

BOLETÍN ECONÓMICO

06/2009

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



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

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

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

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

ÍNDICE

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso	11
Evolución reciente de la economía española	21
Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2009	41
La asimilación salarial de los inmigrantes en España	59
Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008	71
La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera	81
Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo	95
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

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

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

La evolución de la economía española a la que hace referencia el *Informe Anual* del Banco de España que motiva esta comparecencia se enmarca, como ustedes saben, en el contexto de una crisis financiera y económica de alcance global y sin precedentes desde hace muchas décadas.

El origen de la crisis —que se remonta al verano de 2007— fue eminentemente financiero y la globalización de la actividad financiera propició su rápida propagación. La actividad de los mercados financieros internacionales se resintió severamente, llegando a su práctica paralización en algunos de ellos. El grado de tensión financiera alcanzó su máximo en octubre de 2008 y, aunque en los últimos meses ha disminuido, se mantiene todavía en niveles relativamente elevados.

La gravedad de las perturbaciones financieras desembocó en una profunda crisis real, que afectó a la economía mundial con una intensidad y simultaneidad inéditas, colocando a la mayoría de los países desarrollados en una situación recesiva a finales de 2008. A partir del cuarto trimestre de 2008 se observaron contracciones tanto de la actividad en muchos países como del comercio mundial, que se agudizaron en el primer trimestre del presente año. Sin embargo, en dicho período podría haber alcanzado ya el mínimo en el descenso de la actividad, ya que los indicadores más recientes muestran que, aunque la producción seguirá probablemente descendiendo, lo hará a un ritmo más contenido, lo que parece alejar el riesgo de que se produzca una espiral recesiva en la economía mundial.

La dimensión que ha alcanzado esta crisis y la multiplicidad de sus ramificaciones suscitan la necesidad de reaccionar en diversos frentes para evitar que se vuelva a producir. Es evidente que la crisis financiera ha puesto al descubierto numerosas lagunas en la regulación financiera, que deben afrontarse con prontitud. Asimismo, es necesario analizar por qué las debilidades estructurales de las economías y de los sistemas financieros no se detectaron o se corrigieron a tiempo, lo que permitió la propagación de efectos en cadena de una magnitud considerable. Con la ventaja que proporciona echar ahora la vista atrás, parece claro que las políticas económicas adoptadas en los últimos años fueron, en líneas generales, demasiado permisivas durante esa etapa de alto crecimiento respecto a los desequilibrios que generaba el creciente endeudamiento.

Resulta, por tanto, indispensable que las autoridades examinen con ojos críticos los marcos institucionales y regulatorios de sus economías y de sus sistemas financieros y diseñen mecanismos para reforzarlos, de forma que pueda prevenirse la repetición de una crisis como la actual.

Esa revisión deberá abarcar diversos ámbitos fundamentales. Dejaré para más adelante los referidos a las políticas de regulación y supervisión financieras, para centrarme ahora en la necesidad de realizar una reflexión sobre el papel de las políticas macroeconómicas, que evalúe su protagonismo en la gestación de la crisis y analice su diseño más adecuado para corregir desequilibrios como los observados en los últimos años. En el ámbito de la política fiscal se ha echado de menos un papel estabilizador más intenso en los años de alto crecimiento, que habría equilibrado el empuje del gasto privado y contribuido a mantener las finanzas públicas en una senda más sostenible a medio y largo plazo. En cuanto a la política monetaria, deberá profundizarse en el papel que corresponde a los bancos centrales en las estrategias de estabilidad.

Muchas de las medidas adoptadas en los últimos meses por las autoridades económicas y monetarias se articularon a partir de unos principios comunes acordados conjuntamente en el marco de distintos foros internacionales. En el caso del Banco Central Europeo, se han puesto en marcha medidas expansivas sin precedentes, que tratan de aliviar las tendencias contractivas que se han percibido tanto en el plano real como en el financiero. La provisión de liquidez se hizo más flexible ya desde el verano de 2007, aunque fue a partir de octubre de 2008 cuando los cambios fueron más sustanciales, pues las peticiones de liquidez de las entidades comenzaron a satisfacerse en su totalidad y se amplió el conjunto de activos financieros admitidos como garantía de esas operaciones. Desde el verano de 2008, el tipo oficial de intervención se ha reducido 325 puntos básicos, hasta alcanzar, tras la reunión del pasado mes de mayo, un mínimo histórico del 1%. En el terreno de las medidas excepcionales habría que mencionar, entre otras, la ampliación de los plazos a los que se inyecta liquidez, que ahora abarcan hasta los doce meses, y la reciente decisión de adquirir en firme cédulas hipotecarias.

Los gobiernos también han adoptado numerosas medidas para afrontar la crisis financiera, que pueden agruparse en dos grandes bloques: las destinadas a dar soporte a los sistemas financieros y las orientadas a impulsar el gasto. En el primer grupo se ha actuado con una amplia batería de instrumentos, que abarcan desde la ampliación de las garantías de los depósitos bancarios, a la concesión de avales estatales a las emisiones bancarias, las inyecciones de capital público en algunas entidades y la compra de activos problemáticos que se encontraban en las carteras de los bancos. Entre las medidas de estímulo de la demanda habría que destacar tanto la propia actuación de los estabilizadores fiscales automáticos, que son muy relevantes en las economías europeas, como las medidas específicas orientadas a apoyar mediante aumentos del gasto público o reducciones de impuestos a los colectivos o los sectores más castigados por la crisis.

Las medidas que las autoridades españolas han adoptado responden, en general, a esta misma orientación. Así, en nuestro país se amplió la garantía de los depósitos; se creó un Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, con el fin de comprar a las entidades españolas activos de elevada calidad; se están concediendo avales para la emisión de bonos bancarios; se aprobó la apertura de diversas líneas de financiación especial a través del ICO; se introdujeron nuevas deducciones en el IRPF y se pusieron en marcha los denominados Fondo Estatal de Inversión Local y Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía. Más recientemente, se han anunciado nuevas medidas de impulso de la demanda (como las ayudas para la adquisición de automóviles), al tiempo que se están ultimando los detalles para el establecimiento de un Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB), que sirva de herramienta para la remodelación de nuestro sistema financiero.

Permítanme que centre ahora mi atención en la situación de la economía española. La crisis internacional surgió en un momento especialmente delicado para España, pues la economía se estaba ya adentrando en un proceso de ajuste de algunos desequilibrios que se habían acumulado durante la larga etapa de elevado crecimiento que tuvo lugar desde mediados de los años noventa. Unos desequilibrios que tenían algunos puntos en común con los detectados a nivel global, pero que también mostraban rasgos específicos.

Al igual que en otros países, el dinamismo del gasto del sector privado en España se asentó en un rápido incremento del endeudamiento de familias y empresas, alentado por los bajos niveles de deuda de los que se partía y por unas condiciones financieras favorables, propiciadas por un tono de la política monetaria que durante ese período fue demasiado laxo para las condiciones de nuestra economía. La holgura financiera facilitó, además, una concentración

excesiva de recursos económicos y financieros en el sector inmobiliario, que habría de añadir severidad a la fase de ajuste. La política fiscal, por su parte, afrontó un proceso de consolidación significativo, pero su contribución a la moderación de la demanda nacional no fue suficiente para compensar los efectos de la laxitud monetaria.

Como bien conocen ustedes, la economía española experimentó en la segunda mitad de 2008 un ajuste muy severo: el PIB mostró crecimientos intertrimestrales negativos a partir del tercer trimestre, que se fueron haciendo más intensos hasta el primer trimestre de 2009, en el que la actividad se redujo un 1,9% respecto al trimestre anterior, que se sumó al retroceso del 1% observado en los tres últimos meses del pasado año. Esta contracción se tradujo en una caída interanual del PIB del 3% en el primer trimestre de 2009. Los datos de la coyuntura correspondientes al segundo trimestre son todavía poco concluyentes, pero sugieren, en cualquier caso, que el ritmo de contracción de la actividad está siendo menos acusado que en el trimestre anterior.

En la recesión española, el fuerte impacto de la crisis financiera internacional vino a superponerse al ajuste inmobiliario, que ya había comenzado a desplegar sus efectos con anterioridad. La magnitud de la perturbación resultante ha sido sustancial, ha afectado profundamente a la confianza de los agentes y ha deprimido las decisiones de gasto y el comportamiento del empleo.

A lo largo de 2008 sobresalió el acusado descenso del gasto de las familias, tanto en consumo como en inversión residencial. Pero la profundización de la crisis financiera a partir del verano y el deterioro de las expectativas macroeconómicas provocaron que otras partidas también se vieran afectadas, como es el caso de la inversión empresarial. Esta fuerte caída de la demanda nacional se tradujo en un descenso sustancial de las importaciones, de manera que la aportación de la demanda exterior neta al PIB mejoró, amortiguando el retroceso de la actividad.

La contracción del gasto privado permitió que comenzaran a ajustarse algunos de los desequilibrios acumulados en los años previos. La capacidad de financiación de las familias ha aumentado, con un incremento notable de la tasa de ahorro, y la necesidad de financiación de las empresas se ha reducido, reflejándose todo ello en un descenso de las necesidades de financiación de la nación, que ha ido haciéndose paulatinamente más intenso en los últimos trimestres.

El debilitamiento de la actividad se fue trasladando gradualmente a todas las ramas productivas, con descensos del empleo, inicialmente, en la construcción, que afectaron después a la industria y, finalmente, a los servicios. De esta forma, se produjo un proceso generalizado de destrucción de empleo, que alcanzó una gran intensidad en los meses finales de 2008 y en los primeros de 2009, y un incremento muy sustancial de la tasa de paro, hasta el 17,4% en el primer trimestre de este año.

Mientras que el alcance de la recesión en España, en términos de crecimiento del PIB, es incluso inferior al que aqueja a otros países europeos, el fuerte incremento de la tasa de paro es un rasgo característico de nuestra evolución particularmente perjudicial y revela una de las debilidades fundamentales de nuestro entramado institucional que es preciso corregir.

Uno de los problemas del funcionamiento del mercado de trabajo está relacionado con la escasa sensibilidad de los costes laborales a las condiciones particulares de cada empresa o a la evolución cíclica. En concreto, en 2008 los costes laborales mostraron incrementos ele-

vados, como reflejo del deterioro que ocasionó el fuerte encarecimiento del petróleo en la situación inflacionista en la primera parte del ejercicio. Aunque parece que la presión de los costes salariales ha empezado a remitir en 2009, su evolución resulta insuficiente en relación con la trayectoria de la inflación y con el momento recesivo que vive la economía, de modo que el crecimiento del salario real resultante no será favorecedor de la creación de empleo.

En los últimos meses se viene observando que la recesión en curso, que está afectando intensamente al consumo de las familias, también está provocando revisiones a la baja de precios y márgenes. Así, en mayo la tasa interanual del IPC se situó en el $-0,9\%$, el nivel más bajo desde mediados del siglo pasado, nueve décimas por debajo de la tasa de inflación en la zona del euro. Aunque se prevé que a finales de año esas tasas interanuales retomen valores positivos, una vez que desaparezca el efecto estadístico vinculado al encarecimiento del petróleo en los meses iniciales de 2008, no deja de ser destacable el hecho de que en mayo se registraron descensos interanuales en los precios de los alimentos y de los bienes industriales. También en los servicios, que constituyen el componente tradicionalmente más inflacionista de la economía española, se está produciendo una gradual moderación. Este comportamiento de los precios se inserta en la línea apropiada para mejorar la competitividad de la economía, reducir los costes de la recesión e iniciar una recuperación sólida.

Las perspectivas para la economía española apuntan a que el PIB podría continuar contrayéndose en lo que resta del año, de modo que en el conjunto de 2009 su caída será muy sustancial, aunque probablemente inferior a la que muestren otros países europeos, más afectados por el desplome del comercio mundial en los últimos meses. Aunque el PIB podría seguir cayendo en 2010 en media anual, lo haría a una tasa menos pronunciada, pues la amplia batería de medidas instrumentadas debería ir moderando gradualmente la intensidad de los impulsos restrictivos sobre la actividad. No obstante, dada la intensidad de los ajustes que recaen sobre el empleo, es posible que la tasa de paro mantenga todavía una senda ascendente.

Es cierto que algunos desequilibrios acumulados durante la expansión se están corrigiendo. Como acabo de mencionar, el diferencial de inflación respecto a la zona del euro es ahora favorable a España, mientras que el déficit exterior está disminuyendo intensamente, y cabe esperar que mantenga esa trayectoria, de modo que su ratio sobre el PIB se reduzca en 2010 a menos de la mitad de lo que suponía en 2007. Aunque deberíamos ahondar en la reabsorción de estos desequilibrios, es innegable que las mejoras obtenidas están ligadas a una contracción muy brusca de la demanda, con efectos muy negativos sobre la tasa de paro y el tejido productivo. Por ello, es imprescindible revisar algunos elementos de nuestro entramado institucional para evitar que esas pérdidas de empleo y de capacidad productiva se enquisten y entorpezcan la recuperación, así como para prevenir la reaparición de desequilibrios similares a los detectados en los últimos años cuando la demanda comience a crecer de nuevo.

En la recuperación de la economía española, como en el caso de la economía mundial, será muy relevante la contribución de las excepcionales medidas adoptadas tanto en el ámbito de las políticas de demanda —monetaria y fiscal— como en apoyo del sistema financiero. Pero, en España, con una demanda nacional muy afectada por la necesidad de sanear la posición patrimonial del sector privado y por el impacto de la elevada tasa de paro, será imprescindible contar con la recuperación de la demanda externa como principal apoyo para impulsar el gasto. El aprovechamiento de la mejora de la demanda externa cuando esta se produzca exigirá que las empresas sean capaces de ofrecer productos competitivos, y para ello tendrán que aumentar su productividad y ajustar sus costes, márgenes y precios de forma flexible.

Los sustanciales descensos practicados en los tipos oficiales de los bancos centrales de todo el mundo a lo largo del último año han propiciado un significativo descenso en el coste de la financiación. En España, su estímulo expansivo es particularmente poderoso como consecuencia del predominio de la financiación a tipo de interés variable. Ese impulso será especialmente relevante en algunos sectores, como el de la construcción residencial, en el que la combinación de tipos de interés más bajos y el ajuste de los precios harán más accesible para las familias la adquisición de una vivienda.

Como en otros países, también la política fiscal en España ha contribuido a amortiguar el descenso de la actividad, a través tanto del funcionamiento de los estabilizadores automáticos como de la adopción de diversas medidas discrecionales. La magnitud de este esfuerzo fiscal está siendo muy importante y mayor que en los países de nuestro entorno. Además, en el caso de España, a la pérdida de recaudación vinculada a la debilidad del gasto se ha unido la desaparición de los ingresos extraordinarios que el auge inmobiliario había permitido obtener en la última década. Por todo ello, el deterioro del saldo de las Administraciones Públicas ha sido considerable, pasando de un superávit superior al 2% del PIB en 2007 a un déficit que, según las últimas cifras anunciadas por el Gobierno, podría situarse cerca del 10% del PIB en el presente ejercicio.

Con esta evolución se han agotado las posibilidades de actuación expansiva de la política fiscal. El desequilibrio fiscal ha alcanzado un nivel que exige una estrategia de corrección, que debe ser creíble, para que los agentes confíen en el mantenimiento de la estabilidad presupuestaria a medio plazo. En este sentido, el Gobierno acaba de anunciar los objetivos de estabilidad presupuestaria para el período 2010-2012, que comprometen un esfuerzo enorme de consolidación fiscal, pues aspiran a recortar el déficit desde casi el 10% del PIB que podría alcanzar en 2009 hasta el 3% en 2012, cumpliendo así con las directrices establecidas para España por el Consejo Europeo en relación con el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La magnitud de la corrección prevista en tan corto espacio de tiempo exige una ejecución presupuestaria muy estricta y la adopción de medidas enérgicas. El reciente incremento de algunos impuestos indirectos es un primer paso en esta dirección, aunque la experiencia del pasado muestra que para que los procesos de consolidación fiscal sean exitosos deben centrarse en recortes del gasto público y, en particular, del gasto improductivo. En este sentido, las Comunidades Autónomas, dada su participación en el gasto público, deberán contribuir activamente a la recuperación de la senda de consolidación fiscal y de estabilidad presupuestaria.

En todo caso, aunque las políticas monetaria y fiscal han desempeñado un papel muy relevante para compensar los tremendos impulsos contractivos que han sufrido las economías, no se puede seguir descansando en esos apoyos cuando se inicie la recuperación. Gobiernos y bancos centrales deben preparar el diseño de «estrategias de salida» del actual marco de actuación extraordinaria de las políticas fiscal y monetaria, con el fin de evitar que germinen procesos futuros de inestabilidad económica. Por ello, resulta imprescindible que el esfuerzo de política se concentre en las reformas que pueden contribuir a mejorar la productividad y el comportamiento de los mercados de factores y productos. Al contrario que en el campo de las políticas de demanda, aquí el margen de actuación es amplio y, además, sus efectos potenciales son muy significativos.

En el caso español, como antes recordé, uno de los principales problemas de nuestra economía reside en el mercado de trabajo. La actual crisis ha vuelto a generar un incremento fortísimo de la tasa de paro, que nos recuerda que el ajuste en esta economía se produce fundamentalmente mediante la destrucción de puestos de trabajo. Es necesario actuar para evitar

que el aumento del número de desempleados se enquistase y su grado de empleabilidad disminuyera rápidamente. Y también para permitir una rápida reasignación de recursos entre sectores, que facilite el relevo de la actividad inmobiliaria por otras ramas productivas.

La reforma laboral resulta ineludible y debería atender a diversos ámbitos. En el terreno de la negociación colectiva, parece necesario que las condiciones laborales y retributivas se ajusten con más flexibilidad a la situación económica, especialmente a la que atraviesan las empresas o los sectores productivos específicos. También es vital introducir cambios en los sistemas de contratación y una mejora de los sistemas de intermediación en el mercado laboral y de la movilidad y formación de los desempleados, para que los trabajadores que han perdido su empleo encuentren pronto nuevas oportunidades. Estas reformas no solo mejorarían las perspectivas de crecimiento a medio plazo de esta economía, sino que también contribuirían a evitar el deterioro del tejido productivo.

Obviamente, el mercado de trabajo, con ser importante, no es la única área que debería merecer la atención reformadora de nuestras autoridades. Muy vinculado al mercado laboral se encuentra la cuestión del capital humano y la educación, donde debe reiterarse que, aunque los réditos son, sobre todo, a medio plazo, la puesta en práctica de reformas es urgente. Finalmente, es imprescindible que España se dote de un entorno competitivo mucho más sólido, en el que nuestras empresas puedan desenvolverse de forma más eficiente y en igualdad de condiciones con las compañías de otros países. Dentro de ese entorno, el papel de los servicios es fundamental, dada su imbricación creciente con las actividades industriales. Además, la falta de liberalización de algunos segmentos puede estar limitando su expansión, lo que resulta especialmente pernicioso dado que este es un sector que engloba algunas de las actividades más dinámicas y con mayor capacidad de generación de empleo. En este sentido, la iniciativa recientemente planteada por el Gobierno para implementar la Directiva de Servicios, a través de un proyecto de ley que reúne actuaciones en numerosos ámbitos, debería ser aplicada de forma decidida, para lo que es preciso que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales colaboren en sus áreas de responsabilidad. También avanzar en el impulso de la competencia en las industrias de red permitiría que se suministraran *inputs* al resto de actividades productivas en condiciones más competitivas.

Para finalizar esta intervención, permítanme que realice un breve repaso de la situación del sistema bancario español.

Un rasgo diferenciador de la situación española es que pudo afrontar esta crisis con una posición relativamente fuerte de sus entidades de crédito. El modelo de negocio que estas han venido siguiendo ha sido el tradicional, enfocado en el segmento minorista, de modo que hemos sido ajenos al desarrollo de esos modelos más sofisticados que han dañado profundamente a las entidades de otros países —e incluso a sistemas financieros por completo—, lo que explica que el peso de los activos tóxicos en los balances de las entidades españolas sea irrelevante. También la actuación del Banco de España ayudó a que la posición de partida de las entidades fuera más sólida ante la crisis, al exigir la constitución de unas provisiones anticíclicas, que pudieran amortiguar la presión en las etapas negativas, y al definir perímetros de consolidación suficientemente amplios para los grupos bancarios, que permitieran una correcta valoración de los riesgos asumidos.

Estas buenas condiciones de partida permitieron que el sistema financiero español resistiera la primera oleada de la crisis financiera y siguiera canalizando la necesaria entrada de ahorro exterior, aunque por vías diferentes, pues la paralización de los mercados de activos titulizados exigió la apelación a fuentes alternativas, como las emisiones de papel a corto plazo y los

préstamos del BCE. Los depósitos, por otra parte, ganaron también peso relativo durante esta primera fase de las tensiones.

Sin embargo, la transformación de la crisis financiera en recesión ha dado lugar a una segunda oleada de riesgos para la estabilidad financiera, cuya naturaleza es, esta vez, eminentemente macroeconómica. Aunque nuestro sistema financiero afronta esta segunda oleada con la ventaja relativa de haber sido menos dañado por la primera, es indudable que el deterioro de la economía española presiona, por distintas vías, sobre las cuentas de resultados de bancos y cajas.

En concreto, la destrucción de empleo está empeorando la capacidad de pago de algunas familias, mientras que el descenso de la actividad está siendo especialmente acusado en el sector inmobiliario, que precisaba de abundante financiación y que había adquirido un elevado peso relativo en los balances de algunas entidades. De este modo, tras un largo período de expansión económica, en el que las ratios de morosidad alcanzaron niveles históricamente bajos, desde 2008 vienen mostrando repuntes significativos y cabe prever que la presión no se ha agotado todavía. Por otro lado, la actividad crediticia se ha ralentizado sustancialmente, como consecuencia de factores tanto de demanda como de oferta, y cabe esperar que el crédito crezca a un ritmo inferior al del PIB en los próximos meses, como ha ocurrido en otros ciclos similares.

Estos dos elementos —el menor ritmo de crecimiento del negocio bancario y el aumento de la morosidad— presionaron sobre las cuentas de resultados de los bancos y cajas de ahorros españoles en 2008. Sin embargo, el modelo de banca tradicional, mucho menos dependiente de la evolución de los mercados financieros, junto con el mantenimiento de unos diferenciales de tipos todavía favorables, permitió que los resultados fueran positivos, pese a la difícil situación económica.

Sin embargo, cabe esperar que esta presión sobre los resultados de las entidades españolas vaya a continuar en el futuro, debido tanto al incremento previsible de la morosidad como, más a medio plazo, porque la competencia por la financiación presionará los márgenes operativos a la baja, en un contexto de desapalancamiento del sector financiero y, en general, de la economía, que está teniendo lugar tanto en España como a nivel global y que no cabe considerar como algo transitorio.

Estoy convencido de que el sistema financiero español puede superar estos retos, aunque, como he repetido en distintas ocasiones, las entidades no van a ser inmunes a la crisis y no todas las entidades de crédito parten de una misma posición a la hora de afrontar esta difícil etapa, ya que siguieron políticas crediticias distintas en el pasado y gestionaron sus riesgos de forma diferente. En todo caso, es ineludible que las entidades se adapten a las nuevas circunstancias, racionalizando sus estructuras de costes operativos y corrigiendo el exceso de capacidad del sector.

El sistema financiero desempeña un papel central en toda economía, pues es la pieza clave en la asignación de los recursos financieros. Este papel es el que justifica que el Estado español, como han hecho otros gobiernos, se haya mostrado dispuesto a aportar capital a las entidades de crédito viables que lo necesiten. Esta no debe ser, desde luego, una aportación incondicional, sino que exige una reestructuración de las instituciones que reciban esos recursos públicos, lo que reducirá el coste para los contribuyentes y redundará en una mejora de la eficiencia del sistema. Es importante recalcar que, además, esta aproximación se ajusta plenamente a los principios comunes acordados en los foros internacionales y que han sido

respaldados expresamente en esta Cámara con un amplio consenso. Confío en que estos principios y este espíritu de cooperación en los asuntos de interés general relacionados con la estabilidad y la fortaleza de nuestro sistema financiero puedan materializarse pronto en un conjunto de disposiciones que refuercen la capacidad de actuación ante los problemas que se puedan presentar, en línea con la tradición del Banco de España y de acuerdo con la especificidad de las graves tensiones que estamos viviendo.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

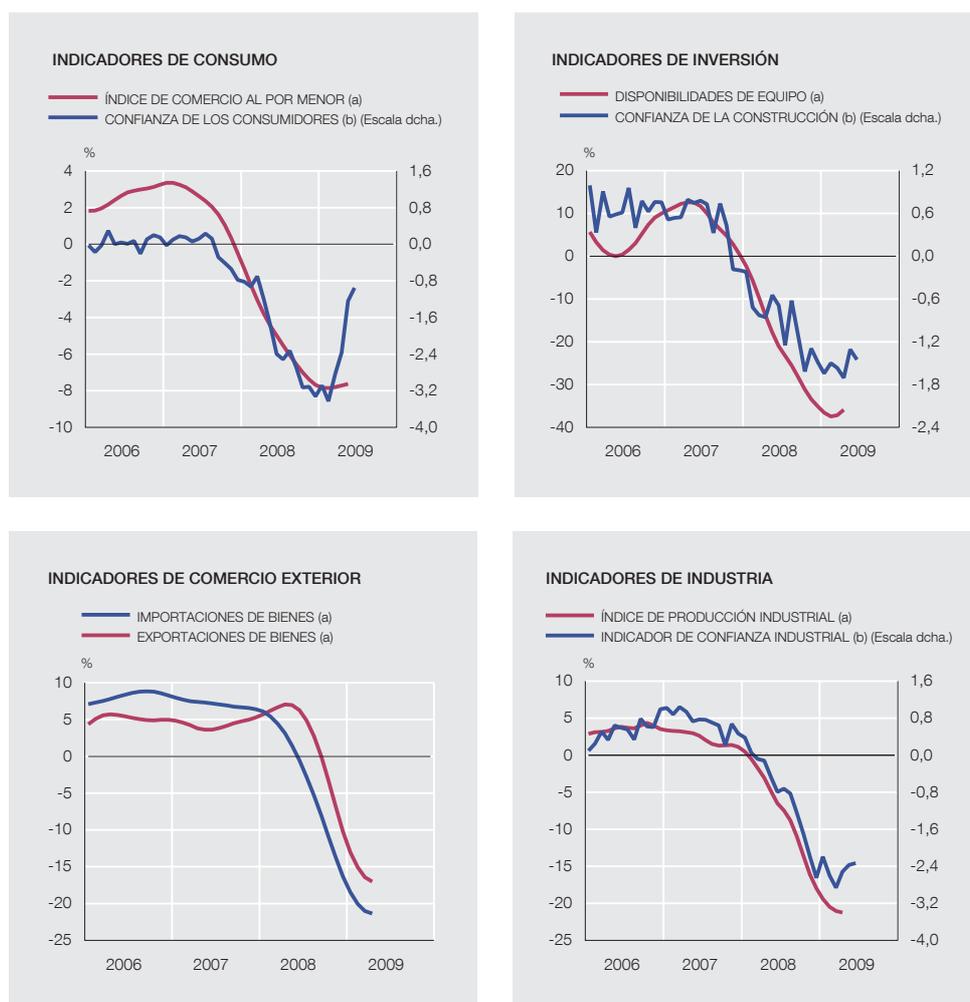
Evolución del sector real de la economía española

Las últimas cifras de la CNTR, correspondientes al primer trimestre de 2009 y ya comentadas más extensamente en el *Boletín Económico* de mayo, mostraron una intensificación del deterioro de la actividad de la economía española en ese período. En concreto, el PIB real disminuyó un 3% en términos interanuales y su tasa intertrimestral se situó en el -1,9%, lo que supuso el tercer retroceso consecutivo. Por componentes, el descenso de la actividad económica fue atribuible a la intensa contracción de la demanda nacional privada, mientras que la demanda exterior neta mantuvo una contribución positiva al crecimiento del producto, en un contexto de acusado debilitamiento tanto de las importaciones como de las exportaciones. Por el lado de la oferta, el valor añadido disminuyó en todas las ramas de la economía de mercado, siendo destacable el caso de la industria, al tiempo que se intensificó el proceso de destrucción de empleo.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses del segundo trimestre del año apuntan a una prolongación de las tendencias contractivas de la economía, aunque a un ritmo menos intenso. Entre los indicadores de demanda, los referidos al consumo privado apuntan a una cierta ralentización en su pauta de descenso. También por el lado de la oferta, los indicadores más recientes del mercado de trabajo, referidos a junio y conocidos con posterioridad al envío de este informe a edición, confirman una moderación en el ritmo de ajuste del mercado laboral en el segundo trimestre.

