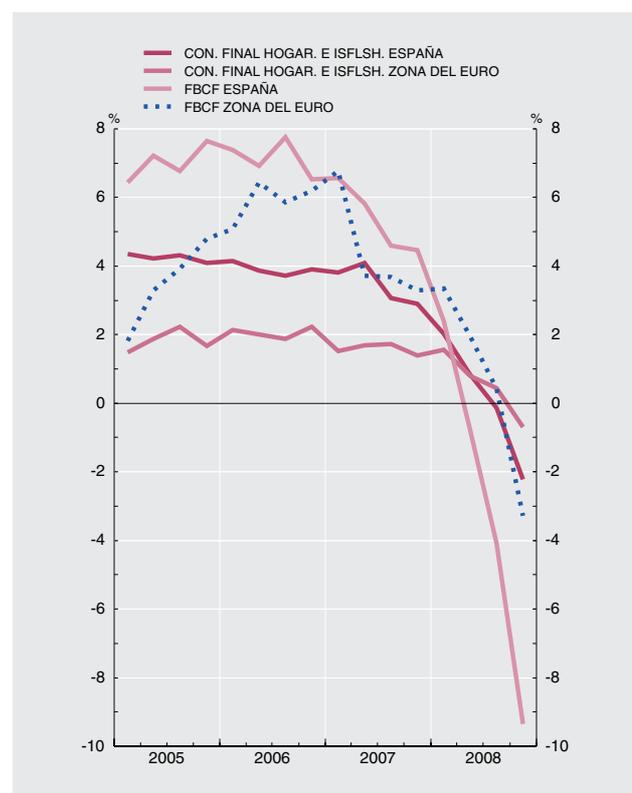
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

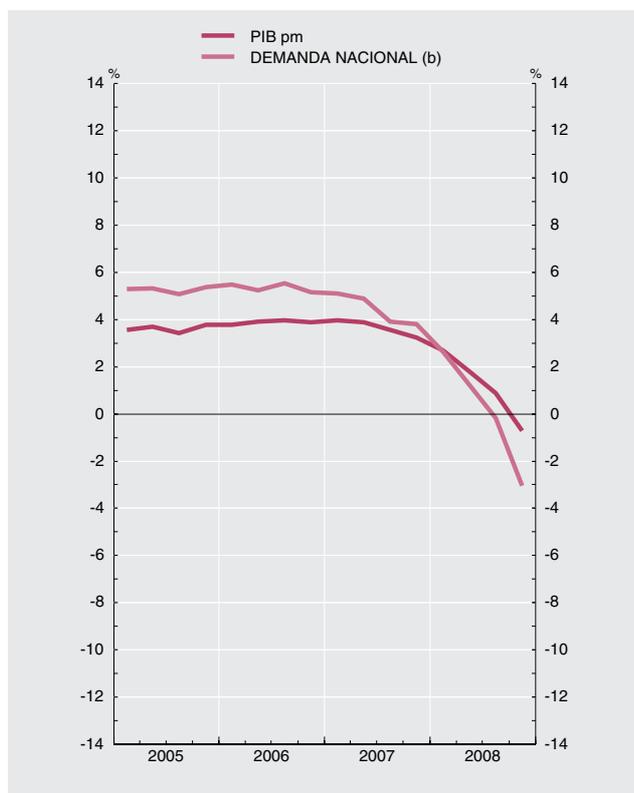
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

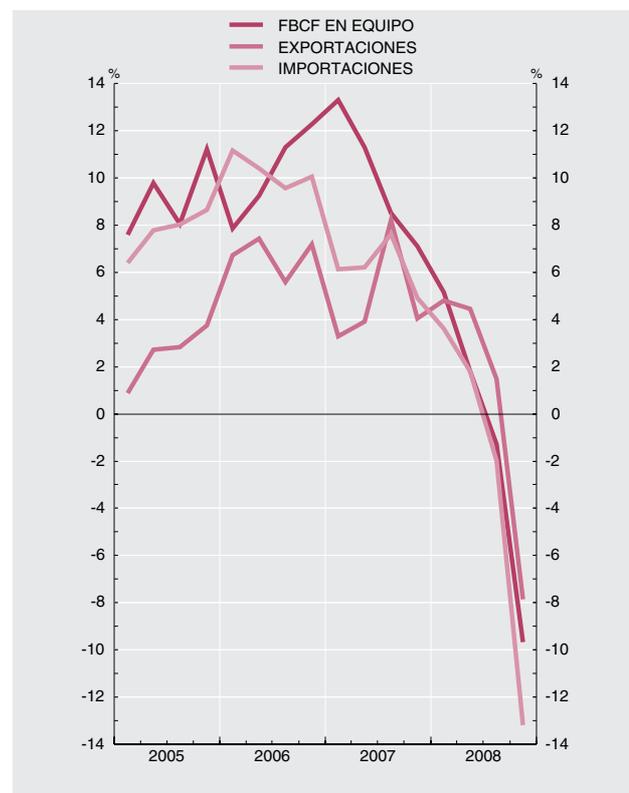
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

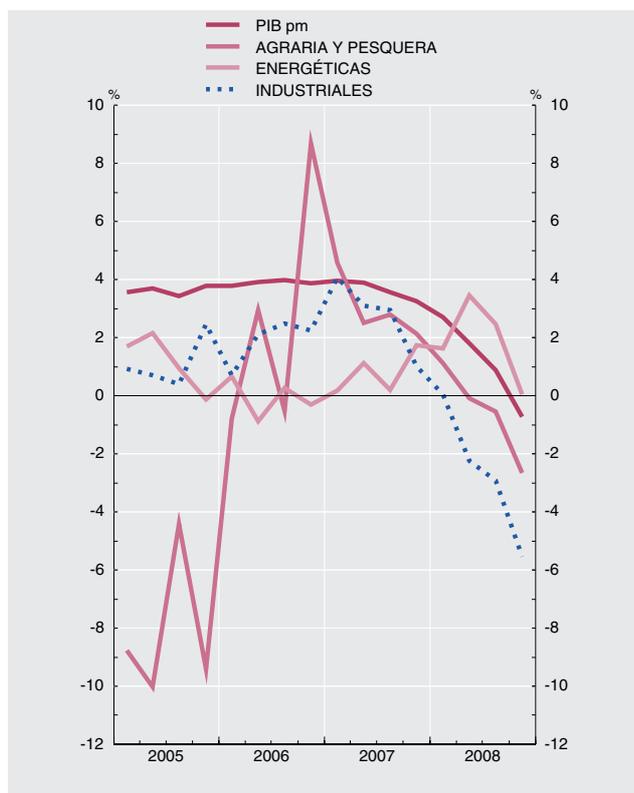
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

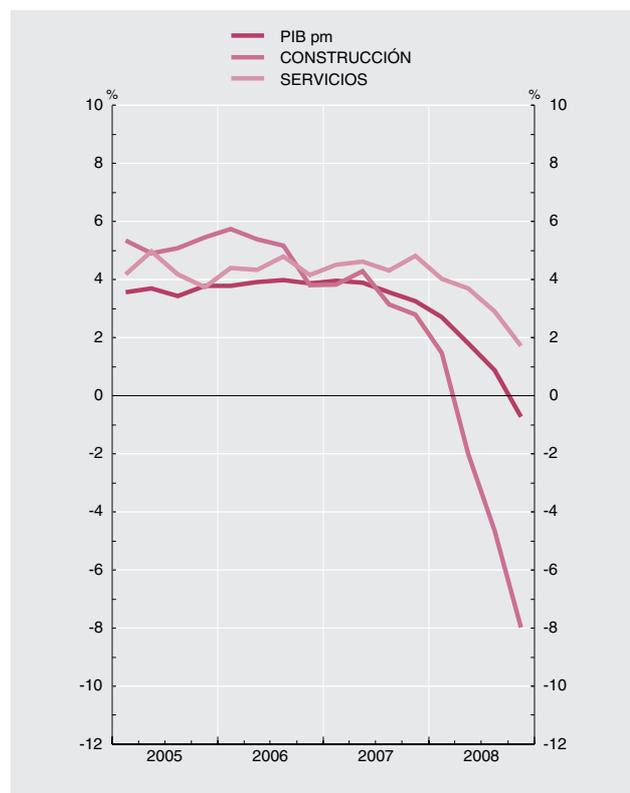
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							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
06	P	3,9	2,5	-0,1	1,9	5,0	4,4	4,5	4,0	4,2	6,9	2,8
07	P	3,7	3,0	0,8	2,8	3,5	4,6	4,6	4,4	2,8	3,3	-2,3
08	P	1,2	-0,6	1,9	-2,7	-3,3	3,1	2,6	4,8	0,6	-10,4	-0,5
06 I	P	3,8	-0,8	0,7	0,7	5,7	4,4	4,5	3,9	5,2	11,3	3,2
II	P	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
III	P	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
IV	P	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,2	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
07 I	P	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
II	P	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
III	P	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
IV	P	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
08 I	P	2,7	1,1	1,6	0,0	1,5	4,0	4,0	4,0	1,6	-1,3	-1,0
II	P	1,8	-0,1	3,5	-2,2	-2,0	3,7	3,4	4,7	1,2	-5,1	-0,9
III	P	0,9	-0,5	2,5	-2,9	-4,6	2,9	2,3	5,1	0,2	-14,3	0,2
IV	P	-0,7	-2,7	0,0	-5,5	-8,0	1,7	0,7	5,5	-0,8	-20,9	-0,3

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

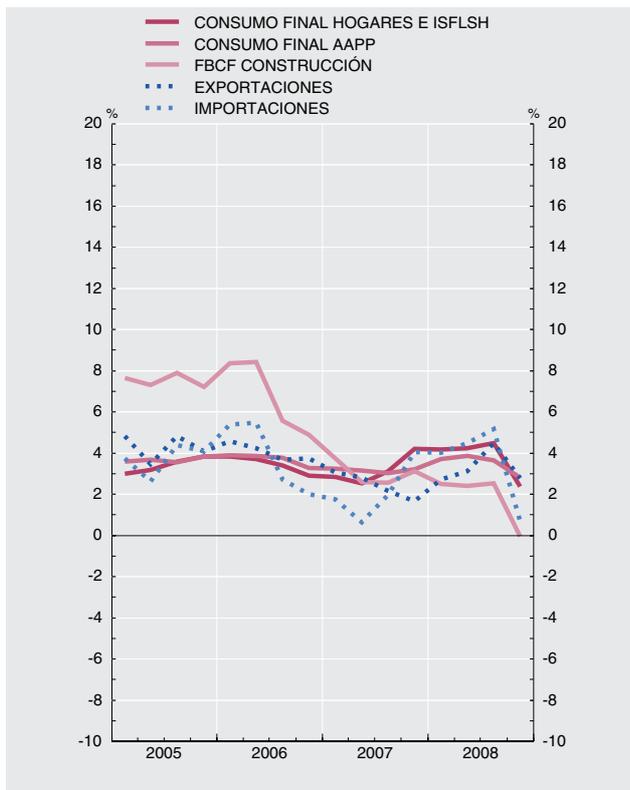
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

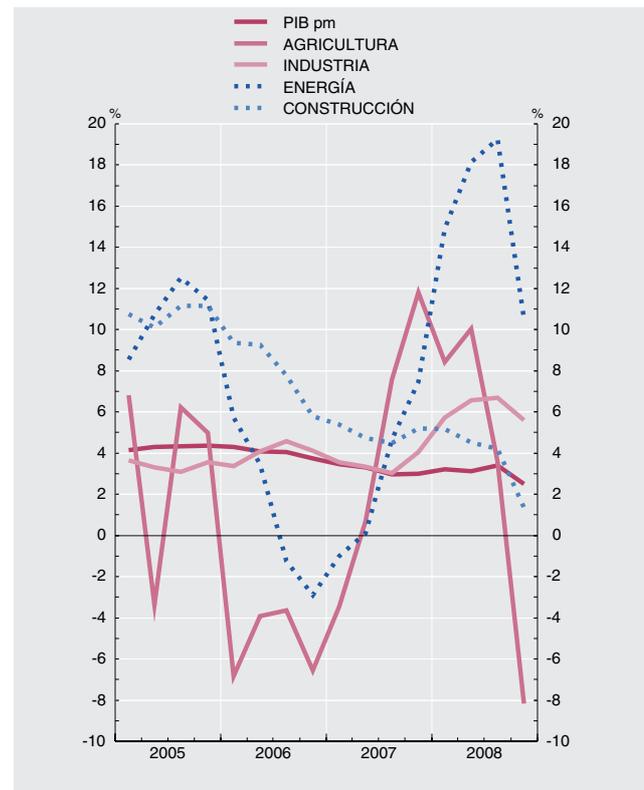
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



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

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

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

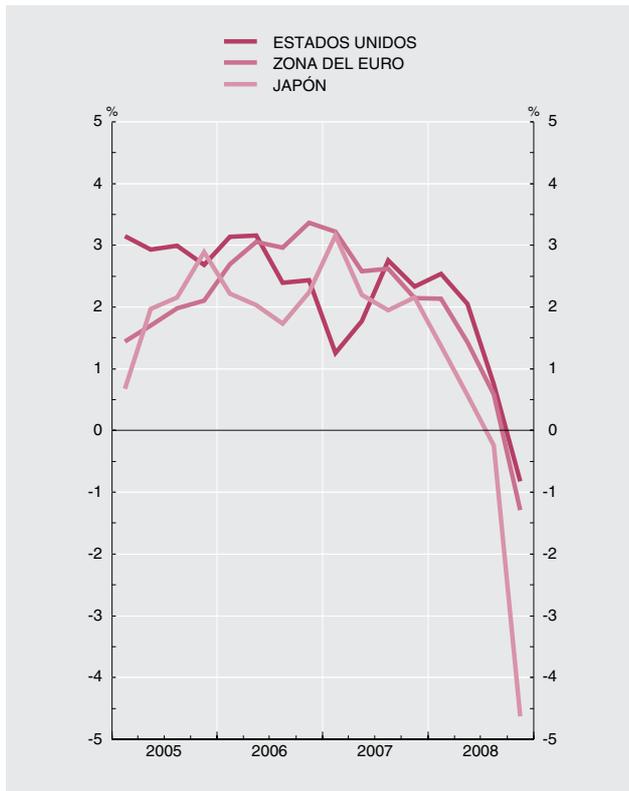
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

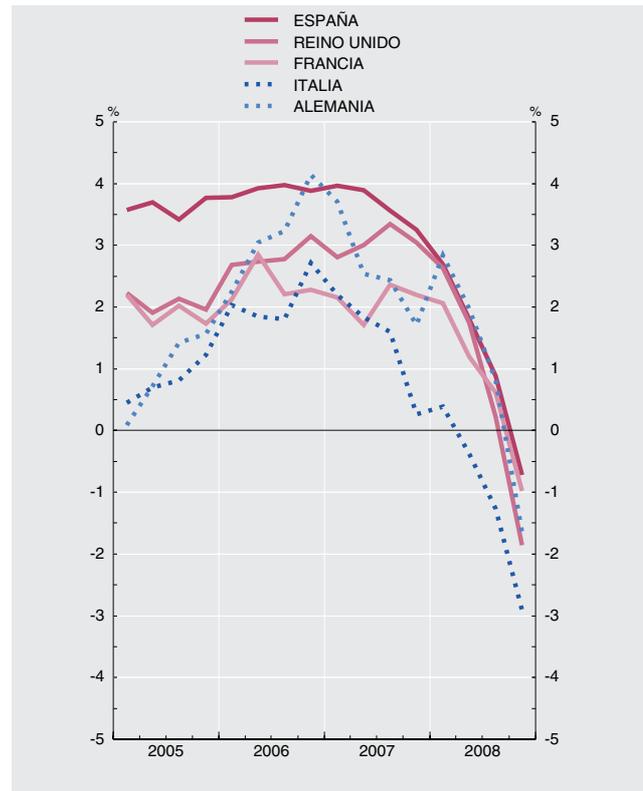
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

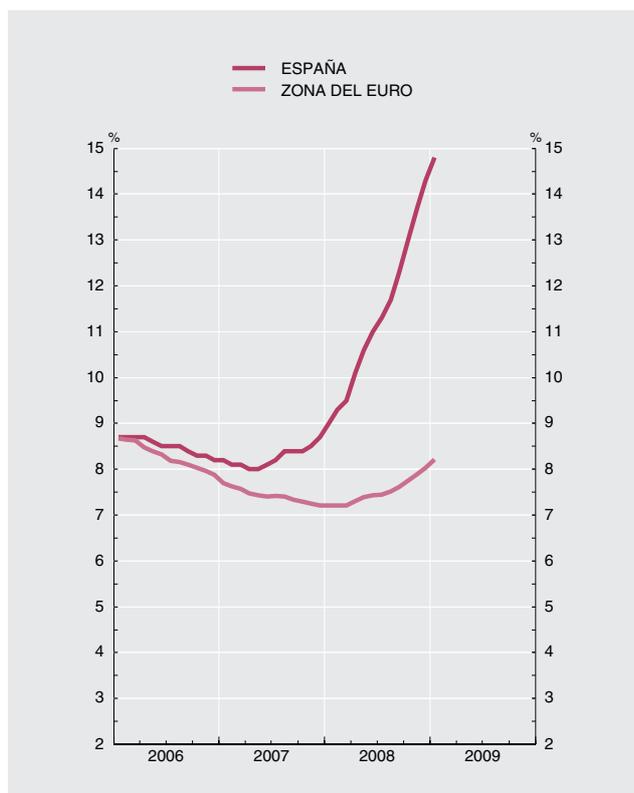
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

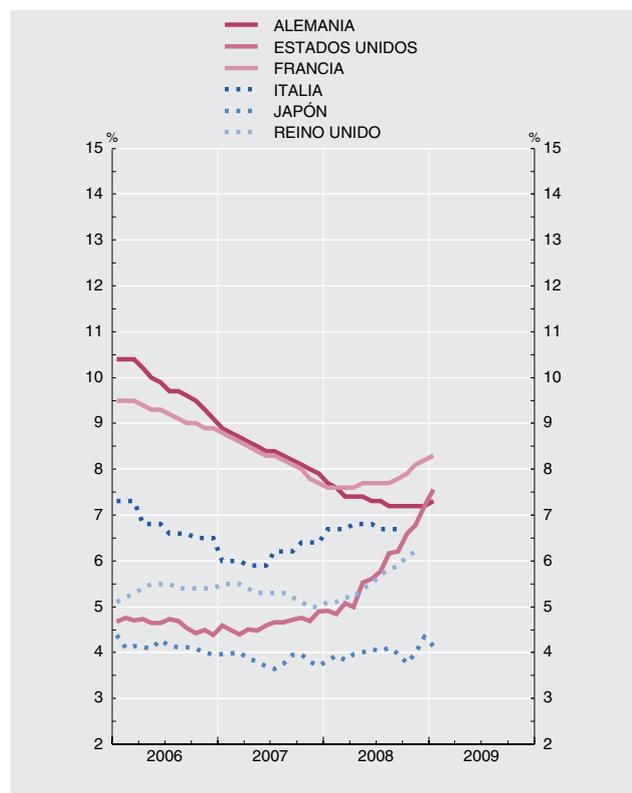
Porcentajes

	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
06	6,2	8,2	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,4
07	5,7	7,1	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,1	3,8	5,3
08	6,1	7,0	7,5	7,3	11,3	5,8	7,8	...	4,0	...
07 Ago	5,7	7,1	7,4	8,3	8,4	4,7	8,2	6,2	3,8	5,3
<i>Sep</i>	5,7	7,0	7,3	8,2	8,4	4,7	8,1	6,2	4,0	5,2
<i>Oct</i>	5,7	6,9	7,3	8,1	8,4	4,8	8,0	6,4	4,0	5,1
<i>Nov</i>	5,6	6,9	7,3	8,0	8,5	4,7	7,8	6,4	3,8	5,0
<i>Dic</i>	5,6	6,8	7,2	7,9	8,7	4,9	7,7	6,4	3,7	5,0
08 Ene	5,6	6,8	7,2	7,7	9,0	4,9	7,6	6,7	3,8	5,1
<i>Feb</i>	5,6	6,8	7,2	7,6	9,3	4,8	7,6	6,7	3,9	5,1
<i>Mar</i>	5,7	6,8	7,2	7,4	9,5	5,1	7,6	6,7	3,8	5,2
<i>Abr</i>	5,7	6,8	7,3	7,4	10,1	5,0	7,6	6,8	4,0	5,2
<i>May</i>	5,9	6,9	7,4	7,4	10,6	5,5	7,7	6,8	4,0	5,4
<i>Jun</i>	5,9	6,9	7,4	7,3	11,0	5,6	7,7	6,8	4,1	5,5
<i>Jul</i>	6,0	7,0	7,5	7,3	11,3	5,8	7,7	6,7	4,0	5,7
<i>Ago</i>	6,2	7,0	7,5	7,2	11,7	6,2	7,7	6,7	4,1	5,8
<i>Sep</i>	6,2	7,1	7,6	7,2	12,3	6,2	7,8	6,7	4,0	5,9
<i>Oct</i>	6,4	7,2	7,8	7,2	13,0	6,6	7,9	...	3,8	6,1
<i>Nov</i>	6,6	7,3	7,9	7,2	13,7	6,8	8,1	...	4,0	6,2
<i>Dic</i>	6,8	7,5	8,0	7,2	14,3	7,2	8,2	...	4,3	...
09 Ene	6,9	7,6	8,2	7,3	14,8	7,6	8,3	...	4,1	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

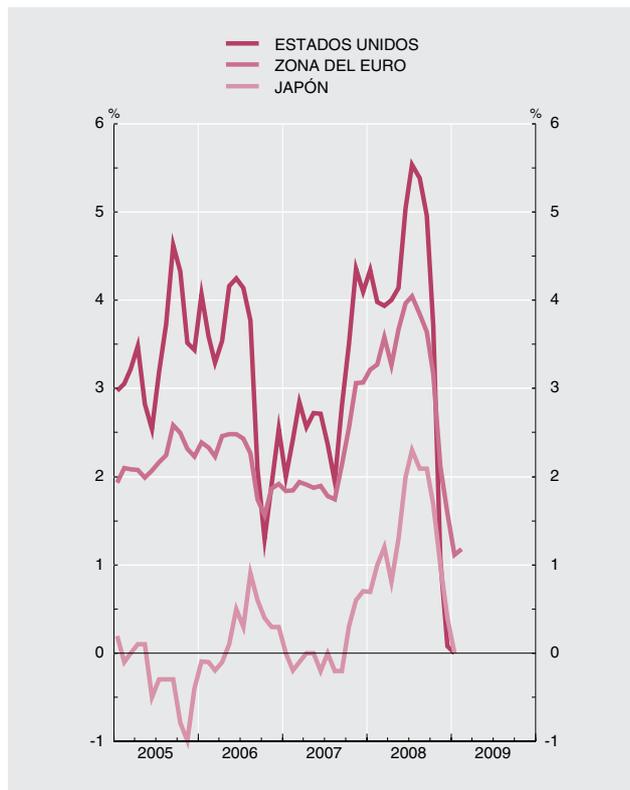
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

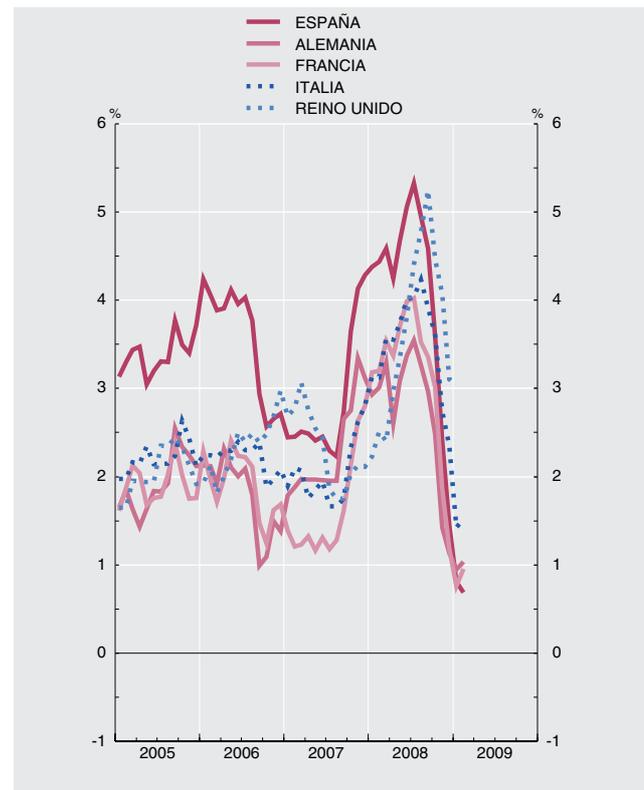
Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

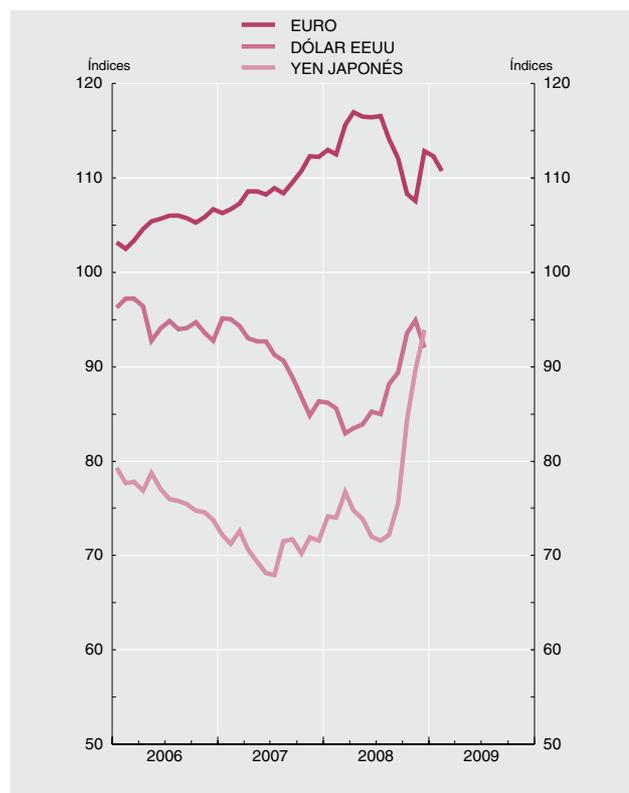
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,7	93,6	105,0	94,8	76,5	103,2	96,4	77,3
07	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,1	92,7	72,0
08	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,0	90,5	79,2
08 E-F	1,4733	158,33	107,48	112,1	76,8	94,2	112,8	85,9	74,1	110,6	88,1	75,3
09 E-F	1,3023	119,05	91,43	111,2	85,1	120,7	111,6	...	...	105,5	...	...
07 Dic	1,4570	163,55	112,26	111,5	77,8	90,5	112,2	86,3	71,6	110,2	88,9	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,2	77,0	94,0	113,0	86,2	74,2	110,6	88,3	75,3
Feb	1,4748	157,97	107,12	112,0	76,6	94,4	112,5	85,6	74,0	110,6	88,0	75,3
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,8	74,0	98,1	115,6	82,9	76,7	113,0	85,9	77,5
Abr	1,5751	161,56	102,66	116,3	74,3	96,2	117,0	83,5	74,7	114,0	86,3	75,6
May	1,5557	162,31	104,34	115,8	74,6	94,9	116,5	83,9	73,8	113,0	87,6	74,2
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,8	75,4	92,7	116,4	85,3	72,0	112,4	88,8	72,4
Jul	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,6	85,0	71,6	112,3	89,0	72,4
Ago	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,2	91,5	73,7
Sep	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,4	75,5	108,1	93,8	76,8
Oct	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,3	93,6	84,4	104,3	96,3	86,4
Nov	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,6	94,9	89,6	103,2	97,1	92,7
Dic	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,9	92,0	93,9	107,9	93,3	97,8
09 Ene	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	...	...	106,5	...	...
Feb	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,8	...	...	104,3	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

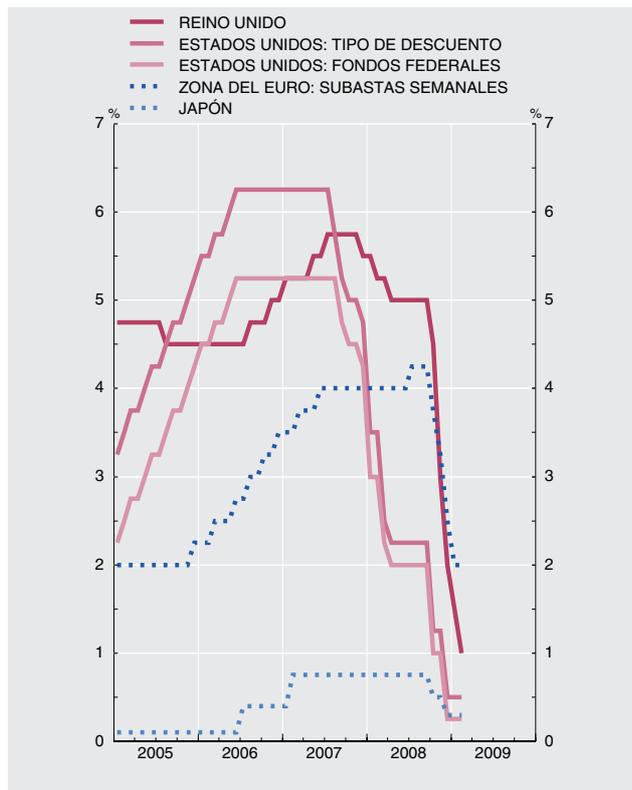
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

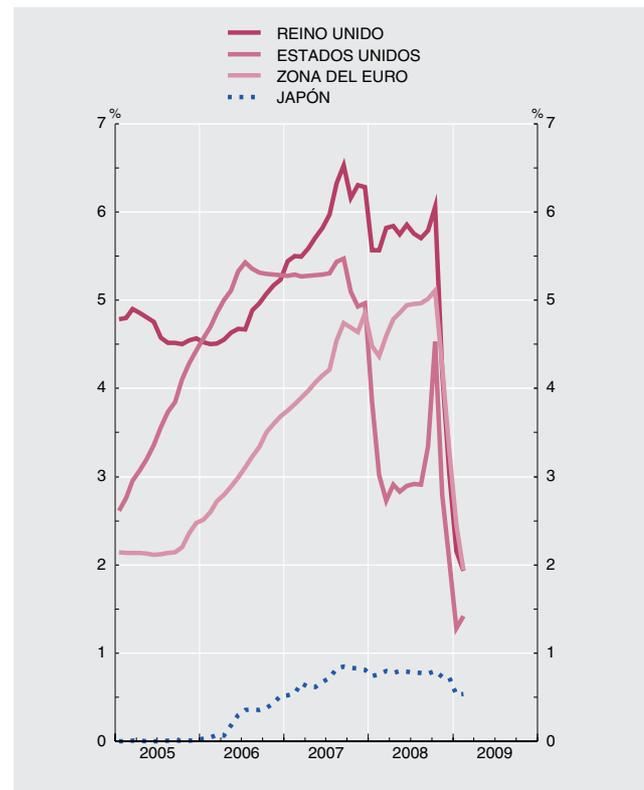
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales (c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
07	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
08	2,50	0,50	1,87	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
07 Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
Abr	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
May	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
Jun	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85
Jul	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,08	4,96	-	-	2,92	-	-	0,78	5,76
Ago	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,52	5,07	4,97	-	-	2,91	-	-	0,77	5,70
Sep	4,25	2,25	2,00	0,75	5,00	3,72	5,13	5,02	-	-	3,35	-	-	0,77	5,79
Oct	3,75	1,25	1,00	0,50	4,50	4,23	5,25	5,11	-	-	4,53	-	-	0,80	6,06
Nov	3,25	1,25	1,00	0,50	3,00	3,08	4,23	4,24	-	-	2,80	-	-	0,73	4,18
Dic	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	2,35	3,26	3,29	-	-	2,05	-	-	0,72	3,04
09 Ene	2,00	0,50	0,25	0,30	1,50	1,66	2,41	2,46	-	-	1,28	-	-	0,53	2,15
Feb	2,00	0,50	0,25	0,30	1,00	1,53	1,95	1,94	-	-	1,42	-	-	0,54	1,94

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

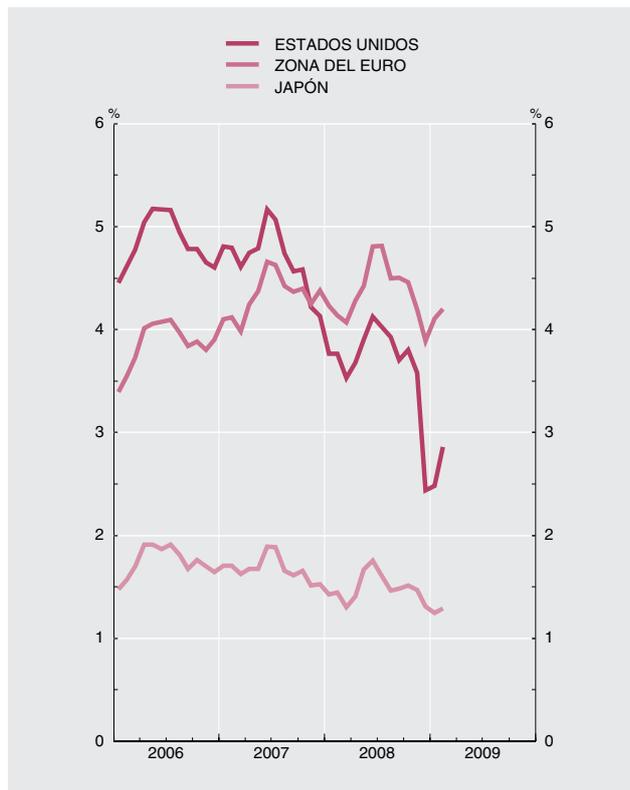
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
08	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
07 Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
Oct	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06
Nov	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80
Dic	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76
08 Ene	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
Feb	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
Mar	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
Abr	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
May	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
Jun	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
Jul	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
Ago	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
Sep	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
Oct	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
Nov	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
Dic	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
09 Ene	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
Feb	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

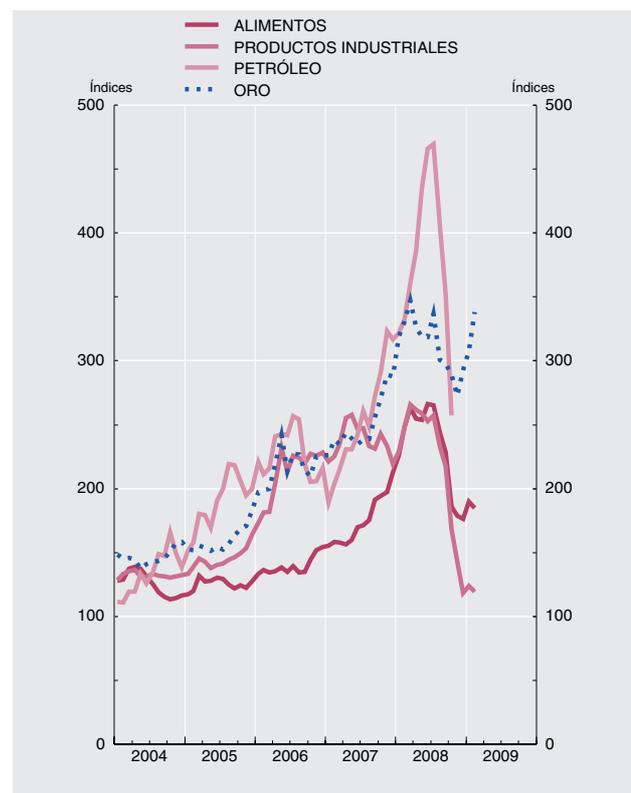
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	...	97,2	312,5	871,7	19,07
08 E-F	149,2	237,4	236,7	238,3	186,0	267,0	326,7	94,0	324,6	905,4	19,76
09 E-F	112,8	158,8	187,5	121,6	113,4	125,7	...	43,1	322,1	898,6	22,21
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
08 Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11
08 Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	360,7	104,3	347,1	968,4	20,06
08 Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57
08 May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39
08 Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39
08 Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17
08 Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00
08 Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56
08 Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48
08 Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	...	52,7	272,7	760,9	19,20
08 Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	...	40,5	292,5	816,1	19,54
09 Ene	113,0	161,1	190,0	123,8	114,9	128,0	...	42,9	307,8	858,7	20,85
09 Feb	112,6	156,2	184,8	119,2	111,8	123,2	...	43,3	337,9	942,7	23,72

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

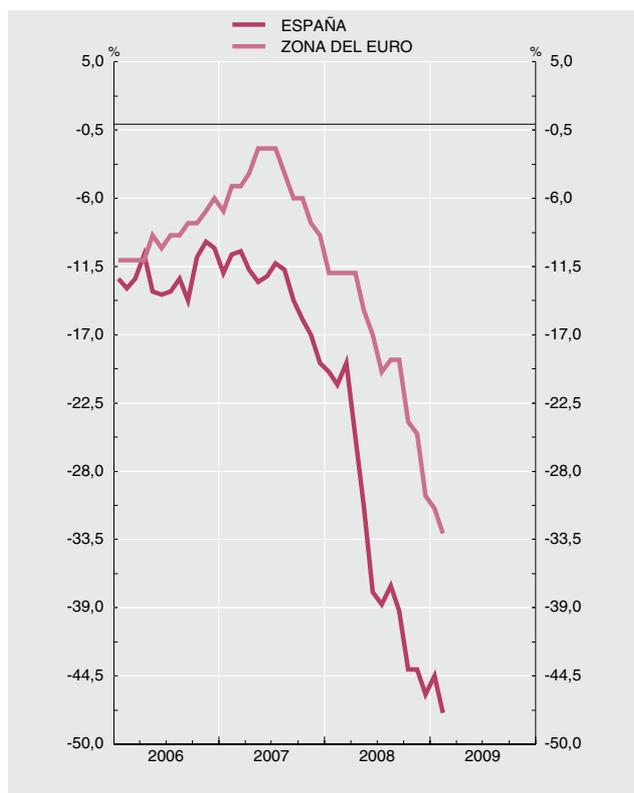
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

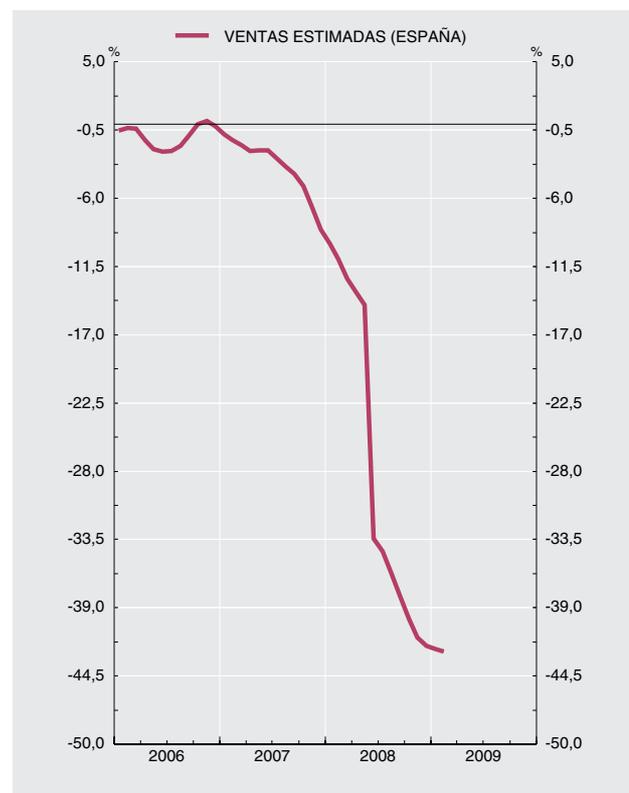
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro	Nominal	Índice general		Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado	
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista		Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Del cual	Alimentación (b)	Resto (c)		
				Grande superficies (a)													
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
06	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,6	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6	
07	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9	
08	A	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,5	-30,0	-28,1	-8,1	-1,8	-5,5	-5,6	-2,4	-7,6	-1,4
08 E-F	P	-21	-21	-10	-18	-12	-1	-7,8	-15,8	-5,9	2,1	3,9	-0,6	-0,2	1,4	-1,8	0,4
09 E-F	A	-46	-46	-28	-29	-32	-20	-46,1	-40,2	-45,5	-16,6	...	...	...	...	...	...
08 Mar	P	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-6,3	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-1,9
Abr	P	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,4	-1,4	1,5	1,7	4,3	-0,3	-2,4	1,2	-1,2	-2,0
May	P	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-6,6	-0,5	-5,3	-2,5	-	-8,6	-0,2
Jun	P	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-8,8	-4,8	-9,9	-11,6	-6,7	-12,0	-2,0
Jul	P	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,5	0,8	-4,9	-4,7	-1,2	-7,1	-1,8
Ago	P	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-5,8	-2,8	-7,7	-7,5	-3,9	-10,7	-1,7
Sep	P	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-11,4	-1,1	-5,5	-5,7	-3,1	-7,2	-1,4
Oct	A	-44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,4	-3,9	-6,9	-6,9	-3,0	-9,4	-2,3
Nov	A	-44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,2	-8,4	-9,7	-8,1	-5,7	-12,4	-2,0
Dic	A	-46	-44	-26	-34	-30	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-23,2	-6,1	-6,1	-9,4	-3,7	-7,7	-2,2
09 Ene	A	-45	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,5	...	...	...	...	...	...
Feb	A	-48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-12,7	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

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

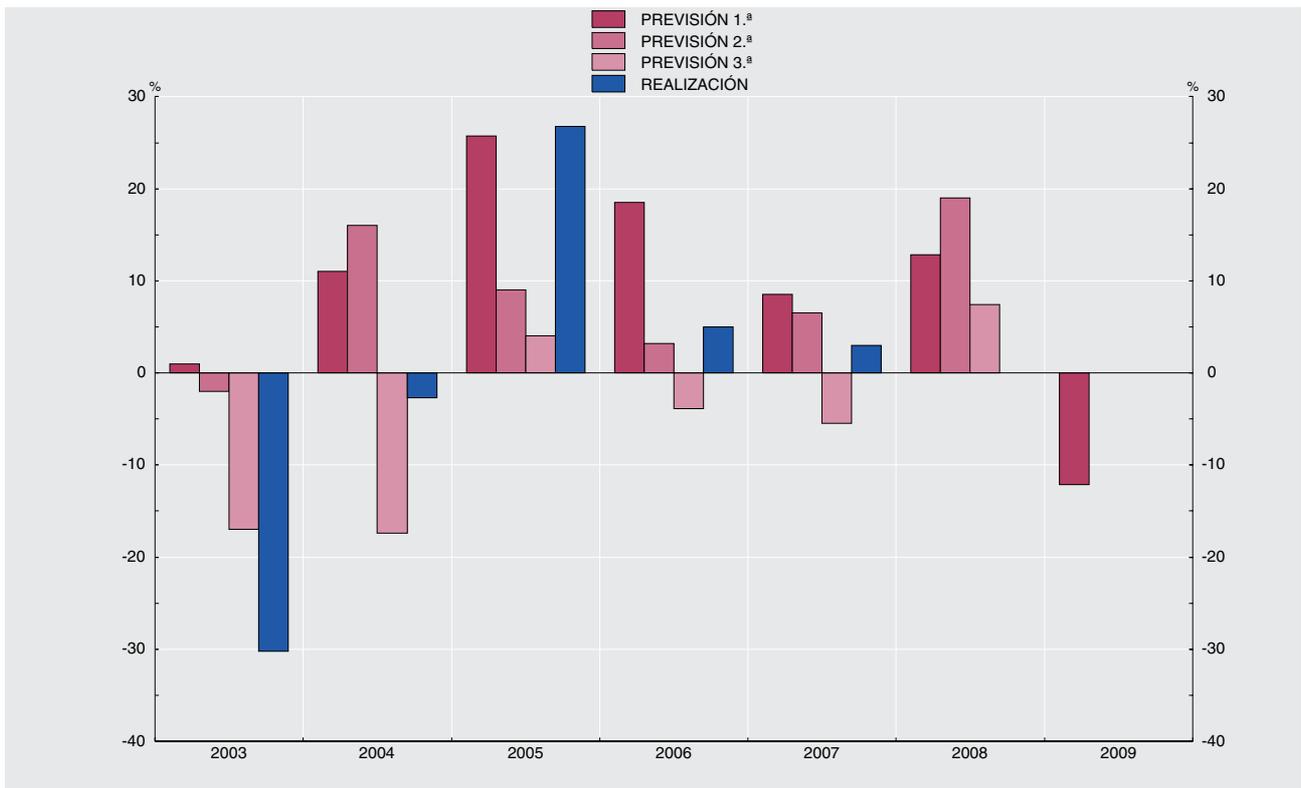
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

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

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.

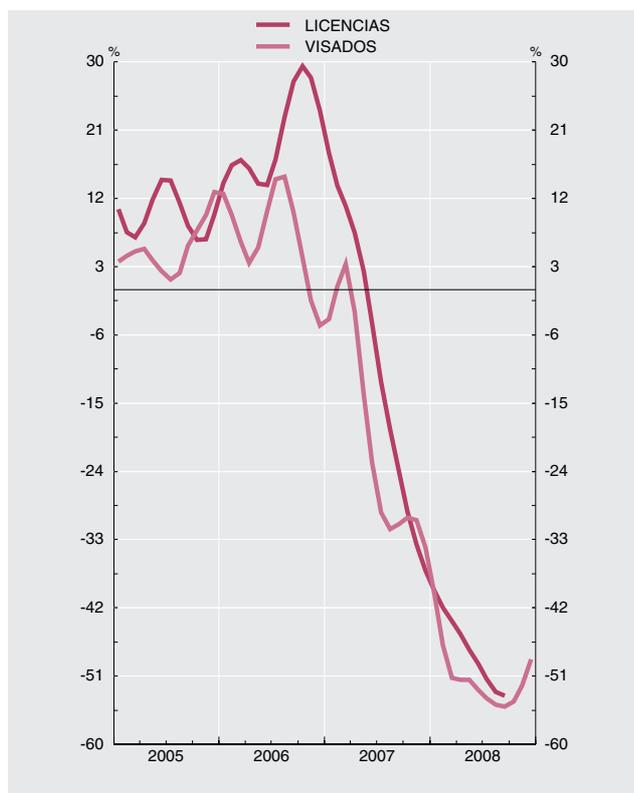
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

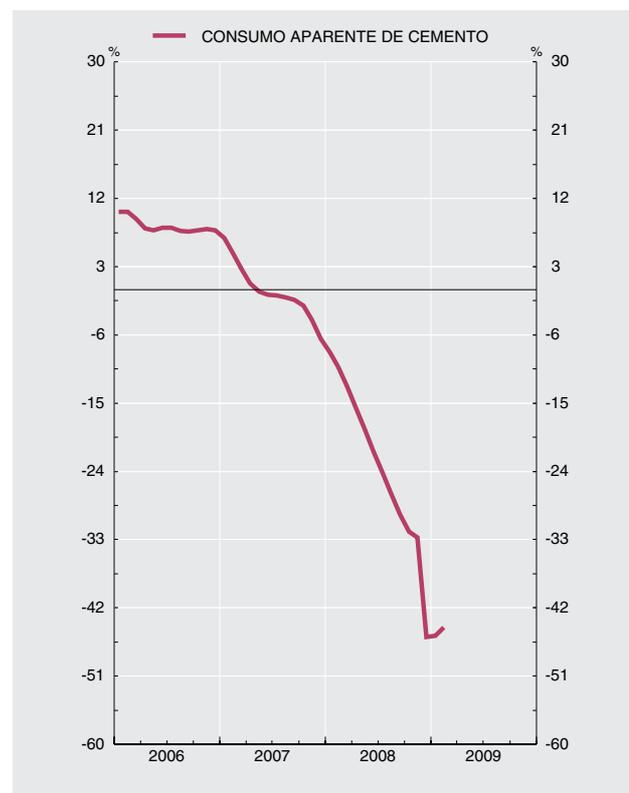
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación			Ingeniería civil		
			Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual				No residencial
											Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
06		22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5
07	P	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
08	P	...	...	...	...	-52,1	-56,6	4,1	4,1	-7,2	8,9	13,4	-11,2	8,7	-23,6
08 E-F	P	-40,9	-47,6	-48,1	-2,4	-41,5	-47,2	4,7	4,7	-1,6	-0,9	10,4	-1,7	8,0	-6,4
09 E-F	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-48,9
07 Nov	P	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,4	-39,6	-41,1	-55,7	-39,3	-38,5	-0,5
07 Dic	P	-38,2	-48,9	-48,8	15,7	-26,4	-36,2	-28,2	-15,0	-24,5	-60,3	-2,0	2,9	-29,3	-11,4
08 Ene	P	-42,5	-48,8	-47,9	-5,4	-43,8	-47,4	-2,3	-2,3	46,9	35,4	71,2	49,6	-19,1	-7,8
08 Feb	P	-39,3	-46,4	-48,4	0,4	-39,3	-46,9	15,1	4,7	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,4	-5,1
08 Mar	P	-50,6	-51,3	-53,9	-48,3	-67,3	-70,5	70,5	27,7	-33,9	-52,0	-64,0	-27,2	135,8	-25,2
08 Abr	P	-33,5	-38,7	-40,1	-10,0	-38,6	-40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
08 May	P	-54,8	-59,6	-60,2	-35,3	-55,5	-58,7	-66,8	12,3	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
08 Jun	P	-45,5	-51,8	-51,0	-12,5	-52,3	-59,2	-66,7	-2,2	-58,2	43,8	-47,3	-69,1	-70,3	-33,1
08 Jul	P	-49,4	-55,6	-56,2	-20,5	-52,0	-54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
08 Ago	P	-62,3	-69,6	-69,7	-27,0	-60,3	-64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
08 Sep	P	-49,4	-50,3	-50,0	-47,4	-50,7	-57,5	41,7	0,0	18,7	30,7	230,2	15,4	50,9	-24,8
08 Oct	P	...	...	...	...	-56,8	-62,1	-12,4	-1,1	-35,3	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,9
08 Nov	P	...	...	...	...	-57,9	-63,6	29,6	1,0	46,0	229,6	377,2	4,8	22,9	-41,0
08 Dic	P	...	...	...	...	-44,5	-46,3	33,4	4,1	-12,6	-14,8	-44,3	-12,0	48,1	-36,2
09 Ene	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-51,9
09 Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-46,0

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.

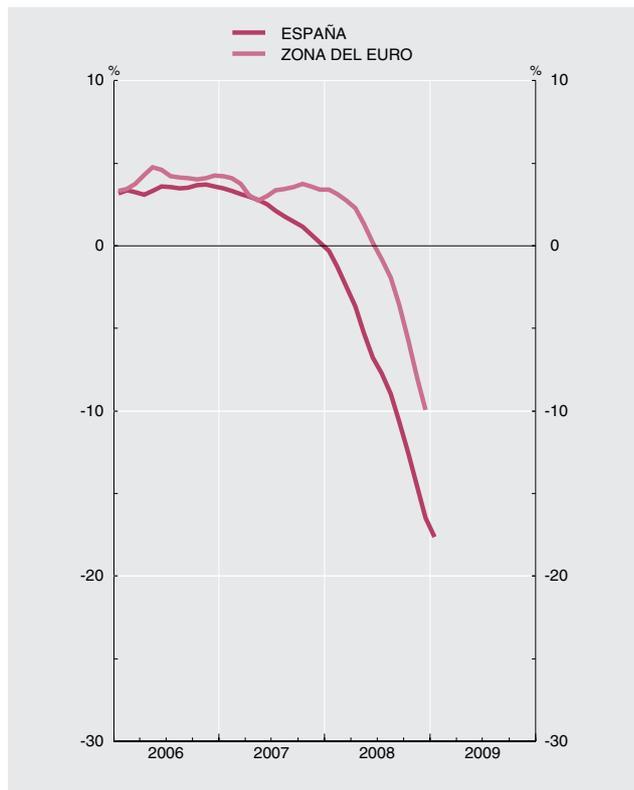
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

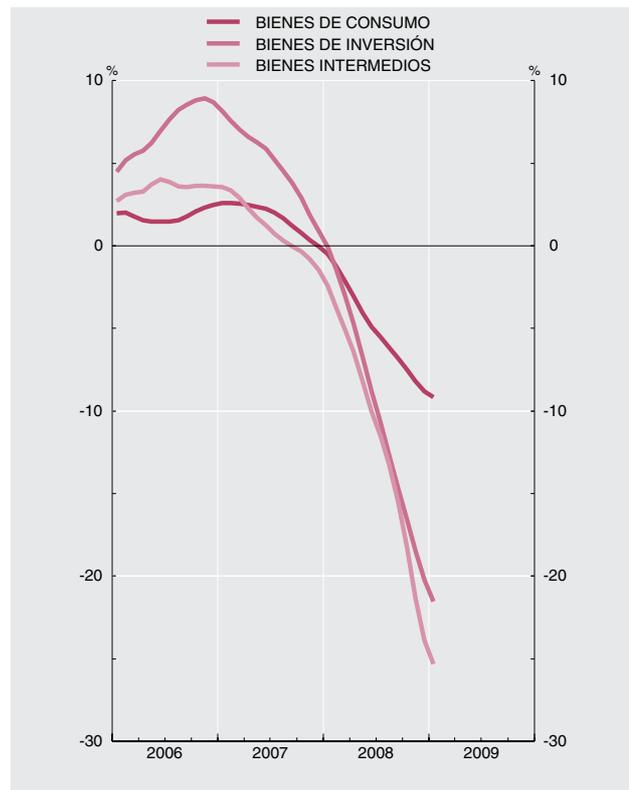
Tasas de variación interanual

		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
06	MP	103,7	3,7	2,1	7,7	3,6	0,9	2,9	4,0	0,6	4,0	4,4	2,6	5,9	4,9
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,4	4,1	2,3	6,1	3,9
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-2,0	-2,0	-0,1	-3,2
08 E-E	MP	106,9	-0,8	2,5	-0,3	-4,5	1,4	-2,8	-1,0	1,1	3,3	3,2	1,5	6,5	2,3
09 E-E	MP	81,7	-23,6	-16,9	-33,3	-31,1	-3,5	-29,1	-25,8	-3,5	...	...	...	...	...
07 Oct	P	114,9	5,3	4,9	9,1	3,8	3,6	3,6	5,2	7,2	4,4	4,1	2,1	7,4	3,3
Nov	P	111,3	-0,8	-1,7	-2,1	-2,0	8,3	-0,9	-2,0	13,2	2,9	2,3	0,2	5,2	1,7
Dic	P	95,6	0,2	0,5	0,1	-1,6	4,3	-9,6	-0,2	6,2	1,7	1,5	-0,5	3,4	0,6
08 Ene	P	106,9	-0,8	2,5	-0,3	-4,5	1,4	-2,8	-1,0	1,1	3,3	3,2	1,5	6,5	2,3
Feb	P	108,8	3,8	4,4	5,8	0,1	10,2	6,3	3,3	8,5	3,2	2,9	0,9	6,3	2,1
Mar	P	98,7	-15,3	-16,9	-18,4	-17,7	3,2	-15,2	-16,7	1,9	1,4	-0,2	-2,0	2,8	0,6
Abr	P	111,4	12,0	15,0	16,6	9,2	5,1	11,8	12,4	6,0	4,3	4,8	1,6	8,0	3,0
May	P	105,4	-8,4	-8,7	-9,6	-9,9	-0,9	-20,1	-9,0	0,2	-0,3	-0,3	-3,5	2,6	-0,4
Jun	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,4	-0,3	-1,4	1,7	-0,9
Jul	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-1,1	-1,2	-1,1	-0,0	-1,7
Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,5	-0,8	-4,1	0,8	0,1
Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,4	-2,5	-2,8	-0,7	-3,8
Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,5	-5,7	-3,6	-5,3	-7,9
Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-8,6	-8,9	-4,7	-9,0	-12,1
Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,5	-13,6	-4,5	-12,3	-21,1
09 Ene	P	81,7	-23,6	-16,9	-33,3	-31,1	-3,5	-29,1	-25,8	-3,5	...	...	...	...	...

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.

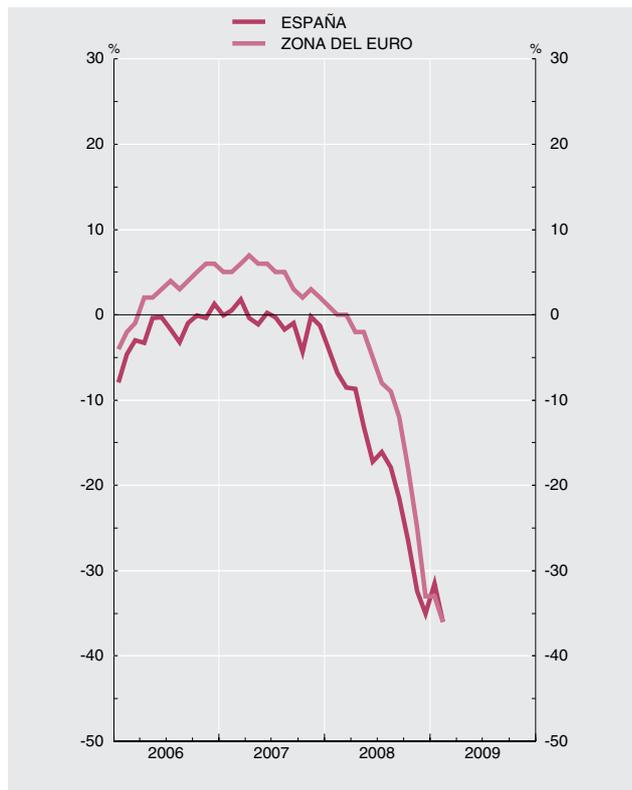
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

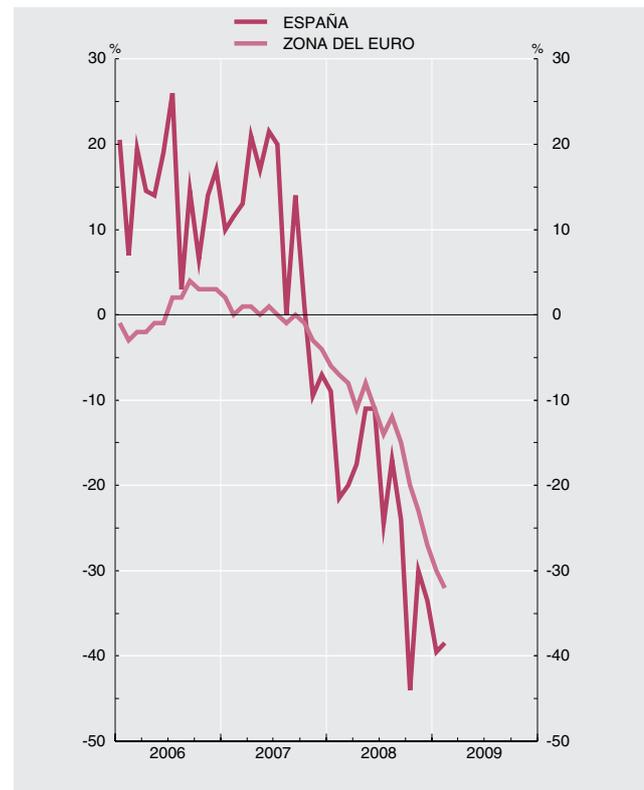
Saldo

		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	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción	
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1	
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0	
08	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14	
08	E-F	M	-5	-6	3	-5	-8	14	-4	5	-13	-5	-15	1	-10	-4	2	1	-2	-7
09	E-F	M	-34	-47	-23	-51	-50	27	-19	-30	-50	-4	-39	-10	-27	-27	-19	-35	-53	-31
07	Nov	-0	4	8	2	-2	11	-2	9	-4	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-3	
	Dic	-1	-1	7	-1	-5	10	-3	11	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-4	
08	Ene	-4	-2	5	-4	-8	13	-3	7	-12	-4	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6	
	Feb	-7	-10	1	-6	-7	15	-5	3	-15	-6	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7	
	Mar	-9	-6	-2	-7	-10	16	-6	4	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-8	
	Abr	-9	-4	-0	-11	-10	15	-6	2	-17	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-11	
	May	-13	-6	-7	-16	-13	17	-7	-3	-24	-6	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-8	
	Jun	-17	-10	-9	-20	-19	23	-12	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11	
	Jul	-16	-16	-5	-29	-19	14	-10	-7	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-13	-14	
	Ago	-18	-10	-8	-25	-20	21	-13	-8	-25	-7	-17	-6	-15	-3	-6	-9	-13	-12	
	Sep	-22	-20	-11	-33	-27	21	-16	-7	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15	
	Oct	-27	-20	-16	-37	-32	27	-16	-25	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20	
	Nov	-32	-40	-20	-47	-38	31	-19	-23	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23	
	Dic	-35	-47	-23	-53	-48	29	-22	-33	-50	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27	
09	Ene	-32	-41	-22	-47	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30	
	Feb	-36	-54	-24	-55	-57	29	-22	-33	-53	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32	

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

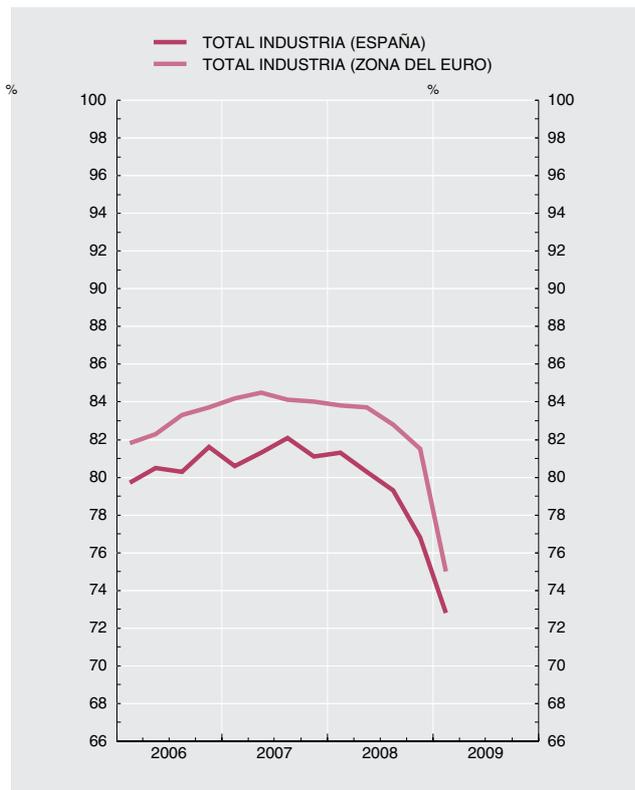
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