En relación con el consumo privado, entre los indicadores de carácter cualitativo, el que apunta más claramente en esta dirección es el índice de confianza de los hogares elaborado por la Comisión Europea, que continuó mejorando en junio tras el sustancial repunte del mes anterior. Con este nuevo avance —el cuarto consecutivo—, este indicador se sitúa en sus niveles más elevados en más de un año (véase gráfico 1). El ascenso de la confianza en los últimos meses se ha debido, sobre todo, a la percepción más favorable de las familias acerca de las perspectivas de evolución del desempleo, aunque también se ha recuperado la valoración acerca de la evolución futura de la situación económica general y de la situación financiera y la capacidad de ahorro de los propios hogares. En el mismo mes, la confianza de los comerciantes minoristas permaneció estable, tras la notable mejora de mayo. Por su parte, el índice de clima de los productores de bienes de consumo continuó registrando valores muy negativos en mayo, si bien se produjo una cierta mejora en la cartera de pedidos interiores. También en el caso de los indicadores cuantitativos, se perciben algunas señales de atenuación del descenso de este componente de la demanda. Así, las matriculaciones de automóviles mostraron un cambio de tendencia en junio, reflejando los efectos de la puesta en marcha del plan de incentivos directos (Plan 2000E). No obstante, con datos ajustados de estacionalidad y calendario, el índice de comercio al por menor retrocedió en mayo a una tasa del 7,6%, muy similar a la observada en abril.

Los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo siguen apuntando a una continuación de la evolución desfavorable de este componente de la demanda. En particular, la utilización de la capacidad productiva del sector industrial disminuyó al inicio del segundo trimestre, hasta situarse en el nivel más reducido de la serie histórica, al tiempo que la cartera de pedidos de los empresarios manufactureros en la encuesta de confianza de la Comisión Europea siguió en niveles muy deprimidos, a pesar de las ligeras mejoras de mayo y junio. Además, el indicador de disponibilidades continuó mostrando un tono desfavorable en abril. Por el contrario, el indicador de clima industrial de los productores de bienes de equipo repuntó en mayo



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).

por segundo mes consecutivo, lo que se debió a una evolución menos desfavorable de la producción y a una disminución del nivel de existencias.

En el caso de la inversión en construcción, la información parcial disponible para el segundo trimestre del año parece apuntar a una moderada ralentización en el ritmo de acusada contracción que venía mostrando en trimestres previos. En particular, la mayor parte de los indicadores más recientes, de carácter contemporáneo, referidos al conjunto del sector han tendido a atenuar su deterioro, lo que parece estar reflejando los efectos de la puesta en marcha de los proyectos incluidos en el Fondo Estatal de Inversión Local, que estaría impulsando el componente de obra civil. Por el contrario, no existe evidencia de suavización de las tendencias contractivas en el sector residencial. En mayo, el número medio de afiliaciones a la Seguridad Social en el conjunto de la construcción registró un retroceso mensual inferior a los de los meses previos, aunque ello no evitó que el descenso interanual continuara siendo abultado (-25,5%). Además, el desempleo en el sector experimentó en ese mes su primera disminución desde septiembre de 2007, lo que permitió que se redujera sustancialmente el avance interanual del número de parados, que, no obstante, siguió creciendo a una tasa muy elevada

(78,5%). Entre los consumos intermedios, en mayo se suavizó ligeramente la caída interanual del consumo aparente de cemento. Por el contrario, la producción interior de materiales para la construcción intensificó su ritmo de caída, según la información más reciente, aunque, en este caso, el dato se refiere al mes de abril. Adicionalmente, el último dato del indicador de confianza de los empresarios del sector, referido a junio, registró un empeoramiento. Los indicadores de carácter adelantado más recientes, referidos a abril, tampoco han tenido una evolución positiva. Así, la superficie visada de viviendas nuevas intensificó su retroceso interanual hasta el 67%, caída que supera en casi 10 puntos (pp) a la del mes precedente, mientras que la superficie visada de edificación no residencial se contrajo un 26%. Finalmente, la licitación oficial ha retrocedido un 17% en tasa interanual en el primer cuatrimestre, por lo que este indicador parece no haber reflejado aún plenamente al final de ese período los efectos del Fondo Estatal de Inversión Local.

La interpretación de las cifras de comercio exterior de bienes correspondientes al mes de abril resulta difícil por las distorsiones que introduce el calendario de la Semana Santa, que este año se celebró en abril, mientras que en 2008 tuvo lugar en marzo. Por esta razón, las tasas interanuales correspondientes al cuarto mes del año podrían encontrarse sesgadas a la baja, mientras que las relativas a marzo estarían sometidas a un efecto de signo opuesto. En este contexto, las exportaciones reales de bienes disminuyeron en abril un 22,6% (frente al -9,5% de marzo y el -17,9% del conjunto del primer trimestre). La intensificación del retroceso fue generalizada por grupos de productos, aunque revistió mayor entidad en el caso de los bienes de consumo no alimenticio, siendo, por el contrario, más moderada por lo que se refiere a las exportaciones energéticas y de bienes intermedios no energéticos. Por áreas geográficas, el descenso de abril resultó más pronunciado en las exportaciones extracomunitarias (-29,2%) que en aquellas dirigidas a la UE (-19,4%). De acuerdo con la encuesta de confianza manufacturera de la Comisión Europea, la valoración que los empresarios hacen de sus pedidos exteriores permaneció en junio en niveles muy reducidos, similares a los observados en los meses precedentes. Por su parte, de acuerdo con los datos de Aduanas, las importaciones reales se redujeron en abril de forma más acusada que las exportaciones (-29,2%). Por grupos de productos, el comportamiento fue más diferenciado. Así, mientras que las importaciones energéticas moderaron sustancialmente su ritmo de retroceso, este se acrecentó en los demás casos, destacando la aceleración del descenso de las compras al exterior de bienes de equipo (en 11 pp, hasta el -37,6%). Estos datos —junto con la sensible mejora de la relación real de intercambio— explican la acusada corrección del déficit comercial (que, en abril, fue del -54,8% en términos interanuales). La disminución del desequilibrio comercial fue aún más pronunciada en el caso del saldo no energético (-64,9%).

Por lo que respecta al turismo, los datos de la CNTR del primer trimestre arrojaron una disminución del 18,7% de los ingresos reales, lo que supone una significativa agudización del perfil de debilidad ya observado en el transcurso de 2008. La última información disponible de los principales indicadores, referida al mes de mayo —lo que facilita su valoración, al no estar ya distorsionada por el calendario de la Semana Santa—, continúa configurando un panorama de debilidad. Así, por lo que se refiere a los indicadores de afluencia turística, el número de pernoctaciones hoteleras descendió en mayo un 10,2% (frente al -12% del primer cuatrimestre de 2009). Por el contrario, las entradas de turistas extranjeros disminuyeron en ese mes un 11,7%, tasa prácticamente coincidente con la observada por término medio en los primeros cuatro meses del año. Finalmente, según la encuesta de gasto turístico (EGATUR), el gasto nominal de los visitantes extranjeros descendió en mayo un 8,9% en términos interanuales, frente al -7,3% del primer cuatrimestre. Esta evolución fue consecuencia de la reducción del número de turistas extranjeros, que se vio parcialmente compensada por el mayor gasto medio realizado por cada uno de ellos. Todos estos indicadores continúan acusando el hecho de

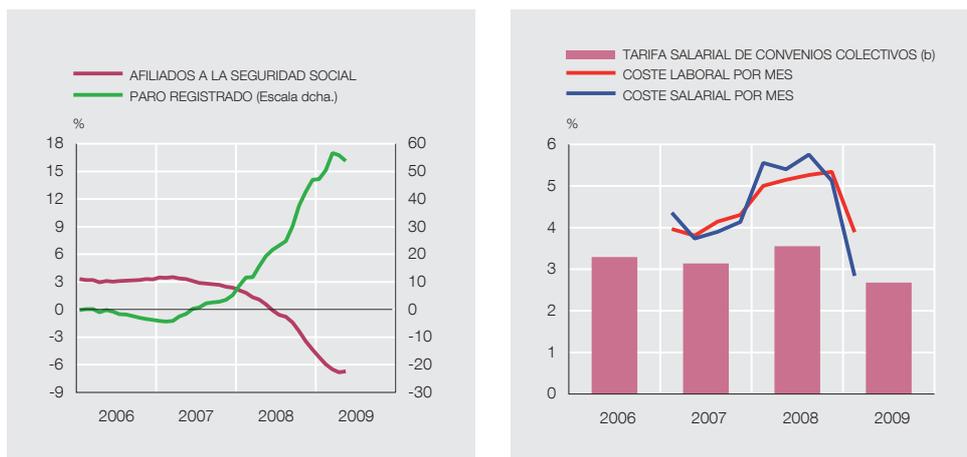
que, entre los principales mercados emisores, las caídas más severas han correspondido, por este orden, a los tres más importantes, esto es, el británico, el alemán y el francés.

Según las cifras más recientes de la Balanza de Pagos, el ritmo de corrección de la necesidad de financiación de la economía española se intensificó notablemente en abril, al reducirse un 71% en tasa interanual. Esta disminución del desequilibrio exterior se explica, sobre todo, por la reducción del déficit de la balanza comercial, aunque también el déficit de rentas experimentó una mejora apreciable en ese mes. En el conjunto del primer cuatrimestre del año, la necesidad de financiación de la nación se situó en 23,4 mm de euros, cifra que es casi un 40% inferior a la registrada en el mismo período de 2008.

En la vertiente de la oferta, tras el sustancial empeoramiento observado la segunda mitad de 2008, el ritmo de contracción del índice de producción industrial se ha estabilizado en meses recientes. Así, en abril este indicador retrocedió, en términos de la serie corregida de calendario, un 21,6%, tasa que es similar a la mostrada desde el comienzo del año. Por componentes, destaca el mayor dinamismo de la producción de bienes de consumo alimenticio, que pasó a presentar registros positivos tras ocho meses de contracción, y la ralentización de la caída de los bienes energéticos. Por el contrario, los bienes de consumo no alimenticio intensificaron su ritmo de retroceso. Otros indicadores de la actividad industrial, referidos a abril, coincidieron en señalar una moderación de su comportamiento fuertemente negativo en los meses previos. Este es el caso de los índices de cifras de negocios y, sobre todo, de entradas de pedidos, que suavizaron sus descensos, una vez expresados en términos reales y corregidos de efectos de calendario. También los indicadores del mercado laboral correspondientes al mes de mayo recogieron este comportamiento. Así, el paro registrado redujo su avance interanual en más de 2 pp, hasta situarse algo por debajo del 60%, mientras que los afiliados a la Seguridad Social registraron un descenso intermensual algo inferior al de los meses precedentes, si se tiene en cuenta el ajuste estacional y de calendario, lo que permitió una modesta ralentización del ritmo de deterioro interanual. A ello hay que añadir que las encuestas de confianza más recientes han mostrado un tono más favorable. Así, el indicador de confianza manufacturera de la Comisión Europea repuntó en junio por tercer mes consecutivo. Del mismo modo, el índice PMI —disponible hasta mayo— ha registrado ascensos en los meses más recientes.

Como en el caso de la industria, la información coyuntural más reciente referida a los servicios muestra algunos indicios de estabilización de la pérdida de dinamismo que les viene caracterizando. Por lo que se refiere a la evolución de los indicadores del mercado de trabajo, aunque el paro registrado redujo levemente su tasa de avance en mayo, el retroceso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social aumentó hasta el 3,2%. El indicador de confianza en los servicios que elabora la Comisión Europea repuntó en junio, aunque permanece próximo a su nivel mínimo histórico. Por el contrario, el dato más reciente del PMI mostró un empeoramiento, aunque, en este caso, la información se refiere a mayo, por lo que es más retrasada. Finalmente, la caída interanual de la cifra de negocios del sector se estabilizó en torno al 18%, una vez corregida de efectos de calendario.

Los indicadores más recientes relativos al conjunto del mercado de trabajo apuntan a una prolongación, en los últimos meses, del proceso de ajuste del empleo observado en los datos de la CNTR referidos al primer trimestre del año. No obstante, de los últimos datos disponibles, referidos a mayo, se desprende que la intensidad del ajuste podría haber comenzado a atenuarse en cierta medida (véase gráfico 2). En concreto, en ese mes, el número medio de afiliaciones a la Seguridad Social retrocedió un 6,7% (frente al -6,8% de marzo), lo que constituye la primera mejora de la tasa interanual desde comienzos de 2007. Asimismo, en mayo, el número de parados registrados en los Servicios Públicos de Empleo registró un descenso



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 mayo de 2009.

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

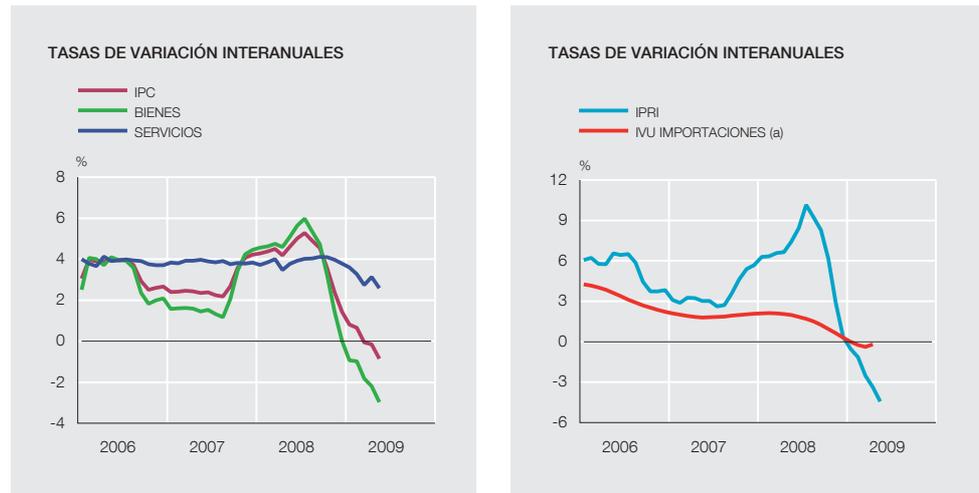


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: mayo de 2009.

mensual por primera vez desde marzo de 2008, ralentizándose su avance interanual en más de 2 pp (hasta el 53,8%).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta mayo de 2009 un déficit de 19.543 millones de euros (1,8% del PIB), frente al superávit de 2.957 millones de euros (0,3% del PIB) observado un año antes. Los recursos mostraron una caída del 24,9% en tasa interanual acumulada, mientras que los empleos crecieron a un ritmo del 13%. En términos de caja, la ejecución del Presupuesto del Estado en los cinco primeros meses del año se saldó con un déficit de 19.102 millones de euros, lo que contrasta con el superávit de 3.185 millones de euros registrado en el mismo período del ejercicio anterior (véase gráfico 3). Los ingresos acentuaron su caída en mayo, registrando una tasa de variación del -23,8%. Esta evolución refleja la débil evolución de la recaudación impositiva tanto directa como indirecta, marcada esta última en cierta medida por el adelanto de las devoluciones realizadas. Por el contrario,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los gastos se aceleraron, hasta un crecimiento del 14,2%, debido a las transferencias realizadas por el Fondo Estatal de Inversión Local.

Precios y costes

De acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, el coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 3,9% en el primer trimestre de 2009, lo que supone una ralentización de 1,4 pp en relación con el último trimestre de 2008. Esta evolución resulta coherente, a grandes rasgos, con la aminoración del ritmo de avance de la remuneración por asalariado observada en la CNTR para ese mismo período. El coste salarial mostró una desaceleración más pronunciada, con un incremento del 2,8% (frente al 5,1% del trimestre final del ejercicio precedente), aunque, sin embargo, la moderación de su rúbrica principal —el salario ordinario— fue mucho más modesta, por lo que cabe atribuir este menor incremento al avance más reducido de partidas como los pagos extraordinarios o los atrasos (donde se incluye la cláusula de salvaguarda). Los costes no salariales, por el contrario, se aceleraron en 0,8 pp, hasta el 6,8%, reflejando en buena medida el incremento en las indemnizaciones por despido. Por lo que respecta a la información más reciente, relativa a la evolución de la negociación colectiva, los convenios registrados en los cinco primeros meses de 2009, que afectan a casi siete millones de trabajadores (más del 65% de la cifra de empleados afectados por este tipo de acuerdos en 2008), reflejan también una cierta moderación salarial, al recoger un incremento de las tarifas del 2,7%, cifra que es aproximadamente un punto porcentual inferior a la observada el año pasado (del 3,6%). Casi la totalidad de los convenios registrados entre enero y mayo se correspondieron con revisiones de acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2009. Los convenios de nueva firma, que continúan representando una proporción pequeña del total, mostraron un mayor incremento de los salarios negociados (del 3,1%). Por ramas productivas, el incremento más elevado de los salarios negociados —del 3,6%— siguió produciéndose, en mayo, en la construcción, pese a la debilidad del sector. Por otro lado, con los datos acumulados hasta mayo, se estima que el impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes al año 2008 será nulo.

En mayo, la variación interanual del IPC registró un descenso de siete décimas respecto al mes precedente, hasta alcanzar el -0,9%, tasa negativa por tercer mes consecutivo, que, además, es la más reducida desde 1952 (véase gráfico 4). La desaceleración de los distintos componentes fue generalizada, destacando el caso de la energía, cuyos precios acentuaron

su caída interanual en casi 3 pp (hasta una tasa del -15,3%), debido al efecto base provocado por las subidas de precios del petróleo de hace un año. Por su parte, la inflación de los servicios reanudó la senda descendente que había venido mostrando desde el otoño y que se había visto interrumpida en abril como consecuencia del efecto de la Semana Santa, recortando en medio punto porcentual su tasa de variación (hasta el 2,6%). La tasa de crecimiento de los precios de los alimentos en su conjunto retrocedió en 7 décimas, hasta el -0,2%, lo que fue resultado de la ralentización tanto del componente de alimentos no elaborados como del de alimentos elaborados, hasta crecer a tasas respectivas del 0% y -0,6%. Asimismo, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su variación interanual en una décima (-0,8%). El crecimiento interanual del IPC sin energía y del IPSEBENE (índice que excluye los alimentos no elaborados además de los bienes energéticos) se redujo en cuatro décimas, hasta situarse, respectivamente, en el 0,8% y 0,9%. Igual comportamiento que el IPC general mostró el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), que descendió en mayo un 0,9% interanual, caída que supera en siete décimas a la observada en abril, mientras que en la UEM la tasa de inflación (0%) registró un recorte menor —de seis décimas—. En consecuencia, el diferencial con el área del euro continuó siendo favorable a España por sexto mes consecutivo, registrando una ampliación adicional de una décima, hasta -0,9 pp, el valor más reducido desde la introducción de la moneda única. En junio, de acuerdo con el indicador adelantado del índice armonizado, la inflación española se siguió moderando, hasta situarse en el -1%. En la UEM, los precios habrían caído un 0,1% interanual en ese mes, con lo que, de confirmarse esta información preliminar, el diferencial favorable a España se mantendría en 9 décimas.

En mayo se intensificó en 1 pp el retroceso de la tasa de variación interanual del índice de precios industriales, hasta quedar situada en el -4,4%, nuevo mínimo histórico de la serie. Todos los componentes contribuyeron a esta evolución, si bien fue particularmente acusada la nueva desaceleración del componente energético (de casi 3 pp, hasta una tasa del -9,7%). Entre el resto de productos, destaca por su intensidad la reducción de la variación interanual de los precios de los bienes intermedios (de 8 décimas, hasta el -6,3%). Por su parte, los precios de los bienes de consumo duradero y no duradero se ralentizaron en 0,5 y 0,3 pp, hasta el 0,9% y -1,5%, respectivamente, y los de equipo, en una décima, hasta el 1,2%.

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), retrocedieron un 8,6% en abril (frente al -7,4% de marzo). Tanto el componente energético como el no energético intensificaron sus ritmos de descenso. En el primer caso, la caída se agudizó en 1,5 pp, hasta el -31,7%. Esta abultada caída continúa estando determinada por la notable corrección del precio del petróleo en términos interanuales (cerca al 50%). Por lo que respecta al componente no energético, la desaceleración afectó a todos los grupos de productos, exceptuados los bienes de consumo alimenticio, que, no obstante, siguieron registrando tasas negativas. En la vertiente exportadora, los IVU cayeron en abril un 5,1%, tras el retroceso del 4,6% del mes anterior. El comportamiento por grupos de bienes fue heterogéneo. Así, entre los bienes no energéticos, se intensificaron los retrocesos de los precios de las ventas al exterior de bienes de equipo e intermedios sin energía, mientras que, por el contrario, tuvo lugar un repunte del componente de bienes de consumo, tanto alimenticio como no alimenticio. Por su parte, los precios de las exportaciones energéticas también aceleraron, aunque modestamente, su caída. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones comunitarias disminuyeron más intensamente que los de las ventas al resto del mundo (-5,4% y -4,8%, respectivamente). Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE también incrementaron en abril —al igual que los correspondientes IVU— su ritmo de descenso interanual, aunque lo hicieron en menor medida (0,5 pp), hasta una tasa del -7,4%. Por componentes, destaca la intensificación del retroceso de los precios

de exportación de los bienes intermedios y, en menor medida, de los energéticos. Además, los precios de las ventas al exterior de bienes de consumo moderaron su ritmo de avance, aunque este continuó siendo positivo. Finalmente, los precios de exportación de productos industriales descendieron un 2,9% interanual en abril, lo que supone, como en el caso de los IVU, una intensificación de 0,5 pp del ritmo de caída en comparación con marzo. Esta evolución se explica por la agudización del retroceso de los precios de los bienes energéticos e intermedios y por la moderación de los de consumo, mientras que los precios de exportación de los bienes de equipo se aceleraron ligeramente.

Evolución económica y financiera en la UEM

Durante la mayor parte del último mes, los mercados financieros internacionales han mantenido el tono de mejora que se inició a principios del mes de marzo. Esta normalización se produjo en un contexto de señales de menor contracción de la actividad económica mundial y de cierta estabilización de las entidades financieras. En este sentido, destaca la devolución por parte de varias entidades estadounidenses de los fondos públicos que habían recibido en el marco del programa de apoyo financiero (TARP). Asimismo, se ha apreciado cierta mejora de las condiciones de liquidez y una recuperación de las emisiones de deuda corporativa no financiera de alta calificación crediticia. No obstante, en la última semana este optimismo se ha moderado, apuntando una disminución del apetito por el riesgo y pérdidas en las bolsas desarrolladas y emergentes. Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos han aumentado como resultado, en gran medida, de la normalización financiera comentada anteriormente y el descenso en los flujos hacia activos seguros, si bien las importantes necesidades de financiación del sector público pueden haber contribuido adicionalmente a este movimiento. Por su parte, los mercados emergentes han evolucionado en línea con los desarrollados y los diferenciales soberanos se han ampliado levemente en los últimos días. En los mercados de materias primas, el petróleo llegó a superar en junio los 70 dólares por barril de tipo Brent, aunque posteriormente moderó su precio. Esta evolución fue compartida por los precios de los metales industriales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2009 mostró una caída del 5,5% en tasa trimestral anualizada, dos décimas por encima de la anterior estimación y superior en 8 décimas al registro del trimestre anterior. Los indicadores de actividad de mayor frecuencia continúan ofreciendo señales mixtas, aunque, en conjunto, apuntarían a una menor caída en el segundo trimestre. El índice ISM de manufacturas aumentó nuevamente en mayo —si bien se mantiene en registros asociados a una contracción—, pero la producción industrial intensificó su descenso y la utilización de la capacidad instalada se situó en mínimos. Los indicadores del mercado de la vivienda todavía no ofrecen señales inequívocas de recuperación: las ventas de viviendas se estabilizaron en mayo, aunque a niveles muy bajos, lastradas por la escasez de crédito, y los precios continúan cayendo. En cuanto al consumo, las ventas al por menor se estabilizaron en mayo, tras las caídas de meses anteriores, y en junio volvieron a mejorar los índices de sentimiento del consumidor. Por su parte, en el mercado laboral se ha moderado el ritmo de destrucción de empleo, aunque la tasa de paro aumentó cinco décimas en mayo, hasta el 9,4%, la más alta desde 1983. El desequilibrio exterior continuó su corrección en el primer trimestre, hasta alcanzar un déficit del 2,9% del PIB, debido al menor déficit comercial, que se vio favorecido por la caída de las importaciones de productos petrolíferos. La tasa de inflación medida por el IPC general siguió adentrándose en registros negativos (–1,3% interanual) en mayo, mientras que la subyacente se mantiene en torno al 1,8%. En este contexto, el Gobierno presentó su plan de reforma regulatoria del sistema financiero, en el que anunció un mayor poder de supervisión de entidades sistémicas para la Reserva Federal, una regulación orientada a reducir el riesgo de activos financieros complejos, así como la creación de una agencia de protección al consumidor de productos financieros. Por su parte, la Reserva Federal mantuvo en junio el tipo de interés oficial en el rango de 0% a 0,25% y los

objetivos de compras de activos, si bien acordó reducir en cuantía y frecuencia —y, en algunos casos, no renovar— algunos de sus instrumentos de provisión de liquidez.

En el Reino Unido se han sucedido los signos de menor deterioro en algunos indicadores. Las encuestas empresariales y los datos de producción industrial indican que la actividad económica podría moderar su ritmo de caída en el segundo trimestre, frente a la notable contracción del PIB en el primero (–9,3%, en tasa trimestral anualizada). Adicionalmente, los indicadores del mercado inmobiliario apuntan hacia una estabilización, con menores caídas del precio de la vivienda y una reactivación de la demanda, aunque partiendo de niveles reducidos. Sin embargo, se mantiene el deterioro del mercado laboral —la tasa de paro aumentó una décima en abril, hasta el 7,2%— y el proceso de desapalancamiento de familias y empresas y la contracción crediticia siguen su curso. La inflación se redujo una décima en mayo, hasta el 2,2%, y se espera que en los próximos meses se sitúe por debajo del objetivo del 2%. En este contexto, del Banco de Inglaterra mantuvo el nivel de los tipos oficiales y su política de compra de activos en su reunión de junio. Finalmente, las cuentas públicas continuaron su deterioro: el déficit público se situó en mayo muy por encima de los niveles del año anterior y la deuda pública alcanzó el 54,7% del PIB.

En Japón, los indicadores siguen mejorando respecto a los registros excepcionalmente bajos de inicios de año, aunque no en todas las ramas de actividad. Entre los indicadores más recientes cabe destacar la fuerte recuperación de los PMI de manufacturas y servicios en mayo (si bien continúan en niveles asociados con una contracción de la actividad), así como la producción industrial, que creció el 5,9% intermensual en mayo, el tercer mes consecutivo de subida. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor mostraron en abril el primer aumento mensual desde agosto de 2008, aunque las tasas interanuales aún siguen siendo negativas. La balanza comercial mostró un mayor superávit en abril, pero se mantienen las fuertes caídas interanuales de las exportaciones y las importaciones. Por último, los precios de consumo intensificaron su descenso interanual hasta el –1,1% en mayo, activando las alertas sobre una posible deflación. En su reunión de junio, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,1% y se mostró cautamente más optimista en sus previsiones por el aumento de la demanda exterior y el ajuste muy avanzado de inventarios. Adicionalmente, amplió algunas operaciones de subastas y adquisiciones de bonos y papel comercial.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo trimestre siguieron mostrando una caída pronunciada de la actividad, tras la fuerte contracción del PIB en la región en el primer trimestre (–3,6%). Al profundo ajuste de la demanda interna —en especial, en los países bálticos— se ha sumado el deterioro de la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. Por su parte, en mayo volvió a reducirse la tasa de inflación armonizada en la región, situándose en el 3,8%. En este contexto, los bancos centrales han mantenido sus tipos de interés oficiales, salvo en Polonia, donde se redujeron en 25 puntos básicos (pb), hasta el 3,50%. En la primera semana de junio, el lats letón se vio sometido a presiones en los mercados de cambio, ante el severo ajuste de esa economía. No obstante, el Gobierno letón reafirmó su compromiso con el actual régimen cambiario y aprobó nuevas medidas de contención fiscal, con el fin también de poder disponer del segundo tramo de la ayuda financiera internacional acordada en diciembre.