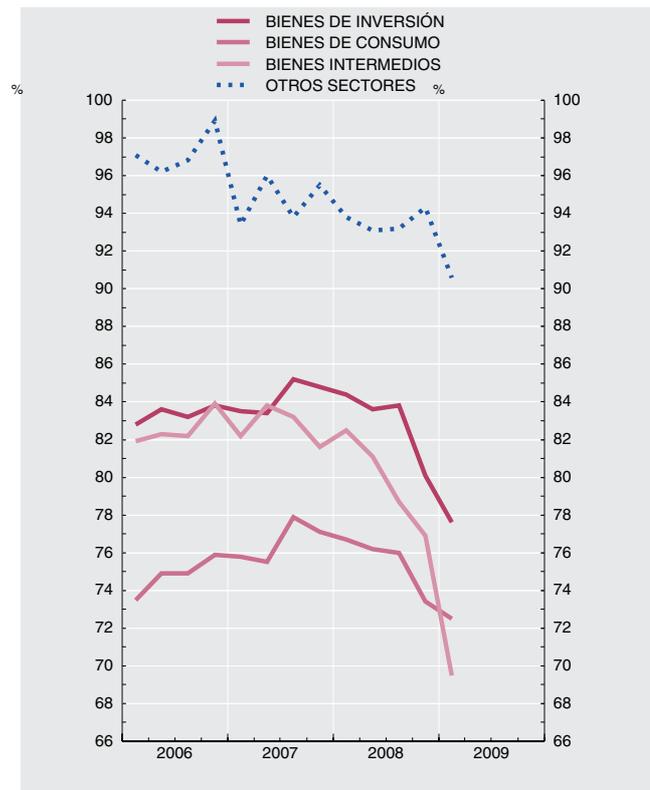
Porcentajes y saldos

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

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

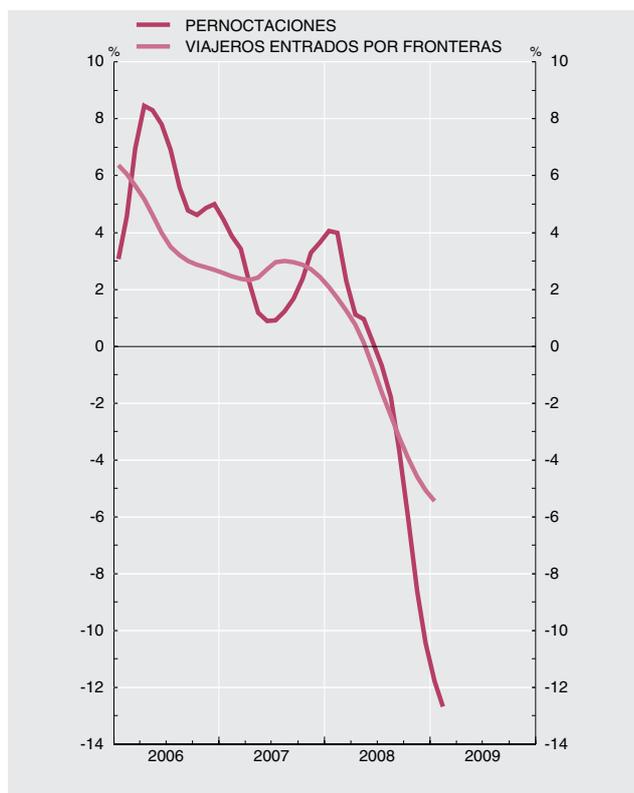
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

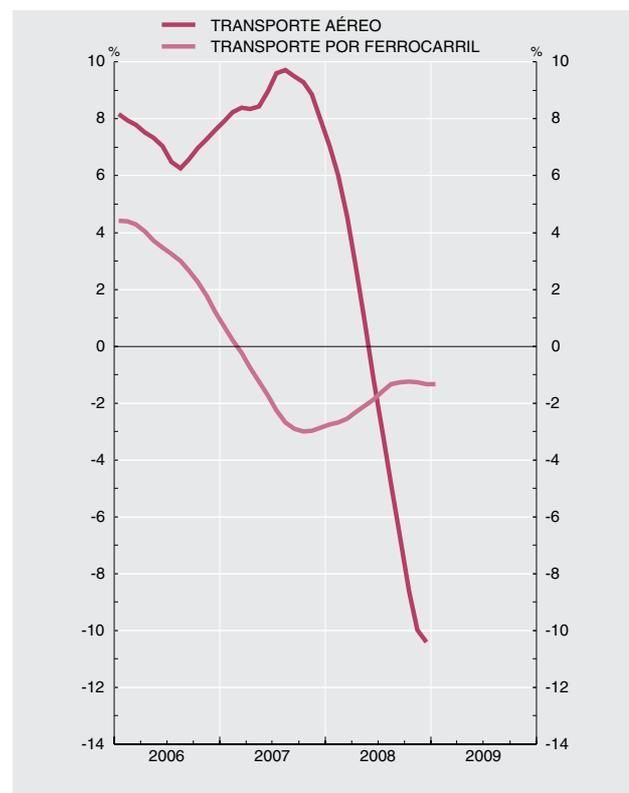
Tasas de variación interanual

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

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
07 I-IV	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	2 421	1 544	877	2,8
08 I-IV	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	2 633	1 303	1 330	3,0
06 II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3
06 III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
06 IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
07 II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
07 III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
07 IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08 I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
08 II		38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
08 III		38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
08 IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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

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

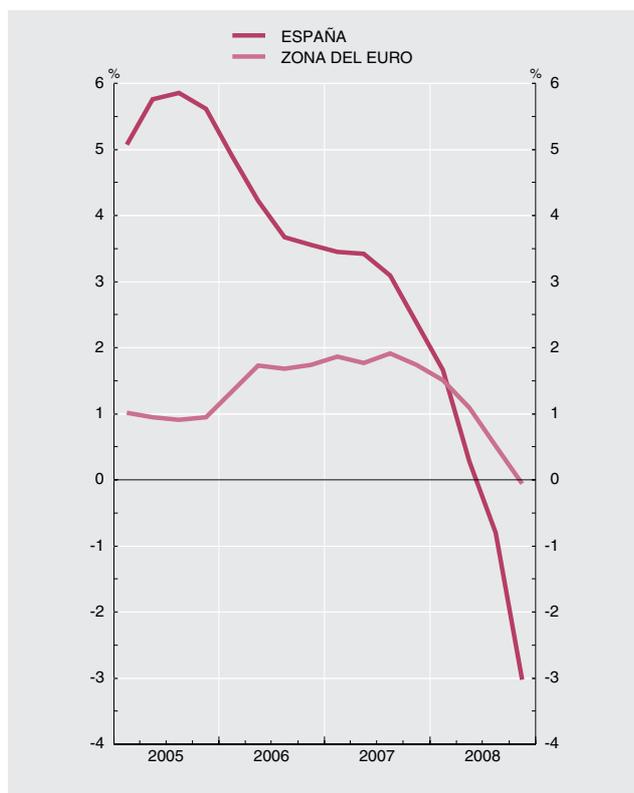
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

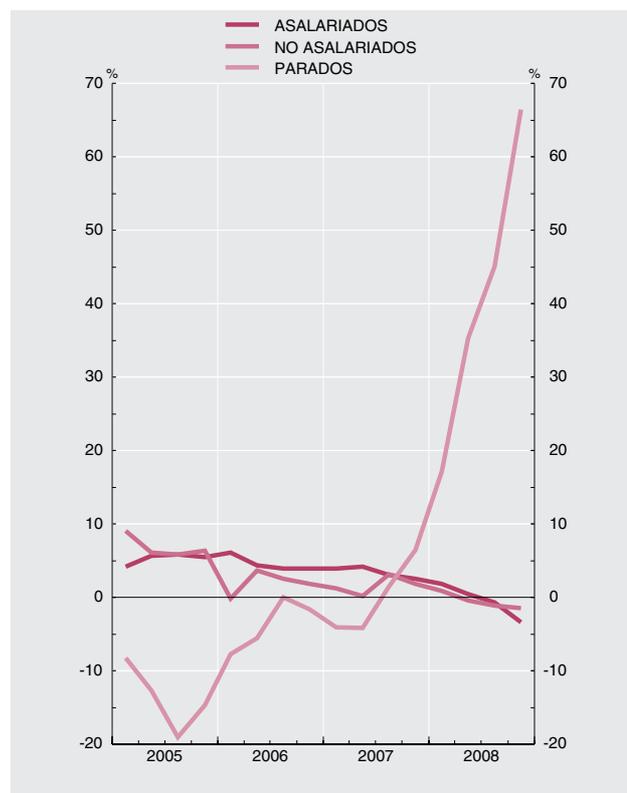
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9						
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	1,0	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,29
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43
07 I-IV	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,43
08 I-IV	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,50
06 II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,7	8,40
06 III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,14
06 IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,7	7,95
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,9	7,63
07 II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,8	7,44
07 III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,39
07 IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,7	7,25
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,21
08 II		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
08 III		20 346	-164	-0,8	16 746	-124	-0,7	3 600	-41	-1,1	2 599	807	45,0	11,33	0,5	7,53
08 IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	7,89

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

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

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

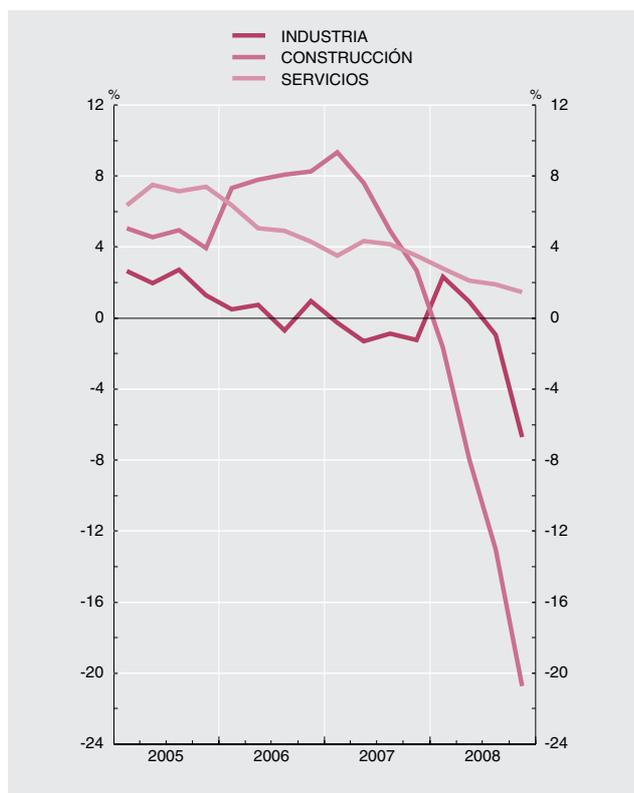
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

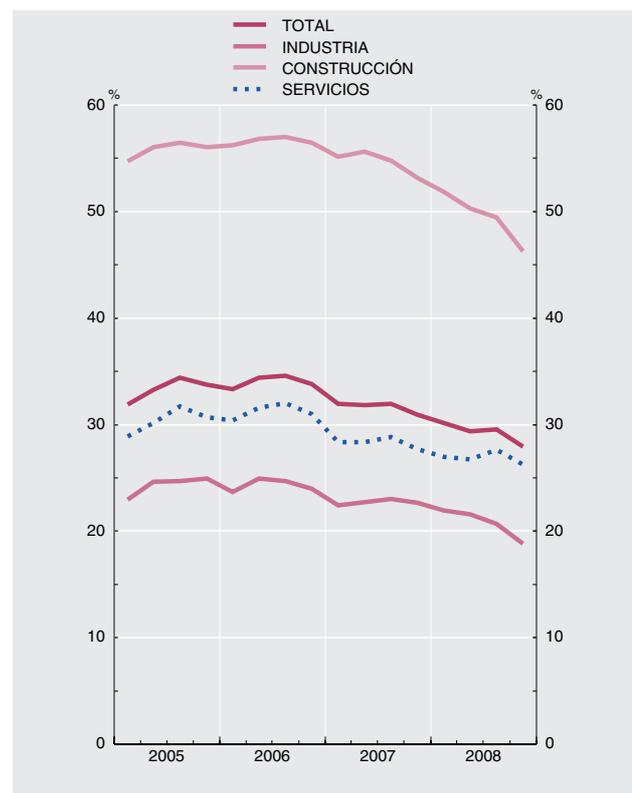
Tasas de variación interanual y porcentajes

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

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

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

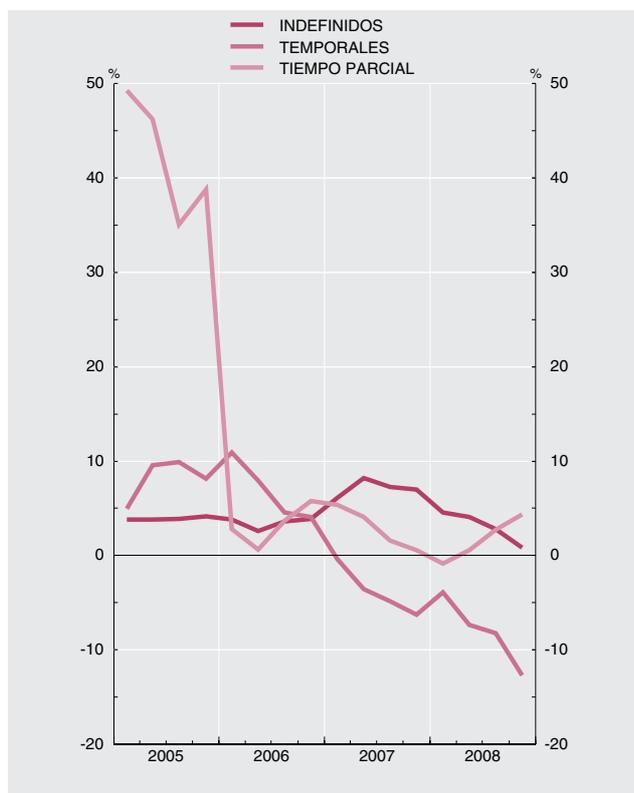
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

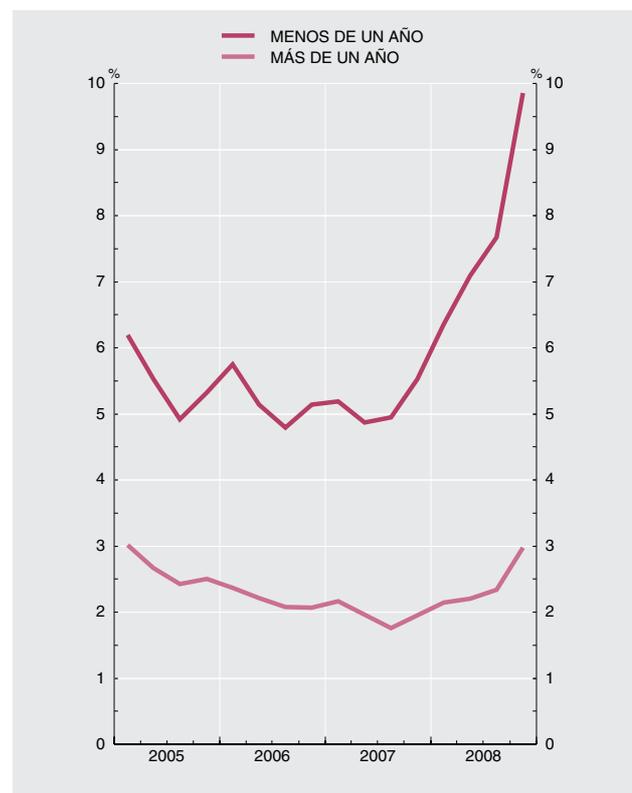
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
07 I-IV	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	399	2,8	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08 I-IV	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
06 II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
07 II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
07 III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
07 IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
08 II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
08 III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
08 IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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

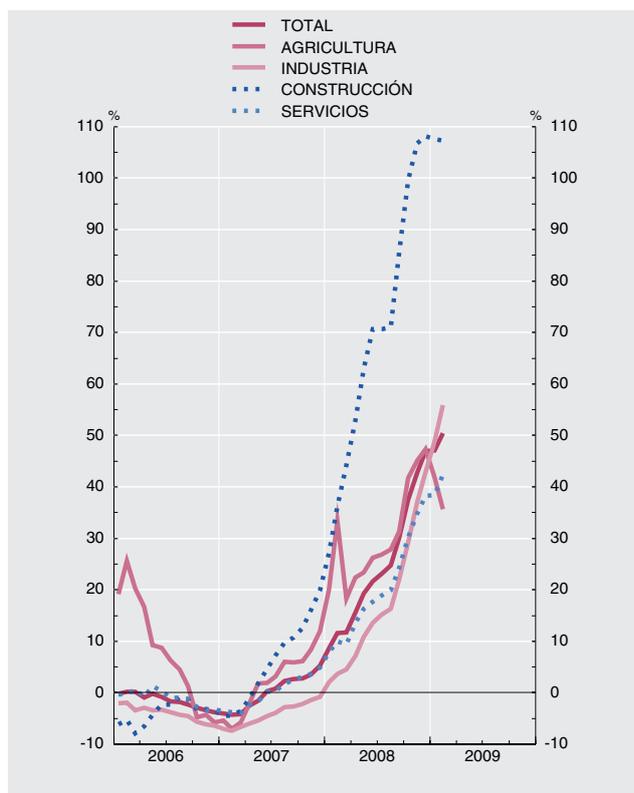
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

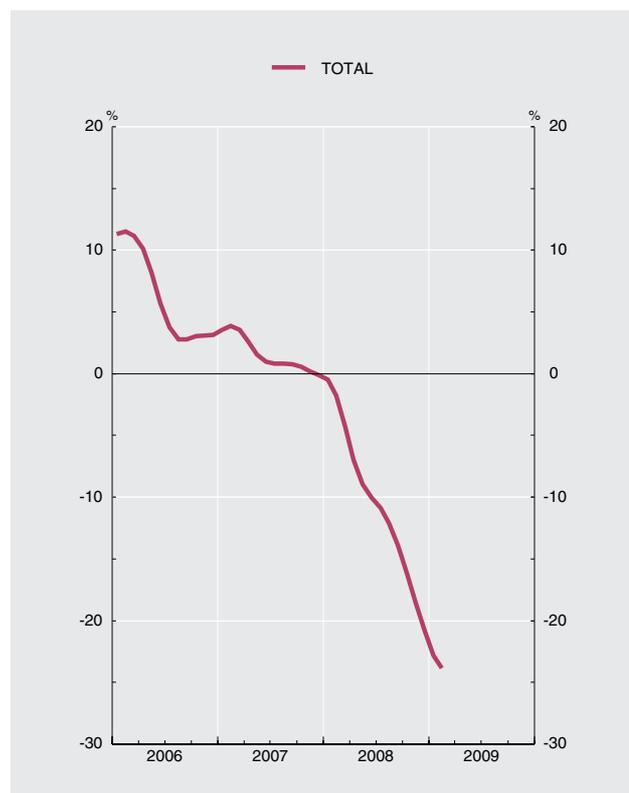
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas 1	Variación inter-anual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17		
						Total	Agri-cultura	No agrícola										Total	Industria	Construcción	Servicios
		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17					
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0	
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0	
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8	
08	E-F	M	2 289	210	10,1	-0,3	11,4	26,8	10,8	2,8	31,6	8,9	1 504	-1,7	12,74	22,20	87,26	1 484	2,2
09	E-F	M	3 405	1 116	48,8	22,0	51,7	38,5	52,2	52,3	107,4	40,4	1 071	-28,8	10,98	24,46	89,02	1 055	-28,9
08	Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
	Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
	Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
	Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
	May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
	Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7
	Jul		2 427	457	23,2	5,6	25,4	26,8	25,3	15,2	70,7	18,9	1 626	-7,3	9,86	26,45	90,14	1 580	-6,8
	Ago		2 530	502	24,7	8,1	26,7	27,8	26,7	16,3	71,0	19,9	1 050	-18,4	9,29	24,35	90,71	1 030	-17,5
	Sep		2 625	608	30,1	12,2	32,4	31,3	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
	Oct		2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
	Nov		2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
	Dic		3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09	Ene		3 328	1 066	47,1	21,4	49,9	41,8	50,2	48,8	107,6	38,4	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
	Feb		3 482	1 167	50,4	22,6	53,4	35,6	54,2	55,8	107,2	42,3	1 017	-28,8	11,38	25,22	88,62	999	-30,3

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

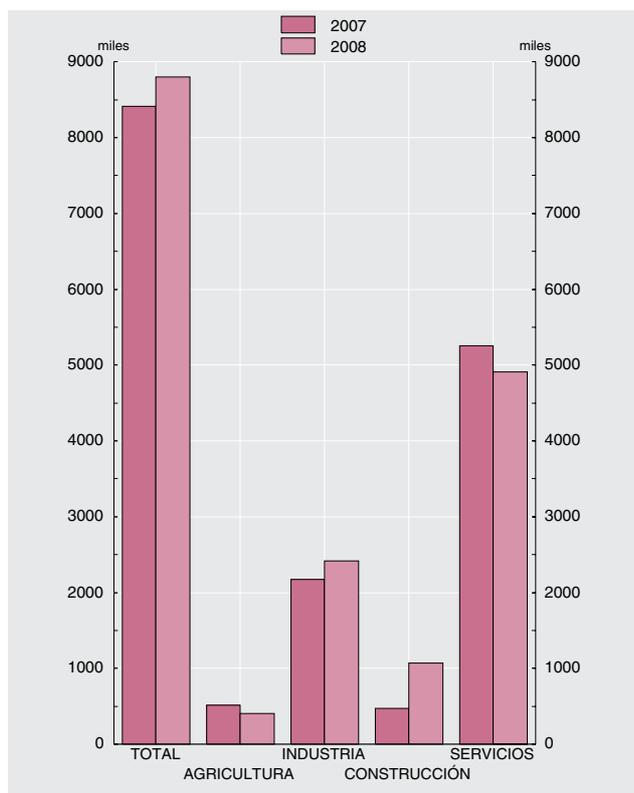
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

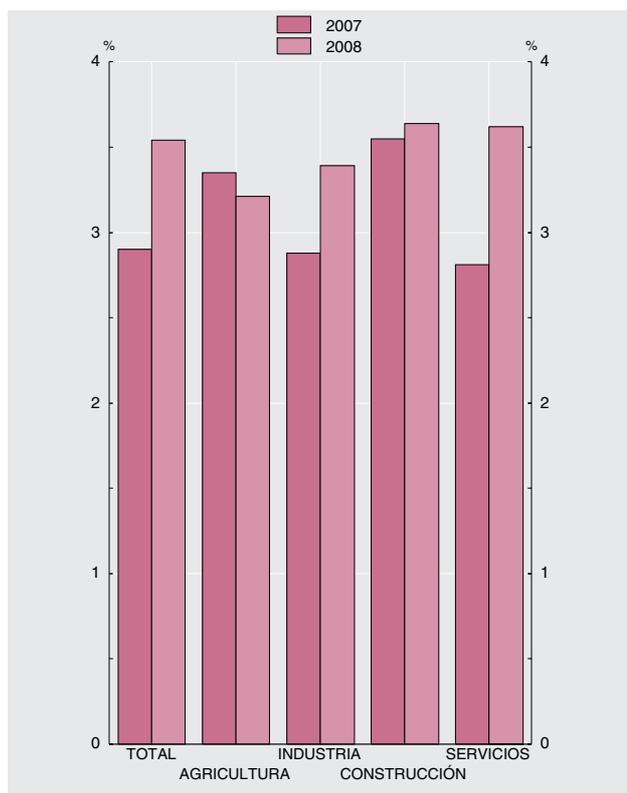
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
06	11 119	3,59	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07	11 366	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08	9 754	3,56	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
07 Sep	11 236	4,19	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
Oct	11 349	4,20	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
Nov	11 364	4,22	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
Dic	11 366	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08 Ene	9 240	3,48	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
Feb	9 250	3,48	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
Mar	9 290	3,48	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	9 574	3,53	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	9 579	3,53	6 568	408	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,09	3,47	3,10	3,40	3,68	3,49
Jun	9 627	3,53	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Jul	9 633	3,53	6 825	641	7 466	1 513	381	2 061	895	4 130	3,43	3,88	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49
Ago	9 633	3,53	6 844	809	7 653	1 271	393	2 082	964	4 214	3,43	3,96	3,49	3,17	3,41	3,65	3,52
Sep	9 753	3,55	6 911	1 079	7 990	949	405	2 133	1 013	4 439	3,43	4,01	3,51	3,20	3,40	3,65	3,56
Oct	9 753	3,55	6 951	1 416	8 367	801	408	2 317	1 022	4 620	3,47	3,80	3,52	3,21	3,37	3,64	3,60
Nov	9 754	3,55	7 028	1 557	8 585	375	405	2 367	1 056	4 757	3,47	3,82	3,53	3,21	3,37	3,64	3,61
Dic	9 754	3,56	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09 Ene	5 852	2,70	3 494	0	3 494	-1 014	115	1 104	813	1 462	2,93	4,50	2,93	2,93	2,70	3,54	2,77
Feb	5 855	2,70	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

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-Diciembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-Diciembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2008, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2009 no incorpora tales revisiones.

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

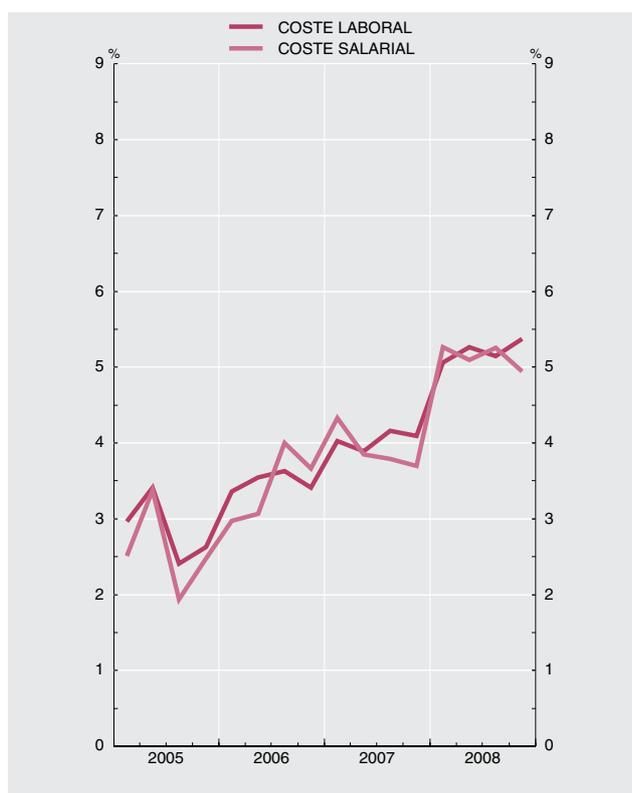
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

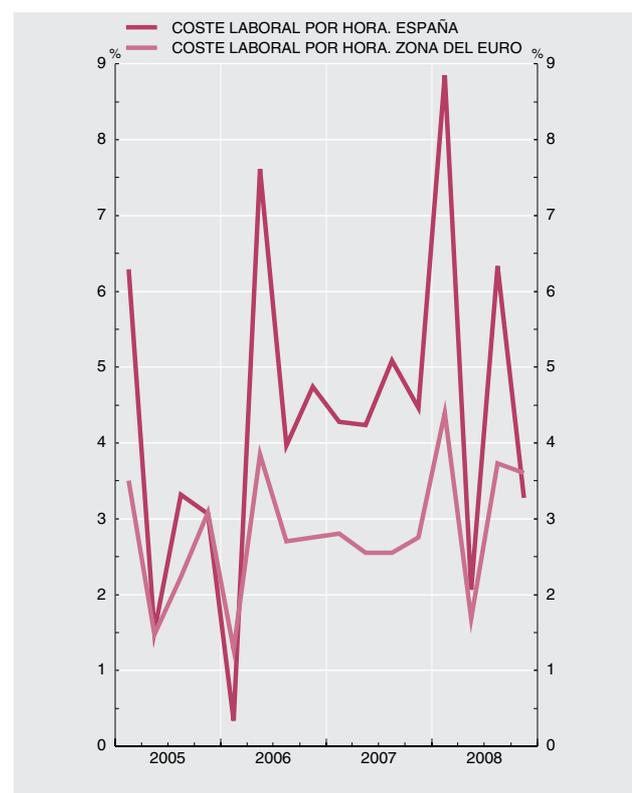
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	2,6
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,7
07	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,7
07 I-IV	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,7
08 I-IV	M	5,2	5,1	6,5	5,1	5,0	5,1	5,1	5,8	5,0	4,9	5,5	3,3
06 II		3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,8
06 III		3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,7
06 IV		3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,8
07 I		4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,8
07 II		3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,6
07 III		4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,6
07 IV		4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,8
08 I		5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,4
08 II		5,3	5,9	6,1	5,0	2,1	5,1	5,1	6,5	4,8	1,9	5,7	1,7
08 III		5,1	4,8	6,0	5,1	6,3	5,3	4,8	5,8	5,3	6,5	4,9	3,7
08 IV		5,4	5,4	7,8	5,0	3,3	4,9	4,9	6,2	4,7	2,8	6,7	3,6

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



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

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

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

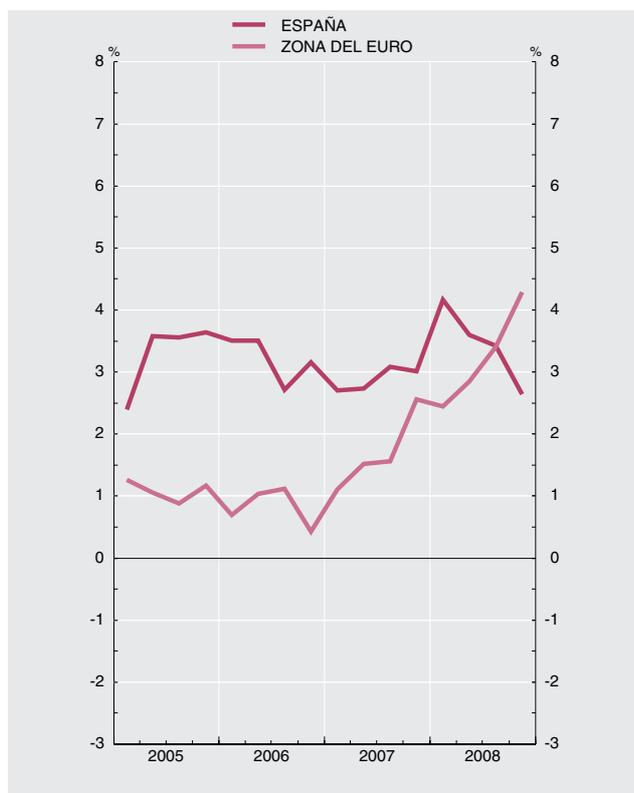
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

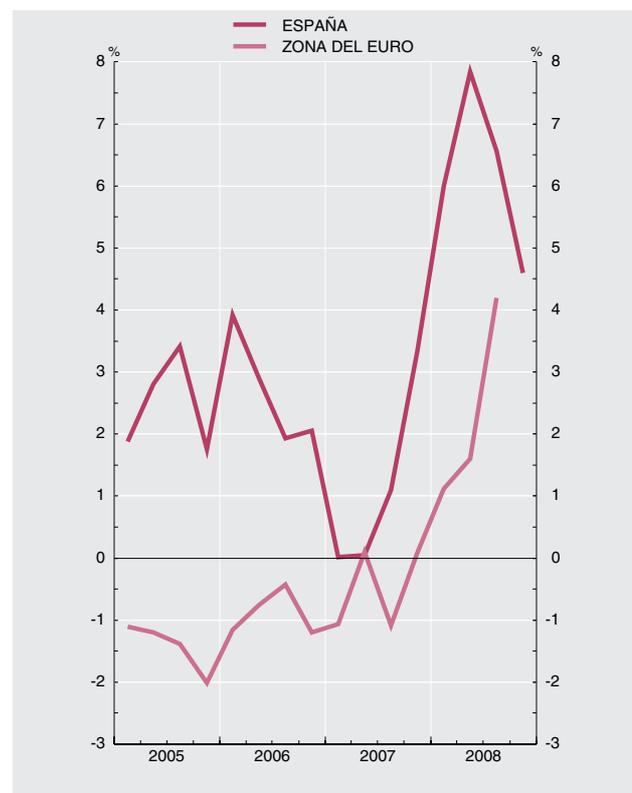
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

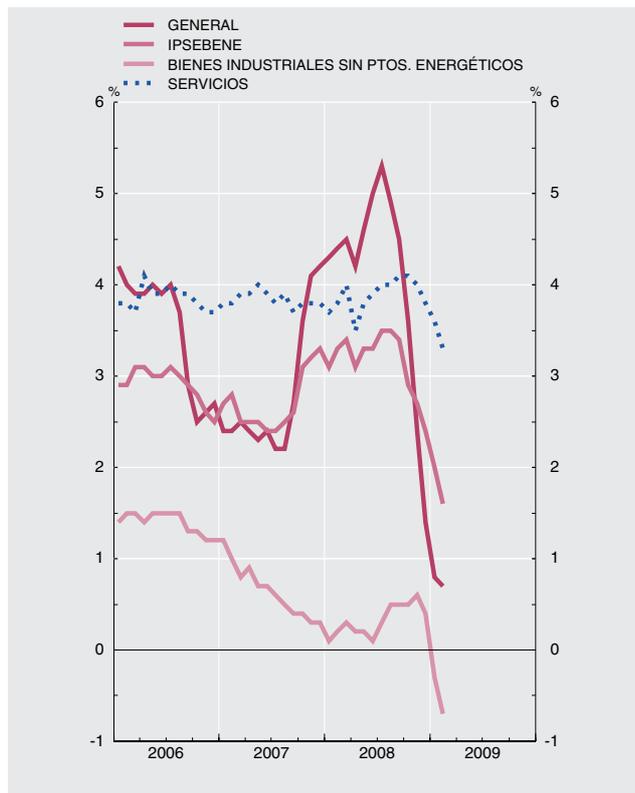
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

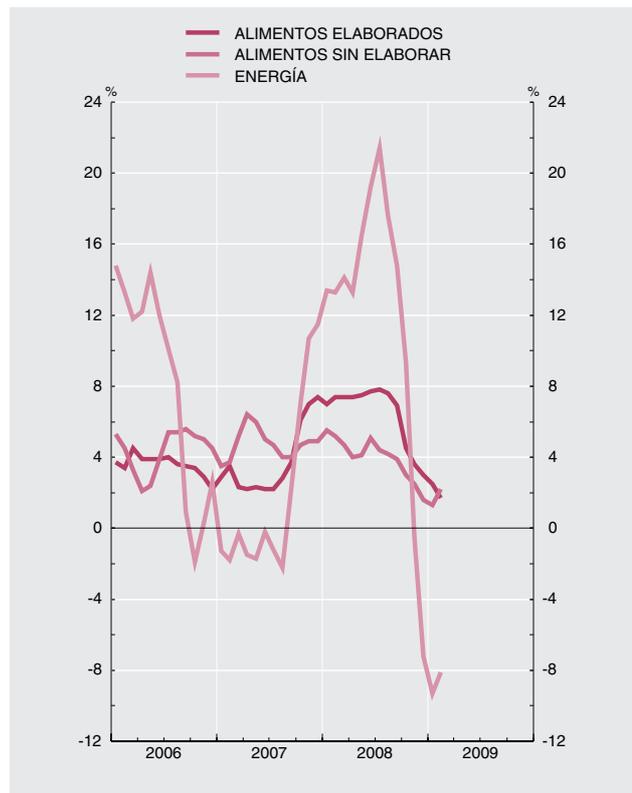
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T ₁₂)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
		Serie original	m 1 (a)	T 12 (b)	s/ T dic (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T 12
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07	M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	118,8	2,9
08	E-F	M	104,8	-0,2	4,3	-0,6	5,4	7,2	0,1	13,4	3,7	123,2	9,2
09	E-F	M	105,6	-0,6	0,8	-1,2	1,7	2,1	-0,5	-8,7	3,5	...	...
07	Nov		105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	124,6	15,7
	Dic		105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	125,8	17,6
08	Ene		104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	124,2	11,1
	Feb		104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	122,1	7,3
	Mar		105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	127,4	10,5
	Abr		107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	130,6	8,5
	May		107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	133,9	15,2
	Jun		108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	126,3	8,6
	Jul		107,8	-0,5	5,3	2,3	4,4	7,8	0,3	21,4	4,0	121,0	14,1
	Ago		107,6	-0,2	4,9	2,1	4,2	7,6	0,5	17,6	4,0	115,4	6,9
	Sep		107,5	-	4,5	2,0	3,9	6,9	0,5	14,8	4,1	110,1	-2,3
	Oct		107,9	0,3	3,6	2,4	3,0	4,5	0,5	9,3	4,1	106,4	-8,2
	Nov		107,5	-0,4	2,4	2,0	2,5	3,6	0,6	-0,5	4,0	110,4	-11,4
	Dic		106,9	-0,5	1,4	1,4	1,6	3,0	0,4	-7,2	3,8	113,7	-9,7
09	Ene		105,6	-1,2	0,8	-1,2	1,3	2,5	-0,3	-9,3	3,6	...	...
	Feb		105,6	-	0,7	-1,2	2,2	1,7	-0,7	-8,1	3,3	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



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

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

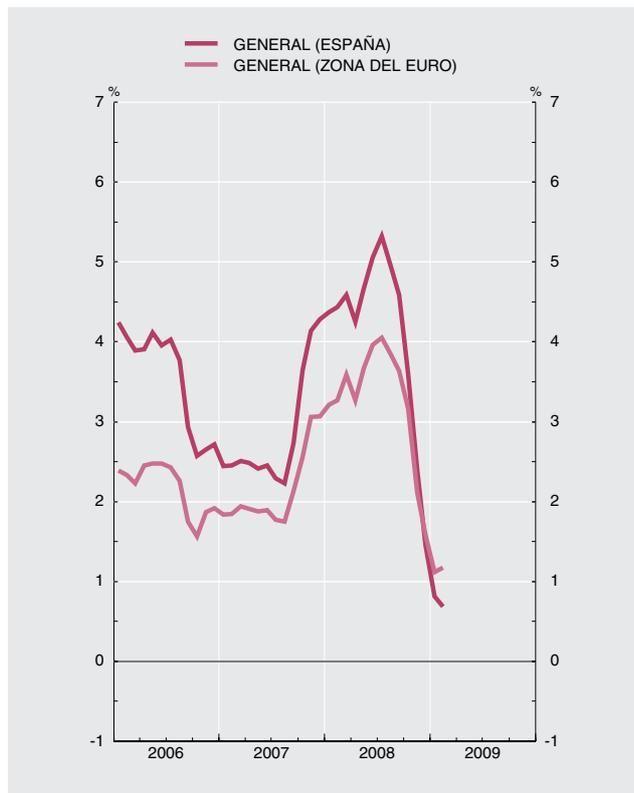
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

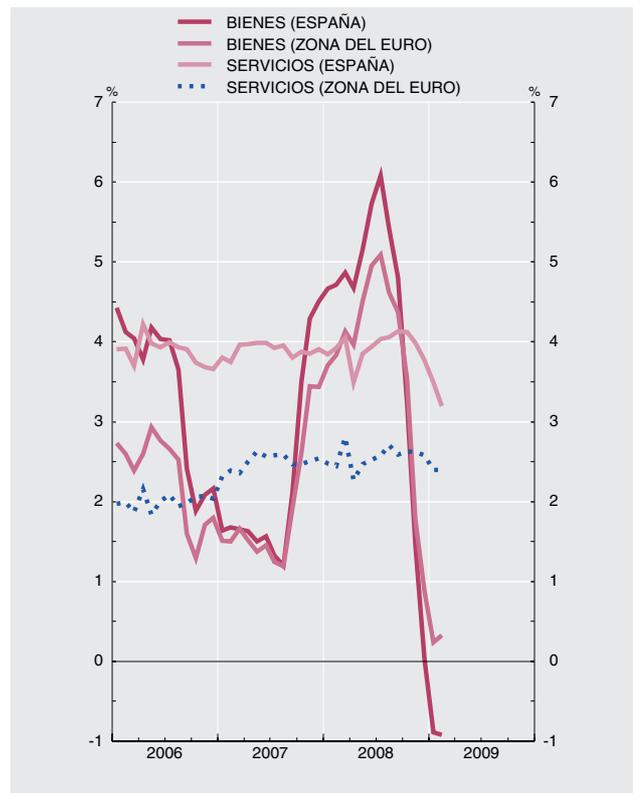
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
08 E-F	M	4,4	3,2	4,7	3,8	6,6	5,1	8,4	6,2	4,8	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,3	10,5	3,9	2,5
09 E-F	MP	0,8	1,1	-0,9	0,3	2,0	2,6	2,0	2,3	2,0	2,9	-2,5	-0,8	-0,4	0,6	-8,6	-5,1	3,3	2,4
07 Nov		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
Dic		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
08 Ene		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
Feb		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
Mar		4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8
Abr		4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3
May		4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,8	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5
Jun		5,1	4,0	5,7	5,0	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	4,0	5,0	4,5	0,2	0,8	19,1	16,1	3,9	2,5
Jul		5,3	4,0	6,1	5,1	6,7	6,1	9,2	7,2	4,2	4,4	5,7	4,6	0,4	0,5	21,3	17,1	4,0	2,6
Ago		4,9	3,8	5,4	4,6	6,5	5,6	9,0	6,8	4,0	3,7	4,8	4,2	0,5	0,7	17,5	14,6	4,1	2,7
Sep		4,6	3,6	4,8	4,4	5,9	5,2	7,9	6,2	3,9	3,6	4,2	4,0	0,6	0,9	14,8	13,5	4,1	2,6
Oct		3,6	3,2	3,2	3,5	4,0	4,4	4,7	5,1	3,3	3,4	2,8	3,1	0,5	1,0	9,3	9,6	4,1	2,6
Nov		2,4	2,1	1,5	1,8	3,2	3,7	3,5	4,2	2,9	2,8	0,4	0,8	0,6	0,9	-0,4	0,7	4,0	2,6
Dic		1,5	1,6	-	0,9	2,6	3,3	3,0	3,5	2,1	2,8	-1,5	-0,3	0,4	0,8	-7,1	-3,7	3,8	2,6
09 Ene		0,8	1,1	-0,9	0,2	2,1	2,7	2,4	2,7	1,8	2,6	-2,5	-1,0	-0,2	0,5	-9,2	-5,3	3,5	2,4
Feb	P	0,7	1,2	-0,9	0,3	1,9	2,5	1,6	2,0	2,2	3,3	-2,4	-0,7	-0,5	0,7	-8,0	-4,9	3,2	2,4

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

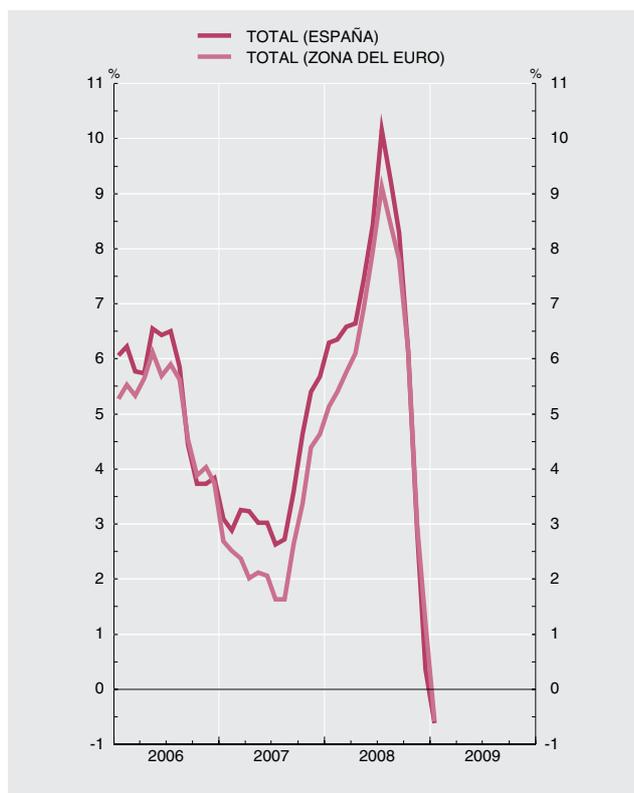
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

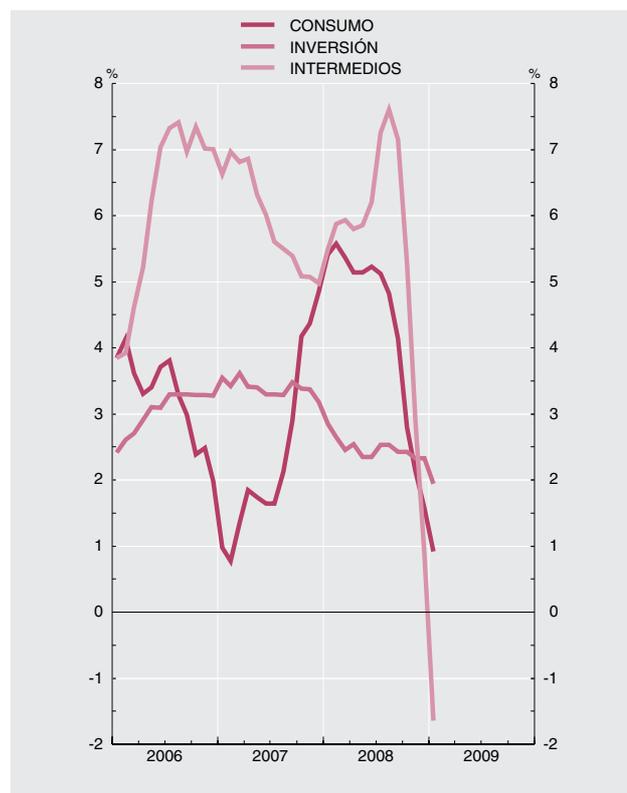
Tasas de variación interanual

		General		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m ₁ ¹ (a)	T ₁₂ ¹	m_{1}^{1} (a)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (a)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (a)	T_{12}^{1}	m_{1}^{1} (a)	T_{12}^{1}	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
06	MP	105,4	—	5,4	—	3,2	—	3,1	—	6,2	—	9,1	5,1	1,5	1,6	4,7	13,1
07	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,1	2,2	4,6	1,2
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	4,0	14,2
08 E-E	MP	113,2	—	6,3	—	5,4	—	2,9	—	5,5	—	11,1	5,1	4,5	1,7	3,7	10,6
09 E-E	MP	112,5	—	-0,6	—	0,9	—	1,9	—	-1,6	—	-2,6	-0,6	0,2	1,9	-1,0	-2,7
07 Oct	P	110,6	0,7	4,6	0,9	4,2	0,1	3,4	0,4	5,1	1,5	5,6	3,4	3,5	1,7	3,8	3,9
Nov	P	111,3	0,6	5,4	0,2	4,4	0,1	3,4	0,1	5,1	2,5	9,0	4,4	3,8	1,7	3,6	8,1
Dic	P	111,7	0,4	5,7	0,5	4,8	-	3,2	-	5,0	1,0	10,2	4,6	4,1	2,3	3,5	8,5
08 Ene	P	113,2	1,3	6,3	0,9	5,4	0,9	2,9	1,4	5,5	1,9	11,1	5,1	4,5	1,7	3,7	10,6
Feb	P	113,9	0,6	6,3	0,6	5,6	0,3	2,6	1,5	5,9	-0,3	11,0	5,4	4,6	1,6	4,1	11,3
Mar	P	114,9	0,9	6,6	0,3	5,4	0,2	2,5	0,7	5,9	2,3	12,4	5,8	5,0	1,5	4,0	12,5
Abr	P	115,6	0,6	6,6	0,3	5,1	0,2	2,5	0,6	5,8	1,6	13,3	6,1	4,9	1,7	3,9	14,1
May	P	117,0	1,2	7,4	0,1	5,1	0,1	2,3	0,6	5,9	4,5	17,4	6,9	4,8	1,9	3,9	17,5
Jun	P	118,3	1,1	8,4	0,2	5,2	0,1	2,3	0,5	6,2	3,6	21,1	7,9	4,8	2,1	4,4	20,6
Jul	P	120,4	1,8	10,2	0,1	5,1	0,3	2,5	1,1	7,3	5,9	27,4	9,1	4,6	2,3	5,5	24,0
Ago	P	119,6	-0,7	9,2	0,1	4,8	0,1	2,5	0,4	7,6	-3,5	23,2	8,4	4,2	2,4	5,5	21,6
Sep	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,8	3,6	2,3	5,6	19,2
Oct	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	6,2	2,8	2,8	4,2	14,4
Nov	P	114,5	-2,5	2,9	-0,5	2,1	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	3,0	1,9	2,6	2,5	4,6
Dic	P	112,1	-2,1	0,4	-0,1	1,6	-	2,3	-2,0	0,9	-6,7	-3,7	1,2	1,3	2,1	1,2	0,1
09 Ene	P	112,5	0,4	-0,6	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,1	-1,6	3,0	-2,6	-0,6	0,2	1,9	-1,0	-2,7

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

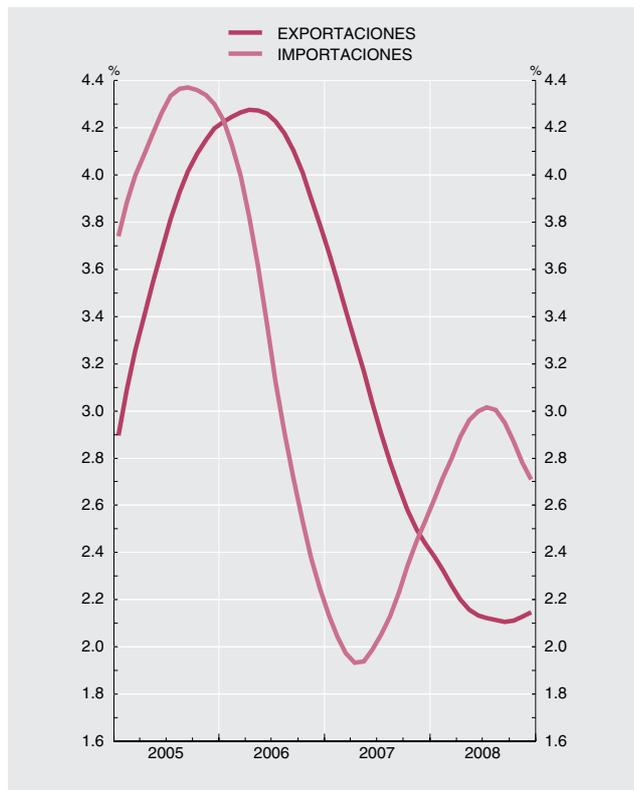
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

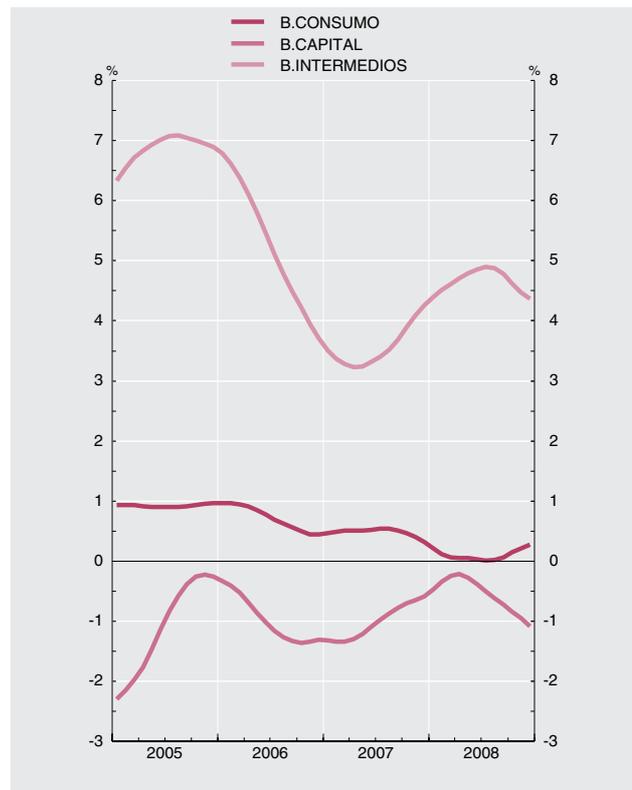
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-D	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
08 E-D	1,9	0,7	1,7	2,7	30,9	0,1	3,8	0,1	1,9	5,7	21,3	-0,7
07 Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
<i>Ago</i>	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
<i>Sep</i>	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
<i>Oct</i>	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
<i>Nov</i>	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
<i>Dic</i>	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	-2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
<i>Feb</i>	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
<i>Mar</i>	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
<i>Abr</i>	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7
<i>May</i>	0,5	-1,4	3,4	1,3	43,8	-1,6	6,4	4,0	3,5	7,8	38,5	-0,3
<i>Jun</i>	0,9	-2,4	3,8	2,5	42,1	-1,4	3,1	-0,5	-0,8	4,9	31,3	-4,8
<i>Jul</i>	2,4	-0,1	2,3	4,2	46,6	-0,3	4,9	-3,8	-3,6	9,8	29,9	0,1
<i>Ago</i>	2,7	1,9	2,4	3,4	18,4	1,0	7,6	-2,5	2,2	13,1	32,0	3,3
<i>Sep</i>	1,1	-1,0	3,9	2,3	23,7	-0,9	4,5	-4,2	-3,3	9,7	24,9	3,0
<i>Oct</i>	0,1	1,1	-16,4	2,6	21,7	0,5	3,6	2,3	-0,1	4,8	14,5	0,2
<i>Nov</i>	3,2	1,7	9,2	3,3	20,3	1,0	0,6	2,3	0,6	-0,0	-3,2	-1,5
<i>Dic</i>	1,2	-3,1	7,2	2,9	11,6	1,7	1,9	12,8	4,0	-2,9	-15,6	0,9

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).

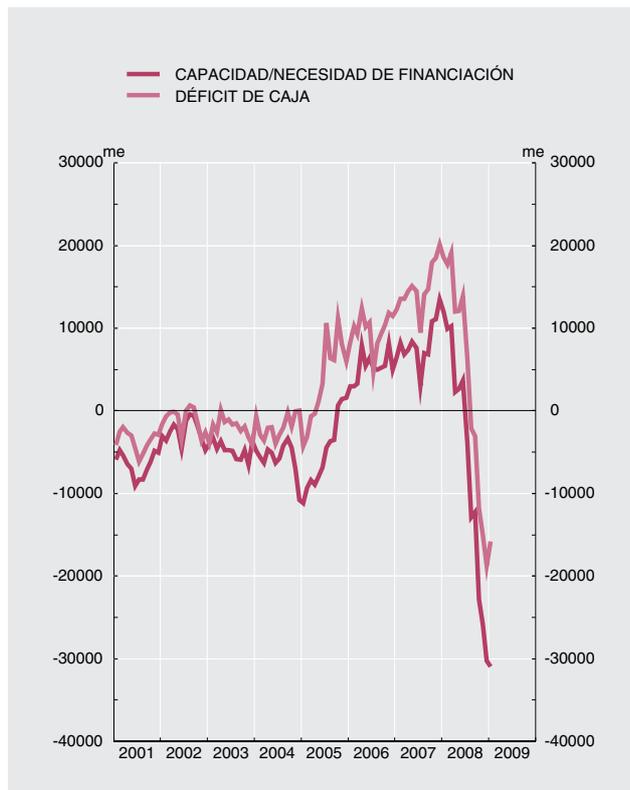
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

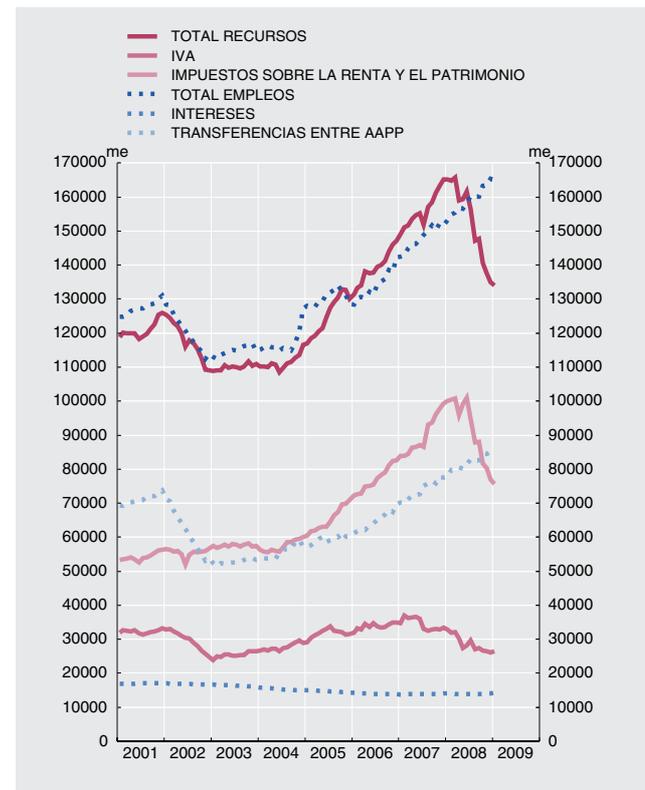
Millones de euros

	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
99	-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P 5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P 13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
08	A -30 248	135 060	26 065	12 715	6 824	76 955	12 501	165 308	19 356	14 134	85 076	5 868	40 874	-18 747	129 336	148 082
08 E-E	A 1 438	11 089	-943	945	333	10 608	146	9 651	1 298	1 202	5 380	5	1 766	-5 290	12 833	18 123
09 E-E	A 722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735
08 May	A -6 179	4 226	-2 603	1 066	163	4 098	1 502	10 405	1 412	1 164	5 317	195	2 317	-5 191	3 678	8 868
Jun	A -7 316	6 606	816	990	297	2 832	1 671	13 922	2 495	1 134	6 926	54	3 313	-5 250	5 701	10 951
Jul	A -5 358	11 008	3 014	1 382	323	5 781	508	16 366	1 425	1 193	10 458	612	2 678	-8 488	11 139	19 628
Ago	A -4 667	5 873	-6 329	1 098	413	10 126	565	10 540	1 385	1 190	5 506	255	2 204	-4 484	4 824	9 308
Sep	A 1 068	12 892	3 662	1 168	604	6 240	1 218	11 824	1 426	1 176	6 228	158	2 836	2 027	11 978	9 950
Oct	A 4 995	20 009	5 997	1 045	251	12 024	692	15 014	1 447	1 263	8 270	757	3 277	6 191	19 074	12 883
Nov	A -5 483	8 163	1 052	1 088	290	4 885	848	13 646	1 425	1 200	7 477	212	3 332	-4 220	7 510	11 730
Dic	A -16 234	10 158	290	915	2 045	4 034	2 874	26 392	2 732	1 303	9 588	2 302	10 467	-7 708	9 186	16 894
09 Ene	A 722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

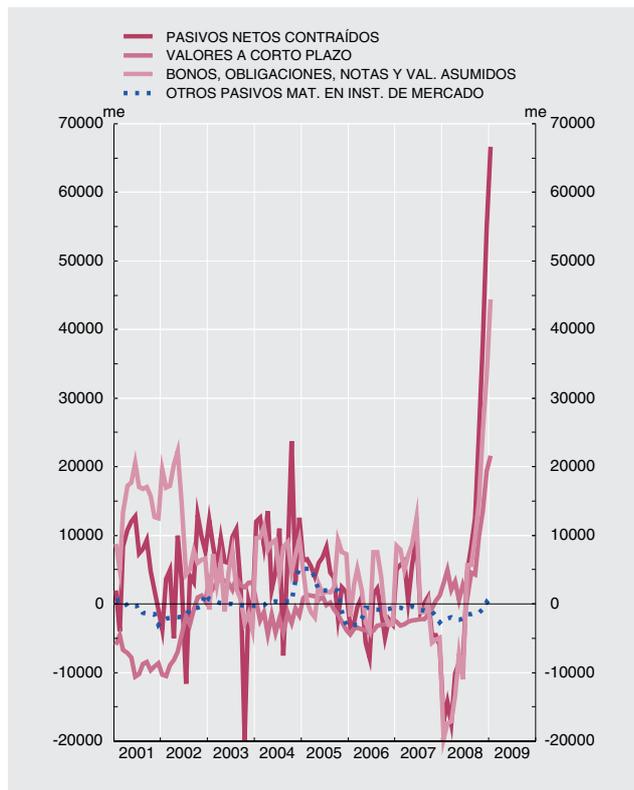
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

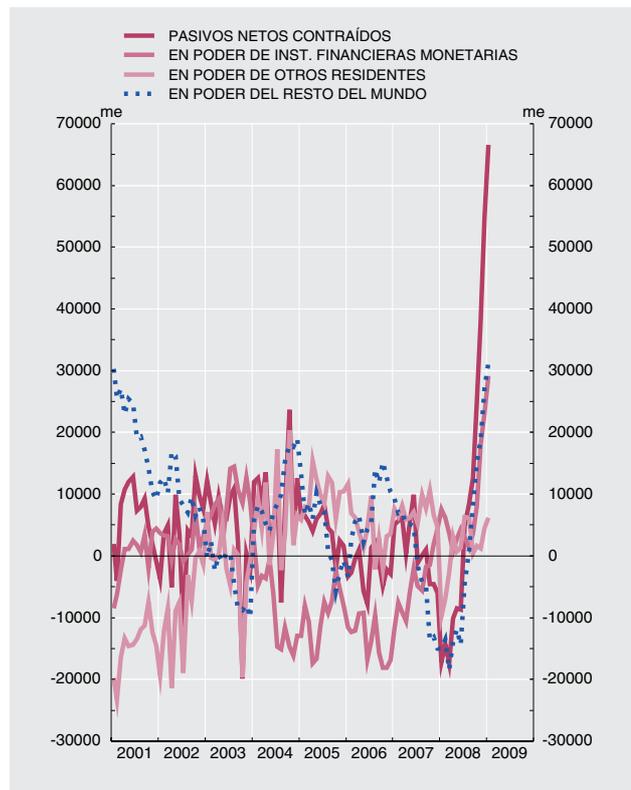
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Por instrumentos				Otras cuentas pendientes de pago	Por sectores de contrapartida			
		Depósitos en el Banco de España	Total				Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo					
												Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España		Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 217	4 574	11 520	209	-6 629	19 592	-499	-446	-498	-10 505	-7 605	-2 900	22 026	12 018
00	-6 330	4 542	5 690	10 872	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 644	-22 051	-10 117	-11 934	32 924	8 228
01	-5 076	-5 942	-20 141	-866	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 171	-10 072	4 424	-14 496	9 206	305
02	-4 780	2 826	-95	7 606	-888	346	6 655	-486	1 488	-396	1 816	3 148	-1 331	5 790	8 002
03	-3 692	-5 832	0	-2 140	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-758	7 835	8 524	-689	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 804	0	12 566	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	120	-6 409	-12 978	6 569	18 975	12 446
05	1 590	3 241	0	1 651	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	1 812	2 409	-8 026	10 435	-758	-161
06	P 5 005	2 076	-200	-2 929	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 266	-13 286	-16 867	3 582	10 357	-6 195
07	A 13 525	7 525	65	-6 000	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	929	9 026	4 393	4 633	-15 026	-6 930
08	A -30 248	24 644	4 337	54 892	2 243	19 355	33 275	-583	275	2 570	27 691	23 166	4 524	27 201	52 322
08 E-E	A 1 438	-7 623	10	-9 061	8	3 403	-14 642	-	617	1 560	-9 173	496	-9 669	112	-10 621
09 E-E	A 722	3 369	3 998	2 647	-	5 668	-3 475	-	-23	476	-1 568	6 466	-8 033	4 215	2 171
08 May	A -6 179	-1 357	-99	4 822	2 365	-528	7 119	-	-4	-1 765	3 759	6 653	-2 894	1 063	6 587
Jun	A -7 316	-2 766	98	4 550	7	-426	2 792	-	43	2 142	5 428	3 477	1 951	-878	2 409
Jul	A -5 358	-926	0	4 432	275	126	1 562	-	22	2 721	1 692	-4 449	6 141	2 740	1 711
Ago	A -4 667	-5 403	-100	-736	3	2 061	1 022	-	20	-3 840	-3 076	-1 938	-1 138	2 340	3 103
Sep	A 1 068	11 017	82	9 949	-2	2 330	8 060	-	-17	-424	547	5 460	-4 913	9 402	10 373
Oct	A 4 995	4 176	14 815	-819	-260	4 371	-7 440	-	0	2 250	351	1 291	-940	-1 170	-3 068
Nov	A -5 483	12 427	2 008	17 910	-156	6 513	13 052	-	0	-1 654	13 275	13 935	-660	4 635	19 565
Dic	A -16 234	2 414	-12 503	18 648	2	4 714	10 602	-	12	3 320	12 753	7 108	5 645	5 895	15 328
09 Ene	A 722	3 369	3 998	2 647	-	5 668	-3 475	-	-23	476	-1 568	6 466	-8 033	4 215	2 171

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.