En China, los indicadores del segundo trimestre apuntan a una aceleración de la actividad basada en la demanda interna. En mayo, la producción industrial se aceleró y la confianza empresarial continuó en el terreno expansivo. Por el lado de la demanda, la inversión en activos fijos repuntó con mucha intensidad en ese mes —hasta el 38,7% interanual—, impulsada por el plan de estímulo fiscal, mientras que las ventas al por menor se mantuvieron relativa-

		2009					
		ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (a)	-16,5	-19,2	-19,1	-20,7		
	Comercio al por menor (a)	-1,9	-4,1	-2,4	-1,6		
	Matriculaciones de turismos nuevos (a)	-20,6	-12,7	-5,8	-3,7	5,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-31,0	-33,0	-34,0	-31,0	-28,0	-25,0
	Indicador de confianza industrial CE	-33,0	-36,0	-38,0	-35,0	-33,0	-32,0
	PMI de manufacturas (b)	34,4	33,5	33,9	36,8	40,7	42,4
	PMI de servicios (b)	42,2	39,2	41,0	43,8	44,8	44,5
	IAPC (a)	1,1	1,2	0,6	0,6	0,0	-0,1
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	5,9	5,8	5,0	4,9	3,7	
	M1	5,1	6,2	5,9	8,4	7,9	
	Crédito a los sectores residentes	6,2	5,9	5,2	4,4	4,0	
	AAPP	5,1	6,7	7,7	8,0	8,3	
	Otros sectores residentes	6,4	5,7	4,7	3,7	3,1	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	1,2	0,7	0,4	0,0	-0,2	
	— Préstamos a sociedades no financieras	9,0	7,8	6,3	5,3	4,4	
	EONIA	1,81	1,26	1,06	0,84	0,78	0,70
	EURIBOR a tres meses	2,46	1,94	1,64	1,42	1,28	1,23
	EURIBOR a un año	2,62	2,14	1,91	1,77	1,64	1,61
	Rendimiento bonos a diez años	4,11	4,20	4,15	4,09	4,14	4,34
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,64	-1,34	-1,30	-1,19	-0,84	-0,57
	Tipo de cambio dólar/euro	1,324	1,278	1,305	1,319	1,365	1,402
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (d)	-8,7	-19,4	-15,5	-3,1	0,0	-2,0	

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.

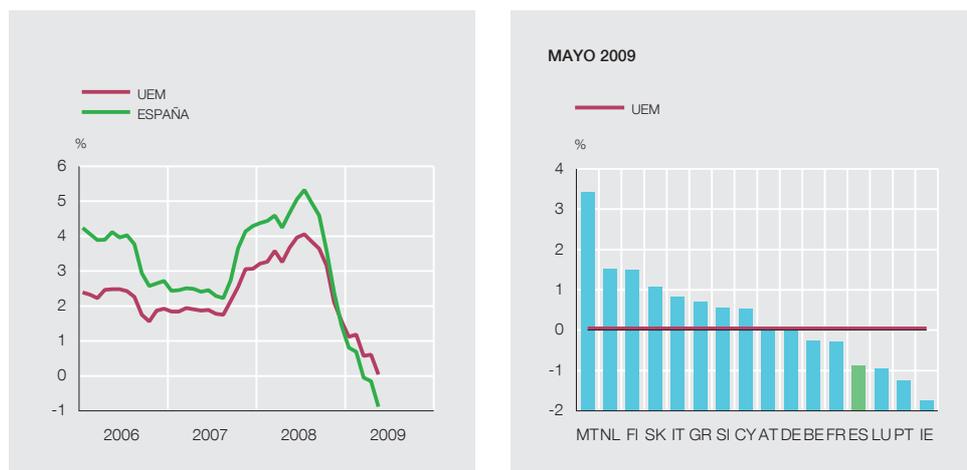
b. El dato correspondiente al último mes es una estimación preliminar.

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

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

mente firmes. Sin embargo, el superávit comercial mantiene niveles reducidos, como consecuencia de la acelerada caída de las exportaciones y la persistente depresión de las importaciones. La inflación registra tasas negativas (-1,4% interanual en mayo para el IPC), pese al continuado y acusado repunte del crédito. En el resto de Asia, la producción industrial registró una menor caída interanual a comienzos del segundo trimestre, mientras que las exportaciones mostraron fuertes descensos respecto al año anterior. La inflación continuó disminuyendo en mayo en todas las economías de la región hasta alcanzar nuevos mínimos.

La actividad se redujo un 2,8% interanual en América Latina, en el primer trimestre, frente al crecimiento del 0,9% en el cuarto trimestre de 2008. Destaca la contracción en México y, en menor medida, en Brasil y Chile. En Argentina, Perú y Venezuela, se mantienen tasas de crecimiento interanual positivas, aunque la desaceleración ha sido muy brusca. Solo Colombia registró una mayor tasa de crecimiento interanual que en el trimestre precedente. La demanda interna se desplomó en todos los países, especialmente la de inversión. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al segundo trimestre del año son heterogéneos. Mientras que en algunos países persiste o se agudiza la debilidad (Chile, México y Perú), en otros se apunta una leve recuperación (Brasil). La inflación se redujo en todos los países, hasta situarse en un promedio del 6,8% en mayo, cinco décimas menor que la de abril. Todos los bancos centrales en los que hubo reunión de política monetaria en junio (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) redujeron sus tipos de interés, entre 50 pb y 100 pb. En el frente fiscal, el Gobierno chileno



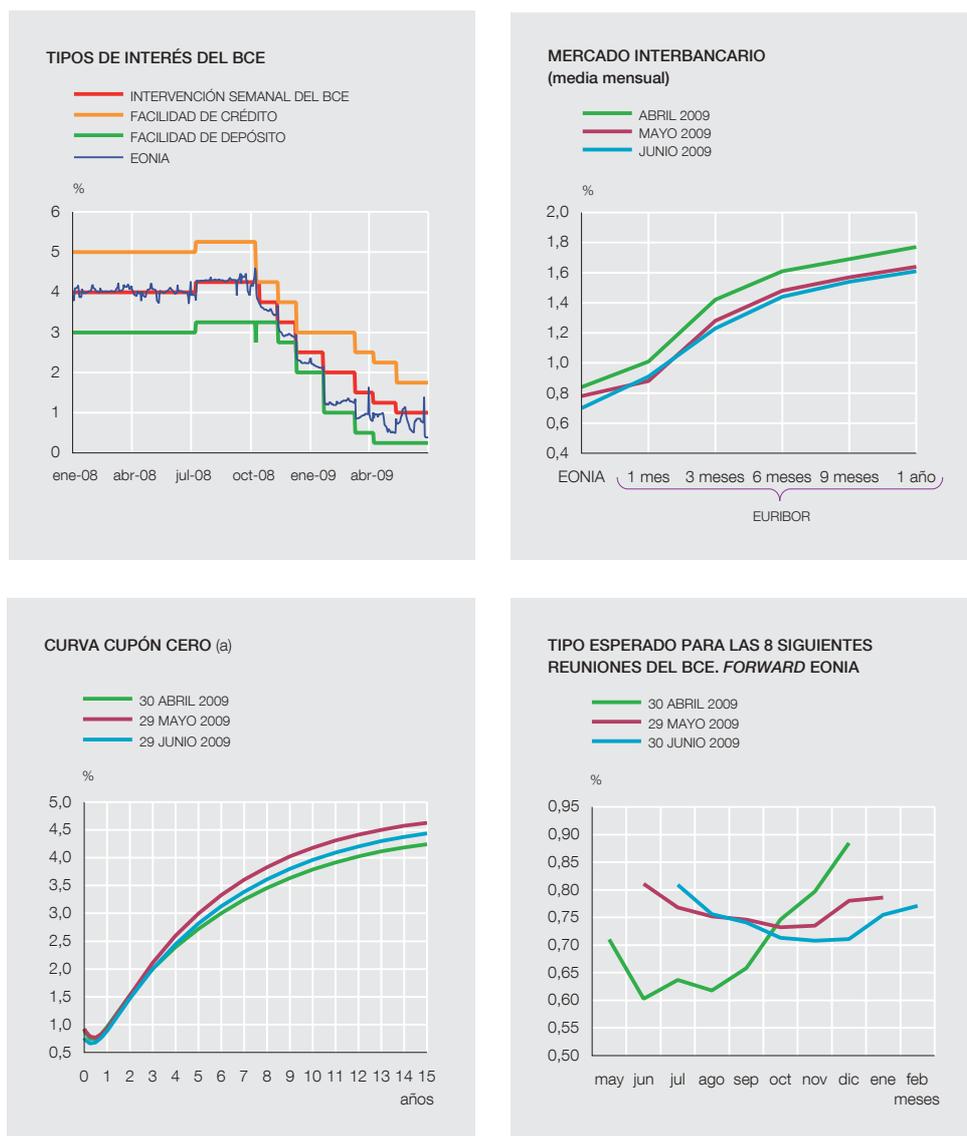
FUENTE: Eurostat.

anunció la utilización de 4.000 millones de dólares adicionales de su fondo soberano para enfrentar el aumento del déficit público, medida que supuso una apreciación del peso chileno.

La publicación de la primera estimación de la contabilidad nacional de la UEM confirmó el dato avanzado por la estimación *flash*, según la cual el PIB del área del euro se redujo, en términos intertrimestrales, un 2,5% en el primer trimestre de 2009, tras el descenso del 1,8% registrado en el período octubre-diciembre de 2008. La fuerte contracción de la demanda de bienes de equipo, la desaccumulación de existencias y el retroceso de las exportaciones son los componentes que contribuyeron de forma más acentuada a la intensa caída de la actividad. De esta forma, la demanda interna, excluida existencias, detrajo 1,2 pp a la tasa de avance del PIB, mientras que la evolución de las exportaciones se vio contrarrestada por la debilidad de las importaciones, con lo que la contribución negativa del saldo neto exterior al retroceso del producto fue muy inferior a la de la demanda interna. Por su parte, la variación de existencias detrajo 1 pp al crecimiento de la actividad. En términos interanuales, el PIB de la UEM decreció un 4,8% en el primer trimestre de 2009.

En el ámbito laboral, los datos de contabilidad nacional del primer trimestre de 2009 estiman una caída del empleo del 0,8%, aunque con comportamientos muy dispares entre países. Paralelamente, debido a una mayor caída relativa del PIB, la productividad aparente del trabajo intensificó su ritmo de contracción con respecto al período de octubre-diciembre. La remuneración por asalariado redujo fuertemente su ritmo de crecimiento, mientras que los costes laborales unitarios continuaron avanzando, hasta el 5,7%, muy por encima del deflactor del PIB, que continuó su moderación, por lo que los márgenes empresariales registraron una brusca contracción.

La información disponible para el segundo trimestre del año, derivada tanto de los indicadores cuantitativos como de los de opinión, avanza una nueva contracción de la actividad, aunque menor que la registrada en el primer trimestre. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial se redujo en abril un 1,5%, disminución inferior a la registrada en los primeros meses del año, mientras que los nuevos pedidos industriales retrocedieron a un ritmo más intenso, del 1%, que el del mes de marzo. Por su parte, los indicadores de confianza, elaborados por la Comisión Europea, relativos a la industria y los servicios, al igual que las encuestas realizadas a los directores de compras, mostraron en junio nuevos avances, con la ex-

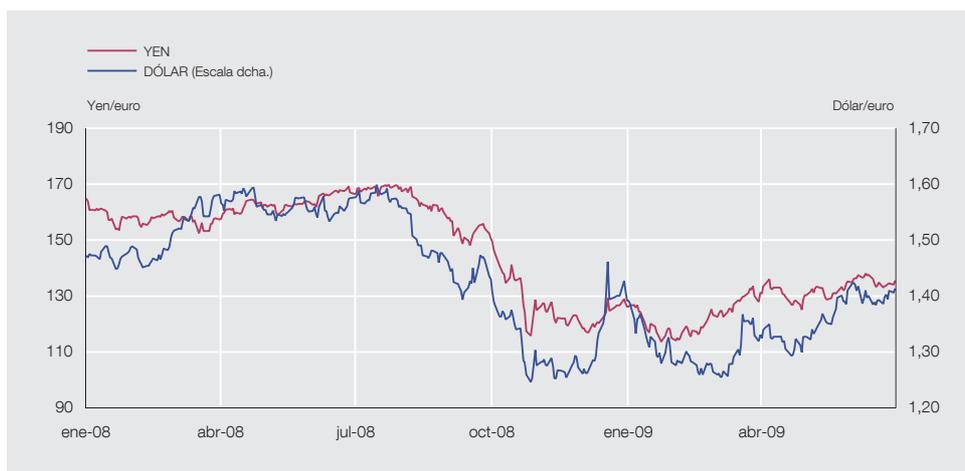


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación con datos del mercado de swaps.

cepción del PMI de servicios. Por el lado de la demanda, el indicador de confianza de los consumidores prolongó en junio su comportamiento expansivo, tras tocar mínimos en marzo, mientras que las ventas al por menor registraron en abril su segundo crecimiento intermensual positivo, tras varios meses de caídas ininterrumpidas, y las matriculaciones continuaron acelerándose en mayo. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos mostró en junio, en cambio, un nuevo mínimo. Finalmente, los datos de la balanza comercial reflejan un ligero retroceso de las exportaciones en abril, inferior al de las importaciones. De igual forma, la valoración de la cartera de pedidos de exportación prolongó su deterioro en junio.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se situó en mayo en el 0%, mientras que la estimación *flash* para el mes de junio apunta ya un crecimiento negativo del -0,1%. La disminución de seis décimas entre los meses de abril y mayo obedeció al menor ritmo de crecimiento registrado en todos los componentes, con la excepción del referido a los bienes industriales no energéticos, que se mantuvo cons-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

tante. Por ello, en el caso del IPSEBENE, la medida de inflación que excluye los componentes volátiles —energía y alimentos no elaborados—, la contención fue más moderada, y disminuyó dos décimas con respecto a abril, hasta el 1,5%. Por su parte, los precios industriales continuaron en abril su senda de contracción, al reducirse un 4,6% en términos interanuales.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 2 de julio, mantener los tipos de interés oficiales en el 1% para las operaciones principales de financiación y en el 0,25% y el 1,75% para las facilidades de depósito y crédito, respectivamente (véase gráfico 6). El Consejo considera que este nivel de tipos es el adecuado, dada la información disponible. Así, a pesar de que la inflación ha entrado temporalmente en un período —previamente anticipado— de crecimiento negativo, las expectativas a medio y largo plazo continúan estando ancladas en niveles coherentes con el objetivo de la política monetaria. Además, el BCE desveló los detalles técnicos del programa de adquisición de *covered bonds* (cédulas hipotecarias en el mercado español) que se implementará a partir del próximo 6 de julio. Finalmente, el Consejo indicó que espera que la primera operación de financiación a doce meses, que se llevó a cabo el pasado 24 de junio, fortalezca la posición de los bancos y fomente la normalización del crédito en la economía. Dicha operación de inyección de liquidez se realizó a un tipo fijo del 1% y adjudicación plena, y supuso una inyección de liquidez récord de 442 mm de euros.

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos iniciaron una senda alcista en los días posteriores al Consejo del BCE del 4 de junio, especialmente en los plazos más cortos. Sin embargo, esta tendencia reversionó a lo largo del mes, acelerándose tras la operación de financiación del BCE, de tal forma que, a finales de junio, los EURIBOR a 30 días y a un año se situaban 19 pb y 13 pb por debajo del último dato de mayo, en el 0,75% y 1,50%, respectivamente. Por su parte, los tipos de las operaciones con garantías —eurepos— mostraron una evolución similar a la de los tipos del interbancario, aunque con un repunte al alza en los últimos días del mes, con lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los eurepos equivalentes disminuyó en junio en los plazos largos (un año y seis meses) y aumentó en los cortos (tres meses y un mes). En los mercados secundarios de deuda pública, la rentabilidad a diez años de los bonos de la UEM retrocedió en la segunda quincena, y lo hizo más intensamente que los rendimientos de los activos análogos en Estados Unidos, con lo que el diferencial negativo EEUU frente a UEM se redujo hasta los 49 pb. Por

TIPOS		2006	2007	2008	2009				
		DIC	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH								
	Crédito para vivienda	4,74	5,53	5,83	4,35	3,91	3,55	3,36	...
	Crédito para consumo y otros fines	7,32	8,34	8,79	7,91	7,58	7,77	7,86	...
	Depósitos	1,79	2,72	2,79	2,11	1,87	1,66	1,58	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
	Crédito (b)	4,77	5,80	4,87	3,80	3,59	3,18	3,23	...
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,69	4,01	2,18	1,39	1,22	1,13	0,98	0,97
	Deuda pública a cinco años	3,78	4,12	3,46	3,38	3,22	3,00	2,96	3,15
	Deuda pública a diez años	3,82	4,35	3,86	4,23	4,06	4,01	4,05	4,24
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,03	0,09	0,80	1,07	0,99	0,83	0,64	0,68
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,26	0,64	2,90	2,04	1,76	1,65	1,25	1,19
	IBEX 35 (e)	31,79	7,32	-39,43	-17,13	-15,02	-1,72	2,48	6,44

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.

otra parte, a pesar de la leve relajación de las condiciones financieras, y debido fundamentalmente a la contracción de la actividad, los préstamos bancarios al sector privado siguieron desacelerándose en mayo y registraron un avance interanual seis décimas inferior al observado en el mes de abril, del 1,8% (3,4% si se ajusta de los procesos de titulización). Esta ralentización afectó tanto a los préstamos de hogares como, en mayor medida, a los de sociedades no financieras.

En los mercados de renta variable europeos, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron estables durante los primeros días de junio, iniciando a mediados de mes una senda descendente, recuperada solo parcialmente en los últimos días del período, de tal forma que el índice EUROSTOXX 50 ha acumulado en junio una caída del 2,02%. En los mercados cambiarios, tras la apreciación registrada en mayo, que alcanzó su máximo en los primeros días de junio, el euro se ha mantenido relativamente estable, cotizando a finales de mes en los 1,41 dólares por euro (véase gráfico 7). En términos de tipo de cambio efectivo nominal, la evolución a lo largo del período ha sido similar.

El agregado monetario M3 se desaceleró intensamente en mayo, hasta crecer un 3,7% en términos interanuales, debido a una contracción bastante generalizada en todos sus componentes.

Evolución financiera en España

En junio, se elevó la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo, alcanzándose los niveles observados en febrero. En las bolsas nacionales, los índices han vuelto a experimentar una revalorización, aunque más moderada que durante los meses precedentes, evolución que ha venido acompañada de nuevos descensos de su volatilidad y de las primas de riesgo de crédito. Por su parte, la información más reciente de los balances financieros de los distintos sectores residentes, correspondiente a abril, evidencia que durante dicho período siguió la tendencia de desaceleración de la deuda de los hogares y las sociedades y de mayor dinamismo de la financiación neta captada por las Administraciones Públicas, al tiempo que

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

CUADRO 3

	2009	2007	2008	2009		
	ABR (b)	DIC	DIC	FEB	MAR	ABR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.563,8	12,3	7,5	6,8	6,7	6,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.216,5	15,5	6,1	5,0	4,5	4,1
Hogares e ISFLSH	904,6	12,5	4,4	2,8	2,2	1,7
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,5	13,0	4,5	3,3	2,5	1,8
– Crédito para consumo y otros fines (c)	230,6	11,1	3,8	1,6	1,2	1,1
Sociedades no financieras	1.311,9	17,7	7,3	6,5	6,2	5,8
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	953,6	19,5	6,8	5,5	4,4	4,0
– Valores de renta fija (d)	45,7	18,4	12,1	22,0	26,5	24,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	347,3	-6,9	18,3	20,2	22,7	26,1
Valores a corto plazo	69,7	2,5	58,3	67,7	82,8	105,4
Valores a largo plazo	331,0	-3,1	8,2	13,3	18,6	20,2
Créditos – depósitos (f)	-53,5	-12,6	8,8	-4,4	-15,2	-19,6

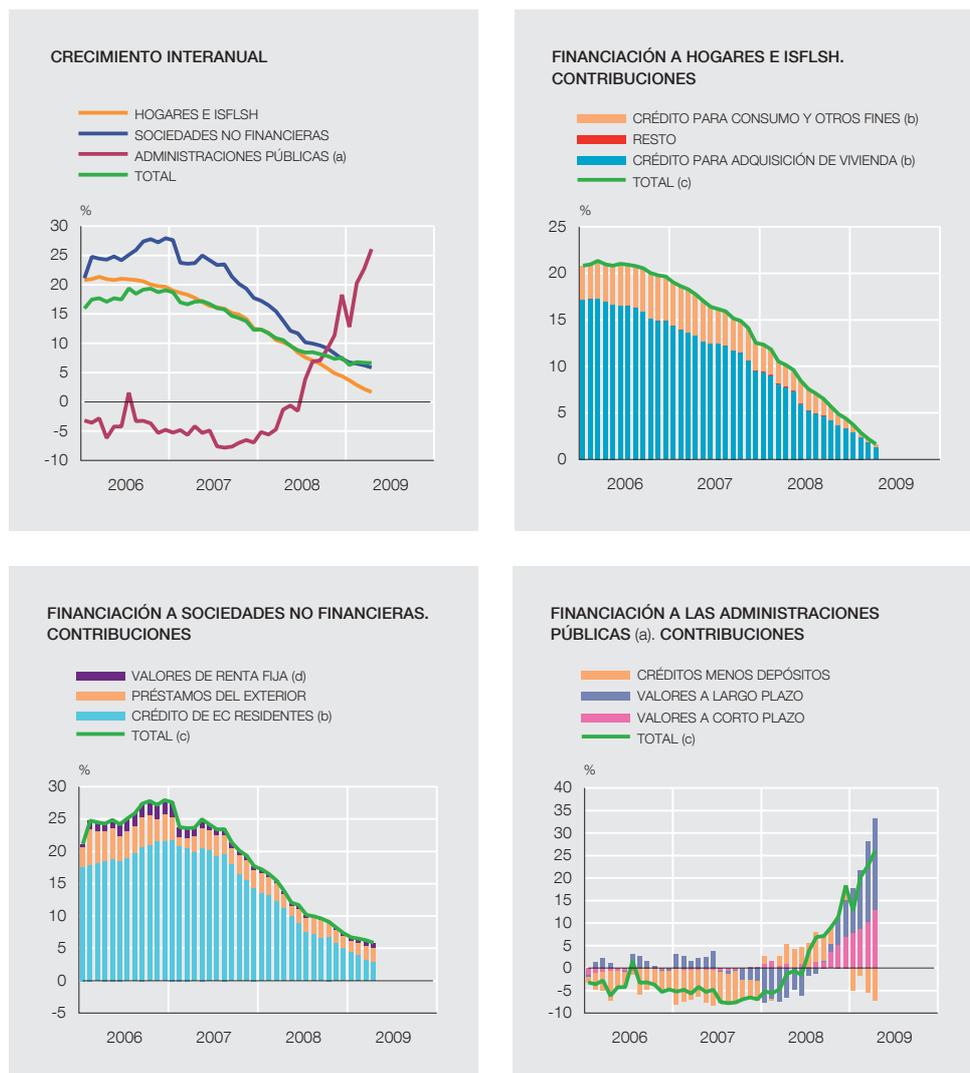
FUENTE: Banco de España.

- 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.

apenas varió el ritmo de expansión de los activos más líquidos de las familias y las empresas. Los datos provisionales referidos a mayo apuntan a nuevas reducciones en las tasas de crecimiento interanuales de los fondos ajenos de los agentes privados y a un mantenimiento de las mismas pautas de meses anteriores en la evolución de sus activos líquidos.

En el mercado de deuda pública, aumentaron las rentabilidades a largo plazo, mientras que en el tramo corto de la curva apenas se registraron variaciones. De este modo, en junio, los tipos de interés medios de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron en el 0,97% y el 4,24%, respectivamente, lo que supuso, en el primer caso, un mantenimiento del nivel medio alcanzado en mayo, y, en el segundo, un aumento de 19 pb en relación con los valores medios observados en ese mes (véase cuadro 2). El diferencial a diez años entre la rentabilidad de la deuda española y la alemana se ha incrementado ligeramente, alcanzando los 68 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las sociedades no financieras han continuado descendiendo, hasta los 119 pb.

En los mercados de renta variable, los índices han fluctuado en torno a los valores de finales de mayo, sin que se observara una tendencia definida, al tiempo que sus volatilidades han seguido reduciéndose. De este modo, el último día de junio, el IBEX 35 se situó un 3,9% por encima del nivel de cierre del mes anterior, una evolución más favorable que la registrada por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que experimentó un retroceso del 2%, y por el S&P 500 de las de EEUU, que mostró una variación prácticamente nula. Con estos movimientos, el incremento acumulado en el año por el índice español se elevó hasta el 6,4%,



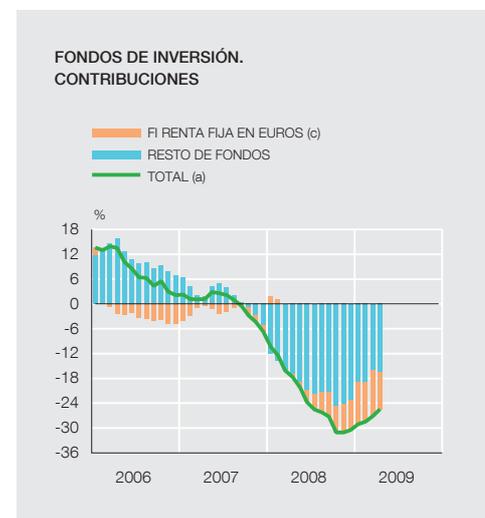
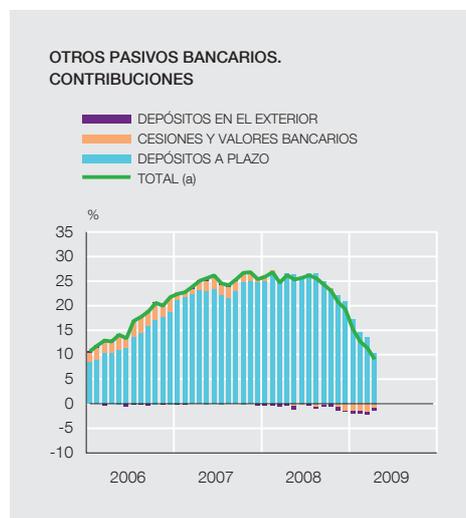
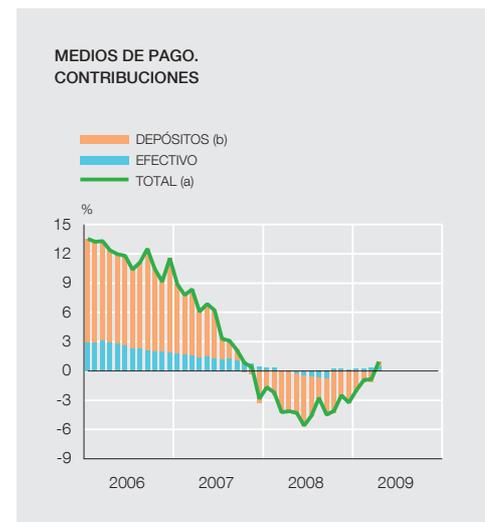
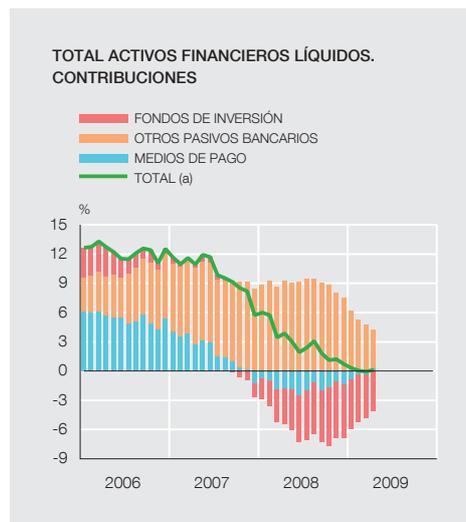
FUENTE: Banco de España.

- 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.

cifra superior a la ganancia del 1,8% que presentó el indicador de los valores estadounidenses y a las pérdidas del 2% del correspondiente a los valores del área del euro.