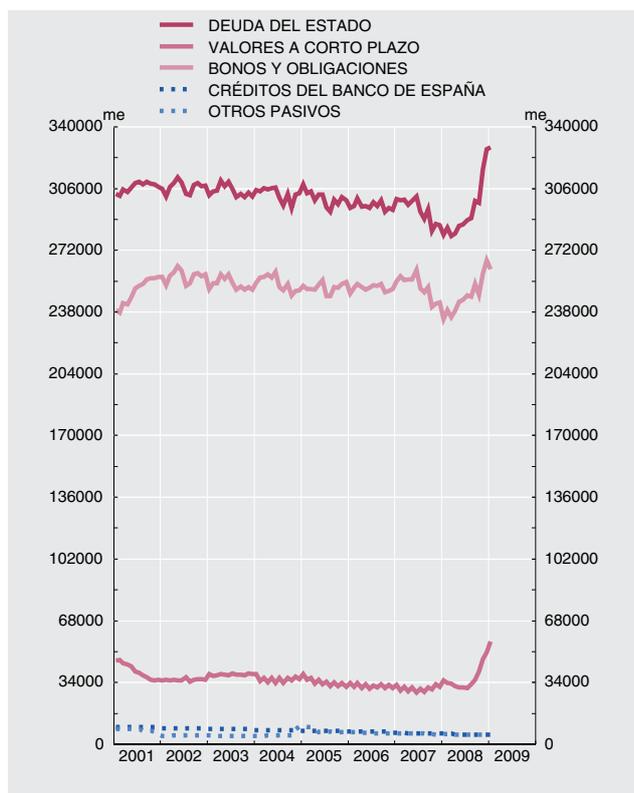
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

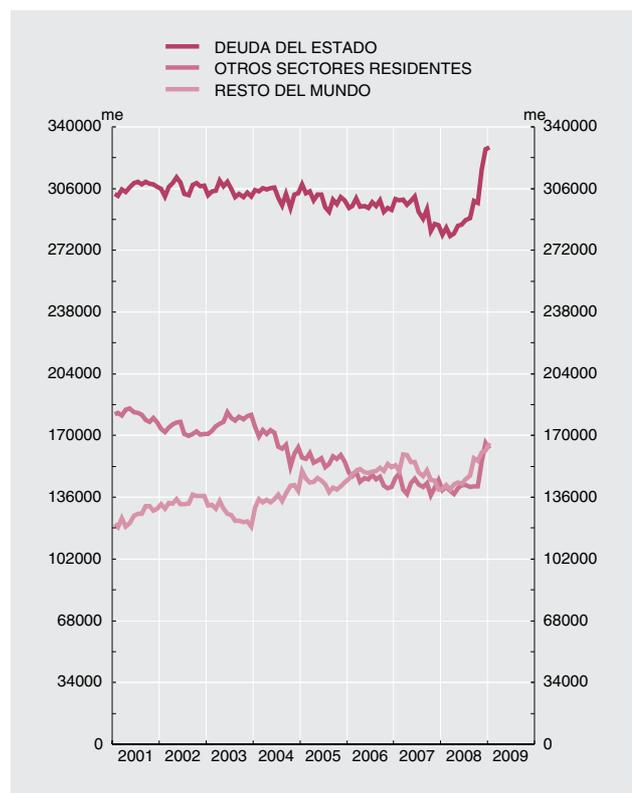
Millones de euros

	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		301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821	
04		303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186	
05		299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020	
06	P	294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794	
07	P	285 688	355	31 644	243 246	5 832	4 965	170 996	25 551	145 445	140 243	165	6 162	
08	May	A	285 410	76	31 391	243 610	5 249	5 160	169 508	28 389	141 119	144 291	102	5 940
	Jun	A	286 096	76	31 123	244 522	5 249	5 203	171 927	29 243	142 684	143 413	200	5 918
	Jul	A	288 617	76	30 928	247 215	5 249	5 225	175 272	32 395	142 878	145 739	200	6 332
	Ago	A	289 711	75	32 910	246 308	5 249	5 245	175 075	33 457	141 619	148 093	99	6 613
	Sep	A	299 319	76	35 516	253 327	5 249	5 228	175 206	33 342	141 864	157 455	182	7 614
	Oct	A	298 167	76	40 024	247 665	5 249	5 228	174 001	31 915	142 086	156 080	14 997	7 790
	Nov	A	316 344	72	46 663	259 204	5 249	5 228	187 597	31 971	155 626	160 718	17 005	8 416
	Dic	A	327 663	63	50 790	266 385	5 249	5 240	200 343	34 458	165 885	161 779	4 502	8 244
09	Ene	A	328 610	67	56 556	261 588	5 249	5 217	198 163	35 558	162 605	166 006	8 500	8 138

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.

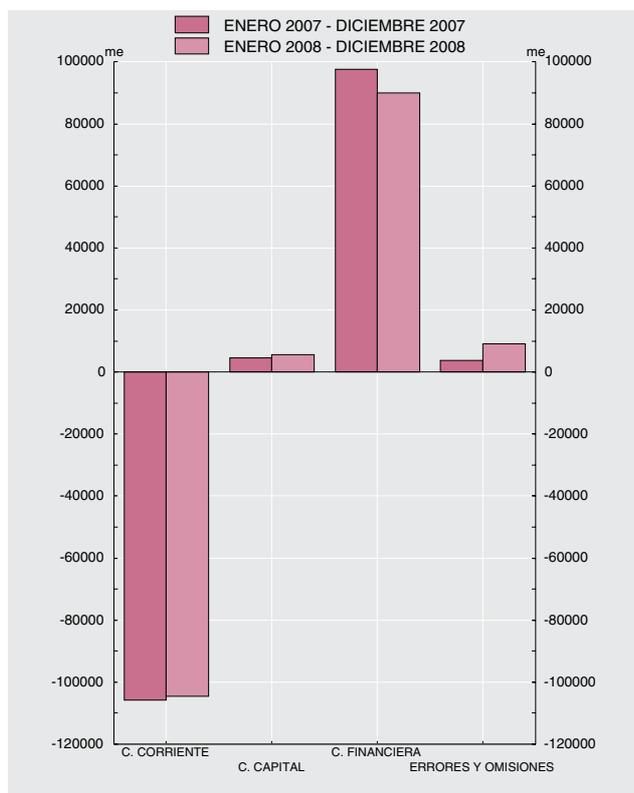
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

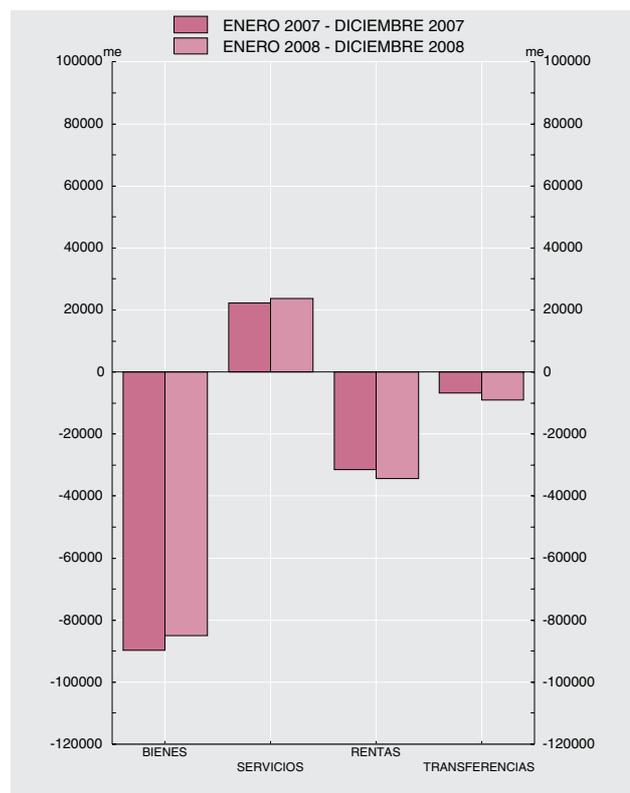
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)															Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones	
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferecias corrientes (saldo)	(a)	(b)	17=-(15+16)					
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos									Pagos
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes											
1=2+5+10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11-12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=-(15+16)				
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139			
06	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 266	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757			
07	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516	-101 378	97 633	3 744			
07 E-D	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516	-101 378	97 633	3 744			
08 E-D	P-104 664	-84 980	194 441	279 421	23 762	97 429	41 883	73 666	14 103	-34 437	57 603	92 040	-9 010	5 558	-99 107	89 935	9 172			
07 Sep	P -8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145			
Oct	P -9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097			
Nov	P -10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258			
Dic	P -9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600			
08 Ene	P -11 901	-8 379	15 428	23 808	1 255	7 393	2 771	6 138	1 140	-3 528	4 745	8 273	-1 249	1 234	-10 667	10 145	522			
Feb	P -8 799	-7 317	17 208	24 526	997	6 868	2 452	5 871	1 202	-837	5 144	5 981	-1 642	621	-8 178	9 687	-1 509			
Mar	P -11 415	-8 731	16 432	25 162	1 109	6 825	2 975	5 715	1 062	-2 432	4 651	7 083	-1 361	371	-11 043	10 603	440			
Abr	P -9 123	-7 196	18 577	25 773	1 147	7 216	2 621	6 069	1 005	-2 145	4 417	6 562	-929	268	-8 855	4 426	4 429			
May	P -9 266	-7 200	17 175	24 376	2 290	7 777	3 516	5 487	801	-3 655	5 428	9 084	-700	964	-8 303	9 010	-707			
Jun	P -8 328	-7 878	15 972	23 849	2 799	9 115	4 114	6 316	1 248	-3 049	4 660	7 708	-200	238	-8 090	8 657	-567			
Jul	P -7 714	-7 191	17 721	24 912	3 596	10 533	5 126	6 938	1 341	-3 672	6 301	9 973	-447	318	-7 396	6 670	726			
Ago	P -7 233	-7 023	12 496	19 519	3 642	9 695	5 375	6 053	1 539	-3 110	3 022	6 132	-741	407	-6 826	6 864	-38			
Sep	P -8 110	-6 481	17 870	24 351	2 106	8 932	4 463	6 827	1 491	-2 901	3 956	6 857	-833	417	-7 692	7 152	541			
Oct	P -7 861	-5 864	17 239	23 104	2 583	8 964	3 851	6 381	1 301	-3 536	5 215	8 752	-1 044	198	-7 664	6 890	774			
Nov	P -8 541	-5 326	14 778	20 104	1 400	6 745	2 514	5 345	1 041	-3 420	3 862	7 282	-1 195	262	-8 280	7 107	1 172			
Dic	P -6 373	-6 392	13 545	19 937	839	7 366	2 106	6 527	930	-2 153	6 202	8 354	1 333	260	-6 114	2 725	3 389			

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 de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

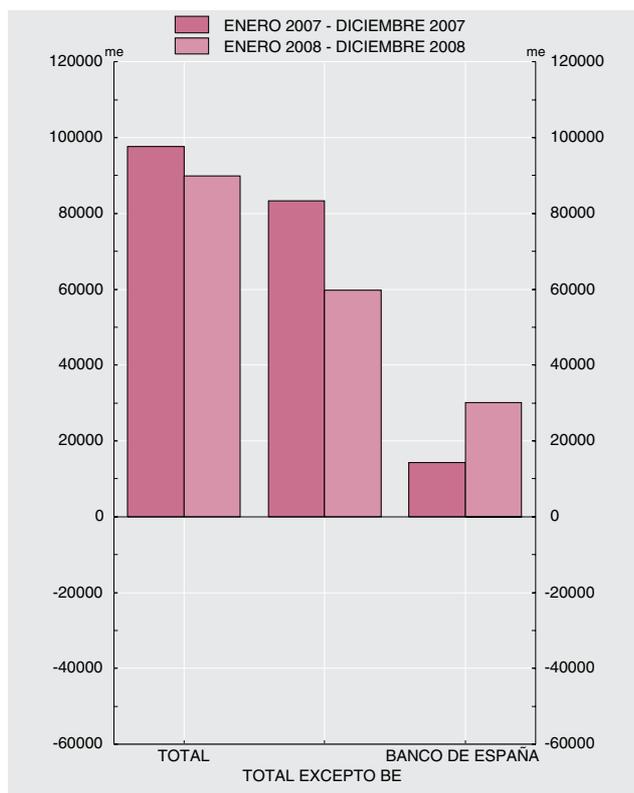
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

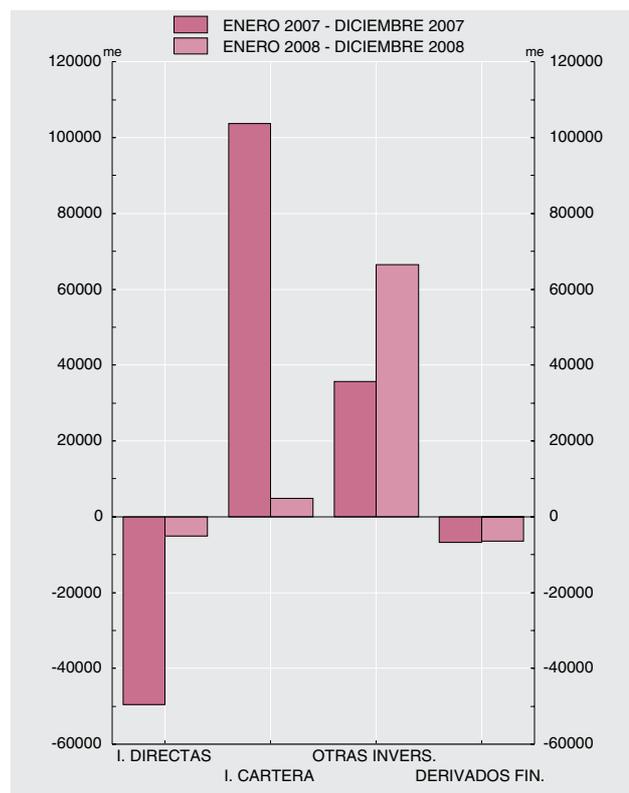
Millones de euros

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	2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10						10	11	12	13=14+15+16	14	15	16
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-D	P 97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
08 E-D	P 89 935	59 798	-5 082	49 049	43 967	4 860	-22 447	-17 587	66 539	24 368	90 907	-6 519	30 137	-1 508	31 713	-69
07 Sep	P 9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679
Oct	P 9 282	7 834	-2 938	26 519	23 581	-14 957	-4 825	-19 782	29 085	-2 417	26 669	-3 357	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	P 9 257	2 062	-1 768	3 085	1 317	5 113	-4 795	318	-3 317	20 727	17 411	2 033	7 195	35	7 757	-596
Dic	P 4 295	1 831	-4 004	10 236	6 231	-3 020	-1 669	-4 690	11 559	-23 943	-12 385	-2 703	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P 10 145	4 642	10 407	4 609	15 016	-1 025	-13 006	-14 031	-3 319	34 044	30 725	-1 421	5 502	123	5 483	-104
Feb	P 9 687	9 485	-509	3 362	2 854	-12 466	10 504	-1 962	23 646	12 038	35 684	-1 186	201	-36	61	177
Mar	P 10 603	17 619	-4 178	3 245	-933	-15 047	1 409	-13 638	36 866	-40 633	-3 767	-22	-7 016	22	-7 297	259
Abr	P 4 426	-11 627	889	1 956	2 845	-176	-1 606	-1 782	-9 891	19 798	9 907	-2 449	16 053	47	15 869	137
May	P 9 010	11 497	-2 269	4 104	1 836	16 407	-1 516	14 891	1 254	10 137	11 391	-3 895	-2 487	61	-3 443	894
Jun	P 8 657	9 945	6 585	5 513	12 097	8 143	-955	7 188	-3 885	16 438	12 553	-897	-1 289	87	-2 056	681
Jul	P 6 670	-1 180	-1 026	3 756	2 729	8 233	-489	7 743	-6 408	2 465	-3 943	-1 978	7 850	-184	8 024	10
Ago	P 6 864	1 382	-4 161	3 559	-602	8 731	44	8 775	-3 691	9 594	5 903	503	5 482	-146	5 621	7
Sep	P 7 152	9 264	-2 199	5 105	2 906	6 530	-6 193	336	4 408	-9 882	-5 474	525	-2 112	-100	-1 569	-444
Oct	P 6 890	14 947	-4 394	6 020	1 626	-10 133	-10 174	-20 307	29 418	-10 921	18 497	56	-8 057	-573	-5 640	-1 844
Nov	P 7 107	-536	-1 993	3 754	1 760	-2 899	-716	-3 616	644	-6 345	-5 701	3 713	7 643	-618	8 131	130
Dic	P 2 725	-5 641	-2 234	4 067	1 833	-1 436	250	-1 186	-2 504	-12 364	-14 868	533	8 366	-189	8 528	28

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.

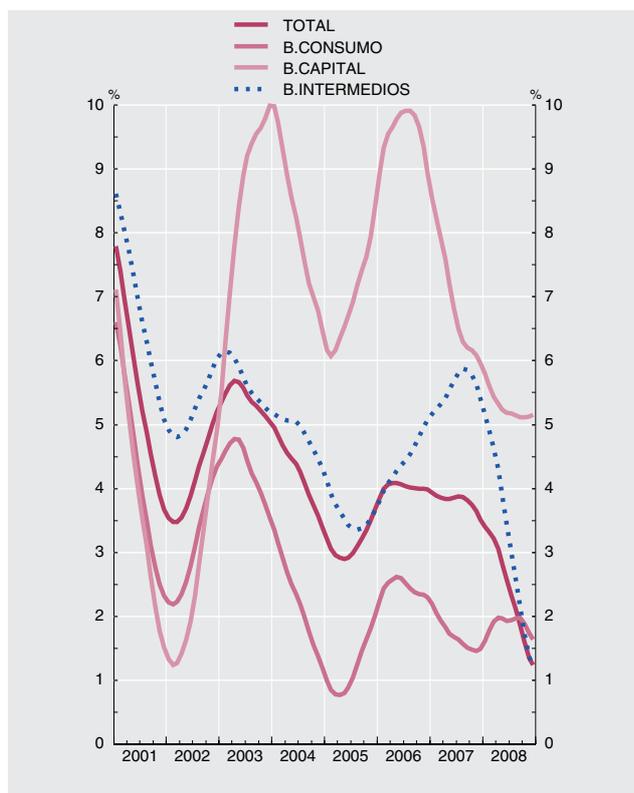
7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

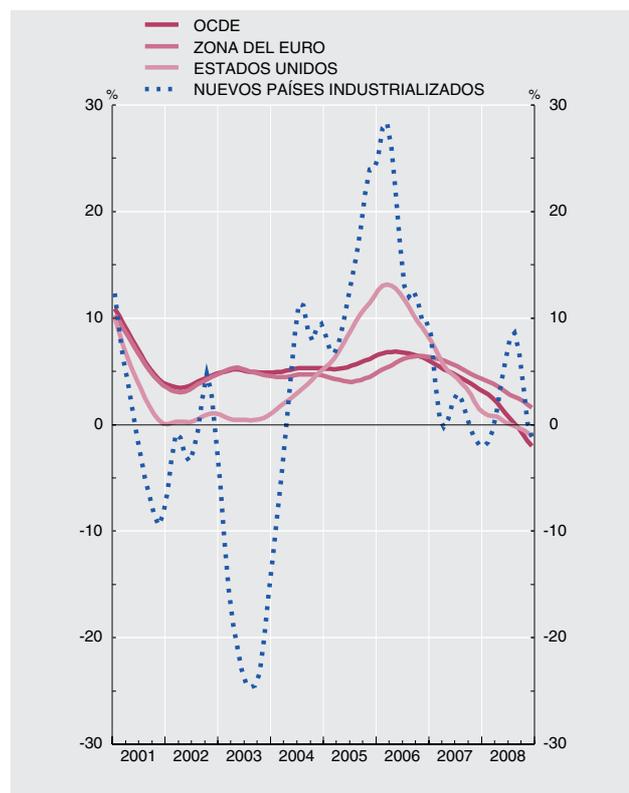
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5
07	185 023	8,6	5,9	3,3	5,2	7,8	8,6	7,7	8,0	8,4	7,0	-1,1	24,6	-12,5	23,5	-0,8
07 Nov	P 16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0
07 Dic	P 14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1
08 Ene	P 14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5
08 Feb	P 16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6
08 Mar	P 15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5
08 Abr	P 17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8
08 May	P 16 621	3,8	3,2	4,9	1,3	2,4	18,8	1,8	2,3	1,8	1,0	12,0	51,2	-15,4	-1,5	4,2
08 Jun	P 15 464	-4,0	-4,8	-7,6	-12,2	-1,8	38,8	-3,3	-4,0	-2,9	-6,2	-25,4	10,7	-32,5	20,8	0,6
08 Jul	P 17 189	12,2	9,5	6,0	19,7	10,2	48,0	8,5	3,5	3,2	5,1	16,6	68,7	37,3	16,2	23,9
08 Ago	P 12 122	-0,0	-2,7	-6,1	-4,9	-0,7	4,8	-1,1	-3,3	-6,0	-2,3	-1,8	12,7	7,1	-0,4	18,8
08 Sep	P 17 290	16,0	14,8	29,4	-1,1	8,0	38,5	6,6	18,7	17,6	16,1	0,1	30,8	39,8	-10,5	18,8
08 Oct	P 16 672	-0,2	-0,3	-1,3	10,5	-1,5	9,7	-2,0	-2,8	-2,9	-2,4	-4,3	51,9	-8,7	-24,8	6,2
08 Nov	P 14 289	-13,8	-16,5	-5,3	-30,9	-21,1	-7,0	-21,8	-15,5	-14,2	-14,2	13,9	-20,7	-10,6	-28,5	-14,1
08 Dic	P 13 142	-7,4	-8,6	3,9	-0,3	-17,8	-10,1	-18,2	-13,1	-10,6	-11,6	19,1	51,7	20,8	-0,2	-9,8

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

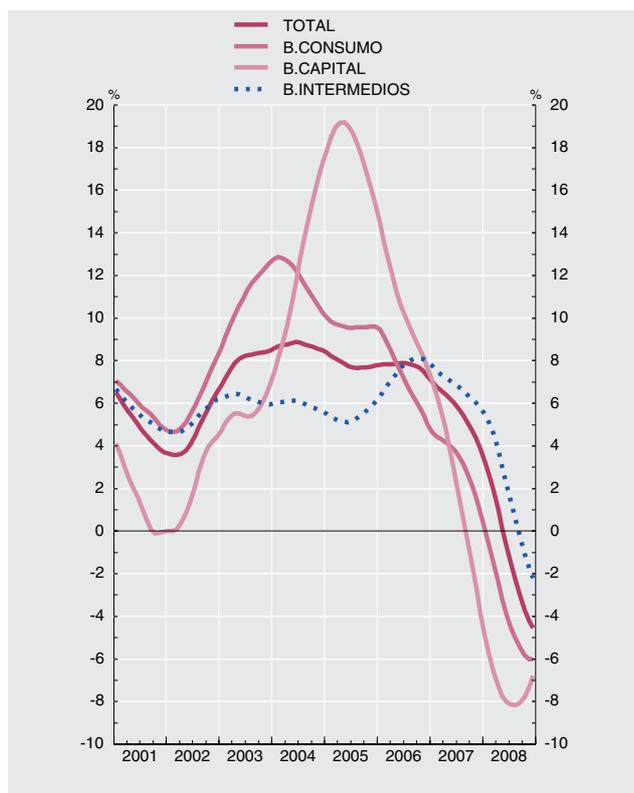
■ Serie representada gráficamente.

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	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6
07	285 038	8,5	7,4	6,8	7,5	7,5	4,1	8,3	10,5	11,0	9,8	16,4	-5,7	-6,8	28,7	-3,7
07 Nov	P 25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9
07 Dic	P 24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6
08 Ene	P 24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8
08 Feb	P 24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9
08 Mar	P 25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1
08 Abr	P 26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	10,9	10,0	13,5	35,6	42,0	34,7	6,9
08 May	P 24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,5	-3,5	12,3	42,3	29,5	6,7	-24,6
08 Jun	P 24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,4	-11,1	24,2	54,3	24,6	13,5	-24,3
08 Jul	P 25 201	5,1	0,1	-4,0	-7,8	3,0	22,2	-1,2	-5,4	-7,4	-5,6	22,5	35,5	31,6	15,8	-17,9
08 Ago	P 19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-11,0	-10,2	-1,4	50,1	3,2	-0,7	-7,9
08 Sep	P 24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,7	-1,7	2,5	35,6	5,8	17,8	-11,1
08 Oct	P 23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-16,2	-15,1	-18,3	26,7	-20,3	-7,6	-10,6
08 Nov	P 20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,8	-22,3	-12,0	16,3	-9,4	-26,3	-21,3
08 Dic	P 20 072	-16,5	-18,0	-14,0	-25,7	-18,4	-4,3	-22,1	-24,1	-27,6	-19,2	24,4	-8,2	-4,0	9,3	-29,4

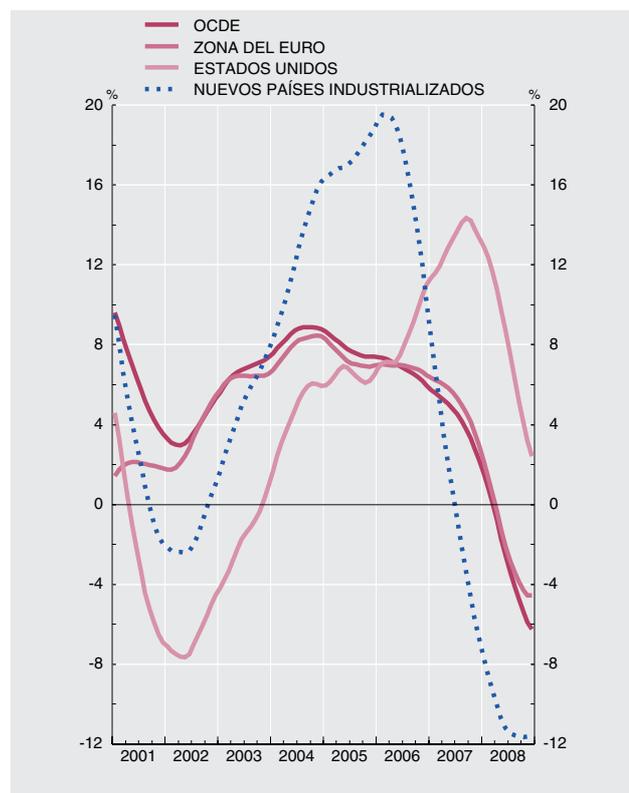
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

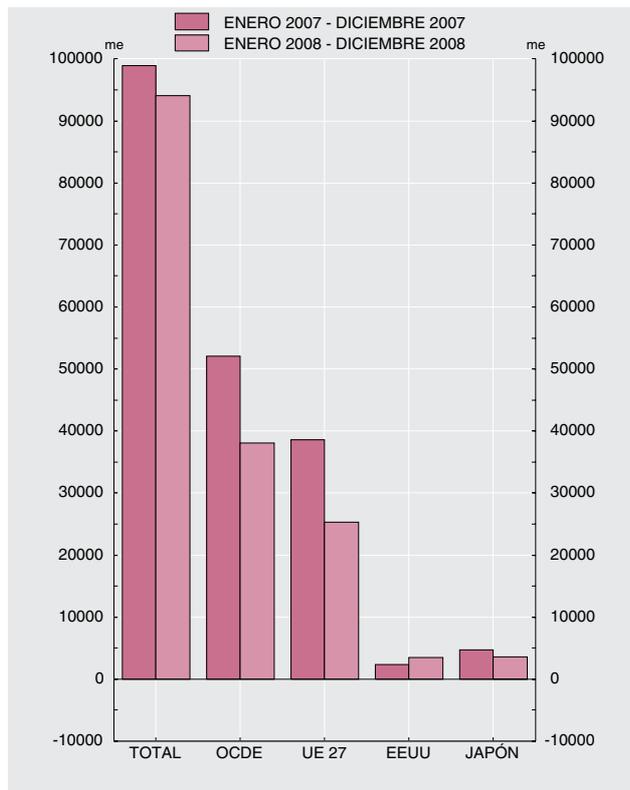
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

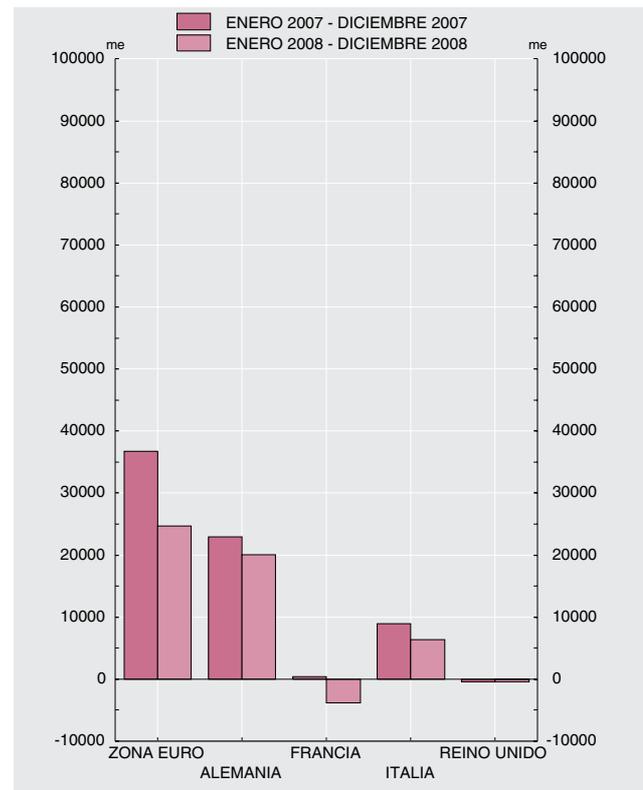
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					13	14	15	
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			12				
			3	Del cual:			7		Total	EEUU	Japón					
				4	5	6										8	Reino Unido
OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados													
03	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600	
04	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104	
05	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411	
06	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564	
07	-100 015	-40 176	-37 845	-23 752	-214	-8 375	-2 331	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 044	-3 477	-16 366	-4 347	
07 Nov	P	-8 699	-3 595	-3 434	-2 130	-102	-807	-160	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	-386
07 Dic	P	-9 835	-4 800	-4 523	-2 212	-720	-878	-277	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	-386
08 Ene	P	-9 152	-1 863	-1 823	-1 546	367	-542	-40	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	-339
08 Feb	P	-8 074	-2 587	-2 856	-2 110	46	-608	269	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	-279
08 Mar	P	-9 602	-2 251	-2 328	-1 716	174	-574	76	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	-251
08 Abr	P	-8 048	-2 673	-2 620	-2 022	335	-650	-52	130	-3 427	-279	-378	-1 597	-387	-1 396	-302
08 May	P	-7 963	-2 153	-2 291	-2 116	553	-490	139	160	-3 458	-304	-365	-1 771	-516	-1 405	-257
08 Jun	P	-8 662	-2 064	-2 021	-1 726	366	-417	-43	-40	-3 386	-310	-378	-2 434	-523	-1 467	-373
08 Jul	P	-8 012	-2 061	-2 011	-1 736	477	-769	-50	-5	-2 895	-266	-179	-1 808	-488	-1 783	-234
08 Ago	P	-7 597	-2 121	-2 031	-1 091	199	-472	-90	-6	-2 933	-195	-150	-2 169	-379	-1 578	-196
08 Sep	P	-7 433	-1 262	-1 289	-1 489	604	-446	27	93	-2 222	-262	-250	-1 841	-590	-1 861	-279
08 Oct	P	-6 645	-1 780	-1 683	-1 622	492	-408	-98	9	-2 633	-185	-242	-1 793	-336	-1 454	-278
08 Nov	P	-5 948	-1 939	-1 741	-1 372	441	-541	-198	-145	-2 682	-126	-200	-1 350	-406	-1 291	-293
08 Dic	P	-6 930	-2 559	-1 975	-1 508	210	-434	-584	-404	-3 724	-269	-282	-1 271	-208	-1 288	-241