En mayo, las entidades de crédito volvieron a reducir la remuneración de los depósitos de las familias y el coste de los fondos prestados a dicho sector para la adquisición de vivienda, hasta situarlos, respectivamente, en el 1,58% y el 3,36%, lo que supone descensos de 8 pb y 19 pb, en relación con los valores registrados en abril. En cambio, aumentaron ligeramente los tipos de interés de la financiación concedida a las sociedades no financieras y a los hogares para consumo y otros fines, hasta alcanzar el 3,23% y el 7,86%, 5 pb y 9 pb por encima de los datos del mes precedente.

Los fondos recibidos por el conjunto de los sectores residentes no financieros crecieron en abril a un ritmo similar al de marzo, evolución que resultó del mantenimiento de las mismas tendencias de los últimos meses (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Así, las tasas de expansión interanual de la deuda de las familias y de las sociedades se redujeron en torno a medio pun-



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.

to porcentual, situándose por debajo del 2% y del 6%, respectivamente, al tiempo que volvieron a acelerarse los pasivos netos de las Administraciones Públicas.

La desagregación por finalidades muestra que la desaceleración de los pasivos de los hogares en abril respondió a un descenso en los ritmos de expansión interanual tanto de los créditos para la adquisición de vivienda como, en menor medida, de los destinados al consumo y otros fines, que se situaron en torno al 2% y al 1%, respectivamente. Por su parte, la ralentización de los fondos recibidos por las sociedades no financieras resultó principalmente del menor dinamismo de la financiación concedida por las entidades residentes, que creció un 4% en relación con el mismo período de 2008. De acuerdo con la información provisional disponible, en mayo habría vuelto a reducirse el avance interanual de la deuda de las familias y las empresas.

La financiación captada por las Administraciones Públicas volvió a acelerarse en abril, incrementándose la tasa de crecimiento interanual en más de 3 pp, hasta alcanzar el 26%. Por

instrumentos, en términos netos acumulados de doce meses, la captación de fondos a través de valores de renta fija, tanto a corto como a largo plazo, continuó creciendo a un ritmo elevado, al tiempo que los depósitos crecieron por encima de lo que lo hicieron los créditos recibidos.

El dinamismo de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares fue en abril similar al del mes precedente (véase gráfico 9). Por instrumentos, no hubo cambios sustanciales en las pautas que se vienen observando desde el verano de 2008. Así, volvieron a aumentar los ritmos de avance de los fondos de inversión y de los medios de pago (aunque la tasa de expansión interanual de los primeros continuó siendo negativa), compensando la nueva desaceleración de los depósitos a plazo, cuyo crecimiento interanual se redujo hasta el 12%. La información provisional referida a mayo apunta a una prolongación de estas mismas tendencias.

30.6.2009.

Rasgos básicos¹

En el primer trimestre de 2009, las empresas no financieras colaboradoras de la Central de Balances Trimestral (CBT) experimentaron una intensa contracción de su actividad productiva, que se reflejó en un descenso del valor añadido bruto (VAB) del -13%. Esta tasa contrasta con el 2,3% de crecimiento que registró este excedente en el primer trimestre de 2008 (véanse cuadro 1 y gráfico 1)² y es superior a la del conjunto de dicho año (-2,6%), si bien está en la línea de lo que se venía observando en los últimos meses de 2008. Esta negativa evolución afectó a todos los sectores de la muestra, si bien registró las tasas más negativas en las empresas de comercio e industria, en un contexto de retraimiento del consumo y de la inversión en bienes de equipo. La contribución del sector exterior a la evolución del producto de las sociedades no financieras mejoró en el primer trimestre de 2009 en comparación con el año anterior, como consecuencia de la notable reducción experimentada por las importaciones, más intensa que la de las exportaciones, en un entorno recesivo del comercio internacional.

Por su parte, los gastos de personal presentaron una ligera disminución, del -0,2%, en el primer trimestre de 2009, frente al 4,3% de aumento registrado un año antes. Esta caída es la consecuencia de la intensificación en los procesos de reducción de plantillas (-2,8%) y de un crecimiento más moderado de las remuneraciones medias (2,6%, frente al 3,4% del primer trimestre de 2008; véase cuadro 2.A). La reducción del número medio de trabajadores se produjo exclusivamente en el empleo temporal, que, en las empresas colaboradoras con la CBT, registró una tasa negativa del -16,2%; por su parte, el número de trabajadores fijos no varió, lo que representa también una evolución peor que la detectada un año antes (+0,7%) en este tipo de empleo. La caída en el empleo se produjo en todos los sectores, con la excepción del de la energía: las empresas colaboradoras de la industria y el comercio fueron las que, en línea con la negativa evolución de su actividad productiva, redujeron el empleo con mayor intensidad (-5% y -8,6%, respectivamente); en sentido contrario, el sector de energía fue el único que aumentó sus plantillas medias, un 1,7%, incremento que, en cualquier caso, queda por debajo del registrado en el primer trimestre de 2008 (2,1%). La contención descrita en las remuneraciones medias, con incrementos del 2,6%, casi un punto por debajo de lo que habían aumentado un año antes, es consecuencia de los menores incrementos salariales negociados en los nuevos convenios, en el contexto de la crisis económica y de la reducción de la tasa de inflación (1,4% al cierre de 2008). La intensidad de este fenómeno ha llevado a que determinados sectores de actividad presenten valores negativos en la tasa de variación de la remuneración media. Este es el caso de la industria, en el que los costes salariales registraron una tasa de variación del -0,2%; por su parte, el del comercio también presentó una fuerte desaceleración en los gastos de personal por trabajador en el primer trimestre de 2009, en el que la tasa se situó en el 0,2%. Esta última observación puede estar relacionada con la fuerte reducción en las remuneraciones de carácter variable que las grandes empresas ligan a la evolución de la actividad y de los resultados empresariales.

La reducción de los gastos de personal compensó solo mínimamente la negativa evolución del VAB, por lo que esta se transmitió al resultado económico bruto (REB). Así, este exceden-

1. La información que ha servido de base para la elaboración de este artículo proviene de las 656 empresas que hasta el 17 de junio enviaron su información trimestral a la Central de Balances. Este agregado representa, en términos de VAB respecto al del total de sociedades no financieras, un 11%. 2. Las tasas referidas, que se obtienen a partir de los valores directamente proporcionados en los estados contables de las empresas no financieras, vienen afectadas por la distinta fecha de la Semana Santa en los años considerados (segundo trimestre en 2007 y 2009, y primer trimestre en 2008).

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

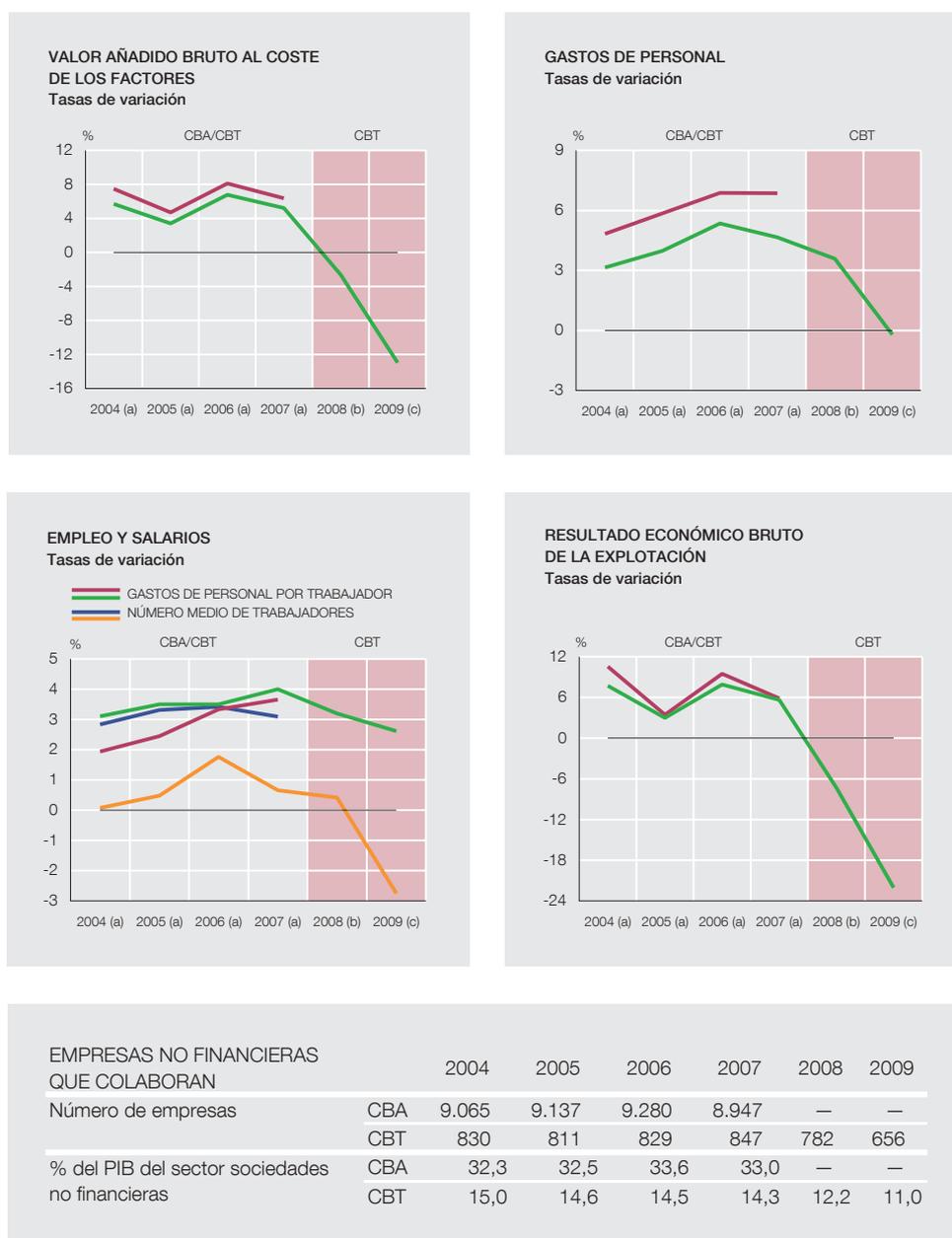
CUADRO 1

	ESTRUCTURA CBA	CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT)		
		2006	2007	I a IV 08/ I a IV 07 (a)	I 08/I 07	I 09/I 08
BASES						
Número de empresas		9.280	8.947	782	852	656
Cobertura total nacional		33,6%	33,0%	12,2%	14,0%	11,0%
CUENTA DE RESULTADOS						
1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	9,5	7,5	3,0	8,1	-20,2
<i>De ella:</i>						
— Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	139,0	9,7	5,8	3,3	7,2	-19,6
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	68,9	10,2	8,0	5,6	11,1	-23,8
<i>De ellos:</i>						
— Compras netas	39,9	12,3	6,9	4,4	16,1	-32,0
— Otros gastos de explotación	29,4	7,8	8,5	5,4	4,0	-2,7
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	31,1	8,1	6,4	-2,6	2,3	-13,0
3. Gastos de personal	16,4	6,9	6,9	3,6	4,3	-0,2
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	14,8	9,5	5,9	-7,3	0,8	-22,0
4. Ingresos financieros	4,0	17,0	23,2	2,7	20,2	-10,3
5. Gastos financieros	4,0	34,3	39,0	16,4	24,0	-5,3
6. Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	5,2	9,9	0,0	0,7	-0,6	-8,4
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	9,5	5,1	4,8	-16,5	-1,4	-30,5
7. Resultado por enajenaciones y deterioro (c)	-1,0	82,0	(b)	(b)	(b)	(b)
7'. Estructura sobre VAB (7/S.1)		5,6	-3,1	-3,3	-1,2	5,8
8. Variaciones del valor razonable y resto de resultados (c)	1,2	54,9	(b)	56,1	96,5	(b)
8'. Estructura sobre VAB (8/S.1)		-2,9	4,0	-3,9	-0,2	-3,0
9. Impuestos sobre beneficios	1,9	36,9	-14,9	-68,6	13,2	-30,3
S.4. RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 - 9]	7,8	28,3	8,6	-28,5	-4,2	-21,5
S.4'. Estructura sobre VAB (S.4/S.1)		24,3	25,1	25,9	27,4	25,0
RENTABILIDADES						
	Fórmulas (d)					
R.1. Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1)/AN	9,1	8,9	7,7	5,7	5,1
R.2. Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1/RAC	4,1	4,8	4,9	4,7	4,1
R.3. Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3/RP	13,5	12,5	10,2	6,6	6,0
R.4. Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	5,1	4,1	2,8	1,0	1,0

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. Nuevas partidas de la cuenta de resultados, que surgen por la aplicación del nuevo plan contable (PGC 2007). El recuadro 2 informa del alcance de los cambios realizados. Datos asimilados para 2007 y anteriores.
d. 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 otros gastos financieros (5.2).
Nota: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5 y 7 se han depurado de movimientos contables internos.

te se redujo en un -22% en el primer trimestre de 2009, frente al +0,8% que había crecido un año antes, reflejando la intensidad de los efectos que la contracción de la actividad está teniendo en las cuentas de resultados de las empresas no financieras españolas. En sentido contrario, los gastos financieros experimentaron una disminución del -5,3% en el primer trimestre de 2009, lo que supone un cambio de tendencia con respecto a trimestres anteriores. Esta mejora es consecuencia de las reducciones de los tipos de interés, en un contexto en que los niveles de endeudamiento se incrementaron ligeramente, por la existencia de operaciones de reorganización empresarial, mediante compraventa de acciones que requirieron financiación adicional, si bien la tendencia predominante en el trimestre fue la atonía en los procesos inversores. Por otro lado, los ingresos financieros sufrieron una importante reducción en el primer trimestre de 2009 (-10,3%), motivada por los menores dividendos recibidos

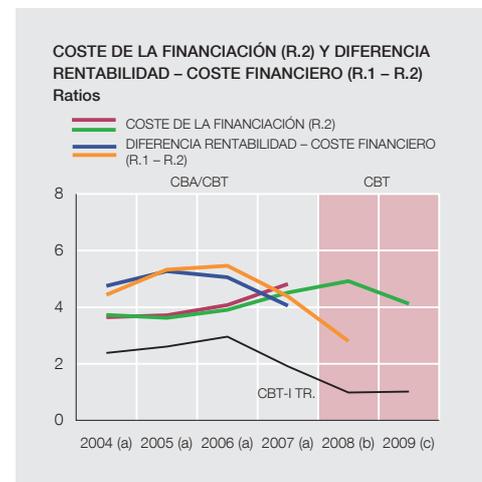
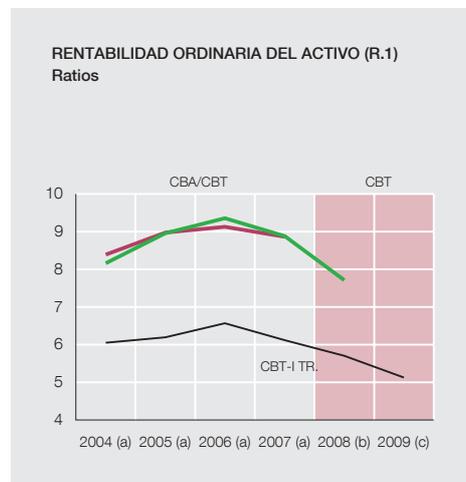
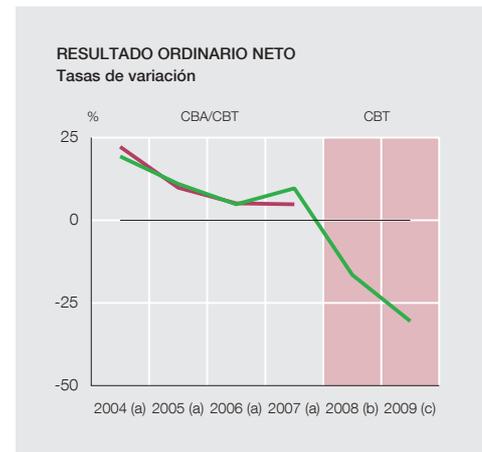
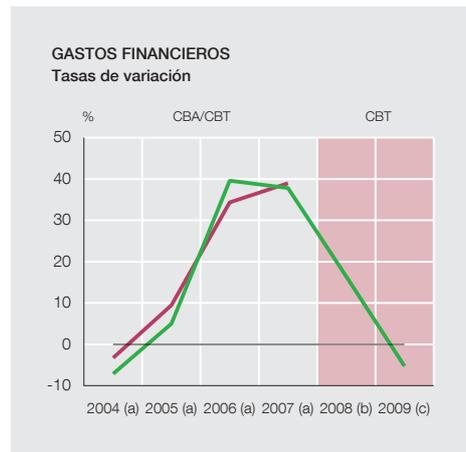


FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 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.
- c. Datos del primer trimestre de 2009 sobre igual período de 2008.

por las empresas en este período, después del crecimiento excepcional que tuvo esta partida en el primer trimestre de 2008. Como consecuencia de la mayor disminución de los ingresos financieros que de los gastos, el resultado ordinario neto (RON) se redujo algo más intensamente que el REB, hasta registrar una tasa del -30,5% en los tres primeros meses de 2009, lo que supone la evolución más negativa de este excedente en toda la serie de datos de la CBT.

Como consecuencia de la fuerte contracción de la actividad y, con ello, de los principales excedentes empresariales durante el primer trimestre de 2009, también las rentabilidades



EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Número de empresas	CBA	9.065	9.137	9.280	8.947	—	—
	CBT	830	811	829	847	782	656
% del PIB del sector sociedades no financieras	CBA	32,3	32,5	33,6	33,0	—	—
	CBT	15,0	14,6	14,5	14,3	12,2	11,0

FUENTE: Banco de España.

- a. Datos de 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.
- c. Datos del primer trimestre de 2009 sobre igual período de 2008.

ordinarias reflejaron un nuevo descenso. Así, la rentabilidad del activo neto se situó en el 5,1%, algo más de medio punto por debajo del nivel alcanzado en el mismo trimestre de 2008 (5,7%), y la rentabilidad de los recursos propios se redujo de forma similar, pasando de un 6,6% hasta el 6%. El descenso de los tipos de interés se ha reflejado en una reducción de la ratio que mide el coste financiero que soportan las empresas, que en los tres primeros meses de 2009 fue del 4,1%, seis décimas menos que un año antes, cuando esta misma ratio se había situado en el 4,7%, compensando la caída de las rentabilidades. Por ello, el diferencial entre estas dos ratios (rentabilidad del activo y coste financiero) para el total de la muestra se mantuvo en valores positivos, aunque reducidos (1 punto) e idénticos a los que se alcanzaron

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		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09
Total	6,4	-2,6	2,3	-13,0	3,1	0,4	0,9	-2,8	6,9	3,6	4,3	-0,2	3,7	3,2	3,4	2,6
TAMAÑOS																
Pequeñas	3,4	—	—	—	-0,4	—	—	—	4,8	—	—	—	5,2	—	—	—
Medianas	5,6	-0,3	1,8	-14,0	1,7	-1,5	-0,2	-5,2	6,6	3,0	4,9	-4,7	4,8	4,6	5,1	0,5
Grandes	6,6	-2,7	2,3	-12,9	3,4	0,5	1,0	-2,6	7,0	3,6	4,3	0,0	3,4	3,1	3,3	2,7
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	1,4	4,1	10,9	-13,8	0,2	2,0	2,1	1,7	5,0	4,5	4,5	3,5	4,8	2,5	2,3	1,7
Industria	8,4	-12,4	-2,5	-29,5	0,3	-1,1	-0,9	-5,0	4,2	1,7	2,7	-5,2	3,8	2,8	3,6	-0,2
Comercio y reparación	7,1	-6,4	-1,5	-14,5	3,5	1,3	2,0	-8,6	7,0	4,5	3,6	-8,5	3,4	3,2	1,6	0,2
Transportes y comunicaciones	6,9	-1,8	1,2	-7,6	1,8	-0,9	-0,9	-1,4	5,6	1,8	3,2	1,8	3,7	2,7	4,1	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 2009	EMPRESAS QUE INCREMENTAN (O NO VARIAN) EL NÚMERO DE TRABAJADORES	EMPRESAS QUE DISMINUYEN EL NÚMERO DE TRABAJADORES
Número de empresas	656	270	386
GASTOS DE PERSONAL			
Situación inicial I 08 (millones de euros)	6.461,3	2.259,2	4.202,1
Tasa I 09/I 08	-0,2	7,4	-4,3
REMUNERACIONES MEDIAS			
Situación inicial I 08 (euros)	11.625,1	13.360,5	10.866,2
Tasa I 09/I 08	2,6	1,3	2,5
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I 08 (miles)	556	169	387
Tasa I 09/I 08	-2,8	6,0	-6,6
Fijos			
Situación inicial I 08 (miles)	462	132	330
Tasa I 09/I 08	0,0	5,3	-2,2
No fijos			
Situación inicial I 08 (miles)	94	37	57
Tasa I 09/I 08	-16,2	8,5	-32,1

FUENTE: Banco de España.

un año antes. La tendencia descendente de las rentabilidades se aprecia en todos los sectores, si bien fue mayor en el caso de la industria, que se situó en diferencial negativo con el coste financiero (-2,3), lo que pone en evidencia el mayor deterioro que han sufrido las cuentas de las empresas de esta actividad.

Por último, las operaciones que se incluyen en las cuentas de resultados atípicos (extraordinarios) han tenido, en el primer trimestre de 2009, variaciones en distinto sentido que se han compensado entre sí, por lo que no han afectado sustancialmente a la evolución del resultado del ejercicio, aunque han atenuado ligeramente la caída de este excedente en comparación con la registrada por el RON. De este modo, las empresas de la muestra experimentaron una caída en sus beneficios en el primer trimestre de 2009 del -21,5%. No obstante, dado que también el VAB se redujo, cuando se expresa el resultado como porcentaje sobre el VAB, la reducción con respecto al primer trimestre de 2009 es de poco más de dos puntos (este pasó de ser el 27,4% al 25%) y se mantuvo en términos relativos en valores elevados.

En resumen, la actividad productiva de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2009 mostró un perfil marcadamente contractivo, que se ha traducido en reducciones muy significativas de todos los excedentes ordinarios y en un deterioro de los datos de empleo, con descensos del número medio de trabajadores con contrato temporal. Esta negativa evolución ha afectado a todos los sectores de actividad, pero de forma más intensa a los de industria y comercio, directamente influidos por el comportamiento del consumo y la inversión, que presentaron una tendencia notablemente recesiva en los meses transcurridos de 2009. La merma que todo ello ha supuesto en los niveles de rentabilidad ordinaria ha venido acompañada de una reducción en los costes financieros que compensa su impacto sobre el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste financiero, si bien dicho diferencial se mantiene en niveles muy reducidos.

Actividad

En el primer trimestre de 2009, las empresas no financieras colaboradoras con la CBT sufrieron una acusada disminución de su actividad productiva, continuando la tendencia negativa que se venía produciendo en los últimos meses del año anterior, y que ha llevado a que el VAB experimentara un retroceso del -13% en este período, frente al incremento del 2,3% registrado un año antes (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Este empeoramiento de la actividad también se pone de manifiesto al observar la caída que reflejaron la producción y los consumos intermedios, con tasas fuertemente negativas, del -20,2% y -23,8%, respectivamente, confirmando la intensificación de las tendencias contractivas que la actividad de las empresas ha sufrido en este trimestre. La actividad exterior mejoró su contribución al producto al aumentar la demanda exterior neta (saldo neto de las exportaciones menos las importaciones) (véase cuadro 3), como consecuencia de la fuerte desaceleración de las importaciones, más intensa que la de las exportaciones, en un contexto de fuerte retraimiento del comercio mundial.

Descendiendo a un análisis más detallado por sectores (véase cuadro 2.A), la primera conclusión destacable es que la contracción del VAB se ha producido en todos los agregados, si bien con distinta intensidad en cada caso. Así, fueron los sectores de industria y comercio los que registraron reducciones más intensas de su actividad productiva. Las empresas industriales vieron cómo disminuía su VAB, en el primer trimestre de 2009, un -29,5%, como consecuencia principalmente del retroceso experimentado por la inversión en bienes de equipo y del negativo comportamiento, un trimestre más, de los subsectores industriales más relacionados con el sector de la construcción. Por su parte, el sector de comercio sufrió también un deterioro significativo de su actividad, que se tradujo en una reducción del VAB del 14,5%, como consecuencia de la debilidad del consumo, en un contexto de elevada incertidumbre. En cuanto al sector de transporte y comunicaciones, el VAB se redujo un 7,6% en el primer trimestre de

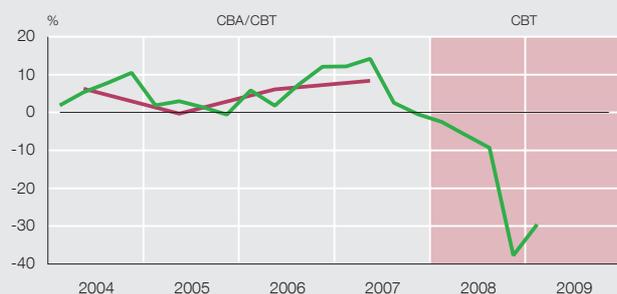
Las empresas industriales registraron una fuerte contracción de su actividad en los tres primeros meses de 2009, lo que se manifiesta en la reducción del -29,5% en su VAB. Esta caída, la mayor en este sector de actividad en la serie trimestral que arranca en 1994, confirma el fuerte impacto que sobre las empresas de este sector ha tenido el retroceso de las exportaciones y de la inversión en bienes de equipo, así como la influencia del deterioro en la actividad constructora sobre la industria auxiliar. Así, aunque en todos los agregados industriales se produjeron importantes disminuciones del VAB, fue en los de transformación del vidrio, cerámica y metales, industrias químicas y otras industrias manufactureras en los que se registraron las reducciones más intensas, con tasas del -54%, -32% y -25,8%, respectivamente. Por su parte, la demanda exterior neta (exportaciones menos importaciones) mostró un comportamiento favorable, con una contribución positiva al producto, como consecuencia de la mayor reducción experimentada por las importaciones que por las exportaciones, en un contexto de clara atonía del comercio internacional. El deterioro de la actividad industrial se tradujo en un empeoramiento de los datos de empleo, de modo que durante el primer trimestre de 2009 el número medio de trabajadores en este sector se

redujo un -5%, lo que supone, como en el caso de la actividad, la reducción más importante en este agregado en toda la serie mantenida por la CBT. En cuanto a los gastos de personal por trabajador, registraron una evolución muy moderada, con crecimiento prácticamente nulo en los tres primeros meses de 2009 (-0,2%), frente al 3,6% que habían aumentado un año antes. Este comportamiento de las remuneraciones medias se explica en parte por las menores subidas salariales concertadas en los convenios colectivos, en un contexto de incertidumbre y de bajas tasas de inflación, y también por el brusco descenso experimentado por las retribuciones de carácter variable, ligadas a la evolución de la actividad y los beneficios. Ello ha llevado, incluso, a que en los subsectores de la industria de la alimentación, bebidas y tabaco, de la transformación de vidrio, cerámica y metales, y de las otras industrias manufactureras se hayan producido reducciones del coste medio de personal, de un -2%, -2,5% y -3,5%, respectivamente. Como consecuencia de la evolución del empleo y de las remuneraciones medias, los gastos de personal se redujeron un -5,2% en el primer trimestre de 2009, lo cual no impidió que el resultado económico bruto sufriera un importante ajuste (-60,6%), reflejo de la fuerte contracción de la actividad industrial en este período.