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

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

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

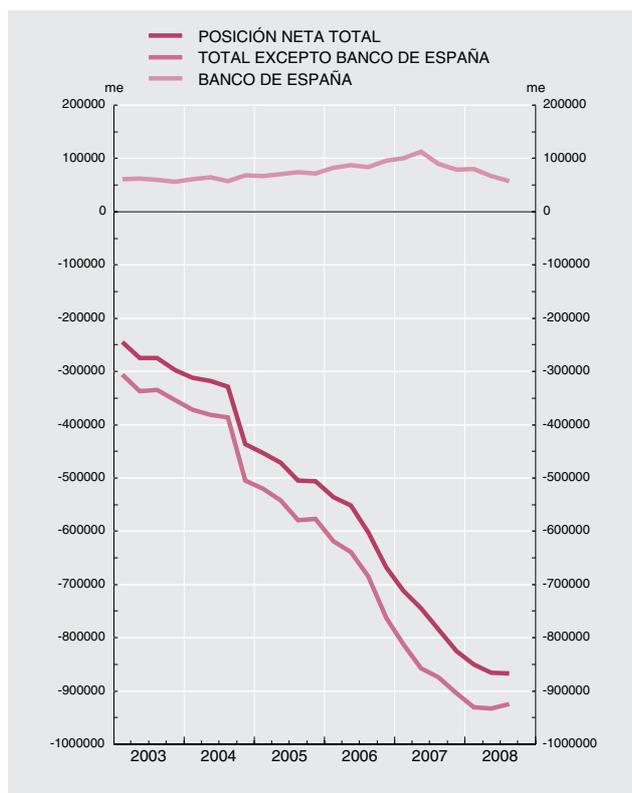
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

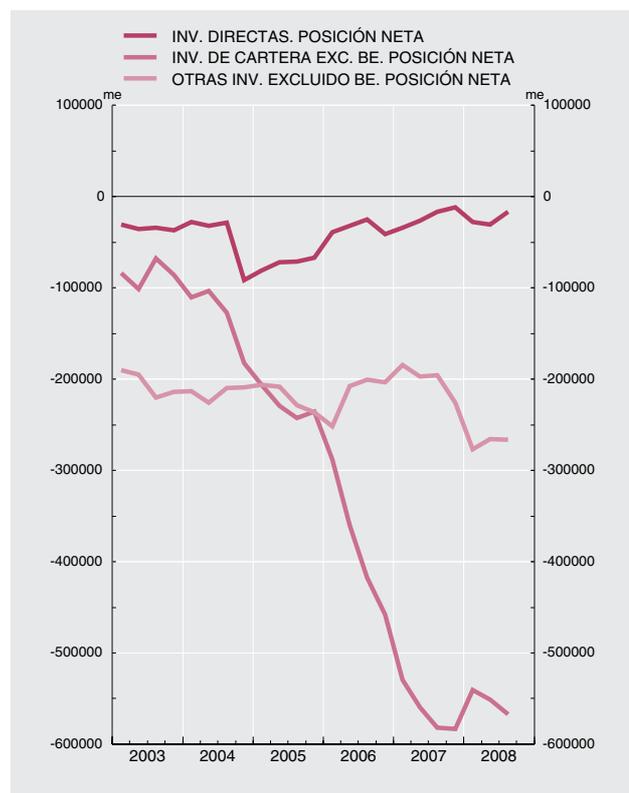
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
																1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 III	-505,3	-578,9	-71,1	240,4	311,5	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
IV	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
06 I	-535,8	-618,2	-39,4	287,9	327,3	-327,1	476,7	803,8	-251,7	285,2	536,9	-	82,4	15,4	26,8	40,3
II	-551,4	-638,7	-31,8	301,5	333,3	-399,2	444,3	843,5	-207,6	300,6	508,3	-	87,3	14,6	32,2	40,5
III	-601,9	-685,2	-25,4	317,7	343,0	-459,1	447,7	906,8	-200,8	315,4	516,2	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-667,5	-763,2	-41,5	309,7	351,2	-508,9	455,7	964,6	-203,2	327,4	530,6	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-712,1	-812,5	-34,1	315,7	349,7	-582,4	461,0	1 043,3	-184,7	361,1	545,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-744,6	-856,8	-26,2	345,2	371,5	-617,2	471,0	1 088,2	-197,4	365,1	562,5	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-784,1	-873,7	-16,5	356,3	372,8	-643,4	455,2	1 098,6	-195,9	387,6	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-825,5	-904,4	-12,1	395,1	407,2	-647,6	443,3	1 090,8	-225,9	383,0	608,9	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-849,9	-930,5	-28,0	395,8	423,8	-604,9	413,9	1 018,8	-276,8	384,1	660,9	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-865,5	-932,7	-30,6	409,8	440,4	-613,2	403,4	1 016,6	-265,5	421,2	686,6	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-867,5	-924,5	-16,5	428,6	445,2	-629,9	389,1	1 019,1	-266,3	426,6	693,0	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

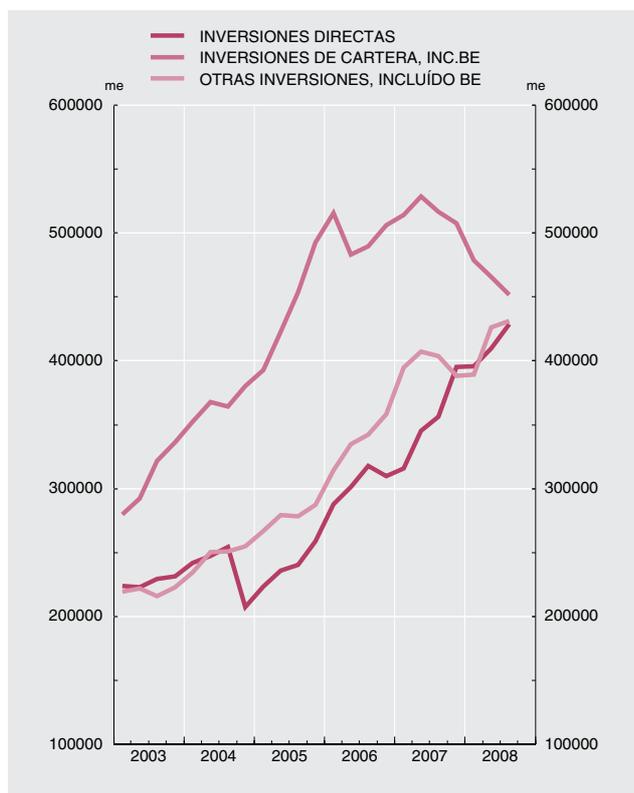
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

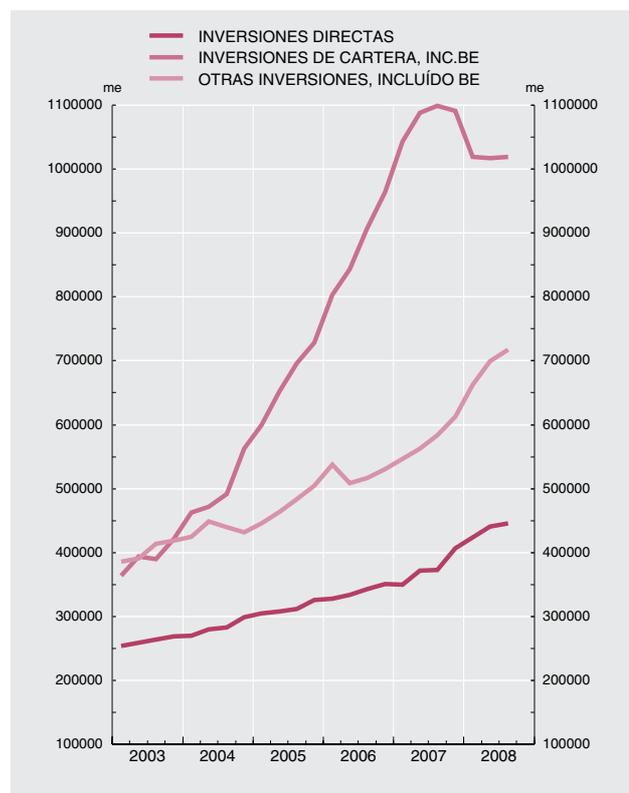
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 III	218 375	22 071	238 869	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
IV	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 I	269 390	18 489	252 911	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 453	-	-
II	279 487	22 009	259 513	73 829	122 047	361 127	206 547	636 951	334 801	508 589	-	-
III	296 551	21 121	263 163	79 872	126 170	363 383	232 494	674 271	342 224	516 474	-	-
IV	287 478	22 203	270 468	80 691	133 193	373 001	245 683	718 897	358 117	530 846	32 973	42 569
07 I	294 793	20 885	271 539	78 210	140 704	373 512	256 533	786 784	394 519	546 187	33 197	44 487
II	329 686	15 561	286 530	84 940	153 730	374 852	269 506	818 657	407 160	562 909	39 921	55 856
III	334 932	21 389	290 725	82 058	142 095	374 617	273 560	825 065	403 531	583 854	44 181	62 069
IV	369 262	25 819	317 120	90 069	134 762	372 789	286 207	804 620	388 199	612 421	44 642	63 487
08 I	369 383	26 416	337 354	86 479	100 981	377 430	238 020	780 731	389 003	662 759	53 297	74 001
II	382 452	27 356	350 146	90 294	98 102	367 350	221 084	795 531	425 962	698 973	58 579	82 016
III	398 058	30 587	352 697	92 491	85 381	366 458	204 457	814 606	431 418	717 241	70 066	81 757

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

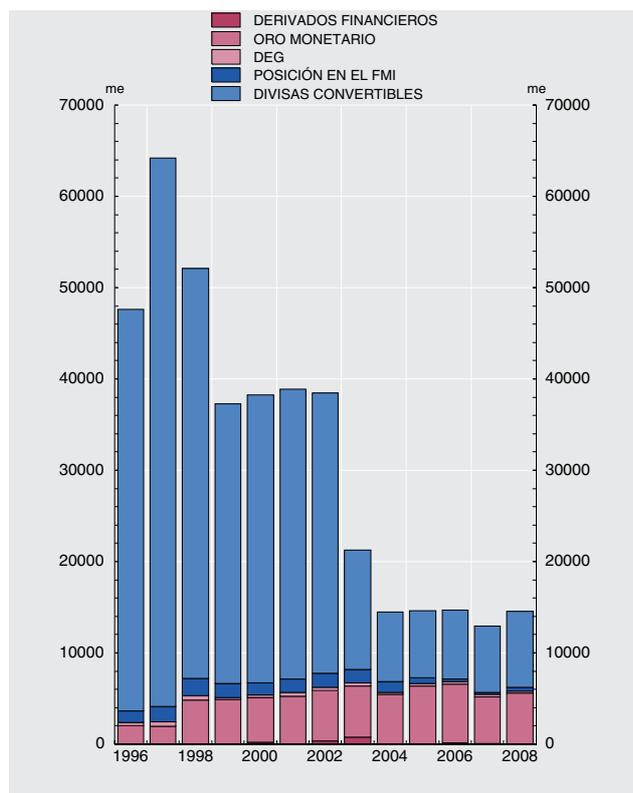
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

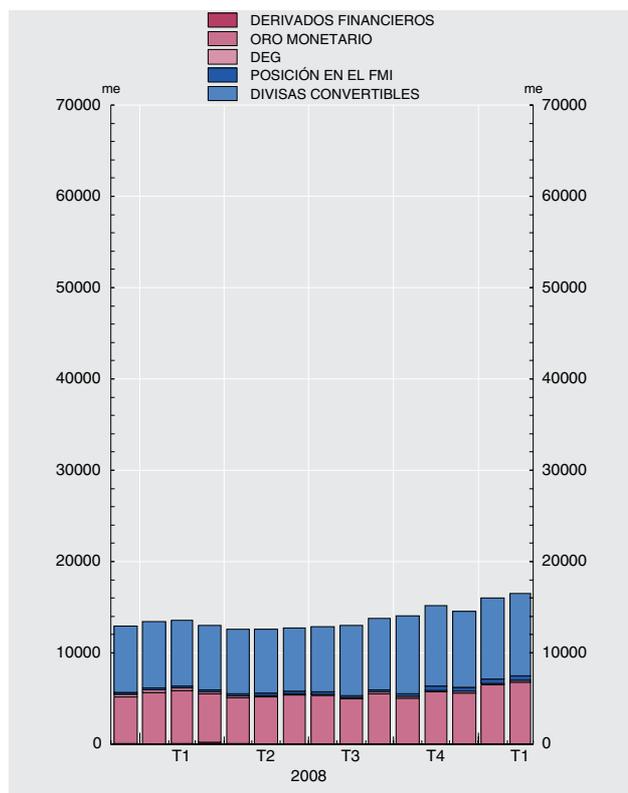
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
07 Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08 Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
Jul	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
Ago	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
Sep	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
Oct	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
Nov	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
Dic	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09 Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
Feb	16 519	9 040	490	173	6 816	-	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	
04 III	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
05 I	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
II	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
III	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
06 I	1 238 547	214 078	4 628	14	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
II	1 258 074	213 343	3 620	348	191 381	17 995	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
III	1 307 710	214 178	6 070	1 472	188 569	18 066	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
IV	1 369 928	215 583	4 836	665	191 871	18 211	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
07 I	1 461 148	219 412	4 901	40	195 781	18 690	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
II	1 522 143	215 158	5 446	444	190 503	18 765	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
III	1 541 579	207 165	4 820	1 326	182 455	18 564	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 561 065	197 854	4 505	875	173 414	19 060	-	723 951	16 802	327 391	265 459	114 300
08 I	1 586 780	194 438	6 451	553	167 692	19 742	-	767 440	19 368	380 522	256 256	111 294
II	1 643 666	197 289	5 709	156	170 922	20 503	-	794 992	23 181	399 932	258 814	113 065
III	1 685 627	213 814	9 828	488	182 543	20 954	-	793 949	21 713	400 051	259 407	112 778

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)
Saldos a fin de periodo
Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes							Inversión directa			
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
04 III	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307
05 I	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712
II	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573
III	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034
06 I	535	535	322 467	2 905	19 460	408	195 679	102 516	360	1 139	111 945	46 934	65 011
II	328	328	350 967	4 283	18 444	330	226 684	99 913	352	961	112 534	47 590	64 944
III	316	316	373 904	4 641	22 235	830	244 071	100 861	348	918	116 965	51 034	65 932
IV	281	281	411 044	4 786	22 882	694	275 114	106 674	339	555	120 185	49 590	70 595
07 I	322	322	455 141	5 303	21 555	541	317 258	109 217	334	932	128 177	49 954	78 223
II	423	423	481 244	5 418	26 932	1 054	336 291	110 195	331	1 022	140 577	50 346	90 231
III	277	277	494 462	2 153	22 081	837	346 652	121 405	339	994	132 660	51 999	80 660
IV	3 550	3 550	491 686	201	20 212	277	344 239	125 734	331	692	144 024	54 846	89 177
08 I	1 855	1 855	479 757	827	19 751	401	330 137	127 023	320	1 299	143 290	55 965	87 325
II	12 326	12 326	489 896	6 397	21 176	1 254	330 509	129 121	317	1 122	149 162	61 056	88 106
III	24 276	24 276	499 808	18 093	24 054	1 058	323 021	132 136	323	1 122	153 780	62 000	91 780

FUENTE: BE.

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
07 Sep	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154
<i>Oct</i>	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703
<i>Nov</i>	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440
<i>Dic</i>	467 813	259 094	274 422	-65 014	-	314	1 003	260 023	663 813	51 566	331 310	124 047	207 790
08 Ene	438 306	191 905	268 486	-21 373	-	199	911	245 582	658 002	52 664	354 557	110 527	192 724
<i>Feb</i>	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496
<i>Mar</i>	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695
<i>Abr</i>	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984
<i>May</i>	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
<i>Jun</i>	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099
<i>Jul</i>	458 121	166 956	292 400	-634	-	56	657	250 649	683 700	63 596	374 744	121 903	207 473
<i>Ago</i>	462 440	163 524	300 014	-1 000	-	90	188	247 021	686 797	58 194	376 096	121 875	215 420
<i>Sep</i>	471 362	166 660	305 321	6 584	-	2 284	9 487	241 752	682 161	55 504	392 028	103 885	229 611
<i>Oct</i>	534 868	272 768	444 976	-34 226	-	15 549	164 198	308 820	713 519	80 454	524 301	-39 148	226 049
<i>Nov</i>	579 941	329 562	457 732	-3 978	-	4 612	207 988	365 023	727 623	95 385	572 539	-114 554	214 918
<i>Dic</i>	613 857	256 810	565 508	-5 976	-	2 644	205 129	379 866	749 344	110 732	587 525	-107 316	233 990
09 Ene	580 046	224 907	598 376	-8 568	-638	2 646	236 676	365 644	746 945	98 051	571 542	-92 189	214 402
<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

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
07 Sep	20 942	12 319	8 673	-49	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111	
<i>Oct</i>	35 401	18 311	17 821	-734	-	3	-5 873	-4 787	24 122	82 899	20 605	8 430	70 952	21 938	
<i>Nov</i>	40 374	19 314	21 172	-90	-	-	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214	
<i>Dic</i>	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	23 831	
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336	
<i>Feb</i>	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	22 143	
<i>Mar</i>	44 173	21 534	22 480	161	-	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	23 569	
<i>Abr</i>	47 940	18 749	29 240	-27	-	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	22 121	
<i>May</i>	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	24 263	
<i>Jun</i>	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	24 559	
<i>Jul</i>	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	24 027	
<i>Ago</i>	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	24 495	
<i>Sep</i>	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	27 807	
<i>Oct</i>	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	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	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	26 955	
09 Ene	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	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	26 622	

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

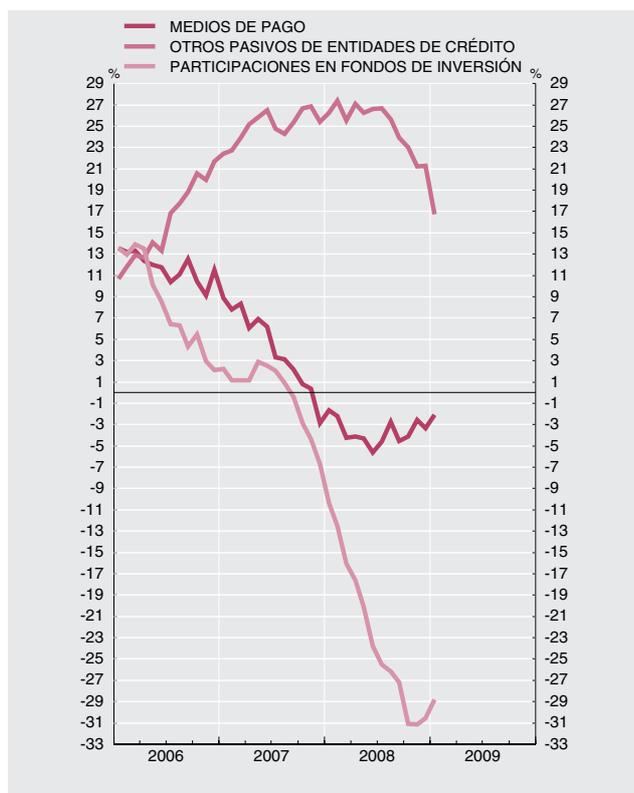
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

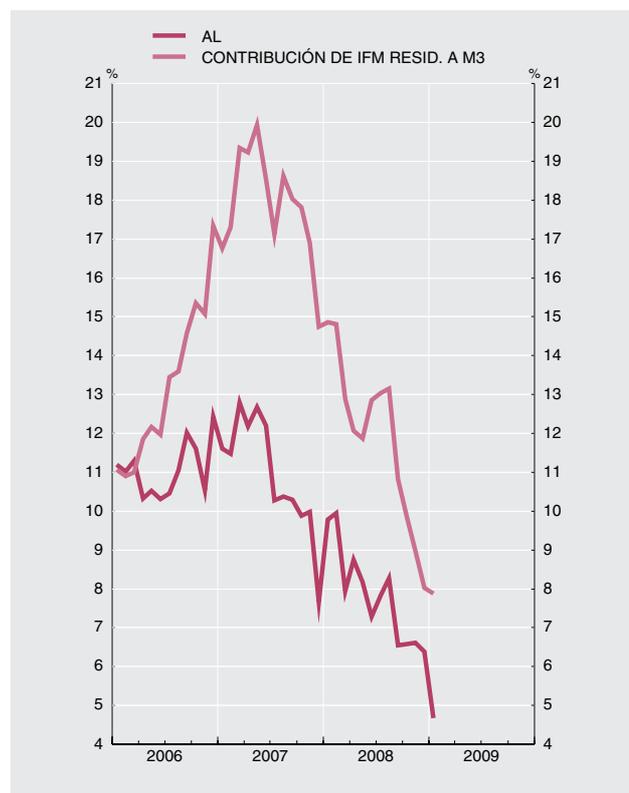
Millones de euros y porcentajes

	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	
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 973	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
07	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 911	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08	481 344	-3,3	0,1	-4,2	556 714	21,3	25,6	-4,1	-8,9	145 733	-30,5	-15,5	-42,2	6,4	8,0
07 Oct	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 140	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8
Nov	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 362	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
Dic	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 911	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08 Ene	482 419	-1,7	1,8	-2,5	471 888	26,2	30,0	10,3	-6,7	202 202	-10,3	4,1	-20,6	9,8	14,9
Feb	480 366	-2,2	1,5	-3,1	484 629	27,4	31,2	10,9	-7,4	197 714	-12,5	2,6	-23,1	9,9	14,8
Mar	480 679	-4,2	-0,3	-5,2	492 178	25,5	29,7	9,2	-15,4	192 015	-16,1	-0,1	-27,6	7,9	12,9
Abr	471 052	-4,1	-0,6	-5,0	503 956	27,1	31,6	7,0	-10,7	188 789	-17,6	-1,2	-29,3	8,7	12,1
May	477 181	-4,3	-1,3	-5,0	510 387	26,2	31,5	4,3	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	8,2	11,9
Jun	487 867	-5,6	-2,5	-6,3	523 990	26,6	30,7	7,1	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	7,3	12,9
Jul	479 799	-4,6	-2,8	-5,0	527 085	26,7	31,7	3,1	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,8	13,0
Ago	478 077	-2,8	-3,2	-2,7	532 379	25,6	31,8	-5,5	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,3	13,1
Sep	478 569	-4,5	-3,8	-4,7	533 117	23,9	29,6	-5,4	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,5	10,8
Oct	465 355	-4,1	1,0	-5,4	541 523	23,0	27,5	1,4	-18,8	151 861	-31,1	-15,3	-42,8	6,6	9,8
Nov	475 539	-2,6	0,6	-3,4	544 700	21,2	25,8	-1,6	-24,5	147 835	-31,1	-15,8	-42,7	6,6	9,0
Dic	481 344	-3,3	0,1	-4,2	556 714	21,3	25,6	-4,1	-8,9	145 733	-30,5	-15,5	-42,2	6,4	8,0
09 Ene	472 317	-2,1	0,6	-2,8	550 945	16,8	21,1	-10,7	-9,5	143 966	-28,8	-20,3	-36,7	4,7	7,9

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.

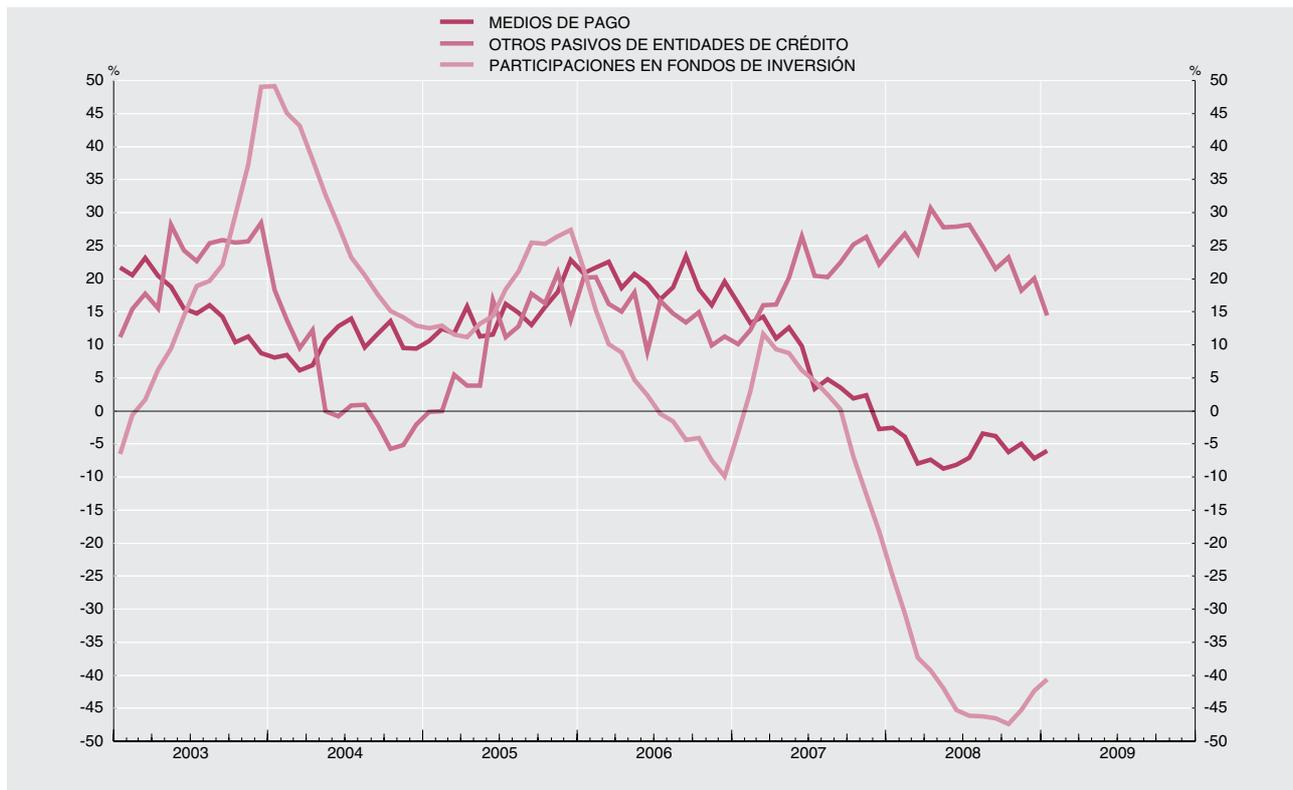
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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
06	137 357	19,6	78 973	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
07	133 623	-2,7	96 457	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08	P 124 007	-7,2	115 853	20,1	26,4	6,1	12 503	-42,4	-26,7	-54,5
07 Oct	125 602	1,9	93 133	25,2	35,8	7,6	24 743	-6,9	-8,1	-6,1
Nov	129 238	2,4	95 077	26,3	37,4	7,1	23 169	-12,6	-11,8	-13,1
Dic	133 623	-2,7	96 457	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08 Ene	125 515	-2,6	96 830	24,7	36,2	4,2	20 835	-25,0	-11,4	-34,6
Feb	124 705	-3,9	99 669	26,8	38,6	5,1	20 024	-30,7	-17,2	-40,2
Mar	123 864	-8,0	102 074	23,8	35,6	2,3	19 083	-37,3	-23,9	-47,1
Abr	119 348	-7,4	105 681	30,7	44,4	4,4	18 113	-39,3	-24,4	-49,9
May	121 938	-8,7	107 871	27,7	43,1	-0,3	16 996	-41,9	-25,7	-53,3
Jun	126 150	-8,1	114 936	27,9	35,7	12,8	15 587	-45,3	-28,0	-57,4
Jul	119 261	-7,1	111 071	28,1	38,1	9,2	14 913	-46,2	-29,7	-57,9
Ago	121 928	-3,4	112 348	24,9	38,2	0,8	14 573	-46,2	-31,9	-56,9
Sep	127 508	-3,8	111 774	21,5	30,6	3,9	13 946	-46,6	-33,4	-56,6
Oct	P 117 833	-6,2	114 830	23,3	28,9	11,4	13 022	-47,4	-32,3	-58,6
Nov	P 122 873	-4,9	112 372	18,2	23,1	7,2	12 678	-45,3	-30,0	-56,8
Dic	P 124 007	-7,2	115 853	20,1	26,4	6,1	12 503	-42,4	-26,7	-54,5
09 Ene	P 117 980	-6,0	110 789	14,4	21,4	-1,7	12 362	-40,7	-31,8	-49,2

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.

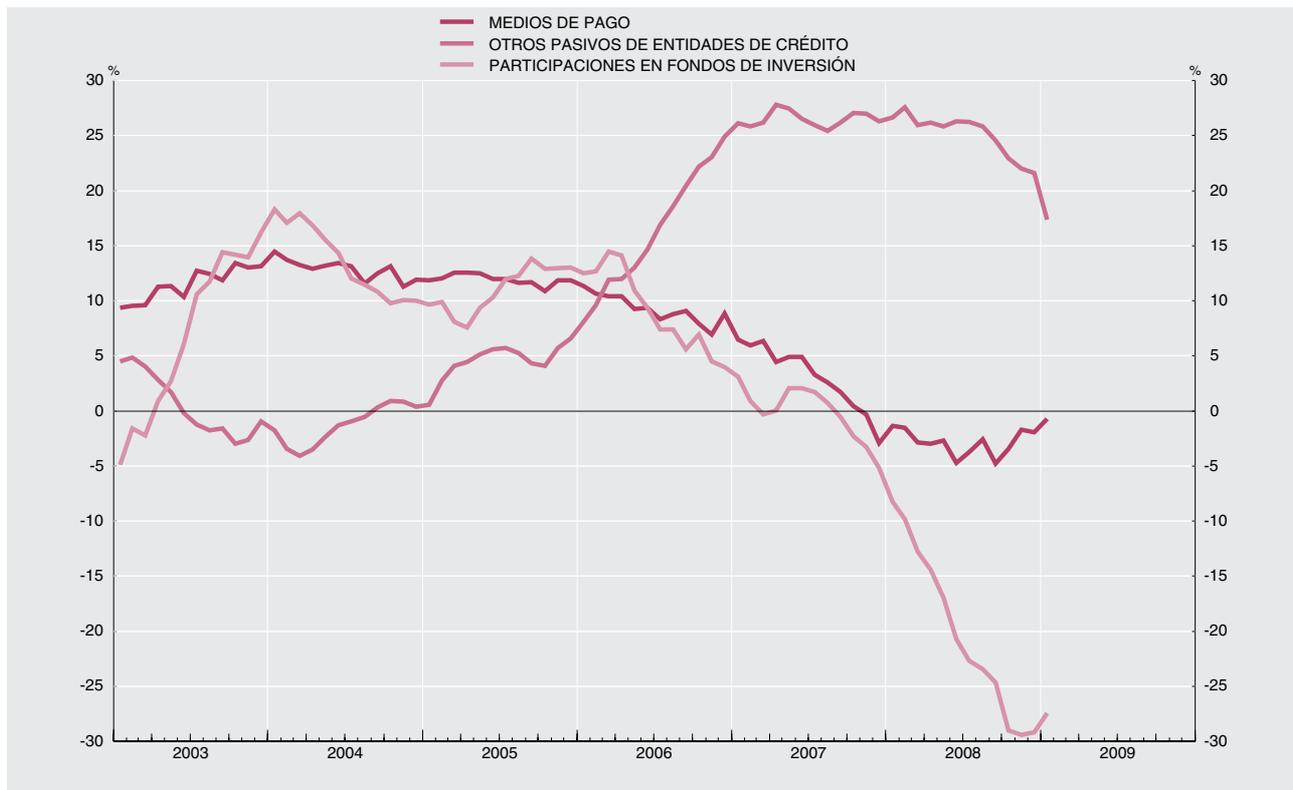
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 999	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 454	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08	P 357 337	-1,9	0,6	-2,7	440 861	21,6	25,4	-14,5	133 230	-29,2	-14,3	-40,7
07 Oct	359 835	0,4	5,2	-1,0	347 007	27,1	28,7	14,3	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
Nov	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 285	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
Dic	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 454	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08 Ene	356 904	-1,4	2,3	-2,5	375 058	26,6	28,8	9,3	181 366	-8,3	6,3	-18,6
Feb	355 661	-1,6	2,0	-2,6	384 960	27,6	29,8	9,3	177 690	-9,8	5,5	-20,6
Mar	356 815	-2,9	0,2	-3,8	390 105	26,0	28,5	5,9	172 932	-12,8	3,5	-24,6
Abr	351 704	-3,0	-0,1	-3,9	398 275	26,2	29,2	2,9	170 675	-14,4	2,2	-26,3
May	355 242	-2,7	-0,7	-3,3	402 516	25,8	29,3	-0,5	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
Jun	361 717	-4,7	-1,9	-5,6	409 054	26,3	29,6	0,9	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
Jul	360 538	-3,7	-2,2	-4,2	416 014	26,3	30,4	-6,1	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
Ago	356 149	-2,6	-2,6	-2,5	420 031	25,8	30,5	-11,5	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
Sep	351 061	-4,8	-3,2	-5,3	421 343	24,6	29,4	-15,8	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
Oct	P 347 522	-3,4	1,4	-5,0	426 693	23,0	27,2	-14,5	138 840	-29,0	-13,1	-40,8
Nov	P 352 666	-1,7	1,1	-2,6	432 328	22,0	26,3	-17,2	135 156	-29,4	-14,1	-41,0
Dic	P 357 337	-1,9	0,6	-2,7	440 861	21,6	25,4	-14,5	133 230	-29,2	-14,3	-40,7
09 Ene	P 354 337	-0,7	1,0	-1,3	440 156	17,4	21,0	-17,8	131 604	-27,4	-19,0	-35,3

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

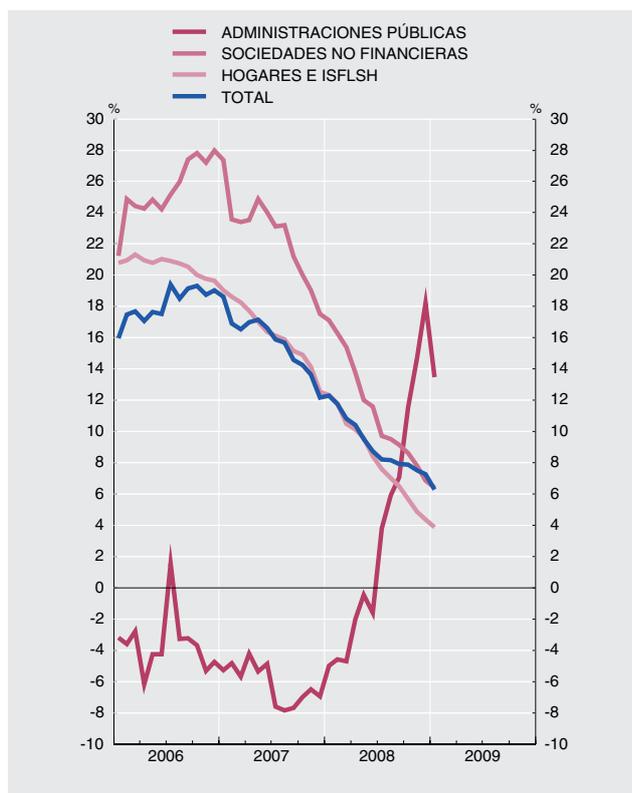
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

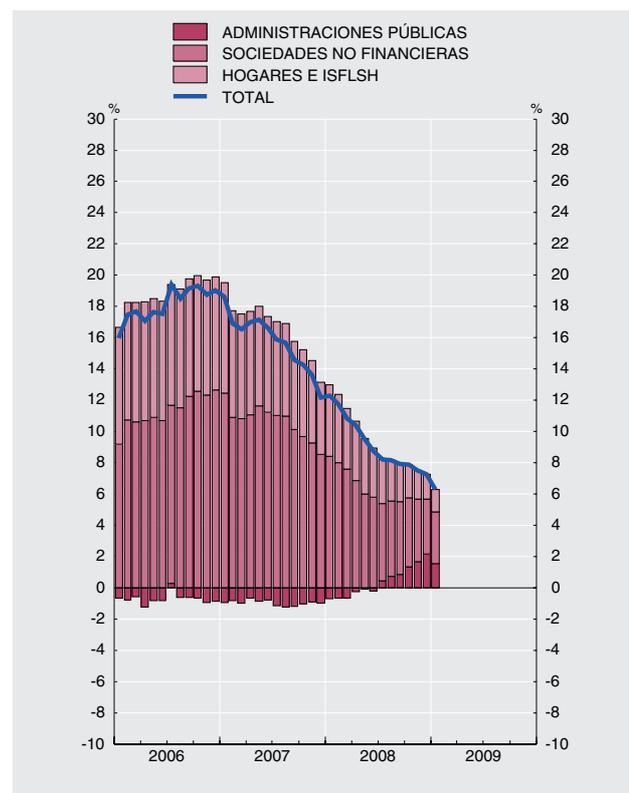
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual						Contribución a la tasa de total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				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	
06	2 103 050	336 017	19,0	-4,7	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,8	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9
07	2 368 342	255 974	12,2	-6,9	15,4	17,5	12,5	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,6	11,6	0,3	1,3
08	P 2 542 494	172 524	7,3	18,2	5,8	6,8	4,4	5,6	12,1	6,4	2,2	5,1	3,5	1,6	4,2	0,2	0,8
07 Oct	2 316 014	8 166	14,2	-7,0	17,8	20,0	14,9	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,5	13,6	0,4	1,3
Nov	2 340 155	23 510	13,6	-6,5	16,9	19,0	14,1	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,3	5,3	12,8	0,3	1,4
Dic	2 368 342	25 063	12,2	-6,9	15,4	17,5	12,5	15,9	18,4	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,6	11,6	0,3	1,3
08 Ene	2 376 032	9 244	12,3	-5,0	15,1	17,1	12,4	15,4	18,6	12,7	-0,7	13,0	8,4	4,6	11,2	0,3	1,5
Feb	2 391 143	14 348	11,8	-4,6	14,4	16,3	11,8	14,9	14,2	11,2	-0,6	12,4	8,0	4,4	10,9	0,2	1,3
Mar	2 404 682	13 346	10,8	-4,7	13,3	15,4	10,5	13,6	11,0	11,7	-0,6	11,5	7,6	3,9	9,9	0,2	1,4
Abr	2 408 528	3 393	10,4	-2,0	12,2	13,8	10,1	12,6	15,4	9,3	-0,3	10,7	6,9	3,8	9,3	0,2	1,1
May	2 432 587	22 734	9,5	-0,4	11,0	12,0	9,6	11,6	17,4	6,2	-0,1	9,6	6,0	3,6	8,6	0,3	0,7
Jun	2 449 828	26 955	8,7	-1,6	10,2	11,6	8,4	10,2	18,0	9,5	-0,2	8,9	5,8	3,1	7,5	0,3	1,1
Jul	2 469 538	10 035	8,2	3,8	8,8	9,7	7,6	8,9	10,1	7,9	0,5	7,8	4,9	2,8	6,7	0,2	0,9
Ago	2 482 387	12 158	8,2	5,9	8,5	9,5	7,0	8,4	10,0	8,5	0,7	7,4	4,8	2,6	6,3	0,2	1,0
Sep	2 502 253	14 147	7,9	7,1	8,0	9,2	6,5	7,8	6,9	10,0	0,9	7,1	4,7	2,4	5,8	0,1	1,2
Oct	P 2 508 314	7 467	7,9	11,6	7,4	8,6	5,7	7,4	6,7	7,4	1,3	6,5	4,4	2,1	5,6	0,1	0,9
Nov	P 2 525 611	16 812	7,5	14,8	6,6	7,8	4,9	6,4	12,4	6,8	1,7	5,8	4,0	1,8	4,8	0,2	0,8
Dic	P 2 542 494	21 886	7,3	18,2	5,8	6,8	4,4	5,6	12,1	6,4	2,2	5,1	3,5	1,6	4,2	0,2	0,8
09 Ene	P 2 529 017	-13 298	6,3	13,5	5,4	6,4	3,9	5,0	17,3	6,2	1,6	4,7	3,3	1,4	3,7	0,3	0,7

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2009, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2009).

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

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

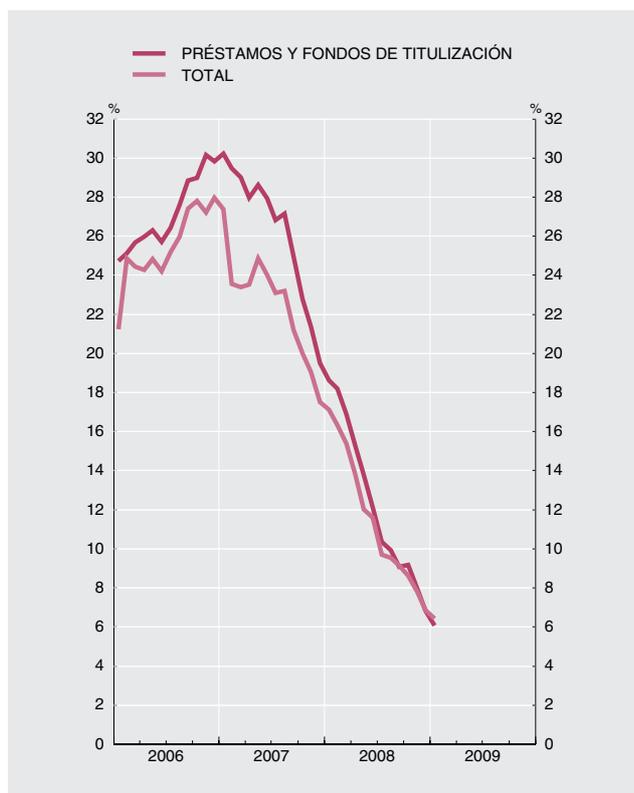
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

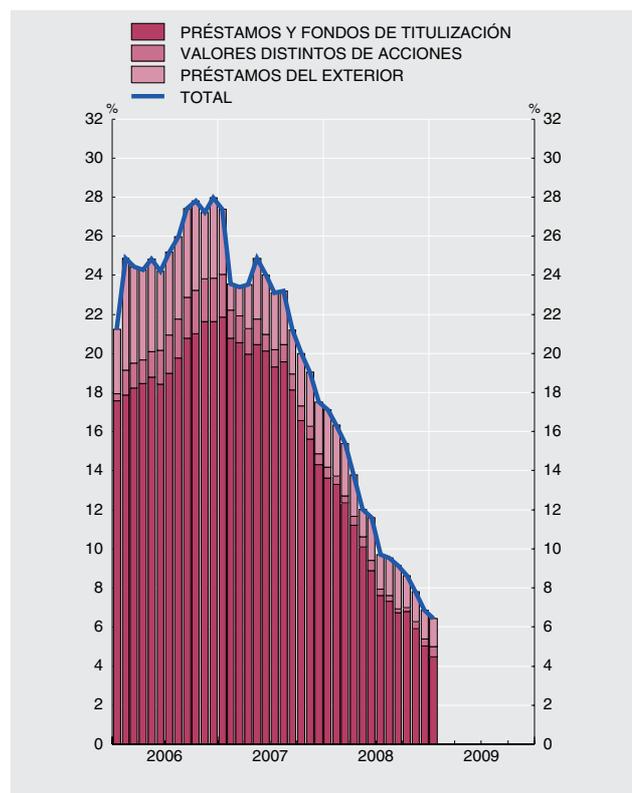
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual		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	
06	1 024 233	223 107	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 161	16,0	4,1	3 230
07	1 214 317	179 302	17,5	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	2 678
08	P 1 301 358	83 161	6,8	954 130	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	6,3	1,5	2 060
07 Oct	1 184 718	12 424	20,0	874 857	22,8	16,6	36 804	23 338	24,0	0,7	273 058	11,1	2,7	2 935
Nov	1 196 691	11 263	19,0	884 462	21,4	15,6	36 654	23 234	21,7	0,7	275 574	11,6	2,8	2 816
Dic	1 214 317	13 964	17,5	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 013	11,2	2,7	2 678
08 Ene	1 221 117	8 384	17,1	902 146	18,6	13,6	36 709	22 872	18,6	0,6	282 262	12,3	2,9	2 632
Feb	1 225 711	3 761	16,3	906 447	18,2	13,3	36 632	22 667	14,2	0,4	282 632	10,8	2,6	2 552
Mar	1 233 693	7 366	15,4	914 494	16,9	12,4	35 920	22 587	11,0	0,3	283 280	11,4	2,7	2 489
Abr	1 242 246	8 056	13,8	919 170	15,3	11,2	36 787	22 573	15,4	0,5	286 289	9,0	2,1	2 461
May	1 251 308	7 573	12,0	924 039	13,8	10,1	36 828	24 195	17,4	0,5	289 040	5,9	1,4	2 500
Jun	1 256 500	14 557	11,6	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	285 107	9,2	2,2	2 422
Jul	1 277 173	10 954	9,7	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	296 542	7,6	1,8	2 351
Ago	1 276 981	-964	9,5	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	298 108	8,3	1,9	2 205
Sep	1 293 405	10 379	9,2	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	307 817	9,7	2,2	2 187
Oct	P 1 299 115	6 954	8,6	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	307 037	7,1	1,6	2 103
Nov	P 1 302 125	2 380	7,8	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	308 344	6,6	1,5	2 075
Dic	P 1 301 358	3 761	6,8	954 130	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	6,3	1,5	2 060
09 Ene	P 1 304 974	3 634	6,4	954 292	6,1	4,5	43 074	27 863	17,3	0,5	307 608	6,1	1,4	1 936

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2009, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2009).

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

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

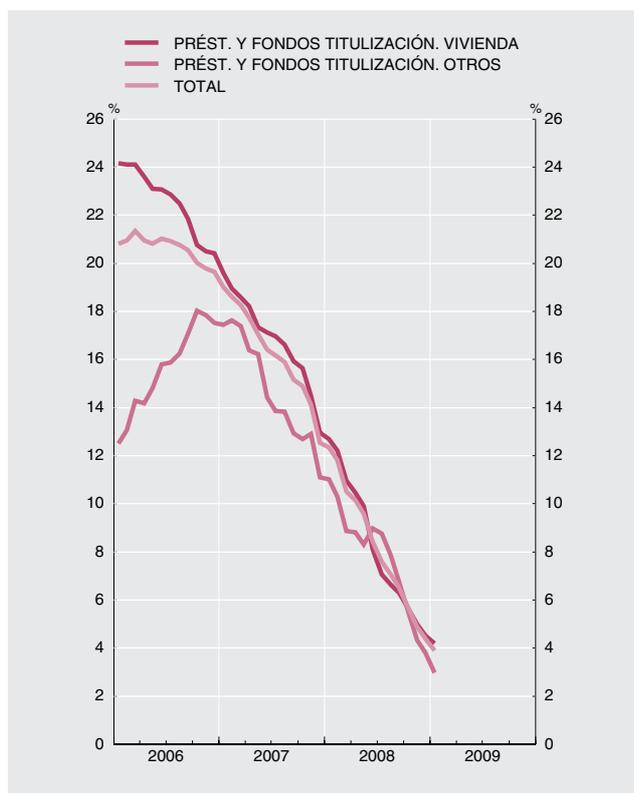
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

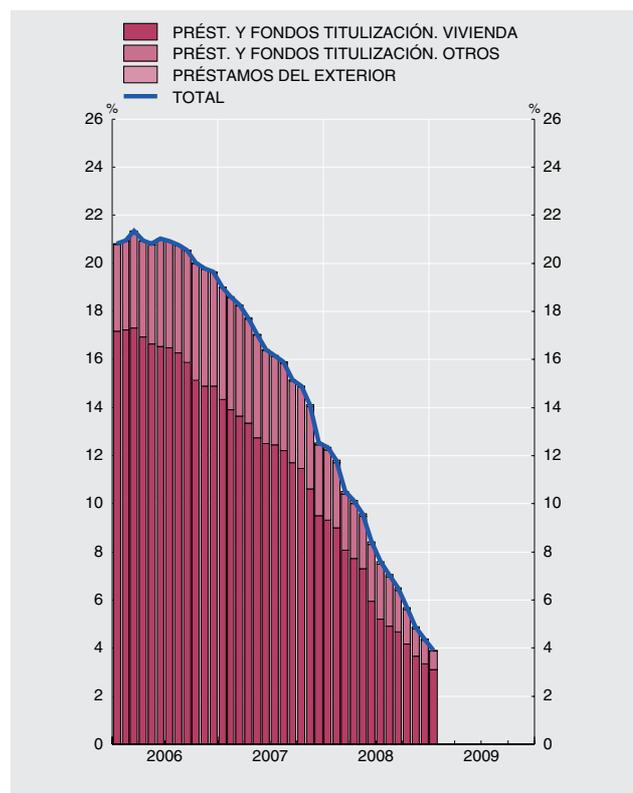
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de cré. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	874 405	97 497	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08	P 910 550	38 397	4,4	673 153	4,5	3,3	235 016	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
07 Oct	862 650	8 613	14,9	637 306	15,6	11,5	223 744	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 008	6 076
Nov	874 957	12 387	14,1	642 745	14,5	10,6	230 547	12,9	3,4	1 665	47,0	0,1	26 738	5 939
Dic	874 405	-14	12,5	644 787	13,0	9,5	227 839	11,1	2,9	1 778	51,4	0,1	26 576	5 625
08 Ene	877 796	3 360	12,4	647 765	12,7	9,3	227 848	11,0	2,9	2 183	86,0	0,1	26 185	5 547
Feb	882 251	4 525	11,8	651 849	12,2	9,0	228 214	10,3	2,7	2 188	85,4	0,1	25 885	5 492
Mar	886 183	4 355	10,5	655 757	11,0	8,1	228 195	8,9	2,3	2 231	80,6	0,1	25 595	5 496
Abr	892 677	6 538	10,1	660 265	10,5	7,7	230 165	8,8	2,3	2 248	80,0	0,1	25 308	5 495
May	897 841	5 327	9,6	663 535	9,9	7,3	232 025	8,3	2,2	2 280	77,4	0,1	25 026	5 325
Jun	906 874	9 382	8,4	665 070	8,1	5,9	239 510	9,0	2,4	2 294	76,3	0,1	24 823	5 298
Jul	907 208	378	7,6	667 768	7,1	5,2	237 132	8,8	2,3	2 308	68,0	0,1	24 407	5 685
Ago	906 862	-264	7,0	669 041	6,6	4,9	235 513	7,9	2,0	2 308	57,1	0,1	23 942	5 444
Sep	907 457	920	6,5	670 802	6,3	4,7	234 337	6,7	1,7	2 318	52,5	0,1	24 041	4 830
Oct	P 909 436	2 142	5,7	672 182	5,6	4,2	234 899	5,5	1,4	2 355	47,3	0,1	23 427	4 617
Nov	P 915 357	6 065	4,9	673 685	5,0	3,7	239 306	4,3	1,1	2 366	42,1	0,1	23 515	4 540
Dic	P 910 550	-4 331	4,4	673 153	4,5	3,3	235 016	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
09 Ene	P 909 535	-853	3,9	674 294	4,2	3,1	232 811	3,0	0,8	2 431	11,4	0,0	23 093	4 311

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2009, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2009).

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

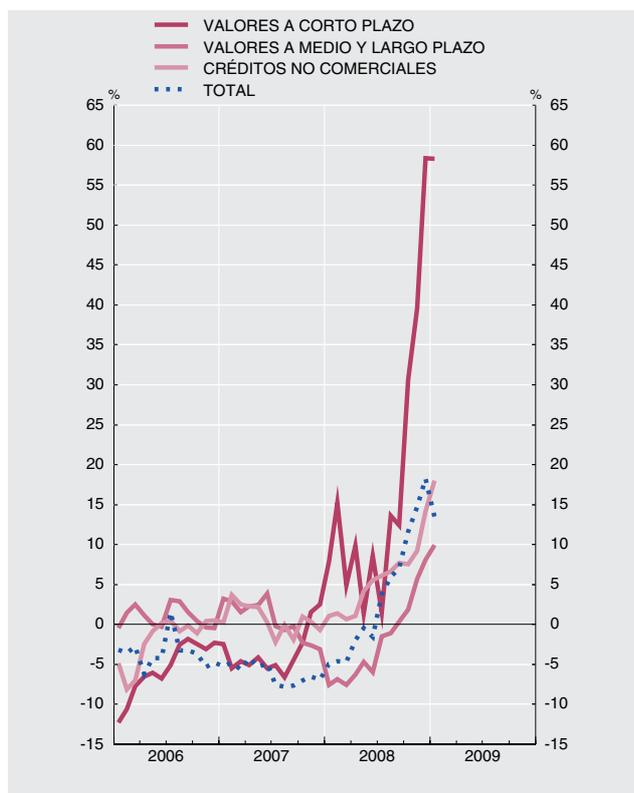
8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

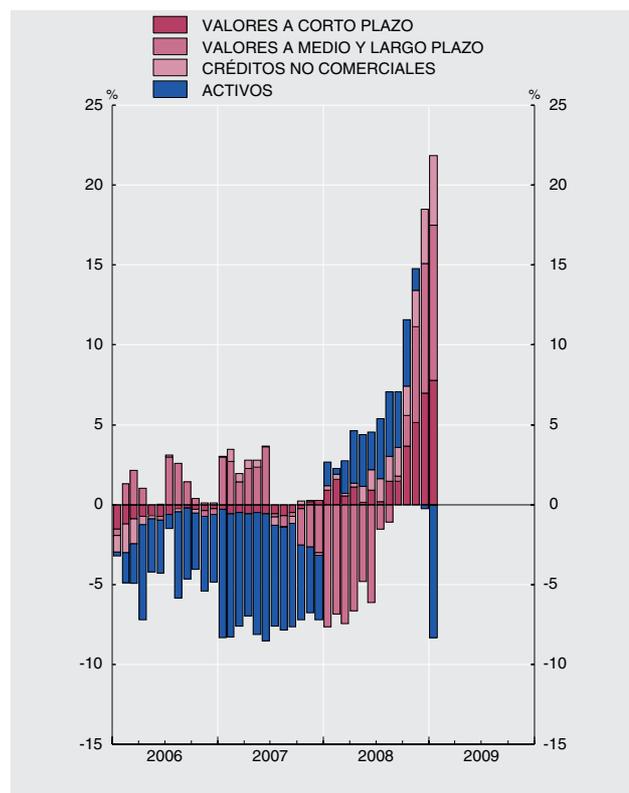
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos					T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total						
		Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Pasivos (a)			Activos		Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos	Pasivos			Activos	Pasivos			Activos	
					Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Total			Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Total		Valores	Créditos no comerciales y resto (a)			
						A corto plazo	Medio y largo plazo											A corto plazo		Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18			
05		315 420	-8 728	-2,7	2 652	-4 042	7 366	-673	-695	12 075	0,7	-10,8	2,6	-1,0	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5	
06	P	300 445	-14 975	-4,7	-1 635	-770	-1 217	352	1 780	11 560	-0,4	-2,3	-0,4	0,5	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2	
07	P	279 620	-20 825	-6,9	-8 657	823	-9 001	-479	2 973	9 195	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0	
08	A	330 586	50 966	18,2	51 728	19 481	22 677	9 570	740	22	13,6	58,3	8,1	14,2	0,8	7,0	8,1	3,4	-0,3	
07	Ago	P	281 787	7 122	-7,8	-4 508	-1 808	-2 043	-657	-158	-11 473	-1,1	-6,6	-0,7	-0,1	24,1	-0,7	-0,7	-0,0	-6,4
	Sep	P	281 518	-269	-7,7	5 705	2 589	2 791	325	-72	6 046	-0,9	-4,5	-0,2	-1,9	22,7	-0,5	-0,2	-0,4	-6,5
	Oct	P	268 647	-12 871	-7,0	-10 578	-1 178	-10 087	688	1 512	781	-1,7	-2,3	-2,3	1,0	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6
	Nov	P	268 508	-139	-6,5	3 494	2 868	841	-215	-2 152	5 785	-1,8	1,6	-2,6	0,3	11,7	0,2	-2,6	0,1	-4,1
	Dic	P	279 620	11 112	-6,9	-705	-1 497	-778	1 570	-468	-11 349	-2,2	2,5	-3,1	-0,7	13,7	0,3	-3,0	-0,2	-4,0
08	Ene	A	277 119	-2 501	-5,0	-5 735	3 506	-9 094	-147	7	-3 240	-4,8	7,9	-7,6	1,1	-4,3	0,9	-7,6	0,2	1,5
	Feb	A	283 181	6 062	-4,6	4 894	-956	4 588	1 263	1 046	-2 213	-3,7	15,2	-6,9	1,4	-1,0	1,6	-6,8	0,3	0,3
	Mar	A	284 806	1 625	-4,7	-4 007	-708	-3 606	308	-328	-5 304	-5,1	4,9	-7,6	0,6	-6,3	0,6	-7,4	0,1	2,1
	Abr	A	273 605	-11 201	-2,0	2 244	-1 286	3 632	-102	4 682	8 764	-3,8	9,9	-6,3	1,1	-8,1	1,1	-6,6	0,3	3,3
	May	A	283 439	9 834	-0,4	5 468	-321	4 808	982	-411	-3 955	-2,7	1,4	-4,7	4,2	-8,4	0,2	-4,8	1,0	3,2
	Jun	A	286 455	3 016	-1,6	2 179	-476	1 571	1 084	120	-956	-2,9	8,6	-6,0	5,6	-6,5	0,9	-6,1	1,3	2,4
	Jul	A	285 158	-1 297	3,8	1 775	-241	3 126	-1 110	-6 793	9 865	0,1	1,5	-1,5	6,1	-9,1	0,2	-1,5	1,5	3,7
	Ago	A	298 543	13 386	5,9	683	1 873	-899	-291	-230	-12 473	1,4	13,6	-1,1	6,7	-11,2	1,5	-1,1	1,5	4,0
	Sep	A	301 391	2 848	7,1	10 411	2 531	6 856	1 024	-45	7 608	2,6	12,4	0,3	7,7	-9,1	1,5	0,3	1,8	3,5
	Oct	A	299 763	-1 629	11,6	-751	4 530	-5 917	635	12 964	-12 086	5,3	30,7	1,8	7,6	-10,2	3,7	1,9	1,9	4,2
	Nov	A	308 129	8 367	14,8	19 516	6 851	11 820	845	2 126	9 024	9,4	39,6	5,7	9,2	-3,2	5,1	6,0	2,3	1,4
	Dic	A	330 586	22 457	18,2	15 050	4 179	5 792	5 079	-12 397	4 990	13,6	58,3	8,1	14,2	0,8	7,0	8,1	3,4	-0,3
09	Ene	A	314 507	-16 080	13,5	3 049	5 540	-4 872	2 382	6 809	12 320	16,1	58,3	9,9	18,0	23,6	7,8	9,7	4,4	-8,3

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

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

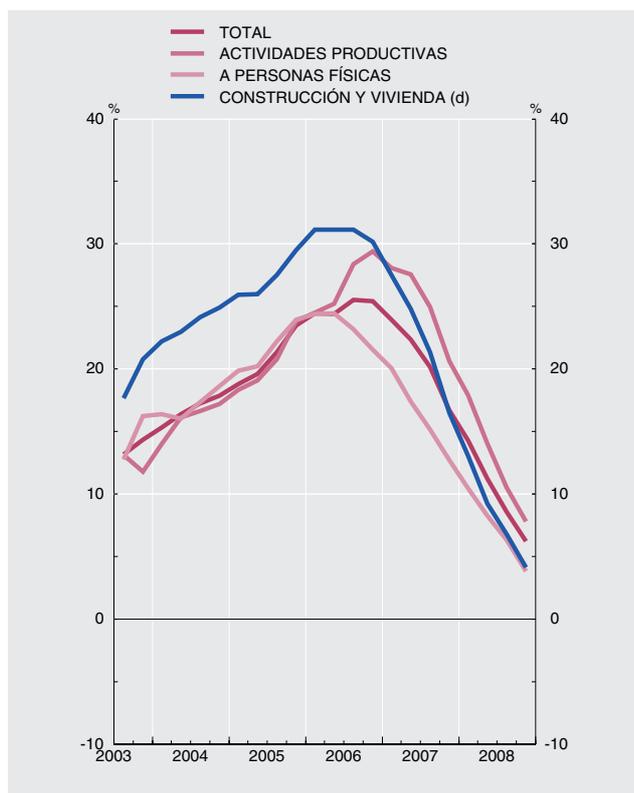
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

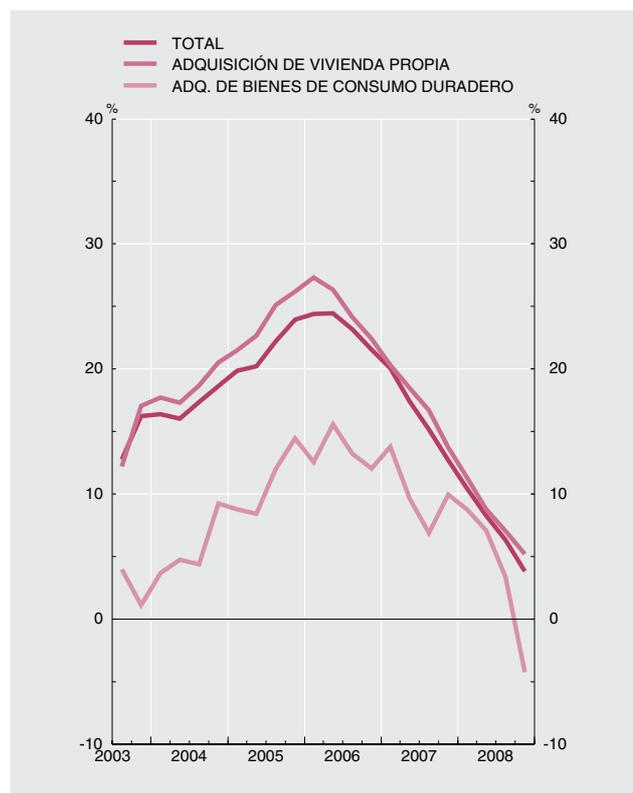
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
														Total	Del cual	Del cual
05	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179
04 III	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 I	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
II	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277
III	1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 I	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
II	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
III	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
IV	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 I	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
II	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 497	1 015 326
III	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	604 623	577 337	54 035	109 539	6 106	21 822	1 047 563
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179
08 I	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	630 161	601 958	57 357	114 740	5 804	22 962	1 095 670
II	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	640 247	611 447	57 726	119 101	5 952	23 840	1 109 023
III	1 852 560	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 752	646 761	617 904	55 859	114 132	6 063	24 075	1 118 568
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 911	682 652	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 793