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

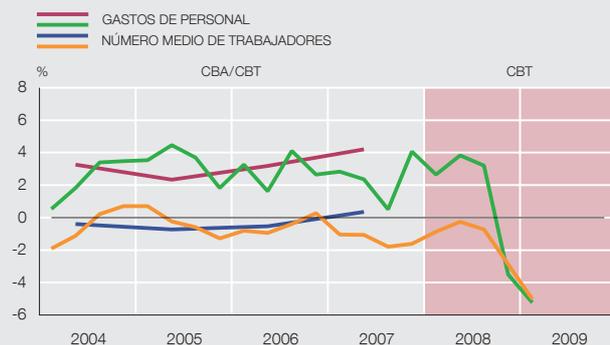
VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES

Tasas de variación



EMPLEO Y SALARIOS

Tasas de variación



GASTOS FINANCIEROS

Tasas de variación



RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO

Ratios



EMPRESAS INDUSTRIALES QUE COLABORAN

		2004				2005				2006				2007				2008				2009			
Número de empresas	CBA	2.538				2.476				2.471				2.345				—				—			
	CBT	353	343	336	334	325	313	306	298	321	305	292	283	316	305	290	286	291	276	254	234	207	—	—	—
% del PIB del subsector sociedades del sector industria	CBA	29,4				28,8				31,5				33,0				—				—			
	CBT	20,0	20,3	18,3	19,7	19,5	20,2	17,2	17,7	18,9	18,0	16,5	17,6	19,8	19,9	16,4	17,2	17,3	16,5	12,1	8,2	8,4	—	—	—

FUENTE: Banco de España.

do. Por su parte, los ingresos y los gastos financieros crecieron en este agregado durante el primer trimestre de 2009, a diferencia de lo que ha ocurrido en el resto de la muestra. No obstante, en ambos casos este incremento se debe a operaciones aisladas (por entrada de nueva financiación ajena, en el caso de los gastos, y por recepción de dividendos, en el de los ingresos), que no han alterado sustancialmente la tendencia negativa mostrada por los anteriores excedentes, de modo que el resultado ordinario neto presentó una fuerte reducción (-68,2%), de intensidad similar a la del resultado económico bruto. Esto ha provocado una notoria merma de los niveles de rentabilidad, tanto del activo neto, que registró una reducción de cuatro puntos, hasta situarse en un 2,3% en el primer trimestre de 2009, como de los recursos propios, que descendió hasta el 0,3%, muy por debajo del 7,9% alcanzado un año antes. Por su parte, la ratio que mide el coste de financiación ajena evidenció, como para el resto

de la muestra, un cambio de tendencia, consecuencia de las disminuciones de los tipos de interés, que permitieron que esta ratio se situase en el 4,6% para el primer trimestre de 2009, tres décimas menos que en el mismo período de 2008. Esta reducción no ha sido suficiente, en cualquier caso, para evitar que el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste financiero mostrase valores negativos (-2,3), hecho que no ocurría en este agregado desde 1996, cuando, sin embargo, los tipos de interés eran notablemente más elevados (estaban en torno al 10%). Este dato, por lo tanto, confirma y resume la difícil situación que atraviesa el sector industrial, que se ha visto más directamente afectado que otros agregados por la negativa coyuntura internacional, así como por la incertidumbre generalizada, contrayendo su actividad y reduciendo muy significativamente su capacidad de generación de excedentes y de creación de empleo y sus rentabilidades.

2009, en comparación con el 1,2% que había crecido el año anterior. Dentro de este agregado mantuvieron un comportamiento más negativo los subsectores de telefonía y los de transporte aéreo, más directamente afectados por la coyuntura recesiva actual. Finalmente, el sector de energía vio como su VAB se contraía un -13,8% en los tres primeros meses del año, frente al 10,9% de incremento registrado en el mismo período de 2008. Los dos grandes subsectores que componen este sector, las empresas de refino y las de energía eléctrica, gas y agua, presentaron fuertes caídas de su VAB en los primeros meses de 2009, si bien fueron mayores en el primero de ellos. En efecto, en el caso del refino de petróleo, el retroceso fue del -30,8%, en gran medida por la contracción de los márgenes de las empresas de este sector, en un contexto de fuertes reducciones de los precios del crudo (véase gráfico 2). Por su parte, en las empresas del sector de electricidad, gas y agua el VAB disminuyó un -8,8%, tasa que contrasta con el crecimiento del 5,9% registrado en 2008, como consecuencia fundamentalmente de la caída de la demanda (en el caso de la demanda de electricidad, esta se redujo un -6,5% en el primer trimestre de 2009, según fuentes de Red Eléctrica).

Por último, si se analiza el gráfico 3, que presenta la distribución de las empresas en función de la variación experimentada por su VAB, con independencia de su tamaño o sector de actividad al que pertenecen, se observa un incremento muy notable del porcentaje de empresas que sufrieron reducciones de esta variable en el período analizado, en comparación con los porcentajes del año anterior, lo que indica que las caídas en la actividad se han intensificado y se han extendido a la mayoría de las empresas de la muestra. Así, mientras que en el primer trimestre de 2008 un 44,5% de empresas registraban contracciones del VAB, este porcentaje se ha elevado hasta el 67,4% en 2009. Se aprecia, además, un desplazamiento claro hacia el segmento de empresas con reducciones del VAB superiores al 20%, 39,1% en el primer trimestre de 2009, frente al 21,1% de empresas que se encontraron en esta situación en el mismo período de 2008.

Empleo y gastos de personal

Durante los tres primeros meses de 2009 los gastos de personal se redujeron un -0,2%, frente al aumento del 4,3% que había registrado esta partida en el mismo período de 2008; esta contención en los gastos de personal se debe tanto a la negativa evolución del empleo como a la mayor moderación con la que han crecido las remuneraciones medias en el primer trimestre de 2009.

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

CUADRO 3

Estructura y tasas de variación

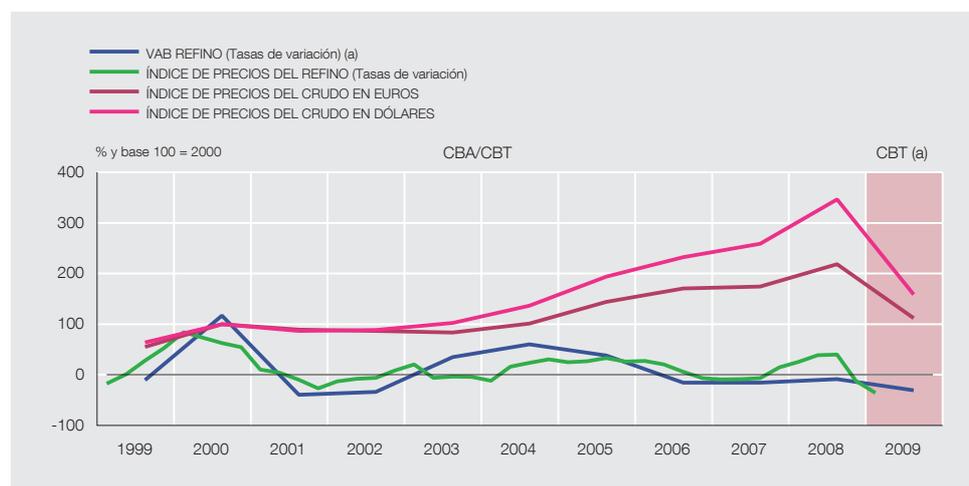
		CENTRAL DE BALANCES ANUAL (CBA)	CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL (CBT) (a)		
		2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09
Total empresas		8.947	782	656	656
Empresas que informan sobre procedencia/destino		8.947	732	615	615
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	67,1	77,5	79,0	81,9
	Total exterior	32,9	22,5	21,0	18,1
	<i>Países de la UE</i>	19,2	15,6	14,3	13,0
	<i>Terceros países</i>	13,8	6,9	6,7	5,2
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	84,8	90,2	91,5	90,8
	Total exterior	15,2	9,8	8,5	9,2
	<i>Países de la UE</i>	10,5	6,9	6,5	6,5
	<i>Terceros países</i>	4,7	2,8	2,0	2,7
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	-10,5	65,1	73,1	(b)
	Resto de empresas	-6,3	23,2	5,0	60,3

FUENTE: Banco de España.

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

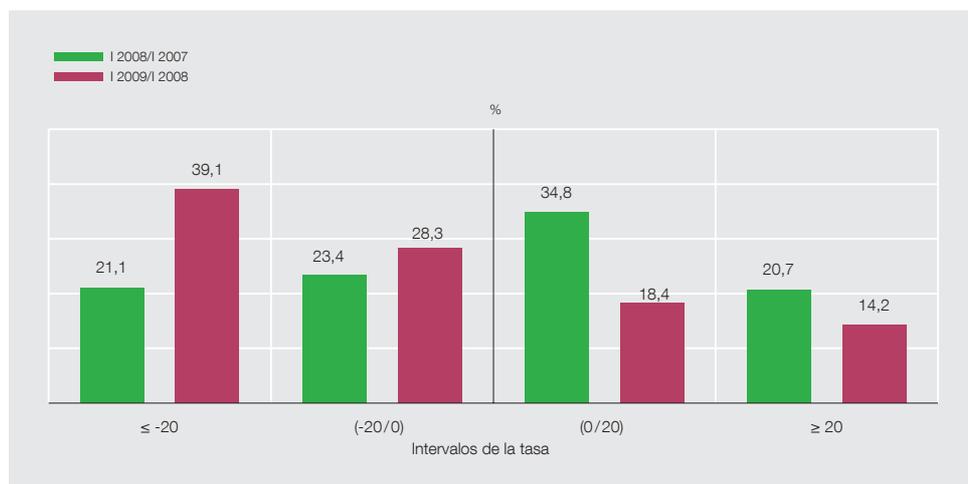
IMPACTO EN EL SECTOR DE REFINO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO

GRÁFICO 2



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

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



FUENTE: Banco de España.

Efectivamente, el número medio de empleados en las empresas de la CBT se redujo en el primer trimestre de 2009 un $-2,8\%$, frente al $0,9\%$ que aumentaron en 2008. El deterioro de la actividad productiva se ha reflejado en los datos de empleo del personal no fijo, que, con una disminución del $-16,2\%$ (véase cuadro 2.B), ha sido el que ha acusado el ajuste de plantillas. Por su parte, el empleo fijo no varió, evolución que, en cualquier caso, es peor que la del mismo período de 2008, cuando creció un $0,7\%$. Por sectores (véase cuadro 2.A), se aprecia un empeoramiento generalizado de los datos de empleo, si bien destacan los agregados de industria y comercio, por ser los que, en línea con el intenso deterioro de su actividad productiva, registraron las caídas de empleo más elevadas. Así, en las empresas industriales de CBT se redujo el número medio de trabajadores un -5% , intensificándose la tendencia de destrucción de empleo que se observaba el año anterior en este agregado ($-0,9\%$ en el primer trimestre de 2008 y $-1,1\%$ en el conjunto del año). En cuanto al sector de comercio, el ajuste de plantillas ha sido mayor, presentando una variación negativa del $-8,6\%$, que contrasta con el aumento del 2% un año antes, si bien en aquella cifra influyó la apertura de grandes centros realizada en el año 2008. También el sector de transporte y comunicaciones reflejó una disminución de sus plantillas en el primer trimestre de 2009, período en el que el empleo se redujo un $-1,4\%$, ligeramente por encima del $-0,9\%$ que había caído el año anterior. Por último, cabe destacar, como excepción, el positivo comportamiento de las empresas de energía, único sector en el que se han registrado incrementos, aunque ligeros, de empleo ($+1,7\%$), que, no obstante, han quedado por debajo de los del primer trimestre de 2008 ($+2,1\%$). Por último, los datos del cuadro 4 confirman que la destrucción del empleo se ha extendido a un número mayoritario de empresas de la muestra: si en el primer trimestre de 2008 un $39,8\%$ de ellas presentó caídas de su número medio de trabajadores, este porcentaje se ha elevado un año después hasta el 61% .

Por su parte, las remuneraciones medias registraron durante los tres primeros meses de 2009 una evolución contenida, con un aumento del $2,6\%$, algo menos de un punto por debajo de lo que habían aumentado el año anterior ($3,4\%$). Esta tendencia de cierta moderación de los costes salariales se ha percibido de forma generalizada en todos los sectores de la muestra, como consecuencia, fundamentalmente, del menor crecimiento de los salarios negociados en los nuevos convenios en el contexto actual de recesión y tasas de inflación muy bajas. Los datos del cuadro 4 permiten confirmar este extremo, al mostrar que en el primer trimestre de 2009 aumentó el porcentaje de empresas en las que la tasa de variación de los gastos de personal por trabajador se mantuvo por debajo de la inflación, hasta situarse en el $50,9\%$, frente al $48,1\%$ registrado un

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL		CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
	2006	2007	I a IV 07 (a)	I a IV 08 (a)	I 08	I 09
Número de empresas	9.280	8.947	847	782	852	656
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	25,4	26,1	28,8	32,8	26,3	54,3
Se mantienen o suben	74,6	73,9	71,2	67,2	73,7	45,7
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	30,9	31,4	38,7	45,8	39,8	61,0
Se mantienen o suben	69,1	68,6	61,3	54,2	60,2	39,0
GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR	100	100	100	100	100	100
Crecimiento menor que la inflación (b)	38,5	38,1	44,8	48,7	48,1	50,9
Crecimiento mayor o igual que la inflación (b)	61,5	61,9	55,2	51,3	51,9	49,1

FUENTE: Banco de España.

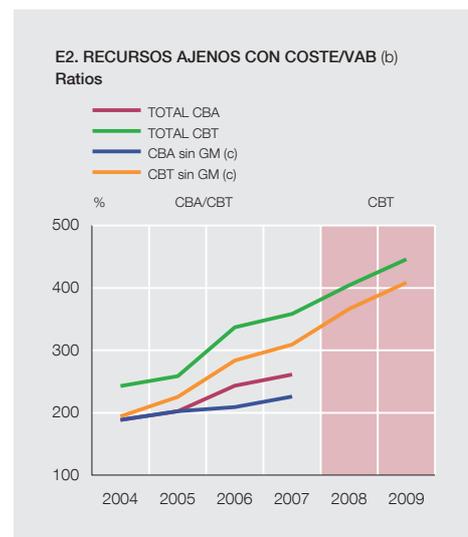
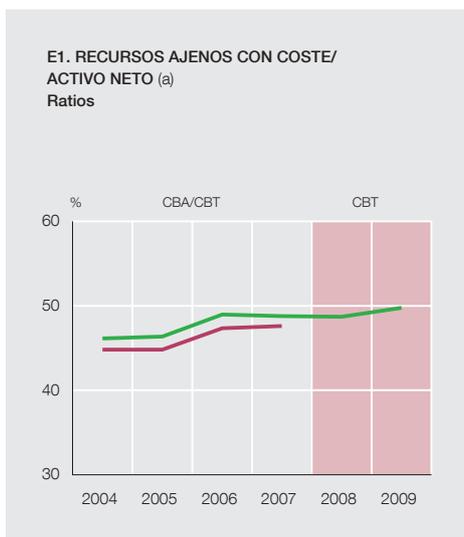
- a. Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.
b. Tasa interanual del IPC del mes de diciembre del año anterior al de referencia.

año antes. Descendiendo a un análisis por sectores, destacan los de industria y comercio, en los que las remuneraciones sufrieron una ralentización más intensa que en el resto de la muestra, alcanzando incluso tasas negativas en el primero de ellos, del -0,2%. Esto se explica, principalmente, por la drástica reducción que, en algunas grandes empresas de estos agregados, han experimentado las retribuciones de carácter variable, ligadas a la evolución de la actividad y de los resultados empresariales. Por último, cabe comentar la información que se presenta en el cuadro 2.B, que analiza por separado la evolución de las empresas que han creado o mantenido el número medio de trabajadores, y la de las que han destruido empleo. En este caso, se aprecia, como es habitual, que las empresas con aumentos de sus plantillas fueron las que tuvieron aumentos más contenidos en sus remuneraciones medias (+1,3%), y que las que registraron reducciones de empleo mantuvieron también aumentos de los costes salariales más contenidos que en el pasado, con incrementos del 2,5%.

Resultados, rentabilidades y endeudamiento

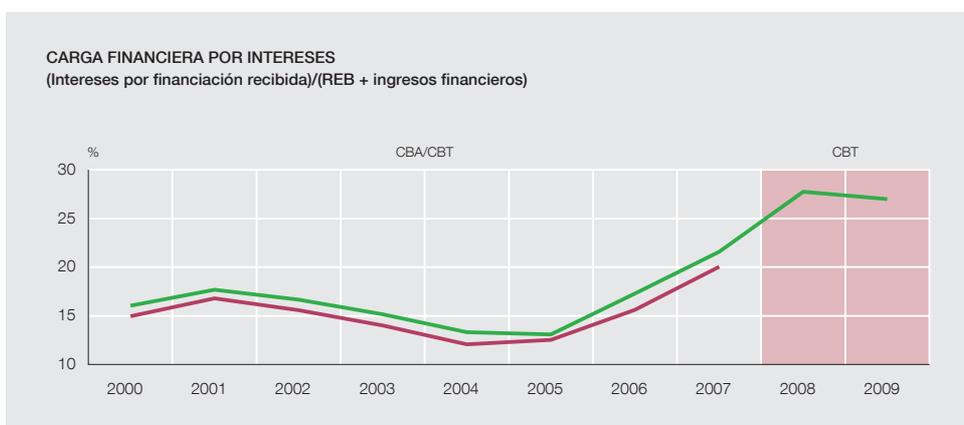
A pesar de la disminución de los gastos de personal, la fuerte contracción de la actividad productiva llevó a que el resultado económico bruto sufriera, en el primer trimestre de 2009, una reducción del -22%, cuando en el mismo período de 2008 este excedente había mantenido un ligero incremento, del 0,8%. En cuanto a los gastos financieros, en el primer trimestre del año en curso disminuyeron un -5,3%, hecho que no se había producido desde 2004. Ello ha permitido a las empresas aliviar ligeramente su carga financiera, como muestra la ratio que mide el peso de los intereses sobre el resultado económico bruto más los ingresos financieros (véase gráfico 4), que se redujo ligeramente, hasta el 27%, siete décimas por debajo de la del primer trimestre de 2008, y ello a pesar de que también se produjo una caída del denominador de esta ratio. El siguiente cuadro permite analizar las causas que explican la disminución experimentada por los gastos financieros en 2009:

	<i>I 09/I 08</i>
Variación de los gastos financieros	-5,3%
A. <i>Intereses por financiación recibida (1 + 2)</i>	-4,8%
1. Variación debida al coste (tipo de interés)	-16,6%
2. Variación debida al endeudamiento con coste financiero	11,8%
B. <i>Comisiones y descuentos por pronto pago</i>	-0,5%



	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CBA	44,8	44,8	47,3	47,6	48,7	49,8
CBT	46,2	46,4	49,0	48,8	48,7	49,8

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CBA	188,6	202,3	243,4	261,2	404,2	445,7
CBT	242,6	258,5	337,0	358,6	404,2	445,7
CBA sin GM	188,6	202,3	209,0	226,0	366,3	408,6
CBT sin GM	194,1	225,1	283,6	309,3	366,3	408,6



	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CBA	15,0	16,8	15,6	14,0	12,1	12,5	15,6	20,0	27,7	27,0
CBT	16,0	17,7	16,7	15,2	13,3	13,1	17,3	21,6	27,7	27,0

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 «intragrupa» (aproximación a deuda consolidada).
- c. GM = Empresas de la muestra pertenecientes a los principales grupos multinacionales colaboradores. No incluye las grandes empresas del sector de la construcción.

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		CBA		CBT		CBA		CBT		CBA		CBT	
	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09	2007	I a IV 08 (a)	I 08	I 09
Total	5,9	-7,3	0,8	-22,0	4,8	-16,5	-1,4	-30,5	8,9	7,7	5,7	5,1	4,1	2,8	1,0	1,0
TAMAÑOS																
Pequeñas	1,1	—	—	—	-1,5	—	—	—	7,4	—	—	—	2,5	—	—	—
Medianas	4,4	-4,2	-2,0	-25,5	-3,9	-2,5	-6,5	-42,0	8,0	7,7	6,8	4,1	3,2	1,7	2,1	0,3
Grandes	6,1	-7,4	0,9	-21,9	5,8	-16,9	-1,2	-30,2	9,0	7,7	5,7	5,1	4,1	2,8	1,0	1,0
DETALLE DE LAS ACTIVIDADES MEJOR REPRESENTADAS EN LA MUESTRA																
Energía	0,4	4,0	12,5	-17,7	1,1	-0,7	6,9	-19,2	8,9	8,2	7,5	5,4	4,6	3,5	3,0	1,7
Industria	14,0	-28,4	-8,2	-60,6	13,6	-52,8	-37,1	-68,2	10,1	5,4	6,4	2,3	5,0	0,4	1,5	-2,3
Comercio y reparación	7,3	-23,1	-7,3	-22,8	4,0	-22,7	-1,5	-37,7	10,9	4,9	9,6	6,2	6,0	0,6	5,0	1,8
Transportes y comunicaciones	7,8	-4,2	-0,2	-14,2	23,7	-4,3	1,4	-23,0	10,3	10,7	10,1	8,4	5,8	6,0	5,6	4,6

FUENTE: Banco de España.

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

De la información anterior se desprende que la razón que explica el descenso de los gastos financieros ha sido la reducción de los tipos de interés, y que se ha ido trasladando progresivamente al coste financiero de las empresas. Esta disminución se ha visto compensada parcialmente por la variación debida al endeudamiento, que durante los tres primeros meses de 2009 experimentó un moderado incremento, si bien su evolución agregada se debe a la existencia de operaciones concretas de compraventa de acciones, de cuantía significativa, enmarcadas en un proceso de reordenación del sector energético, que han requerido una mayor apelación de recursos ajenos adicionales en las empresas involucradas. En cualquier caso, la tónica general fue de moderación en el ritmo de crecimiento del endeudamiento, lo que es coherente con el clima de atonía inversora en las empresas de la muestra y con la incertidumbre que ha llevado a la mayoría de las empresas a posponer sus decisiones de inversión. Los datos que recoge la CBT para aproximar la evolución de la inversión empresarial muestran una reducción del -7,8% en el primer trimestre de 2009. Como complemento a este análisis, se puede observar la evolución de la ratio E1 (véase gráfico 4), que muestra un ligero aumento de los niveles de endeudamiento en el primer trimestre de 2009, consecuencia de la evolución prácticamente estable del Patrimonio neto (que forma parte, junto con los recursos ajenos, del denominador de esta ratio) y del suave crecimiento de los recursos ajenos con coste (numerador de la misma). Finalmente, la ratio E2, que mide de forma aproximada el peso de la deuda en relación con la capacidad de reembolso de las empresas, mantuvo la tendencia creciente de los últimos trimestres, impulsada por el ligero aumento de la deuda con coste y, sobre todo, por el deterioro experimentado por los ingresos generados por la actividad ordinaria.

Por su parte, los ingresos financieros presentaron una notable disminución en los tres primeros meses de 2009 (-10,3%), por la reducción de los dividendos recibidos, que en el período analizado cayeron un -24,3%, si bien conviene tener en cuenta que en el primer trimestre de 2008 se produjo una entrada excepcional de este tipo de ingresos. Ello ha provocado que el RON intensificara su disminución hasta el -30,5%, tasa sin precedentes para un primer tri-

**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			
		RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO NETO (R.1)		RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS (R.3)	
		I 08	I 09	I 08	I 09
Número de empresas		852	656	852	656
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0%	24,4	36,6	32,5	42,8
	0% < R ≤ 5%	23,4	25,8	14,4	18,1
	5% < R ≤ 10%	17,6	14,3	13,6	9,1
	10% < R ≤ 15%	10,2	4,7	8,9	5,8
	15% < R	24,4	18,6	30,5	24,1
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		5,7	5,1	6,6	6,0

FUENTE: Banco de España.

mestre en toda la serie mantenida por la CBT, y que es consecuencia de un empeoramiento generalizado en todos los sectores de actividad (véase cuadro 5). La evolución conjunta del RON y los gastos financieros se ha traducido en unos valores para las ratios de rentabilidad ordinaria claramente inferiores a los de períodos precedentes. Así, la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó en el primer trimestre de 2009 en un 5,1%, algo más de medio punto por debajo de la de idéntico período del año anterior, y la de los recursos propios reflejó un descenso similar, desde el 6,6% de 2008, hasta el 6% en los tres primeros meses del año en curso. Por otra parte, el coste financiero soportado por las empresas (ratio R.2) se redujo en seis décimas en 2009, por el impacto que sobre esta ratio han tenido las disminuciones de los tipos de interés, lo que permitió que el coste medio fuera del 4,1%, frente al 4,7% registrado un año antes. Gracias a ello, el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste pudo mantenerse en valores positivos y similares a los de 2008, de 1 punto, pero muy reducidos. Todos los sectores de actividad tuvieron caídas en este diferencial (comercio y reparación pasó del 5 al 1,8), si bien destaca el de la industria, sector de actividad en el que el diferencial se hizo negativo (-2,3).

Finalmente, un análisis de las partidas de carácter extraordinario, o no recurrentes³, pone de manifiesto que en este trimestre no se han registrado variaciones que hayan afectado de forma significativa al resultado del ejercicio. No obstante, cabe destacar la existencia de las plusvalías obtenidas en las operaciones de venta de acciones realizadas en la reorganización de determinadas empresas del sector energético, así como una significativa disminución del impuesto sobre beneficios (-30,3%), movimientos ambos que han favorecido un aumento del resultado. En sentido contrario, se han registrado dotaciones por deterioro del valor de la cartera de acciones que han reducido el beneficio contable de las empresas. El efecto conjunto de las dotaciones por deterioro del valor de las acciones y las plusvalías antes mencionadas (partidas que, de acuerdo con el Plan General de Contabilidad 2007, se informan conjuntamente) finalmente ha sido de carácter positivo (en estructura del VAB alcanza el 5,8%), en tanto que las variaciones del patrimonio por valoración de acuerdo con el valor razonable

3. El formato de la cuenta de resultados se ha adaptado al nuevo Plan General de Contabilidad 2007, lo que ha afectado a la presentación de estas partidas de carácter extraordinario, que incorporan desde el primer trimestre de 2008, como principal novedad, las variaciones del valor razonable y el registro neto de los ingresos y gastos de esta naturaleza, lo que dificulta el análisis de estas tasas de variación, dada su mayor volatilidad. Se remite al lector interesado al recuadro 2 de este artículo, en el que se analiza con mayor profundidad el impacto de estas modificaciones.

La entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad (PGC 2007) en el primer trimestre de 2008 supuso para las empresas no financieras la utilización de nuevos criterios de valoración, destacando, entre ellos, la aplicación del criterio del «valor razonable» a determinados activos financieros. La Central de Balances ha venido informando del alcance del impacto que, sobre los datos trimestrales reportados por las empresas colaboradoras con la CBT¹, puede tener este cambio, aunque por el momento este impacto ha sido reducido. Por otro lado, con el objetivo de reducir la carga informativa que recae sobre las empresas, la Central de Balances, a partir de 2008, viene solicitando a las empresas colaboradoras con la CBT su información en un cuestionario totalmente adaptado al PGC 2007, lo que ha supuesto cambios en los detalles de información. Debido a estos cambios, ha sido preciso adaptar la cuenta de resultados que se recoge en el cuadro 1 de

este artículo y las series de datos temporales, que se publican en el capítulo XV del *Boletín Estadístico* del Banco de España. La adaptación se introduce a partir de la edición de este artículo, una vez se dispone de dos observaciones consecutivas con el nuevo formato (las relativas a los primeros trimestres de 2008 y 2009).

El cuadro anejo informa de los conceptos de la cuenta de resultados que han sido afectados por el cambio de formato mencionado, que, como puede apreciarse, se limitan a las partidas de carácter atípico o extraordinario. El cuadro facilita, al mismo tiempo, el máximo nivel de detalle de la información que está disponible en los cuestionarios que le sirven de base, con el fin de poner de manifiesto su contenido y los límites analíticos de esta nueva información, según se comenta a continuación. De estos cambios, cabe resaltar los siguientes aspectos:

1. La cuantificación del impacto se ha recogido en sucesivos artículos trimestrales, el primero de ellos en abril de 2008, con ocasión de la publicación del artículo sobre los resultados de las empresas no financieras en el *Boletín Económico* de marzo de 2008 (véase el recuadro 1 de la publicación referida, «Implementación del nuevo plan general de contabilidad. Efectos sobre los datos contables de las empresas»).

— Como se ha mencionado, los cambios afectan exclusivamente a partidas de carácter atípico, por lo que el RON, excedente en el que se basa fundamentalmente el análisis de la rentabilidad en la Central de Balances, no presenta diferencias significativas con respecto a los datos obtenidos anteriormente. No obstante, al revisar las series históricas, se ha optado por in-

PARTIDAS DEL CUESTIONARIO DE LA CBT SEGÚN EL PGC 1990

	Signo	Valores absolutos (m€)		% VAB	Tasa
		I a IV 07	I a IV 08		
7. Ingresos y gastos extraordinarios		15.322	5.841	9,7	-61,9
1. Plusvalías e ingresos extraordinarios	+	20.408	11.883	19,7	-41,8
2. Minusvalías y gastos extraordinarios	-	5.087	6.042	10,0	18,8
8. Restantes rúbricas (provisiones e impuestos)		18.191	10.220	16,9	-43,8
1. Dotaciones netas a provisiones	+/-	14.498	8.577	14,2	-40,8
2. Impuestos sobre beneficios	-	3.693	1.643	2,7	-55,5

PARTIDAS DEL CUESTIONARIO DE LA CBT SEGÚN EL PGC 2007

	Signo	Valores absolutos (m€)		% VAB	Tasa
		I 08	I 09		
7. Resultado por enajenaciones y deterioro		46	788	5,8	(a)
1. Del inmovilizado	+/-	128	-25	-0,2	(a)
2. De instrumentos financieros	+/-	-82	814	6,0	(a)
8. Variaciones del valor razonable y resto de resultados		-118	-401	-3,0	(a)
1. Variación del valor razonable de instrumentos financieros	+/-	252	-120	-0,9	(a)
2. Exceso de provisiones	+	31	64	0,5	105,2
3. Diferencias de cambio	+/-	-28	-181	-1,3	(a)
4. Indemnizaciones	-	138	157	1,2	13,4
5. Resto de resultados atípicos	+/-	-235	-7	0,0	97,1
9. Impuesto sobre beneficios	-	1.313	916	6,8	-30,3

FUENTE: Banco de España.

a. Tasa no calculable.

corporar en el RON las amortizaciones de las subvenciones de capital, mejorando con ello su cálculo: a partir de este artículo, el RON incluye las amortizaciones del inmovilizado netas de las subvenciones que lo financian, sin que el cambio suponga una ruptura en las series. El cambio hace que las rentabilidades se amplíen en algunas décimas de punto en toda la serie de datos.

- Los ingresos y gastos extraordinarios, que desaparecen con esa denominación en el PGC 2007, dejan de registrarse por separado (minusvalías y gastos extraordinarios, por una parte; plusvalías e ingresos extraordinarios, por otra), pasando a hacerlo en términos netos (ingresos menos gastos). Esta opción de presentación, definida en el PGC 2007, afecta a la capacidad explicativa de las tasas de variación y aumenta su volatilidad, al sumar partidas positivas y negativas en los numeradores y denominadores. Efectivamente, habrá muchos casos en los que las tasas no puedan calcularse (cuando la partida pase de negativo a positivo o viceversa, como ocurre en los datos relativos a I09), y otros en los que las tasas superen las dos cifras, al calcularse sobre valores de reducida cuantía (al ser netos), y, con ello, carezcan de significado analítico. Por ese motivo, el cuadro 1 incluye, a partir de este artículo, además de las tasas de variación, la estructura de estas partidas respecto del VAB.
 - El cuadro anejo facilita el conocimiento de los elementos que se integran en las partidas resumen incluidas en el cuadro 1, y de su importancia relativa en el primer trimestre de 2009:
- a) El concepto «7. Resultado por enajenaciones y deterioro» es idéntico al que, con esta denominación, recoge el estado de pérdidas y ganancias del PGC 2007. En él se incluyen tanto los beneficios o pérdidas por venta de inmovilizados e instrumentos financieros, como la anotación del deterioro, esto es, la corrección valorativa que se hace al final del período por el deterioro reversible en los saldos de esos activos. Su valor alcanza el 5,8% del VAB del primer trimestre de 2009.
 - b) El concepto «8. Variaciones de valor razonable y resto de resultados» es una agrupación de partidas atípicas creada por la Central de Balances con fines analíticos, que incluye las indemnizaciones por despido, las diferencias de cambio, los ingresos por excesos de provisiones, otros resultados atípicos y, por último, las variaciones del valor razonable.
 - c) La novedad más relevante en estos datos es precisamente la presencia de las «Variaciones del valor razonable de instrumentos financieros», partida que recoge los cambios de valor de los activos financieros que pueden valorarse utilizando el criterio de valor razonable. En el primer trimestre de 2009, la suma de los impactos de las diferencias de cambio y del ajuste a valor razonable ha sido negativo y de cuantía reducida (-1,3% del VAB las primeras, y -0,9% del VAB el segundo). No obstante, esta valoración de impacto deberá revisarse una vez se disponga de los datos anuales de 2008 (en noviembre de 2009) y, en los próximos ejercicios, cuando se asiente el nuevo procedimiento de valoración y se resuelvan las dudas que algunas empresas vienen manifestando en su aplicación.

y el resto de resultados atípicos han sido negativas (su peso respecto del VAB representa el -3%). En cualquier caso, como ya se ha apuntado, el efecto neto que estas variaciones han tenido sobre el resultado no ha sido significativo, por lo que el resultado del ejercicio continuó mostrando una reducción muy importante (-21,5%), en línea con la del RON, aunque algo más atenuada. Finalmente, la ratio que relaciona el resultado del ejercicio con el VAB también disminuyó, pasando del 27,4% de 2008 al 25% del primer trimestre de 2009, si bien se mantuvo en niveles elevados como consecuencia de que el VAB, que actúa como denominador de esta ratio, también se ha reducido.

17.6.2009.

LA ASIMILACIÓN SALARIAL DE LOS INMIGRANTES EN ESPAÑA

La asimilación salarial de los inmigrantes en España

Este artículo ha sido elaborado por Mario Izquierdo, Aitor Lacuesta, Sergio Puente y Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Desde mediados de la década de los noventa, los flujos de inmigrantes que han llegado a España han sido de una intensidad muy elevada, hasta llegar a superar las 600.000 personas anuales en los años más recientes, si bien en los últimos trimestres se ha observado una cierta moderación, vinculada, probablemente, al cambio en la situación económica. Como resultado de este proceso, la población extranjera ha pasado de representar poco más del 1% hace 15 años a alcanzar el 12% de la población total en 2008. Este fenómeno ha tenido efectos muy significativos sobre la economía española. En particular, la inmigración ha supuesto un estímulo al crecimiento, pues ha permitido aumentar la oferta laboral y ampliar su potencial de expansión e incrementar la demanda de bienes y servicios, entre otros aspectos. El impacto ha sido particularmente destacado sobre la tasa de empleo, como consecuencia de la elevada tasa de participación de la población extranjera —dada su composición por grupos de edad—, y a pesar de que la tasa de desempleo de ese colectivo se tiende a situar por encima de la correspondiente a la población nativa. Por su parte, el impacto de la inmigración sobre la productividad aparente del trabajo resulta particularmente difícil de medir, dado que no se dispone de información directa sobre el rendimiento individual de los trabajadores. No obstante, cabe suponer que la incorporación de inmigrantes al mercado laboral puede haber contribuido a rebajar la tasa de avance de la productividad agregada como consecuencia del hecho de que los recién llegados han tendido a ocupar empleos intensivos en mano de obra y, por tanto, con productividad inferior a la media, así como de las lógicas dificultades de adaptación de sus habilidades (idioma, etc.) al nuevo entorno socioeconómico en el que se integran.

Distintos trabajos han enfatizado, a su vez, la flexibilidad que la inmigración ha introducido en el mercado de trabajo español, tanto en el ámbito de la movilidad laboral como en el de su mayor adaptabilidad salarial, lo que, en conjunto, ha contribuido a atenuar las presiones salariales o a evitar la aparición de cuellos de botella en determinados sectores u ocupaciones donde la demanda de trabajo ha sido especialmente elevada.

Conforme los flujos inmigratorios se vayan moderando, como consecuencia tanto de factores cíclicos como de una convergencia hacia tasas de inmigración a medio plazo más reducidas y similares a las observadas en otros países, cabe esperar que vayan cobrando más importancia las implicaciones de la asimilación de los inmigrantes que ya se encuentran en nuestro país. El objetivo de este artículo es, precisamente, ofrecer una primera aproximación empírica a uno de los aspectos de dicha asimilación en el caso español; en concreto, el que se refiere a la trayectoria salarial de los inmigrantes a lo largo de los últimos años. Asimismo, se analiza el comportamiento educativo de la segunda generación de inmigrantes —la formada por los hijos de inmigrantes llegados en los últimos años—, que están plenamente integrados en el sistema educativo español. Este es un aspecto de gran importancia, ya que la educación es un determinante fundamental del comportamiento de los salarios y de la productividad a largo plazo.

El artículo se estructura de la siguiente forma. La sección siguiente muestra evidencia sobre el proceso de asimilación salarial de los inmigrantes llegados a España en los últimos años, así como sobre los posibles factores explicativos de este proceso. La sección tercera analiza el comportamiento relativo en el sistema educativo de la segunda generación de inmigrantes. La sección cuarta resume algunas conclusiones.

La asimilación salarial de los inmigrantes¹

El concepto de asimilación del colectivo inmigrante puede referirse a diversos aspectos. Se puede pensar en la asimilación como un proceso de adopción por parte de los inmigrantes de ciertos valores sociales o costumbres del país de destino. De igual manera, se puede entender este fenómeno como una aproximación de las pautas de consumo de la población extranjera o de sus decisiones de fertilidad con respecto a la población nacional. El presente artículo, sin embargo, se centra en analizar el patrón de asimilación salarial de los inmigrantes una vez que van acumulando experiencia laboral en España. El interés de este enfoque está relacionado con la aproximación tanto a la evolución de la renta y el bienestar del colectivo inmigrante que ofrece la estimación de un patrón de asimilación en términos salariales como a las conclusiones que se pueden extraer sobre la evolución de la productividad de los trabajadores inmigrantes, si se acepta que esta puede aproximarse a través de los salarios.

El análisis del patrón de asimilación salarial del colectivo de trabajadores inmigrantes surge de las teorías de capital humano [Becker (1964) y Ben Porath (1967)], según las cuales la inversión en este factor productivo es costosa, en términos de tiempo, esfuerzo, etc., pero, a su vez, rinde un beneficio, en términos de mayores salarios, para el resto de la carrera laboral del trabajador. En este contexto, por tanto, al inicio de una carrera laboral, los incentivos a formarse son más elevados, ya que las posibles mejoras salariales asociadas a esta mayor formación se recibirán durante muchos años hasta la jubilación. Bajo estas premisas, los inmigrantes, que llegan a España a una edad relativamente joven y con un nivel de formación y experiencia laboral adquiridos en el país de origen que no es siempre fácilmente transferible al país de acogida, representan un colectivo con unos elevados incentivos potenciales a adquirir conocimientos y habilidades específicas del país de destino.

En efecto, la existencia de idiomas, tecnologías u organizaciones empresariales diferentes a las del país de origen de los inmigrantes puede provocar que parte del capital humano adquirido por estos no sea útil en el nuevo entorno. De hecho, los datos de la Encuesta de Estructura Salarial (2006) muestran que los inmigrantes al llegar a España reciben, en promedio, un salario alrededor de un 30% inferior al de un trabajador de nacionalidad española de similares características en términos de nivel educativo y experiencia profesional [Simón et ál. (2008)]². Sin embargo, la teoría de capital humano permitiría predecir que el nivel salarial de los inmigrantes podría converger con el de los trabajadores de nacionalidad española como resultado de una mayor inversión relativa en capital humano por parte de aquellos para adquirir conocimientos y habilidades específicas del mercado de trabajo del país de destino.

La literatura empírica ha confirmado que esta hipótesis se cumple a partir de los datos de diferentes países; esto es, que se produce una convergencia salarial de los trabajadores inmigrantes una vez que acumulan experiencia laboral en el país de destino, aunque la tasa de asimilación varía dependiendo de los países analizados. En particular, Lubotsky (2007) estima una tasa de asimilación salarial de 1,5 puntos porcentuales (pp) por año en el caso de Estados Unidos, similar al estimado para el caso de Suecia por Edin et ál. (2000). Este último trabajo encuentra, además, que el proceso de asimilación salarial no llega a completarse, de manera que se mantiene un diferencial salarial de 20 pp a partir de los 10 años de residencia. Por su parte, Constant y Massey (2002) analizan el caso para los inmigrantes

1. Esta sección es un resumen de los principales resultados que se encuentran en el Documento de Trabajo n.º 0904 del Banco de España, *Assimilation of Immigrants in Spain: A Longitudinal Analysis*, de M. Izquierdo, A. Lacuesta y R. Vegas. 2. Esto es confirmado por Sanromá et ál. (2008), que muestran una portabilidad relativamente imperfecta de las habilidades adquiridas en el extranjero, en el sentido de que los rendimientos del capital humano adquirido en el país de origen son significativamente inferiores a los de los conocimientos obtenidos en España.

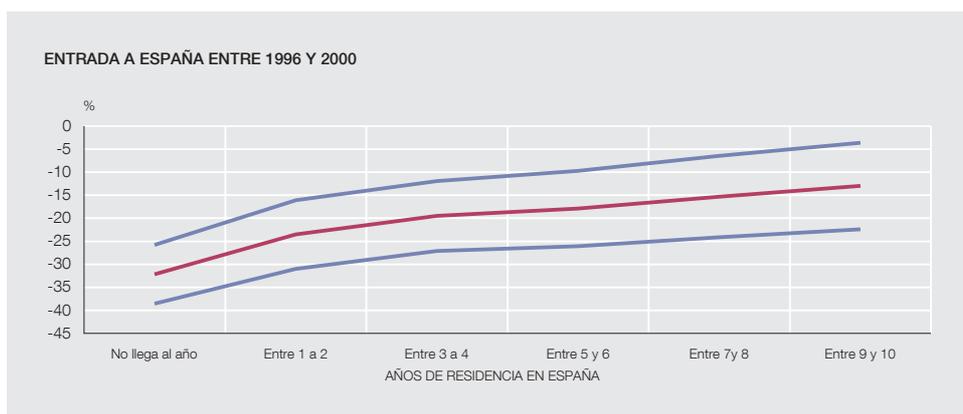
alemanes y observan que el proceso de asimilación es más lento que en los anteriores, ya que el diferencial solo empezaría a reducirse a partir de los 15 años de residencia en el país de acogida³.

En España, la ausencia de bases de datos que permitieran obtener información sobre la evolución de los salarios de los trabajadores a lo largo del tiempo ha hecho que los estudios de asimilación se hayan concentrado en analizar otras cuestiones, como la evolución de sus tasas de paro, tasas de actividad o diferentes condiciones laborales a medida que los trabajadores inmigrantes van acumulando experiencia en el mercado laboral español. Así, por ejemplo, Amuedo-Dorantes y De la Rica (2007) encuentran una asimilación relativamente rápida en términos de tasa de paro o actividad para los inmigrantes que llegan a España, si bien Fernández y Ortega (2008) muestran que los inmigrantes mantienen, aun con el paso del tiempo, un elevado desajuste entre las ocupaciones que desempeñan y la formación que poseen y sus condiciones laborales. En particular, su ratio de temporalidad se mantiene con el tiempo por encima de la observada, en promedio, para los trabajadores de nacionalidad española.

Los resultados del estudio que se resume en este artículo muestran, por primera vez para España, la estimación del patrón de asimilación salarial de los trabajadores inmigrantes utilizando una base de datos longitudinal que ofrece información sobre la carrera laboral de los trabajadores. Esta base de datos es la Muestra Continua de Vidas Laborales⁴ (MCVL), que ofrece información procedente de los registros administrativos de la Seguridad Social, de la Agencia Tributaria y del Padrón. Las diferentes olas disponibles de la MCVL (2004 a 2007) contienen una muestra de alrededor del 4% de la población de referencia, integrada por aquellos individuos que presentan alguna relación con el sistema de la Seguridad Social en un año determinado, e incluye amplia información sobre las características personales (sexo, edad, nacionalidad y nivel de estudios) y del puesto de trabajo (salario, tipo de contrato, sector de actividad, tamaño de la empresa, etc.) para el conjunto de la carrera laboral del individuo desde su primera relación con el mercado laboral. Para el colectivo de trabajadores inmigrantes se dispone, por tanto, de información sobre la evolución salarial y sobre las principales características del puesto de trabajo desde su entrada al mercado laboral español⁵, que puede compararse con la información disponible para el colectivo de trabajadores nacionales⁶.

Con esta información, se estima una ecuación en la que los salarios se tratan de explicar, de acuerdo con los modelos de capital humano tradicionales, a partir de la educación, el año de nacimiento y la experiencia en el mercado de trabajo de los trabajadores. En el caso del colectivo de inmigrantes se deben efectuar algunos supuestos. En particular, resulta necesario asumir que el año de entrada en España coincide con su primera relación laboral registrada en la MCVL. Por otra parte, se distingue entre la experiencia laboral en el país de origen y la adquirida en España, dado que, como se ha mencionado con anteriori-

3. Adicionalmente, Adsera y Chiswick (2007) presentan evidencia para otros países europeos. Evidencia para Canadá y Australia se encuentra en Antecol et ál. (2006), en Longva y Raaum (2003) para Noruega, en Hartog y Winkelmann (2003) para Holanda, en Bevelander y Nielsen (2001) para Suecia y en Wheatly-Price (1999) para Reino Unido. 4. Hasta el momento se dispone de cuatro olas de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL): 2004, 2005, 2006 y 2007. Para la primera solo se facilitó información procedente de la Seguridad Social y de la Agencia Tributaria, siendo a partir del año 2005 cuando el INE se ha sumado al esfuerzo de difusión de la información administrativa procedente del Padrón. 5. Al menos desde su entrada en el mercado en situación de alta como afiliado a la Seguridad Social, ya que no se dispone de información sobre si trabajó previamente en la economía irregular. 6. La muestra utilizada finalmente en el estudio se ha restringido a los afiliados al régimen general, pues solo para este colectivo puede considerarse que la información contenida en la MCVL sobre las bases de cotización es una buena aproximación al salario y al colectivo de hombres entre 25 y 54 años, ya que las estimaciones no tienen en cuenta el posible sesgo de selección derivado de la diferente participación laboral de nativos e inmigrantes.



FUENTES: Muestra Continua de Vidas Laborales de 2005 y Banco de España.

a. Bandas de confianza del 95%.

dad, se espera que los rendimientos de ambos tipos de experiencia puedan ser muy distintos⁷.

El gráfico 1 muestra la evolución del diferencial salarial estimado a lo largo de los años de residencia de los trabajadores extranjeros en España junto con los correspondientes intervalos de confianza de las estimaciones. Se observa que, para un inmigrante que entró en España entre 1996 y 2000 sin experiencia laboral previa, el salario de entrada al mercado de trabajo es alrededor de un 35% inferior respecto al de un trabajador nacional con la misma edad y experiencia laboral, similar a la estimada por Simón et ál. (2008) mencionada con anterioridad. A la hora de interpretar este resultado hay que tener en cuenta que, por ejemplo, puede reflejar diferencias en los sectores u ocupaciones en las que se emplean los trabajadores inmigrantes. Estos factores no se incluyen en las estimaciones realizadas, porque, precisamente, cambios en los mismos pueden, como se analiza más adelante, explicar parte del proceso de asimilación salarial posterior.

En cuanto a la velocidad a la que las diferencias salariales se reducen según los trabajadores inmigrantes acumulan experiencia en el mercado laboral español, las estimaciones realizadas muestran que el diferencial salarial inicial se reduce de forma relativamente rápida en los primeros años de estancia en España. En concreto, al cabo de 10 años la brecha salarial se reduce al entorno del 15%, lo que supone una velocidad de convergencia cercana a los 2 pp por año estimada para otros países. La asimilación salarial es incluso más rápida en los cuatro primeros años, en los que se reduce casi 15 pp. Respecto al comportamiento a más largo plazo, una vez pasados los primeros 10 años no parecen alcanzarse reducciones adicionales del diferencial salarial, que permanece estabilizado en torno al 15%. No obstante, este resultado debe interpretarse con cautela, puesto que, dado que el fenómeno de la inmigración en España es relativamente reciente, se dispone aún de escasa información sobre el comportamiento laboral de inmigrantes con carreras laborales muy largas en nuestro país.

En este sentido, se estima también el patrón de asimilación de las diferentes cohortes de inmigrantes llegadas a España, con el fin de comprobar si existen diferencias apreciables entre

7. El supuesto de que el año de entrada coincide con el de la primera relación laboral puede ser especialmente problemático en los casos de inmigrantes que regularizaron su situación legal en España en algunos de los procesos especiales que ha habido en los últimos años. Para comprobar la robustez de los resultados, se repiten las estimaciones eliminando las observaciones que coinciden con estos procesos, pues en muchos de ellos la experiencia previa en España constituyó un requisito para legalizar su situación.

Puntos porcentuales			
Años de residencia en España	Latinoamérica	Países de la ampliación	África
Entre 1 y 2	5,6	5,6	4,7
Entre 3 y 4	12,0	5,0	7,4
Entre 5 y 6	10,2	8,5	8,2
Entre 7 y 8	9,7	19,6	9,7
Entre 9 y 10	17,7	21,4	13,6
Entre 11 y 12	25,3	20,0	12,9
Más de 13	34,1	17,6	11,8

FUENTES: Muestra Continua de Vidas Laborales de 2005 y Banco de España.

las más recientes y las llegadas en la década de los ochenta. Los resultados muestran que el patrón de asimilación es muy similar en los primeros años de estancia en España entre las distintas cohortes, si bien en el caso de las más recientes la estimación es notablemente más precisa, dado que se dispone de un número de observaciones muy superior.

Asimismo, se ha estimado cómo el patrón de asimilación varía según el país de origen del inmigrante. En principio, podría esperarse que las diferencias en aspectos como el idioma o, en general, las habilidades obtenidas en el país de origen pudieran traducirse en patrones distintos por nacionalidades. En el cuadro 1 se puede comprobar que los inmigrantes procedentes de países latinoamericanos, que comparten nuestro idioma, y los originarios de la Europa del Este, que, en general, muestran un mayor nivel de formación, ofrecen un perfil de asimilación más favorable que el observado en el colectivo de inmigrantes procedentes de países africanos. En particular, durante los primeros cinco años los tres colectivos se comportan de forma similar, experimentando un fuerte grado de asimilación, pero, a partir de ese momento, el colectivo africano parece estancarse, sin alcanzar reducciones adicionales del diferencial salarial inicial. A largo plazo, el mejor comportamiento lo muestran los procedentes de países latinoamericanos, si bien los flujos inmigratorios de países procedentes de la ampliación de la UE son muy recientes, por lo que la estimación del patrón de asimilación para carreras laborales largas es especialmente imprecisa para este colectivo.

Por otra parte, la información disponible en la MCVL permite analizar qué factores se encuentran detrás de este proceso de asimilación salarial. En particular, podemos explorar en qué medida el crecimiento salarial diferencial de los inmigrantes se produce como consecuencia de movimientos en el mercado laboral que suponen cambios de provincia o cambios de empresa o si, por el contrario, la asimilación sucede dentro del mismo puesto de trabajo. Sobre este aspecto, distintos trabajos han mostrado que el colectivo inmigrante, una vez en España, tiene una mayor movilidad geográfica: en particular, suele desplazarse de regiones más pobres hacia regiones más prósperas [Amuedo-Dorantes y De la Rica (2005) o Banco de España (2007)], lo que se atribuye a su menor apego o menores vínculos sociales y familiares hacia la primera región de acogida. Asimismo, los cambios de empresa dentro de una misma localización pueden ser, en principio, más probables entre los trabajadores inmigrantes, que, en promedio, tienen una menor antigüedad en el empleo y una mayor ratio de temporalidad. En consecuencia, esta mayor movilidad laboral puede permitirles beneficiarse de las oportunidades derivadas de los notables diferenciales regionales existentes en los niveles salariales [Izquierdo y Lacuesta (2005)], así como de aquellas que surjan de los cambios tecnológicos y sectoriales que afectan de forma diferente a empresas nuevas y establecidas, y,

de esta forma, explicar una parte relevante del patrón de asimilación que se ha mostrado anteriormente.

Sin embargo, aunque los datos de la MCVL confirman la mayor movilidad laboral de los trabajadores extranjeros, tanto en términos regionales como sectoriales, este no parece ser el factor dominante a la hora de explicar el proceso de asimilación salarial. En concreto, las estimaciones disponibles indican que la mayor movilidad laboral explica únicamente alrededor de un tercio de la reducción del diferencial salarial estimado entre inmigrantes y trabajadores españoles⁸, por lo que los dos tercios restantes son asociables a ganancias de capital humano adquiridas dentro de la misma empresa.

En conjunto, por tanto, los resultados obtenidos indican un proceso de asimilación del colectivo inmigrante relativamente rápido, al menos en los primeros años de estancia en España, que estaría relacionado, principalmente, con la adquisición de habilidades y conocimientos específicos del mercado laboral español, aunque la mayor movilidad laboral de los trabajadores inmigrantes también contribuye a este proceso. Sobre la base del supuesto de que la productividad puede aproximarse a partir de los salarios, este proceso de asimilación podría contribuir a un mejor comportamiento de la productividad a medio plazo en la economía española. En todo caso, los resultados obtenidos deben tratarse con cautela, puesto que el período de análisis cubre, fundamentalmente, un intenso proceso inmigratorio ocurrido en una fase alcista de la economía.

La asimilación de la segunda generación de inmigrantes

Los resultados resumidos en la sección anterior muestran que, aunque a corto plazo la asimilación salarial es relativamente rápida, el diferencial salarial entre trabajadores inmigrantes y españoles no parece eliminarse por completo. En esta sección se analiza el comportamiento educativo de la segunda generación de inmigrantes —los hijos de los llegados en estos últimos años, que ahora se encuentran en el sistema educativo—, para tratar de explorar en qué medida estos podrían ayudar a completar el proceso de asimilación. En principio, podría pensarse que esto podría ocurrir, dado que su formación se realiza parcial o completamente en España, así como el desarrollo de su carrera profesional, por lo que su capital humano podría ser también similar al de los nativos⁹.

Sin embargo, la evidencia empírica disponible para otros países sobre esta cuestión ofrece resultados dispares. En el caso de Estados Unidos, aunque Card (2005) sugiere que los hijos de los inmigrantes llegados a Estados Unidos a partir de 1965 no presentan un diferencial salarial respecto a los hijos de los nativos, Borjas (2006) observa que la mitad del diferencial salarial observado para los padres inmigrantes aún subsiste en la segunda generación. Los escasos trabajos disponibles para Europa proporcionan también una cierta heterogeneidad de resultados. Fertig y Schmidt (2001) encuentran una convergencia entre nativos alemanes y la segunda generación de inmigrantes en Alemania en términos de la distribución sectorial y ocupacional, y, en el mismo sentido, Hammarstedt y Palme (2006) observan una convergencia plena en salarios, pero solo para los hijos de inmigrantes procedentes de países desarrollados; sin embargo, los hijos de inmigrantes procedentes de países en vías de desarrollo no consiguen mejorar los salarios relativos en relación con los nativos. Un resultado similar se obtiene en Francia para los hijos de inmigrantes de origen africano [Meurs et ál. (2005)].

8. En el documento de trabajo citado se ofrece un mayor detalle de estas estimaciones. 9. Si bien su grado de mejora dependerá en gran medida de la movilidad intergeneracional que exista en el país de acogida, habiendo cierta evidencia de que en la mayoría de países europeos, a excepción de los países nórdicos, esta movilidad es escasa [D'Addio (2007)].

%	Educación básica (a)	Educación secundaria (b)	Educación terciaria (c)
	Españoles	36,0	38,7	25,3
Extranjeros	49,1	43,9	7,0

FUENTES: Encuesta Población Activa de 2006 y Banco de España.

a. Con título hasta primera etapa de secundaria.

b. Bachillerato o grado medio de formación profesional o de música o de danza.

c. Grado superior de formación profesional, enseñanzas universitarias o superiores.

En el caso español, el carácter reciente de la inmigración no permite disponer de la evolución de los salarios de los hijos de inmigrantes con la que realizar estudios similares. Sin embargo, sí puede utilizarse el nivel de educación de estos como variable de análisis, dado que es un buen predictor de las ganancias salariales de los individuos¹⁰. En este sentido, de acuerdo con los datos de la EPA (2006), se aprecian diferencias notables entre el grado máximo de estudios alcanzados por nativos e inmigrantes a los 22 años (véase cuadro 2)¹¹. Mientras que algo más del 25% de los nacionales de 22 años había completado la educación universitaria en 2006, la fracción de inmigrantes de la misma edad con el mismo nivel educativo fue del 7%. Por el contrario, mientras que el 35 % de los nacionales de 22 años había completado únicamente la educación primaria en 2006, este porcentaje se situó en el 49% entre los inmigrantes. En el mismo sentido, la OCDE (2006), utilizando los datos de PISA, muestra notables diferencias en el rendimiento educativo de nacionales e inmigrantes. La literatura ha apuntado diferentes factores que pueden encontrarse detrás de esta divergencia: las características socioeconómicas de la familia [Entorf y Minoui (2004)], el idioma hablado en el hogar [Schmidt (2001)] y la distribución segregada de estudiantes en escuelas [Dustmann (2004)]. Para España, Zinovyeva et ál. (2008), a partir de los mismos resultados de PISA, encuentran que alrededor de la mitad del diferencial académico entre estudiantes con nacionalidad española y extranjera se puede explicar por las características socioeconómicas de los padres, aunque también tiene relevancia la segregación escolar.