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

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

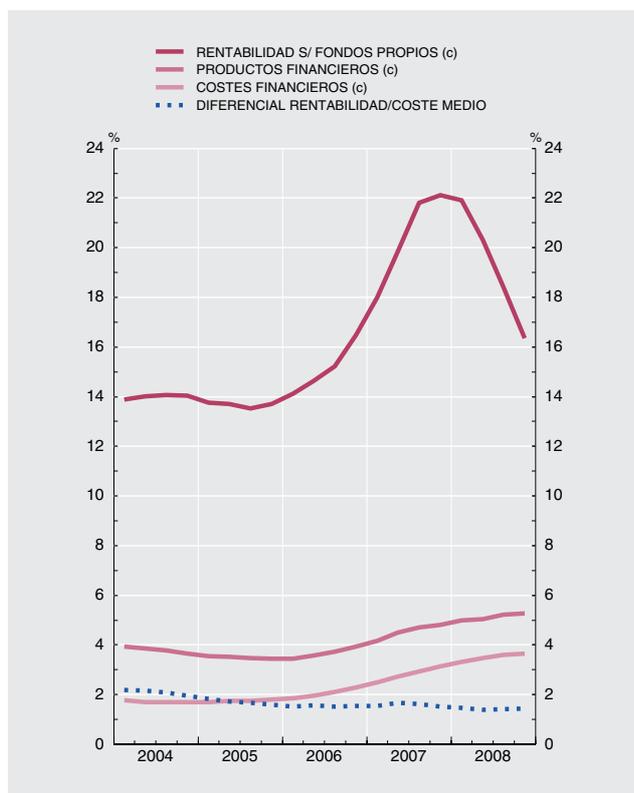
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	Del cual		8	9	10	11	12	13	14
							De explotación	De personal							
Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación		Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)		
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	14,4	3,7	2,1	1,6
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5
05 IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	14,4	3,7	2,1	1,6
06 I		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	14,8	3,6	2,1	1,5
II		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	15,9	3,8	2,2	1,6
III		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	15,8	3,9	2,4	1,5
IV		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	4,2	2,6	1,6
07 I		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	20,9	4,4	2,8	1,5
II		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	23,3	4,8	3,1	1,7
III		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	23,6	5,0	3,3	1,6
IV		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	20,7	5,1	3,6	1,5
08 I		5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	20,1	5,3	3,8	1,5
II		5,5	3,6	1,9	0,6	2,5	1,0	0,6	1,5	-0,4	1,0	16,9	5,3	3,9	1,4
III		5,4	3,8	1,6	0,5	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,4	0,7	16,0	5,5	4,1	1,4
IV		5,2	3,6	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,1	-0,8	0,2	12,5	5,6	4,2	1,4

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

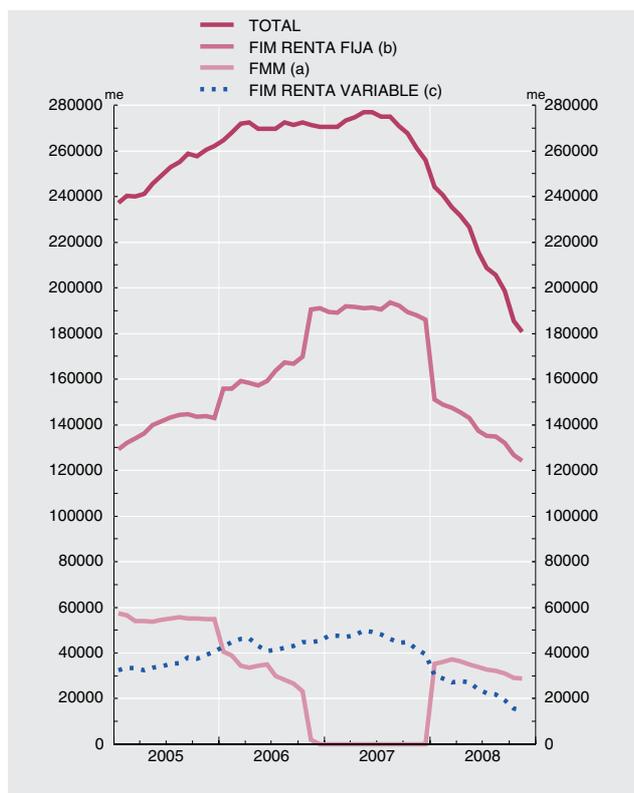
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

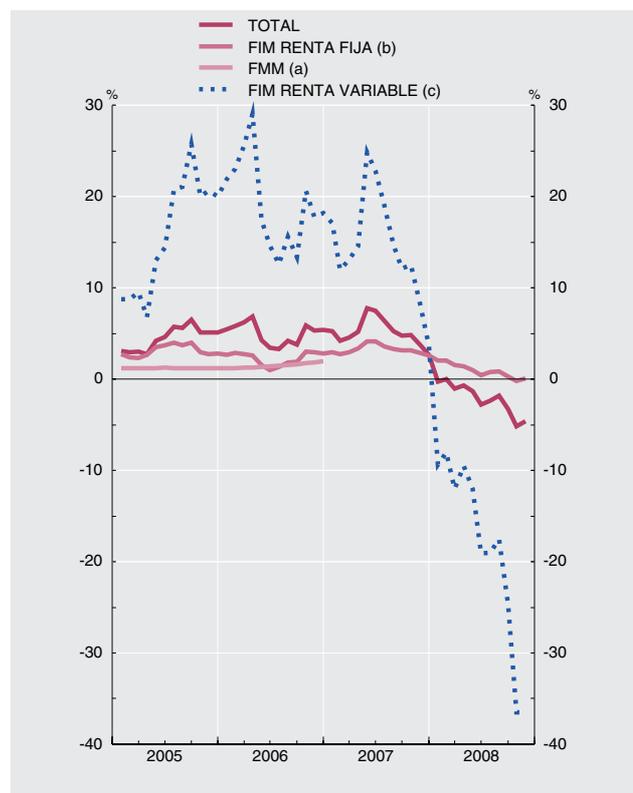
Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

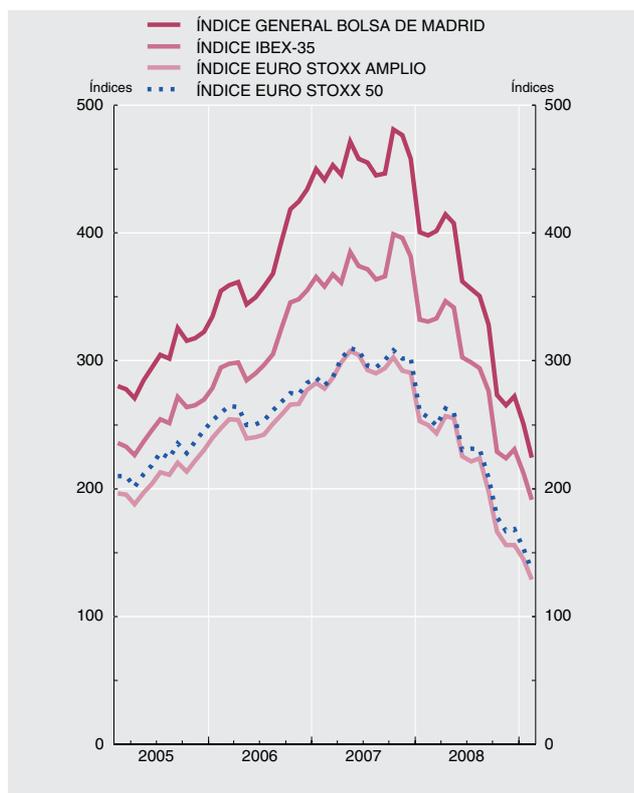
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

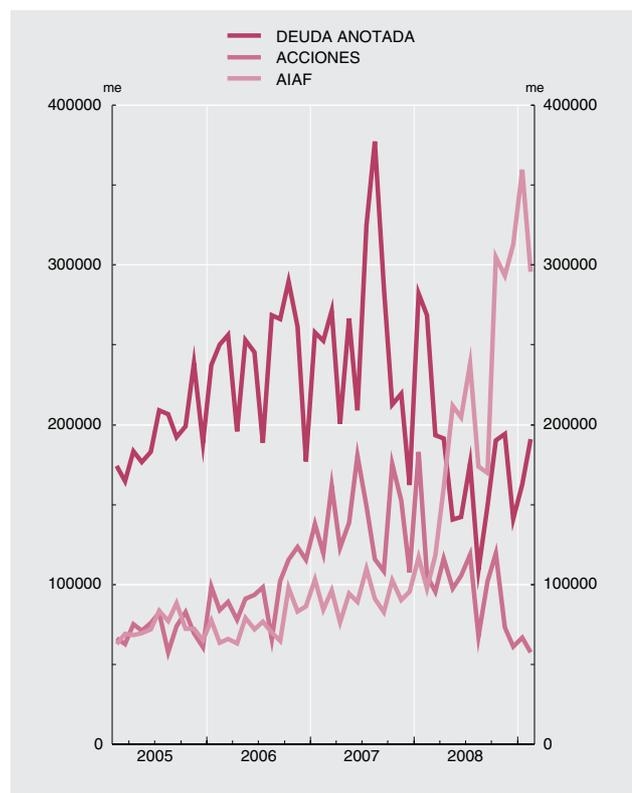
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
07	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
08	1 262,61	11 738,25	309,67	3 277,70	1 245 129	79 578	2 178 310	2 403 160	-	19 146	-	7 605
09	853,37	8 056,74	196,26	2 113,23	124 176	13 884	353 676	655 164	-	4 358	-	880
07 Nov	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
Dic	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
08 Ene	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
Feb	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
Mar	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
Abr	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
May	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
Jun	1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	142 121	204 624	...	2 196	...	649
Jul	1 276,51	11 881,30	315,84	3 367,82	118 682	7 359	175 967	238 332	...	1 361	...	691
Ago	1 256,93	11 707,30	319,45	3 365,63	67 466	7 081	109 103	173 832	...	728	...	557
Sep	1 175,14	10 987,50	282,61	3 038,20	102 011	6 220	149 233	169 860	...	1 953	...	771
Oct	978,13	9 116,00	237,67	2 591,76	119 483	7 707	190 268	305 089	...	1 732	...	765
Nov	950,75	8 910,60	222,34	2 430,31	73 259	6 525	194 344	293 279	...	1 979	...	512
Dic	975,97	9 195,80	222,81	2 451,48	61 062	5 536	141 215	312 823	...	2 854	...	455
09 Ene	898,03	8 450,40	207,09	2 236,98	66 689	6 020	162 791	359 649	...	2 541	...	437
Feb	803,92	7 620,90	184,27	1 976,23	57 487	7 863	190 885	295 515	...	1 817	...	443

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

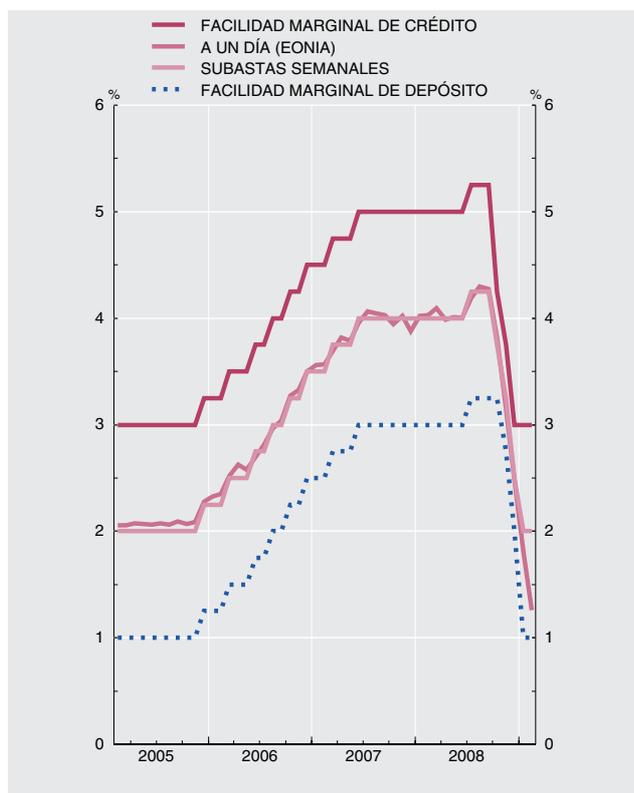
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

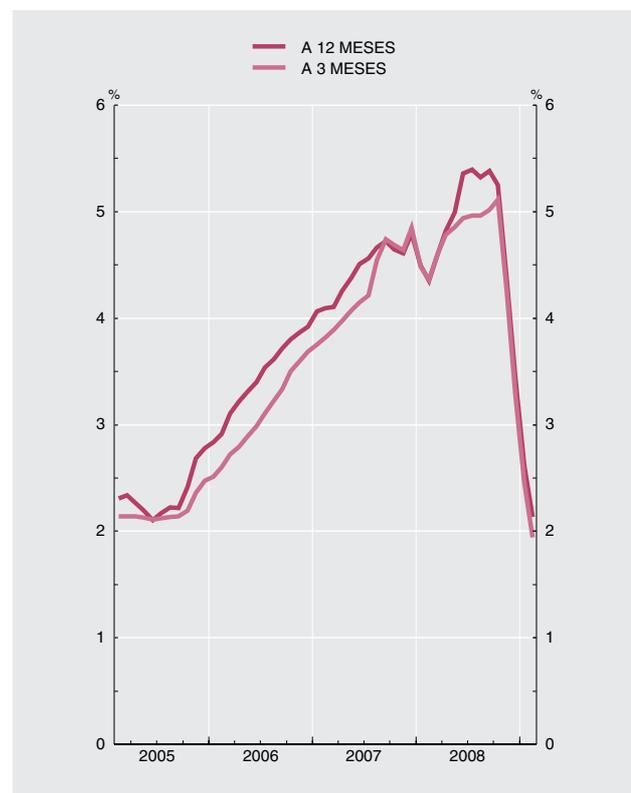
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	2,00	2,00	3,00	1,00	1,549	1,90	2,21	2,30	2,39	1,52	2,02	2,18	2,16	2,29	1,39	1,32	1,21	1,18
07 Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00
07 Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
08 Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
08 Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
08 Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
08 May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
08 Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
08 Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
08 Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
08 Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-
08 Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
08 Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21
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	-
09 Feb	2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,26	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

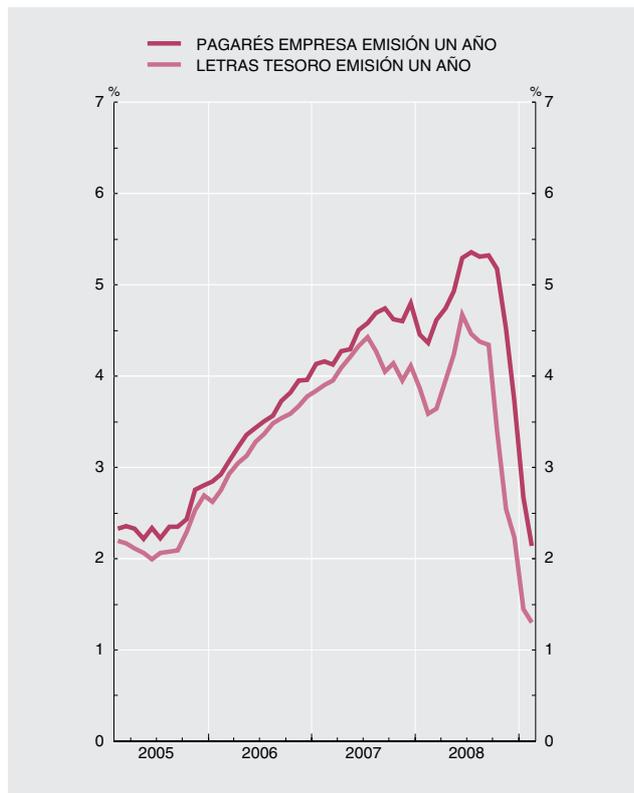
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

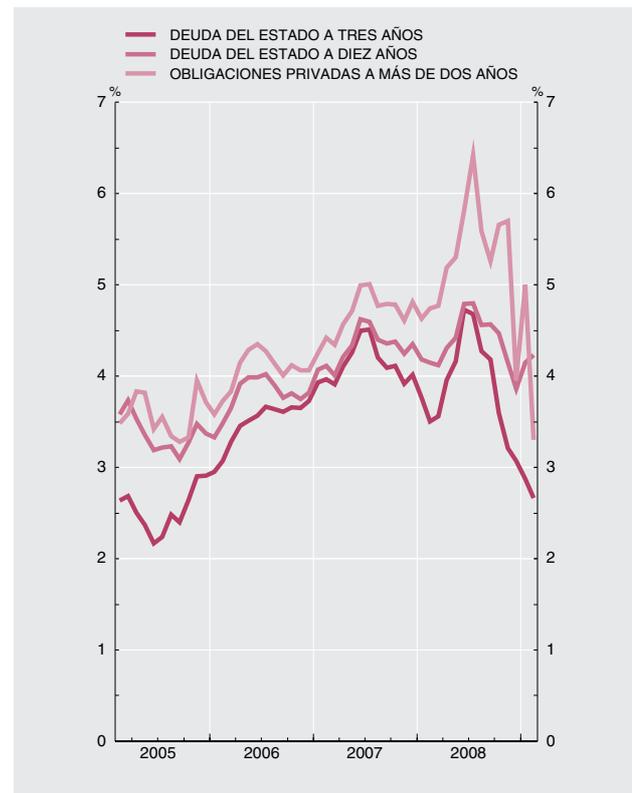
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado						Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años		A diez años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25
09	1,38	1,36	2,42	2,52	2,70	3,31	3,84	4,50	4,90	2,78	4,19	4,19
07 Nov	3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61
07 Dic	4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81
08 Ene	3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63
08 Feb	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
08 Mar	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77
08 Abr	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19
08 May	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30
08 Jun	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81
08 Jul	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42
08 Ago	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59
08 Sep	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26
08 Oct	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66
08 Nov	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70
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
09 Feb	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

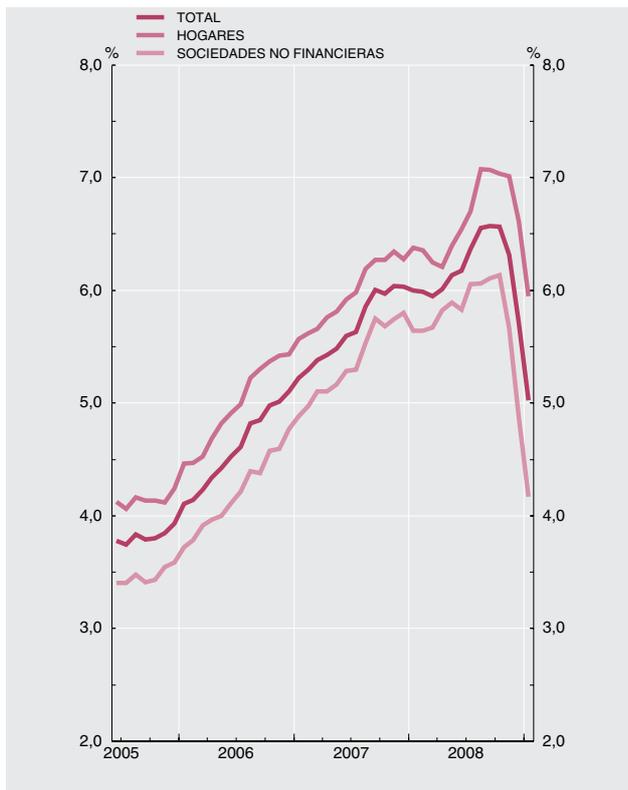
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

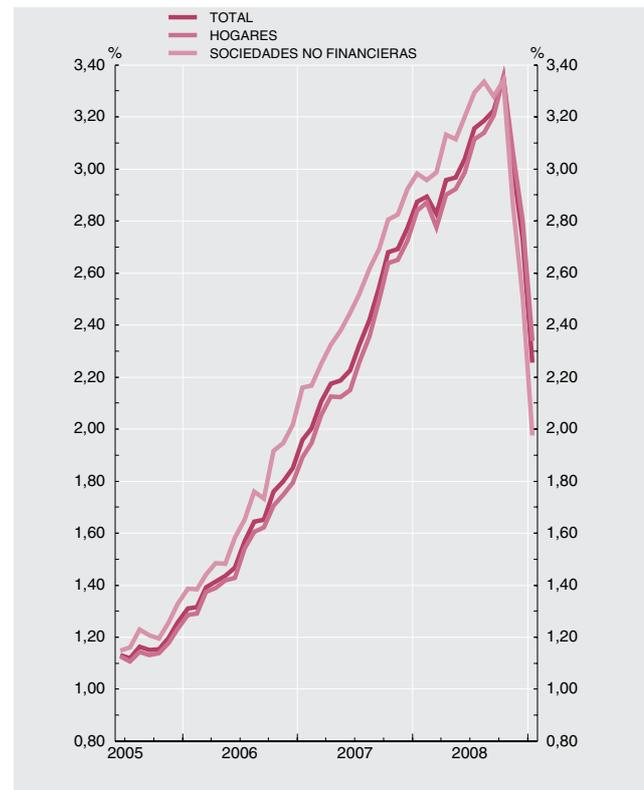
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
07	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
08	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,73	2,80	0,69	4,18	2,20	2,51	1,77	3,47	2,29
09	A 5,02	5,95	4,97	8,72	4,17	5,40	3,60	2,26	2,34	0,61	3,47	1,56	1,98	1,39	2,75	1,59
07 Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96
Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04
Ago	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99
Sep	6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33	4,02
Oct	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24	3,97
Nov	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22	4,02
Dic	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42	3,92
08 Ene	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43	3,94
Feb	5,98	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27	4,02
Mar	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36	4,04
Abr	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55	4,02
May	6,13	6,39	5,54	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,11	1,97	4,51	4,06
Jun	6,17	6,54	5,72	8,78	5,83	6,50	5,50	3,04	2,99	0,75	4,64	3,88	3,20	2,04	4,59	4,07
Jul	6,37	6,70	5,94	8,82	6,06	6,64	5,71	3,16	3,11	0,78	4,79	4,04	3,29	2,09	4,71	4,24
Ago	6,55	7,07	6,18	9,58	6,06	6,67	5,74	3,19	3,14	0,79	4,78	4,08	3,34	2,20	4,65	4,34
Sep	6,57	7,07	6,21	9,48	6,11	6,70	5,70	3,22	3,21	0,80	4,84	4,07	3,28	2,13	4,71	4,21
Oct	6,57	7,03	6,21	9,35	6,14	6,97	5,66	3,35	3,35	0,77	5,04	3,34	3,34	2,25	4,67	3,42
Nov	6,31	7,01	6,18	9,31	5,66	6,56	5,11	3,01	3,06	0,73	4,60	2,72	2,86	2,00	3,98	2,88
Dic	5,71	6,61	5,83	8,79	4,87	5,91	4,42	2,73	2,80	0,69	4,18	2,20	2,51	1,77	3,47	2,29
09 Ene	P 5,02	5,95	4,97	8,72	4,17	5,40	3,60	2,26	2,34	0,61	3,47	1,56	1,98	1,39	2,75	1,59

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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

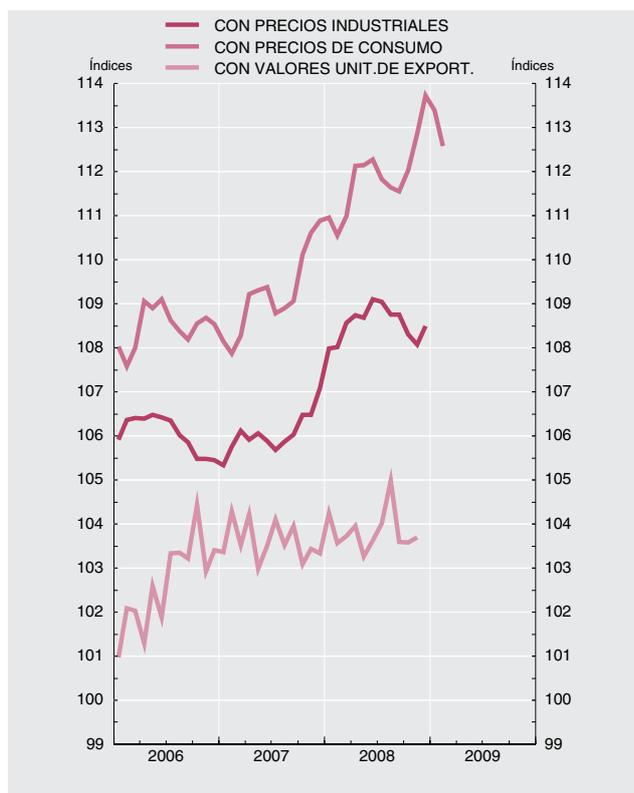
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

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

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

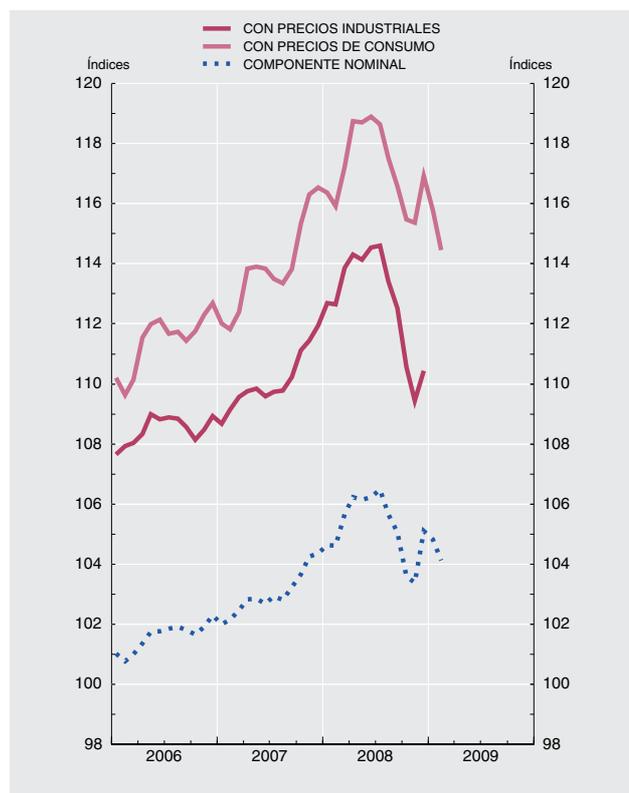
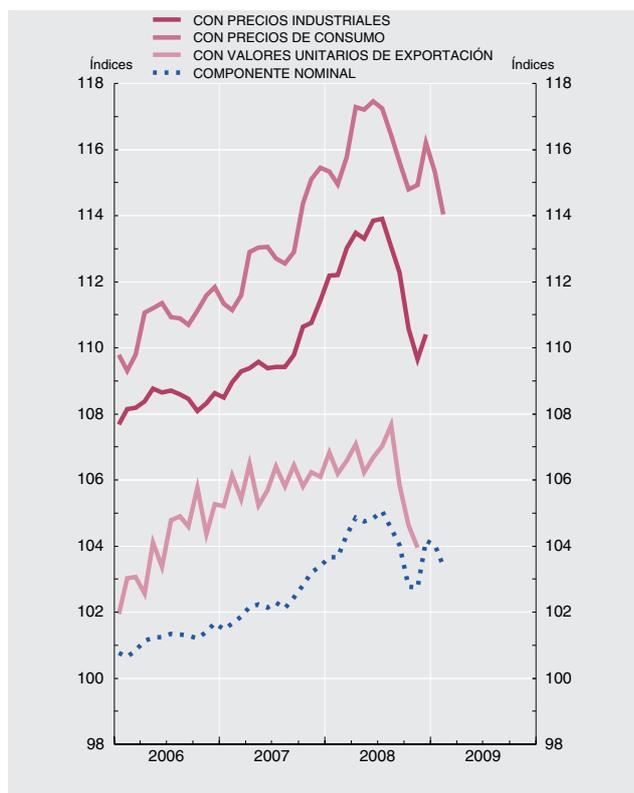
■ Serie representada gráficamente.

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	
06	108,4	110,8	119,3	104,0	101,2	107,1	109,5	117,9	102,8	108,5	111,4	101,6	106,8	109,7
07	109,7	113,0	122,3	105,9	102,3	107,2	110,5	119,5	103,5	110,1	113,9	103,0	106,8	110,6
08	112,3	116,1	129,6	...	104,1	107,9	111,5	124,5	...	112,8	117,2	105,2	107,2	111,4
07 I	108,9	111,4	120,4	105,6	101,7	107,1	109,5	118,5	103,8	109,1	112,1	102,2	106,8	109,7
07 II	109,5	113,0	120,7	105,8	102,2	107,1	110,6	118,1	103,6	109,7	113,9	102,8	106,8	110,8
07 III	109,5	112,7	122,6	106,2	102,3	107,1	110,2	119,8	103,8	109,9	113,6	103,0	106,7	110,3
07 IV	110,9	115,0	125,5	106,0	103,1	107,6	111,5	121,7	102,8	111,5	116,1	104,1	107,1	111,5
08 I	112,5	115,4	129,1	106,5	103,9	108,3	111,0	124,2	102,5	113,1	116,5	105,0	107,7	111,0
08 II	113,5	117,3	131,9	106,7	104,8	108,3	111,9	125,8	101,8	114,3	118,8	106,2	107,7	111,9
08 III	113,1	116,4	129,4	106,9	104,5	108,2	111,4	123,8	102,2	113,5	117,6	105,7	107,4	111,2
08 IV	110,2	115,3	128,1	...	103,2	106,8	111,7	124,1	...	110,2	115,9	104,0	105,9	111,4
08 May	113,3	117,2	...	106,2	104,7	108,2	111,9	...	101,4	114,1	118,7	106,1	107,5	111,8
08 Jun	113,9	117,5	...	106,7	104,8	108,6	112,0	...	101,8	114,5	118,9	106,2	107,8	111,9
08 Jul	113,9	117,2	...	107,0	105,1	108,4	111,6	...	101,9	114,6	118,7	106,5	107,6	111,4
08 Ago	113,1	116,4	...	107,7	104,5	108,2	111,4	...	103,0	113,4	117,5	105,7	107,3	111,2
08 Sep	112,3	115,6	...	105,8	104,0	107,9	111,1	...	101,7	112,5	116,6	105,1	107,1	111,0
08 Oct	110,6	114,8	...	104,6	102,8	107,6	111,7	...	101,8	110,6	115,5	103,6	106,7	111,5
08 Nov	109,7	114,9	...	104,0	102,7	106,7	111,9	...	101,2	109,4	115,4	103,4	105,9	111,6
08 Dic	110,4	116,2	...	...	104,2	106,0	111,6	...	...	110,4	116,9	105,1	105,1	111,3
09 Ene	...	115,3	...	...	104,0	...	110,9	...	...	...	115,8	104,8	...	110,5
09 Feb	...	114,0	...	...	103,4	...	110,3	...	...	...	114,5	104,1	...	109,9

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 2008	<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 2007 y avance de cierre del ejercicio 43</p> <p>Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59</p> <p>Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77</p> <p>La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89</p> <p>Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103</p>
ABR 2008	<p>Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89</p> <p>Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107</p> <p>Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 125</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151</p>
MAY 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41</p> <p>La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55</p> <p>Bonos indicados y expectativas de inflación en la zona del euro 67</p> <p>Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81</p>
JUN 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41</p> <p>La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59</p> <p>Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69</p> <p>La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83</p> <p>Integración y competencia en el sistema bancario español 91</p> <p>Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131</p>
JUL-AGO 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81</p> <p>El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93</p> <p>La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145</p>
SEP 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49</p> <p>Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61</p> <p>Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87</p> <p>La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101</p>
OCT 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91</p>

	Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea	101
	Informe semestral de economía latinoamericana	113
	Regulación financiera: tercer trimestre de 2008	141
NOV 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008	33
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa	53
	Las consecuencias de la indiciación salarial sobre la inflación	63
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008	71
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008	85
	Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones	97
DIC 2008	Evolución reciente de la economía española	11
	La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas	31
	Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española	45
	Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual	59
	El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM	69
	Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes	85
ENE 2009	Informe trimestral de la economía española	11
	Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España	79
	Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006	89
	La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM	103
	Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales	117
	Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008	131
FEB 2009	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
	«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i> , organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros	23
	Evolución reciente de la economía española	35
	La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa	55
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009	65
	Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior	77
	La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM	91
	La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana	105
	Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional	119
MAR 2009	Evolución reciente de la economía española	11
	Informe de proyecciones de la economía española	31
	Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio	47
	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
	Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro	73
	Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro	83
	Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este	91
	Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina	105

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 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).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

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

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

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

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