Por otra parte, los menores niveles educativos alcanzados por el colectivo de hijos de inmigrantes parecen estar estrechamente relacionados con un abandono temprano de la escolarización. Así, utilizando los datos de la EPA para el período comprendido entre 2000 y 2007, se observa que la segunda generación deja de cursar estudios a partir de los 16 años con una mayor probabilidad que los nacionales. En concreto, en el colectivo de entre 16 y 21 años, el porcentaje de hijos de inmigrantes que continúan en su etapa de formación es más de 20 pp inferior al observado entre los de nacionalidad española (véase cuadro 3). Buena parte de esta diferencia parece relacionada con la edad de entrada en España, puesto que, si se tienen en cuenta solo los hijos de inmigrantes que han llegado a España con anterioridad a los 16 años, las diferencias en la tasa de escolarización disminuyen notablemente.

Un análisis más detallado de la probabilidad de continuar la etapa formativa muestra que, efectivamente, la edad de entrada desempeña un papel fundamental, de forma que la incor-

10. Usando datos longitudinales del Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) pertenecientes a las cohortes nacidas entre 1969 y 1970. En concreto, se observa que el nivel de educación alcanzado a los 22 años permite predecir el nivel salarial de los individuos a los 30 años. 11. Una fuente de datos alternativa sería la Encuesta Nacional de Inmigrantes. En este documento se ha usado la Encuesta de Población Activa para facilitar la comparación entre nacionales e inmigrantes en el mismo marco muestral.

%			
Población entre 16 y 21 años	Españoles	Extranjeros	Extranjeros llegados a España antes de los 16 años
Cursando estudios formales	66,4	42,1	58,0
Ocupados	18,0	30,1	20,1
PRO MEMORIA (AÑOS):			
Edad media	18,6	18,6	17,9
Edad de llegada a España	-	14,1	10,6

FUENTES: Encuesta de Población Activa entre 1992 y 2007, y Banco de España.

poración al sistema educativo español con anterioridad a la finalización de la educación primaria incrementa en gran medida las probabilidades de proseguir estudiando a una edad más avanzada. Asimismo, unas peores condiciones socioeconómicas de los padres de los niños extranjeros desempeñan un papel relevante a la hora de incrementar las diferencias en términos educativos. En particular, una menor educación de los padres, compartir hogar con solo uno de los progenitores o una incidencia elevada del paro entre los otros miembros del hogar dificultan la carrera educativa de los niños extranjeros.

En conjunto, estos resultados permiten identificar la existencia de algunos factores que podrían dificultar la plena asimilación laboral del colectivo de hijos de extranjeros, entre los que destacan la entrada a edades más tardías en el sistema educativo y las peores condiciones socioeconómicas del hogar en el que viven.

Conclusiones

En este artículo se analiza la evolución salarial de los trabajadores inmigrantes a lo largo de su carrera laboral, con el fin de estimar uno de los aspectos de su patrón de asimilación respecto a los de nacionalidad española. Los resultados del ejercicio realizado indican que el diferencial salarial inicial se reduce con intensidad en los primeros cinco años de residencia en España, aunque con posterioridad el ritmo de reducción se ralentiza y acaba frenándose, sin que los inmigrantes acaben alcanzando un nivel salarial similar al de los trabajadores españoles. Este resultado, no obstante, debe interpretarse con cautela, puesto que el fenómeno de la inmigración en España es relativamente reciente y se dispone de escasa información sobre el comportamiento laboral de los inmigrantes con carreras laborales largas.

Asimismo, se observan diferencias apreciables en este proceso de asimilación entre distintos colectivos de inmigrantes, que pueden estar, en principio, relacionadas con factores como el idioma de origen o el nivel educativo inicial de los diferentes colectivos.

En cuanto a los mecanismos que pueden explicar el patrón de asimilación estimado, los resultados muestran que el mayor crecimiento salarial de los trabajadores inmigrantes se produce, principalmente, dentro de la empresa inicial del trabajador y no como consecuencia de la mayor movilidad de los trabajadores extranjeros entre regiones o empresas. Estos resultados serían coherentes con un modelo estándar de capital humano en el que los trabajadores extranjeros, al llegar a España, tienen unos elevados incentivos a invertir en conocimientos y habilidades específicas del país, y la adquisición de estos conocimientos reduce de manera apreciable el diferencial salarial inicial observado frente a un trabajador de nacionalidad española con la misma experiencia laboral. Asimismo, otros factores (como, por ejemplo, un mayor conocimiento por parte de las empresas de las habilidades de este colectivo de trabajadores)

ayudarían a explicar este patrón de asimilación. Finalmente, la mayor propensión que muestran los trabajadores extranjeros a cambios de empleo que impliquen desplazamientos de región o sector de actividad también contribuye, aunque en menor medida, a la reducción del diferencial salarial inicial.

En conjunto, por tanto, desde una perspectiva de medio plazo, estos resultados indican que los intensos flujos inmigratorios recibidos por la economía española pudieran llegar a contribuir de forma positiva a la evolución de la productividad del trabajo en los próximos años en España. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que persiste una elevada incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las últimas cohortes de inmigrantes llegadas a España. En particular, el proceso de convergencia salarial entre inmigrantes y nacionales se ha desarrollado en un contexto económico especialmente favorable, con una creación de empleo muy elevada y concentrada, además, en sectores intensivos en mano de obra. En este sentido, el acusado deterioro de la actividad económica observado en los últimos trimestres está afectando especialmente al colectivo de trabajadores inmigrantes, lo que puede tener consecuencias directas sobre el proceso de acumulación de experiencia laboral y, por tanto, sobre el patrón de asimilación.

Finalmente, el artículo discute en qué medida la segunda generación de inmigrantes podría ayudar a completar el mencionado proceso de asimilación a partir del análisis de sus resultados educativos. En este caso, se observa una tasa de escolarización en educación secundaria menor del colectivo de inmigrantes respecto a los nativos, que podría traducirse también en un peor comportamiento salarial relativo futuro. En este sentido, las condiciones socioeconómicas de los padres y la edad de entrada en España parecen desempeñar un papel fundamental a la hora de explicar una salida temprana del sistema educativo de los inmigrantes.

19.6.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ADSERA, A., y B. CHISWICK (2007). «Are there Gender and Country of Origin Differences in Immigrant Market Outcomes across European Destination?», *Journal of Population Economics*, vol. 20 (3), pp. 495-526.
- AMUEDO-DORANTES, C., y S. DE LA RICA (2005). *Immigrants' Responsiveness to Labor Market Conditions and its Implications on Regional Disparities: Evidence from Spain*, IZA Discussion Paper, n.º 1557, en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=702887>.
- (2007). «Labour Market Assimilation of Recent Immigrants in Spain», *British Journal of Industrial Relations*, vol. 45, n.º 2, junio, pp. 257-284.
- ANTECOL, H., P. KUHN y S. J. TREJO (2006). «Assimilation via Prices or Quantities? Sources of Immigrant Earnings Growth in Australia, Canada, and the United States», *Journal of Human Resources*, vol. 41 (4), pp. 821-840.
- BANCO DE ESPAÑA (2007). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, recuadro 4 (La contribución de la población extranjera a la movilidad geográfica del trabajo), pp. 53 y 54.
- BECKER, G. (1964). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*, University of Chicago Press, Chicago.
- BEN-PORATH, Y. (1967). «The Production of Human Capital and the Life Cycle of Earnings», *The Journal of Political Economy*, vol. 75, n.º 4, pp. 352-365.
- BEVELANDER, P., y H. S. NIELSEN (2001). «Declining Employment Success of Immigrant Males in Sweden: Observed or Unobserved Characteristics?», *Journal of Population Economics*, vol. 14 (3), pp. 455-472.
- BORJAS, G. (2006). «Making it in America: Social Mobility in the Immigrant Population», *Journal of Health Economics*, vol. 22, pp. 933-958.
- CARD, D. (2005). «Is the New Immigration Really So bad?», *The Economic Journal*, vol. 115, n.º 507, pp. 300-323.
- CONSTANT, A., y D. MASSEY (2002). «Self-selection, Earnings and Out-migration: A Longitudinal Study of Immigrants to Germany», *Journal of Population Economics*, vol. 16, n.º 4, pp. 631-653.
- D'ADDIO, A. C. (2007). *Intergenerational Transmission of Disadvantage: Mobility or Immobility Across Generations?*, OECD Social Employment and Migration Working Papers 52, OCDE, Directorate for Employment, Labour and Social Affairs.
- DUSTMANN, C. (2004). «Parental Background, Secondary School Track Choice and Wages», *Oxford Economic Papers*, n.º 56, pp. 209-230.
- EDIN, P., R. LALONDE y O. ASLUND (2000). «Emigration of Immigrants and Measures of Immigrant Assimilation: Evidence from Sweden», *Swedish Economic Policy Review*, vol. 7, pp. 163-204.
- ENTORF, H., y N. MINOUI (2004). *What a Difference Immigration Law Makes: Pisa Results, Migration Background, Socio-Economic Status and Social Mobility in Europe and Traditional Countries of Immigration*, Darmstadt Papers in Economics, n.º 128.

- FERNÁNDEZ, C., y C. ORTEGA (2008). *Labour Market Assimilation of Immigrants in Spain: Employment at the Expense of Bad Job-Matches?*, IESE Business School Working Paper, n.º 644, septiembre.
- FERTIG, M., y C. M. SCHMIDT (2001). *First and Second Generation Migrants in Germany - What do we Know and What do People Think?*, IZA Discussion Paper, n.º 286.
- HAMMARSTEDT, M., y M. PALME (2006). *Intergenerational Mobility, Human Capital transmission and the Earnings of Second-Generation Immigrants in Sweden*, IZA Discussion Paper, n.º 1943.
- HARTOG, J., y R. WINKELMANN (2003). «Comparing migrants to non-migrants: The case of Dutch Migration to New-Zealand», *Journal of Population Economics*, vol. 16, pp. 683-705.
- IZQUIERDO, M., y A. LACUESTA (2005). «Heterogeneidad en los mercados de trabajo regionales», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- LONGVA, P., y O. RAAUM (2003). «Earnings Assimilation of Male Immigrants in England», *Journal of Population Economics*, vol. 14 (1), pp. 193-220.
- LUBOTSKY, D. (2007). «Chutes or Ladders? A Longitudinal Analysis of Immigrant Earnings», *Journal of Political Economy*, vol. 115, n.º 5.
- MEURS, D., A. PAILHÉ y P. SIMONS (2005). *Mobilité Intergénérationnelle et Persistance des Inégalités: l'Accès à l'Emploi des Immigrés et de leurs Descendants en France*.
- OCDE (2006). *Where Immigrant Students Succeeded?: A Comparative Review of Performance and Engagements in PISA*, París.
- SANROMÁ, E., R. RAMOS y H. SIMÓN (2008). *The Portability of Human Capital and Immigrant Assimilation: Evidence for Spain*, IZA Discussion Paper, n.º 3649.
- SCHMIDT, C. L. (2001). «Educational Achievement, Language-Minority Students, and the New Second Generation», *Sociology of Education* (número extraordinario), pp. 71-87.
- SIMÓN, H., E. SANROMÁ y R. RAMOS (2008). «Labour Segregation and Immigrant and Native-born wage Distributions in Spain: An Analysis using Matched Employer-Employee Data», *Spanish Economic Review*, vol. 10 (2), pp. 135-168.
- WHEALTHY-PRICE, S. (1999). «The Employment Adjustment of Male Immigrants in England», *Journal of Population Economics*, vol. 14 (1), pp. 193-220.
- ZYNOVYEVA, N., F. FELGUEROSO y P. VÁZQUEZ (2008). «Immigration and Students' Achievement in Spain», *FEDEA Report 2008*.

EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ENTRE 2004 Y 2008

Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La actividad de las entidades de depósito españolas se desarrolló durante la última etapa expansiva en medio de un notable dinamismo macroeconómico y unas condiciones de financiación muy favorables. Un entorno de tales características contribuyó a impulsar la demanda de financiación, al incrementarse las oportunidades de inversión, y a expandir su oferta como consecuencia del efecto conjunto de la facilidad de obtención de recursos en los mercados y de la favorable percepción de la capacidad de los prestatarios para atender los pagos asociados a sus deudas.

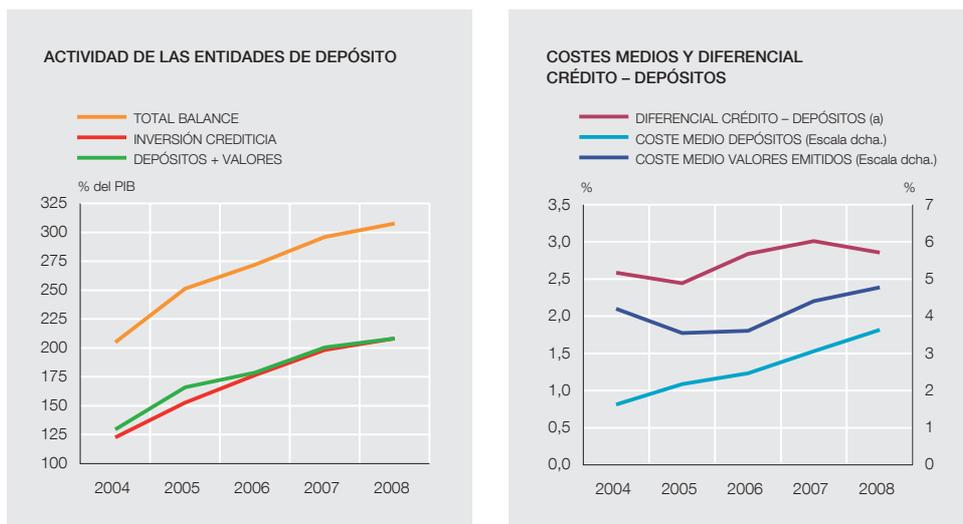
Durante ese período, las entidades siguieron una estrategia de negocio apoyada en la fuerte expansión de sus balances sobre la base de un incremento de la actividad tradicional de intermediación, aprovechando el potencial de sus amplias redes de distribución. Las entidades fueron capaces de gestionar este mayor volumen de recursos intermediados con un incremento menos que proporcional en los factores —oficinas y empleados— utilizados, lo que se reflejó en una reducción de los costes de explotación en términos del balance. A su vez, las favorables condiciones económicas redujeron drásticamente las pérdidas por deterioro de los activos. Todo ello se tradujo en una evolución muy favorable de las cuentas de resultados, que permitieron mantener unos niveles de recursos propios suficientemente holgados.

A partir de mediados de 2007, sin embargo, las tensiones excepcionales desencadenadas provocaron la paralización de algunos mercados mayoristas de financiación, un incremento significativo del riesgo de crédito y una brusca caída de la actividad económica, que están afectando a la capacidad de generación de beneficios de las entidades y a sus estados financieros.

El objeto de este trabajo es describir, en primer lugar, las variaciones registradas en el período 2004-2007¹ en la estructura de la cuenta de resultados consolidada² de las entidades de depósito españolas, identificando cuáles han sido los factores que las han impulsado. Con este fin se estudia en detalle la evolución de los ingresos y gastos generados en sus diferentes líneas de negocio. A continuación, mediante el examen de información adicional sobre la composición de su actividad, los diferenciales entre rendimientos y costes medios, los precios de los servicios bancarios y diversos indicadores de eficiencia y productividad, se analizan las causas principales de los cambios detectados. Descritas las tendencias que prevalecieron durante el período de bonanza, en el artículo se revisan también los cambios que han comenzado a registrarse en 2008 y se deducen algunas de las implicaciones que se derivan del nuevo escenario.

El trabajo consta de tres apartados, además de esta introducción. En el segundo se aborda el análisis de los cambios observados en la estructura de la cuenta de resultados de las entidades de depósito durante la etapa expansiva, mientras que el tercero se centra en el estudio de la evolución durante 2008. Por último, en la cuarta sección se recogen las principales conclusiones del artículo.

1. La elección del período de análisis se ha debido, en parte, al cambio en la normativa contable en 2004, que limita sustancialmente la posibilidad de realizar comparaciones homogéneas de la cuenta de resultados entre períodos anteriores y posteriores a dicha fecha. 2. En el artículo se analizan los estados financieros consolidados —en lugar de los individuales—, ya que ofrecen una visión más global y exacta del negocio de las entidades. Así, por una parte, aseguran una clasificación correcta en sus respectivos epígrafes de los ingresos y gastos generados por sus filiales dedicadas a la gestión de patrimonios u otras actividades financieras y, por otra, incluyen toda la actividad de sus filiales extranjeras.



FUENTE: Banco de España.

a. Diferencial entre el tipo medio ponderado total del crédito y de los depósitos. Medias anuales.

La evolución de los márgenes durante los últimos años de la etapa expansiva

Como puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 1, la actividad de las entidades de depósito españolas mostró una notable expansión en los años anteriores a la crisis financiera actual. Así, el balance total de estos intermediarios pasó de representar el 205% del PIB en 2004 a suponer casi el 300% en 2007. Este avance fue, principalmente, el resultado del dinamismo exhibido por la inversión crediticia, que tuvo su reflejo por el lado del pasivo en el crecimiento experimentado por los depósitos y los valores emitidos.

En este período, los beneficios de las entidades de depósito españolas presentaron un comportamiento muy favorable. El cuadro 1 recoge la evolución de su cuenta de resultados en porcentaje de los activos totales medios (ATM) durante los últimos cinco años, mostrando la evolución de sus principales epígrafes. En la parte superior del mismo se recogen los diversos componentes que determinan el margen bruto, que es la rúbrica que refleja los ingresos netos generados en las tareas de intermediación (que dan lugar al margen de intereses), así como los derivados de otras transacciones, como, por ejemplo, las realizadas en los mercados de cambios y de valores y los vinculados a la prestación de diversos servicios financieros.

Como se puede apreciar, lo más destacable en el período 2004-2007 fue la expansión registrada por los ingresos y gastos relacionados con la actividad de intermediación, con incrementos significativos, en términos de los ATM, de 1,13 puntos porcentuales (pp) y de 1,32 pp, respectivamente.

Para identificar los factores que están detrás de este desarrollo, resulta útil analizar los cambios en la composición del negocio de las entidades y en los precios aplicados en sus transacciones con la clientela. Con este fin, el cuadro 2 recoge la estructura del balance consolidado y el panel derecho del gráfico 1 presenta la evolución de los costes medios de algunos pasivos bancarios, así como la del diferencial entre los tipos del crédito y los de los depósitos.

En el análisis de los cambios en la estructura del balance destaca, en primer lugar, el fuerte avance experimentado por el crédito a la clientela, que registró un incremento entre 2004 y 2007 de 7,1 pp, en términos de los ATM. Los recursos necesarios para financiar el crecien-

Total entidades de depósito	En porcentaje de los activos totales medios				
	2004	2005	2006	2007	2008
INTERESES Y RENDIMIENTOS ASIMILADOS	3,80	3,99	4,19	4,93	5,59
Bancos centrales, ECA y mercados monetarios	0,32	0,32	0,34	0,43	0,44
Inversión crediticia y valores	3,34	3,42	3,68	4,37	4,94
Resto de operaciones	0,14	0,26	0,16	0,13	0,21
INTERESES Y CARGAS ASIMILADAS	1,96	2,35	2,59	3,28	3,84
Bancos centrales, ECA y mercados monetarios	0,53	0,57	0,61	0,68	0,72
Depósitos y valores emitidos	1,38	1,65	1,91	2,45	2,80
Resto de operaciones	0,05	0,13	0,07	0,14	0,32
MARGEN DE INTERESES	1,84	1,64	1,59	1,65	1,75
Rendimiento de instrumentos de capital	0,10	0,09	0,10	0,09	0,09
Resultado de entidades por método de participación	0,14	0,16	0,17	0,14	0,13
Neto comisiones	0,88	0,80	0,77	0,73	0,67
Resultado de operaciones financieras (neto)	0,14	0,22	0,31	0,34	0,21
Diferencias de cambio (neto)	0,05	0,03	0,03	0,05	0,03
Productos y cargas de explotación (neto)	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
MARGEN BRUTO	3,18	2,96	3,01	3,02	2,92
Total gastos de explotación	1,77	1,55	1,42	1,34	1,33
<i>Gastos de personal</i>	1,04	0,90	0,83	0,78	0,77
<i>Gastos generales</i>	0,55	0,51	0,47	0,45	0,45
<i>Amortización</i>	0,18	0,14	0,13	0,12	0,12
MARGEN DE EXPLOTACIÓN (b)	1,41	1,41	1,59	1,68	1,58
Pérdidas por deterioro de la inversión crediticia (neto)	0,31	0,27	0,32	0,39	0,62
Pérdidas por deterioro de otros activos financieros y dotaciones (neto)	0,16	0,13	0,14	0,08	0,18
RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN	0,94	1,01	1,13	1,21	0,78
Resto (neto)	-0,11	-0,10	-0,10	-0,16	-0,03
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	0,83	0,91	1,03	1,05	0,75
RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (c)	11,96	12,69	16,55	19,32	12,22
PRO MEMORIA (desglose de ingresos por comisiones):					
Por riesgos y compromisos	0,06	0,06	0,06	0,05	0,06
Cambio de divisas y billetes	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01
Servicios de pagos	0,43	0,38	0,34	0,32	0,31
Operaciones con valores	0,21	0,10	0,10	0,10	0,07
Comercialización de productos no bancarios y otras	0,31	0,41	0,41	0,40	0,36

FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos se refieren a los estados consolidados, correspondientes a todas las entidades de depósito, incluidas las sucursales de entidades extranjeras.
b. Este es el dato que se analiza en el texto que no incluye las pérdidas por deterioro de activos ni otras dotaciones.
c. Resultado consolidado dividido por los recursos propios.

to de la cartera crediticia se obtuvieron principalmente mediante la emisión de títulos, elevándose su peso dentro de los pasivos en 10,2 pp³. Como consecuencia de lo anterior, de la evolución ascendente de los tipos de interés en el período y de que, además, las rúbricas de mayor dinamismo tienen unos rendimientos y costes medios más elevados que las restantes, que contribuyen a determinar el margen de intereses, tanto los intereses cobrados como los pagados aumentaron significativamente en porcentaje de los ATM.

3. La escasez de recursos en el mercado nacional, debido a la caída del ahorro y a la competencia de otros productos alternativos a los depósitos, obligaron a las entidades a acudir a la financiación exterior mediante la emisión de títulos para poder satisfacer la creciente demanda de crédito en el mercado nacional, aunque ello contribuyó a un incremento del coste de financiación.

En % del total activo	2004	2005	2006	2007	2008
Bancos centrales, ECA y mercados monetarios	12,6	11,4	10,4	10,6	9,5
Inversión crediticia y valores	75,7	75,7	77,9	77,7	78,1
Créditos	59,9	60,8	64,9	67,0	67,7
Valores	16,1	14,9	13,0	10,7	10,4
Resto	11,7	12,9	11,7	11,7	12,4
TOTAL ACTIVO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Bancos centrales, ECA y mercados monetarios	19,5	19,0	18,1	16,1	16,3
Depósitos	53,1	49,9	48,1	47,5	48,2
Valores emitidos	10,1	16,1	17,6	20,3	19,5
Resto de pasivo	9,9	8,9	10,3	10,1	10,1
Patrimonio neto	7,4	6,1	5,9	6,0	6,0
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
PRO MEMORIA:					
Patrimonios, fondos y operaciones de terceros (b)	105,9	122,3	137,0	138,6	122,2

FUENTE: Banco de España.

a. Saldos medios anuales correspondientes al conjunto de las entidades de depósito, incluidas las sucursales de entidades extranjeras.

b. Gestionados por la entidad o sociedades filiales en nombre de terceros.

El efecto neto de estos desarrollos sobre el margen de intereses fue ligeramente negativo en términos relativos, con una caída de 0,19 pp, ya que el encarecimiento del coste medio de la financiación derivado de la pérdida de peso de los depósitos en el pasivo bancario en favor de recursos más caros, como la emisión de valores, contrarrestó el efecto positivo de la ampliación del diferencial entre los tipos del crédito y los de los depósitos (véase panel derecho del gráfico 1).

Por su parte, los ingresos por comisiones en términos de los ATM mostraron un cierto retroceso, pese a que los valores medios de las tarifas aplicadas⁴ no experimentaron cambios significativos en el período considerado. Dos factores pueden explicar esta evolución. En primer lugar, pese a que el importe de las operaciones de pagos creció significativamente entre 2004 y 2007 como consecuencia de la notable expansión de la actividad financiera (véase cuadro 3), su ritmo de avance fue inferior al del conjunto del balance bancario, lo que explica la reducción de su peso relativo. Por otra parte, es probable que, como consecuencia de la creciente competencia, aumentara la proporción de clientes a los que se les aplican los valores mínimos de las comisiones establecidas.

Las comisiones que registraron un mayor descenso relativo (en porcentaje sobre los ATM) son las asociadas a servicios de cobros y pagos y las de operaciones con valores, con una caída de 0,11 pp en cada una de ellas en el período 2004-2007 (véase pro memoria del cuadro 1). En ambos casos se trata de áreas de negocio en las que el nivel de competencia se ha elevado considerablemente por la implantación de nuevos sistemas de liquidación y plataformas de contratación más eficientes. Las únicas rúbricas que experimentaron un ascenso relativo (desde el 0,31% hasta el 0,4% de los ATM) fueron las derivadas de la comercialización de productos no bancarios y otras comisiones. En el primer caso, el factor principal puede haber sido la venta de productos, como los seguros, ligados a la concesión de créditos, mientras

4. Estos valores no están ponderados por el volumen de operaciones, sino que son la media simple de las tarifas comunicadas por las entidades.

En millones de euros	2004	2005	2006	2007	2008
SNCE (a)	1.669.697	1.695.581	1.898.926	2.032.157	1.997.854
Trasferencias	614.844	613.882	719.357	829.469	914.503
Cheques	589.841	628.910	685.415	660.530	543.110
Adeudos	261.357	288.187	320.936	353.580	366.226
Efectos	146.429	155.955	168.016	182.756	169.724
Resto	57.226	8.647	5.202	5.822	4.291
TARGET2 (b)	80.311.911	80.683.343	82.485.736	96.633.195	93.014.351
Tarjetas	158.528	173.087	187.091	203.333	210.969
Compras en TPV (c)	62.515	71.468	79.115	89.396	94.414
Retiradas de efectivo	96.013	101.619	107.976	113.937	116.555
PRO MEMORIA:					
Activos totales de entidades de depósito	1.722.802	2.269.285	2.671.489	3.109.810	3.367.929

FUENTE: Banco de España.

- a. Sistema Nacional de Compensación Electrónica: es el utilizado para procesar pagos minoristas.
b. Es el sistema utilizado para procesar grandes pagos, e incluye operaciones nacionales y transfronterizas.
c. Terminales de punto de venta.

que en el segundo podría explicarse por la expansión registrada en las operaciones con terceros recogidas fuera de balance⁵ (véase pro memoria del cuadro 2).

Resulta, asimismo, destacable el comportamiento de los resultados de operaciones financieras, que se vieron impulsados por la favorable evolución de los mercados financieros en gran parte del período analizado, con un incremento de 0,2 pp, que contrarrestó la caída de las comisiones. No obstante, la orientación basada en la actividad minorista del negocio de la banca española hace que la importancia relativa de esta rúbrica en los ingresos totales sea poco relevante (en torno al 10% del margen bruto).

Como consecuencia de todas estas variaciones, el margen bruto (que recoge el margen de intereses más los ingresos netos por comisiones y los beneficios derivados de las operaciones financieras, así como otras rúbricas que aparecen en el cuadro 1) registró un ligero descenso entre 2004 y 2007 (de 0,16 pp), situándose al final de dicho período en torno al 3% de los ATM.

En la parte inferior del cuadro 1 se recogen los restantes epígrafes que determinan el resultado del ejercicio. Así, el margen de explotación se obtiene restando al margen bruto los gastos originados por el mantenimiento de la estructura productiva de las entidades (básicamente, sus empleados, sus instalaciones y equipos, y su red de oficinas). A continuación, el resultado de la actividad de explotación se calcula detrayendo del anterior las pérdidas por deterioro de activos financieros (que son, básicamente, las dotaciones por insolvencias específicas y genéricas), así como otras dotaciones a los diversos fondos para cubrir contingencias de la actividad de las entidades. Por último, el resultado consolidado del ejercicio se obtiene aplicando sobre el anterior algunas partidas de ajuste y deduciendo el impuesto sobre los beneficios.

5. Dentro de este epígrafe estarían las operaciones de titulización, generadoras de comisiones y que han tenido una especial relevancia en el período analizado. No obstante, estos instrumentos y otros incluidos en el resto de epígrafes clasificados fuera de balance tienen características muy distintas —en particular, un nivel de riesgo mucho más reducido— a las de las operaciones instrumentadas a través de vehículos de inversión fuera de balance (*conduits* y *SPV*), que han sido habituales en entidades de otros países.

	2004	2005	2006	2007	2008
ATM por (en miles de euros):					
Empleados	7.145	9.160	10.412	11.505	12.431
Oficinas	42.767	54.453	61.613	68.807	73.626
Activo material de uso propio	85	87	97	103	106
Gastos de personal por empleado (a)	100,0	121,4	127,3	134,1	141,4
Gastos generales y amortizaciones por oficina (a)	100,0	126,6	130,6	138,8	148,6
Ratio de eficiencia (gastos de explotación / margen bruto)	55,7	52,3	47,1	44,5	45,7
PRO MEMORIA:					
Número de empleados	241.114	247.745	256.576	270.296	270.921
Número de oficinas	40.283	41.674	43.359	45.196	45.744

FUENTE: Banco de España.

a. Índice base 2004 = 100.

Como puede apreciarse, entre 2004 y 2007 se produjo una contracción de los gastos de explotación en términos de los ATM de 0,42 pp, hasta situarse en el 1,34%. Este desarrollo viene explicado primordialmente por la reducción en la importancia relativa de la remuneración de los empleados, que aporta más del 60% de la caída total (0,26 pp), y, en menor medida, por la disminución de la correspondiente a los gastos generales y amortizaciones (0,16 pp). De este modo, durante este período se apreció una notable mejora en el nivel de eficiencia de las entidades. Así, la ratio entre los gastos de explotación y el margen bruto mostró un descenso en dicho período de más de 11 pp, de los que 6,9 pp se explican por el retroceso del peso de los gastos de personal y 4,3 pp por el del resto de costes de explotación (véase cuadro 4).

A la luz de la información recogida en el cuadro 4, parece claro que la mejora de la productividad de los factores empleados desempeñó un papel relevante en la reducción registrada en los costes de transformación en términos relativos. En efecto, en el cuatrienio 2004-2007 los ATM por empleado y por oficina crecieron en ambos casos alrededor de un 60%, y la ratio de ATM sobre el inmovilizado empleado en el negocio, un 21%⁶. Estos avances se consiguieron en un contexto de expansión tanto del número de empleados como del de oficinas, que en el mismo período aumentaron en ambos casos por encima del 12%, así como de los gastos de personal por empleado y generales por oficina, que se incrementaron en un 34% y un 39%, respectivamente.

Por tanto, la expansión de la inversión crediticia y la gestión más eficiente de los recursos productivos fueron los principales determinantes del incremento registrado en el margen de explotación de las entidades de depósito (de 0,27 pp entre 2004 y 2007). Además, como puede apreciarse en el cuadro 1, esta evolución estuvo acompañada de unas pérdidas por deterioro de la inversión crediticia que permanecieron en niveles reducidos (por debajo del 0,4% de los ATM) durante estos años, a lo que contribuyó el favorable entorno económico y financiero. Dada la ausencia de variaciones sustanciales en el resto de epígrafes que completan el cálculo del resultado del ejercicio, este experimentó un ascenso de 0,22 pp, que se reflejó en un aumento de la rentabilidad sobre recursos propios de más de 7 pp durante el mismo período, pasando del 12% al 19,3%.

6. Si se considera, además, la expansión de la actividad relacionada con la gestión de patrimonios y fondos y otras operaciones de terceros —no contabilizada dentro del balance, pero generadora de ingresos por comisiones—, el incremento de la productividad aún sería mayor.

Evolución reciente de los márgenes

El favorable entorno económico y financiero que había caracterizado la etapa de expansión anterior comenzó a deteriorarse a mediados de 2007, hasta desembocar un año más tarde en una crisis internacional financiera y real de grandes proporciones.

La orientación minorista del sistema bancario español, que favorece una elevada recurrencia de los resultados y una menor vulnerabilidad a los desarrollos en los mercados financieros, ha contribuido a que las entidades pudiesen absorber la primera oleada de la crisis sin un impacto apreciable sobre sus cuentas de resultados. Sin embargo, nuestras entidades no son inmunes al notable deterioro macroeconómico que ha acompañado a la crisis financiera internacional ni a las mayores dificultades de financiación en los mercados internacionales. En particular, la debilidad económica se está traduciendo en un rápido repunte de las ratios de morosidad, si bien el impacto sobre la cuenta de resultados se ha visto amortiguado por el fondo de provisiones genéricas acumulado por las entidades durante la época de bonanza, gracias a la regulación introducida a principios de la década actual. Por otra parte, la menor demanda de fondos y la política más restrictiva de los intermediarios han producido una fuerte desaceleración del negocio bancario.

De hecho, ya es posible apreciar los primeros efectos adversos del nuevo escenario. Como muestra el gráfico 1, se ha ralentizado la expansión de los balances, lo que supone un importante reto para un modelo de negocio que, como se ha comentado a lo largo de este trabajo, ha descansado fuertemente en el continuado incremento del volumen de los fondos intermediados. Los costes operativos no se están desacelerando en igual medida, lo que se refleja en un ligero deterioro de la eficiencia en 2008 (véase cuadro 4). Asimismo, como consecuencia del comportamiento desfavorable de los precios negociados en los mercados de valores, se ha producido una reducción de los resultados por operaciones financieras, aunque, dada la orientación minorista de la banca española, este efecto ha sido comparativamente mucho menos relevante que en otros sistemas financieros, en los que algunas entidades han experimentado pérdidas abultadas. Como resultado, el margen bruto y el de explotación retrocedieron, en ambos casos, en 0,1 pp, aunque se mantuvieron en niveles relativamente elevados, dada la notable capacidad de los intermediarios de generar ingresos recurrentes. También se ha producido un significativo incremento en las pérdidas por deterioro de las inversiones crediticias (que han pasado del 0,39% de los ATM en 2007 al 0,62% en 2008, a raíz del fuerte deterioro económico), así como de las rúbricas asociadas a otros riesgos, con un repunte de 0,1 pp en el último año. Estos desarrollos han propiciado un descenso del resultado consolidado en 2008 de 0,3 pp, en términos de los ATM, que se ha reflejado en una caída de la rentabilidad de los recursos propios, hasta situarse en 2008 en el 12,2%, frente al 19,3% observado en el ejercicio anterior.

Conclusiones

El modelo de banca seguido por las entidades de depósito españolas se basa en el negocio minorista, en la intermediación directa y en un esquema operativo en el que los riesgos generados se gestionan en un porcentaje muy elevado por las propias entidades sin distribuirlos a terceros. Esta estrategia les permitió obtener unos resultados positivos durante la larga etapa de expansión de la economía española, en un contexto de creciente competencia, gracias al aprovechamiento de su amplia red de distribución y de las favorables condiciones financieras para expandir fuertemente el volumen de recursos gestionados.

Este modelo de banca minorista, distinto del modelo bancario de «originar para distribuir», junto con la ausencia de exposiciones a los productos tóxicos y de vehículos de inversión fuera de balance (*conduits* y *SIV*), ha hecho que las entidades de depósito españolas se hayan visto comparativamente poco afectadas por la primera oleada de la crisis financiera internacional. Sin embargo, el agravamiento de esta y el notable deterioro del entorno macroeconómico

mico que ha desencadenado se han traducido en un rápido incremento de los activos dudosos, en unas mayores dificultades para conseguir financiación y —lo que quizá plantea un mayor reto a medio plazo— en una intensa ralentización del crecimiento del negocio bancario que responde, al menos en parte, a un intento de los agentes por reducir su nivel de endeudamiento en un proceso general de desapalancamiento a escala nacional e internacional. Este proceso generalizado de desapalancamiento tiende a limitar la capacidad de expansión del negocio bancario en el horizonte previsible.

Las entidades tendrán que adaptarse a este nuevo escenario económico y financiero para preservar su solidez y su eficiencia. En particular, deberán redoblar los esfuerzos encaminados a la racionalización de las estructuras actuales y a la contención de gastos de personal y administrativos, facilitando la reducción de los costes de transformación en un entorno caracterizado por unas posibilidades de expansión del negocio limitadas. Asimismo, será necesario corregir los excesos de capacidad que se hayan podido generar, mediante procesos de reestructuración que favorezcan un cierto redimensionamiento que permita aprovechar sinergias y economías de escala.

17.6.2009.

LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA
Y LA CRISIS FINANCIERA

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción¹

La crisis financiera mundial y las disfunciones observadas en los mercados interbancarios desde su comienzo han supuesto un difícil reto para la provisión adecuada de liquidez y la conducción efectiva de la política monetaria, lo que ha implicado la necesidad de introducir cambios en su ejecución². En este artículo se ofrece un repaso de las modificaciones realizadas por el Eurosistema en su instrumentación para garantizar el suministro de liquidez y para preservar la capacidad de señalización de la política monetaria en estas circunstancias excepcionales (el cuadro 1 recoge una visión de conjunto de estos cambios). Las medidas adoptadas han demostrado la flexibilidad y la capacidad de adaptación inherentes al marco operativo de la zona del euro, que ha sido capaz de acomodar cambios sustanciales en la ejecución de la política monetaria sin grandes modificaciones en los principios e instrumentos básicos en los que se sustenta³. En las dos secciones siguientes se exponen las adaptaciones que se han puesto en práctica en las distintas fases de la crisis financiera. En la última, se recogen las principales conclusiones.

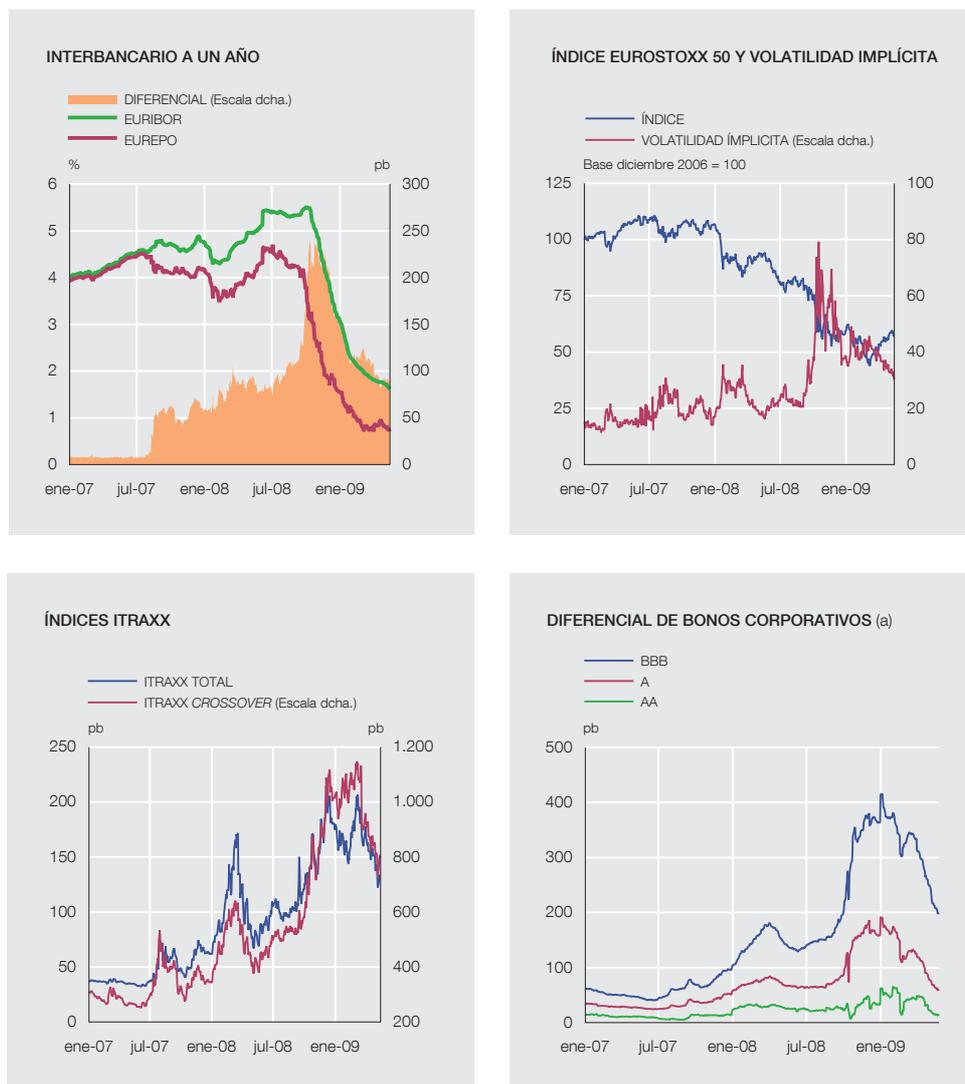
Cambios en el marco operativo del Eurosistema desde agosto de 2007 hasta septiembre de 2008

La crisis financiera que comenzó a emerger en Estados Unidos en el primer trimestre de 2007 y que se propagó súbitamente a Europa en el verano de ese año trajo consigo una reevaluación profunda y generalizada del riesgo, en un contexto de incertidumbre sobre el alcance y la distribución de las pérdidas ocasionadas por los activos asociados al mercado de hipotecas *subprime* (véase gráfico 1). Esto tuvo efectos inmediatos en el mercado interbancario, donde los bancos se mostraron más reacios a prestarse entre sí fondos sin garantía, dando lugar a un notable repunte de los tipos de interés de estos depósitos y de sus diferenciales con los tipos de las operaciones con garantía (véanse gráficos 1 y 2). Además, las entidades aumentaron su demanda de liquidez y prefirieron mantener un excedente con el fin de asegurarse el cumplimiento de sus obligaciones de pago.

En los primeros días de agosto de 2007, el tipo de interés del mercado interbancario de depósitos a un día (EONIA) se separó significativamente del tipo mínimo de las operaciones principales de financiación, y los diferenciales de rentabilidad entre los depósitos sin garantía (EURIBOR) y con garantías (EUREPO) a un plazo de tres meses alcanzaron niveles superiores a los 70 pb (véase gráfico 2). El BCE respondió a estos acontecimientos mediante un conjunto de medidas encaminadas a reforzar el suministro de liquidez. Así, en la segunda semana de agosto de 2007 se realizaron cuatro operaciones de ajuste —la primera de ellas, a tipo fijo y adjudicación plena—. Por otra parte, se reforzaron las operaciones a más largo plazo con dos subastas suplementarias al plazo de tres meses, que se renovaron a su vencimiento. Además, en las operaciones principales de financiación el BCE realizó una política de gestión de liquidez más generosa, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de cumplir sus obligaciones de reservas mínimas al principio del período de mantenimiento (*frontloading*, véase gráfico 3).

En los meses finales de 2007 se intensificaron las tensiones en los mercados financieros mundiales, en un contexto de empeoramiento adicional del mercado inmobiliario estadounidense. En el

1. Agradezco a J. A. Cuenca, J. Maycas, A. Mesón y M. Stubbe su contribución a la elaboración de este artículo. 2. En Blanchard (2009) se ofrece un análisis de los orígenes, los desencadenantes y los mecanismos de transmisión y ampliación de la crisis financiera actual. 3. En el anejo se ofrece un breve recordatorio de cómo está organizado el marco operativo del Eurosistema. Para una descripción detallada del mismo, véase BCE (2008).



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Emitidos por sociedades no financieras en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.

área del euro, este escenario afectó negativamente a los mercados de instrumentos financieros con garantía hipotecaria. En general, la obtención de fondos en los mercados de deuda también se encareció. Estos acontecimientos se reflejaron en una agudización de las tensiones en los mercados monetarios, que se vieron acrecentadas por las necesidades de liquidez que se producen a finales de año. Por ello, los tipos de interés de los depósitos interbancarios sufrieron nuevos repuntes desde mediados de noviembre (véase gráfico 2).

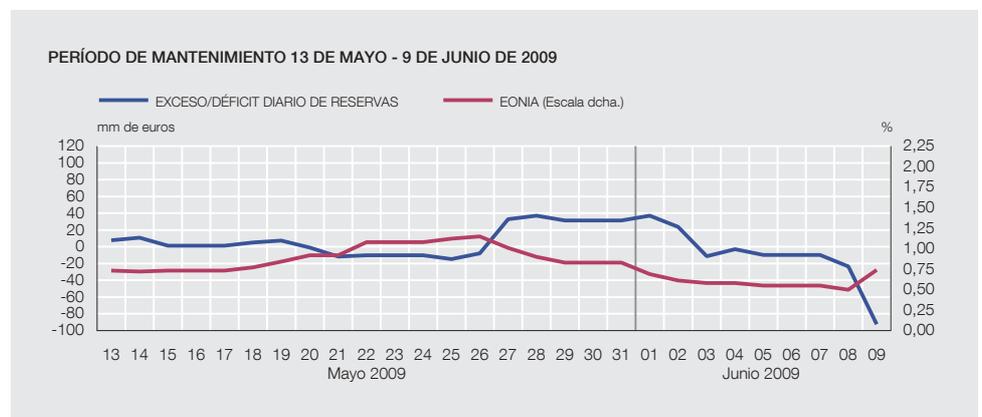
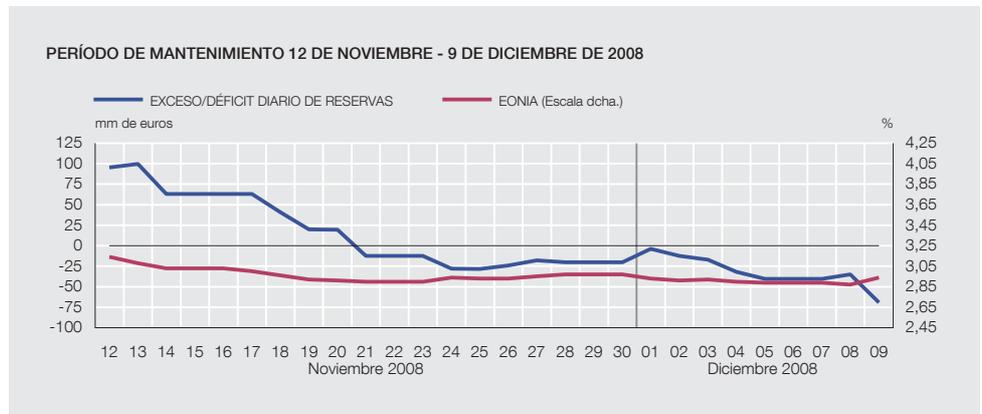
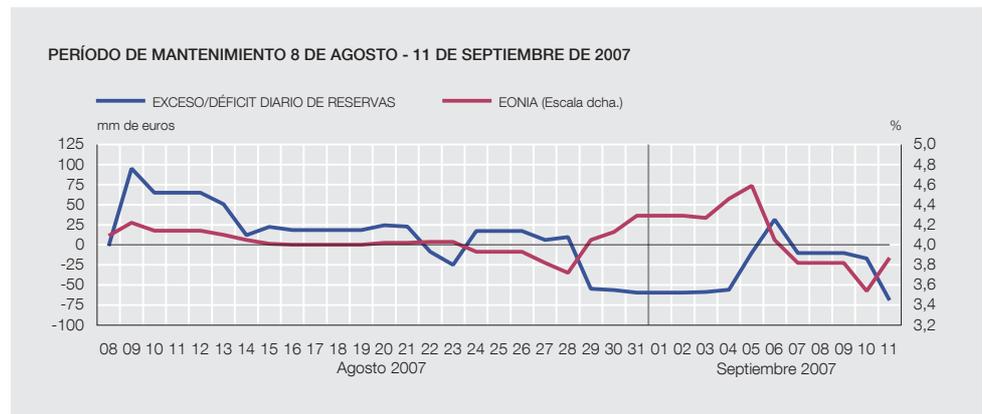
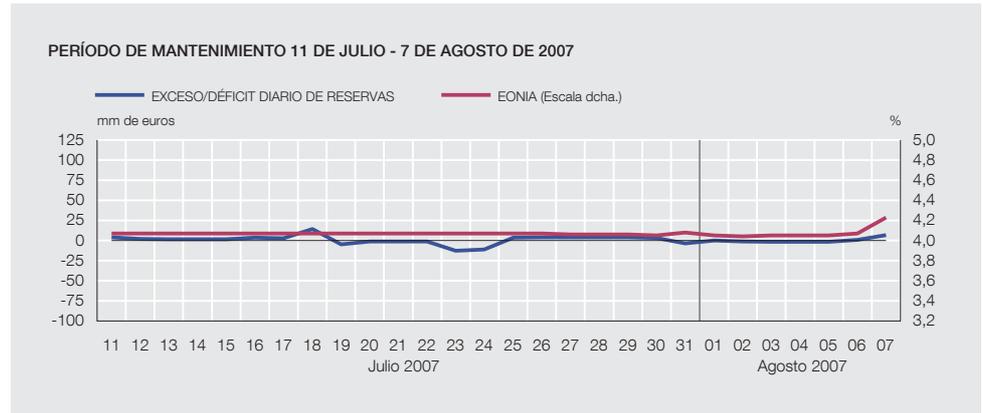
En respuesta a las nuevas tensiones, el BCE tomó medidas, como el suministro de liquidez por encima de las cantidades consideradas neutras en las operaciones principales de financiación o la provisión de financiación en dólares a través de una línea de *swaps* abierta con la Reserva Federal. Además, para cubrir las necesidades adicionales de liquidez que se producen a finales de año, en la subasta semanal de liquidez del 19 de diciembre se extendió el plazo de vigencia de la operación a dos semanas (en lugar de una) y se atendieron todas las pujas a tipos de interés iguales o superiores al tipo medio ponderado de la anterior subasta (4,21%), de forma que se adjudicó en esos momentos un volumen de liquidez muy superior al de la referencia neutral.



FUENTE: Banco Central Europeo.

Es importante señalar que todas estas modificaciones en el volumen y en el patrón temporal del suministro de liquidez en las operaciones de financiación no conllevan un aumento neto de los fondos efectivamente inyectados al sistema. La crisis y la consiguiente reevaluación de los riesgos no tienen por qué alterar sustancialmente las necesidades estructurales de liquidez del conjunto de las entidades, que dependen del nivel del coeficiente de reservas mínimas y de la evolución de determinadas partidas relativamente inerciales del balance del Eurosistema (los llamados «factores autónomos»⁴). Sí afectan, por el contrario, a la percepción que cada entidad individual puede tener de su capacidad para, llegado el caso, acudir al mercado a prestar sus eventuales excesos de fondos líquidos o, sobre todo, para cubrir sus necesidades concretas. Por ilustrarlo con un ejemplo sencillo, si un banco espera pagos por valor de 200 e ingresos por valor de 100, en condiciones normales cabría esperar que demandara fondos líquidos del banco central por valor del resultado neto de esas operaciones esperadas (esto es, 100)⁵. En una situación de crisis como la actual, sin embargo, es mucho más probable que

4. Véase BCE (2008). 5. En realidad, podría pedir algo más, dependiendo del riesgo que estime para los ingresos esperados, o algo menos, si es de las entidades que tiende a cubrir parte de sus necesidades netas en el mercado y no directamente en el banco central (aunque no se debe olvidar que alguna entidad tiene necesariamente que acudir al banco central, porque el sistema en su conjunto está corto de liquidez). Nada de esto afecta, sin embargo, a la esencia de lo que se quiere ilustrar con el ejemplo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

trate de satisfacer por esta vía el máximo posible de sus necesidades brutas (200), ya que no confiará en poder acudir al mercado para cubrir cualquier posible desajuste temporal entre el ingreso y el pago.

En consecuencia, el Eurosistema ha ido progresivamente desplazándose desde un esquema en el que proveía la liquidez neta necesitada por el conjunto de las entidades y dejaba que fuera el mercado el que redistribuyera los fondos entre los bancos hacia otro como el que se describe en la siguiente sección, en el que, en primera instancia, cubre las necesidades brutas de liquidez del sistema, para, más tarde, terminar retirando por distintas vías la diferencia entre lo inyectado inicialmente (200 en el ejemplo anterior) y las necesidades netas (100 en ese mismo ejemplo). De hecho, tras las operaciones de finales de año antes comentadas se ejecutaron otras de ajuste para drenar los excedentes.

En los dos primeros meses de 2008, los tipos de interés de los depósitos interbancarios se redujeron desde los niveles observados a finales de 2007, a medida que fue diluyéndose el efecto de demanda de liquidez ligado al cierre de año. Ello permitió cierta moderación de los diferenciales de tipos de interés respecto de las operaciones con garantía. No obstante, en marzo la crisis del banco de inversión Bear Stearns desencadenó un nuevo episodio de turbulencias en los mercados financieros mundiales, en un contexto de progresivo deterioro de la actividad real y de repunte de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas. Esta situación provocó de nuevo un tensionamiento de los tipos de interés de los depósitos sin garantía del mercado interbancario, que afectó en mayor medida a los plazos más largos. También supuso un nuevo aumento de las necesidades de liquidez en dólares, de forma que hubo que reiniciar la provisión de esta divisa a las entidades de contrapartida del Eurosistema. Posteriormente, entre junio y septiembre hubo un período de relativa calma, y acontecimientos como la intervención de las entidades hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac apenas perturbaron los mercados europeos, lo que permitió cierta reducción de los diferenciales EURIBOR – EUREPO.

Desde enero de 2008 hasta septiembre, el BCE continuó su política iniciada a comienzos de la crisis, en el verano anterior, de proporcionar liquidez a los bancos de forma más temprana en cada período de mantenimiento de reservas mínimas, para satisfacer la preferencia de las entidades de adelantar el cumplimiento de los requisitos medios del período. Asimismo, como consecuencia del progresivo deterioro de la situación en los mercados financieros estadounidenses, el BCE tuvo que reforzar a lo largo de este período las operaciones de inyección de liquidez en dólares para facilitar fondos en esta divisa a las entidades del área del euro (véase cuadro 2). Al igual que en los meses anteriores, el drenaje de la liquidez excedente hacia el final del período de cómputo hizo que, en términos netos y en promedio, la provisión de fondos no se modificase apenas (véase gráfico 3).

Por otro lado, en un contexto de creciente incertidumbre, las entidades han ido incrementando su demanda de liquidez a plazos más dilatados. Este movimiento responde, en última instancia, a los mismos condicionantes que les han ido llevando a sustituir los mercados monetarios por el Eurosistema como su fuente directa de obtención de recursos líquidos. Para acomodar esta tendencia y evitar tensiones adicionales, en la primavera de 2008 el BCE aumentó el número de operaciones de inyección suplementarias a tres meses y añadió operaciones a seis meses, alargando así el vencimiento medio de la financiación a las entidades. Desde que la política monetaria única comenzara a funcionar en 1999, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) ha desempeñado el papel clave en el proceso de señalización de los cambios deseados en el tono de dicha política. Es, por tanto, lógico que una parte suficientemente significativa de las necesidades estructurales de liquidez se satisfa-

ACTIVO	29 de junio de 2007	31 de diciembre de 2008	31 de mayo de 2009	PASIVO	29 de junio de 2007	31 de diciembre de 2008	31 de mayo de 2009
<i>Repos</i> USD	—	185	71	Activos de la Reserva Federal	—	190	71
<i>Swaps</i> DKK	—	—	—	Activos del Banco Nacional Suizo	—	18	25
Factores autónomos de liquidez				Factores autónomos de liquidez			
Activos exteriores netos	317	407	412	Billetes en circulación	633	763	761
Activos denominados en euros	131	347	341	Depósitos de las AAPP	70	83	151
				Otros factores autónomos (neto)	27	254	226
Instrumentos de política monetaria				Instrumentos de política monetaria			
Operación principal de financiación	313	240	277	Cuentas corrientes	182	292	248
Op. de financiación a plazo más largo	150	617	404	Operaciones de absorción	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1	4	0	Facilidad de depósito	1	200	23
TOTAL	913	1.800	1.505	TOTAL	913	1.800	1.505

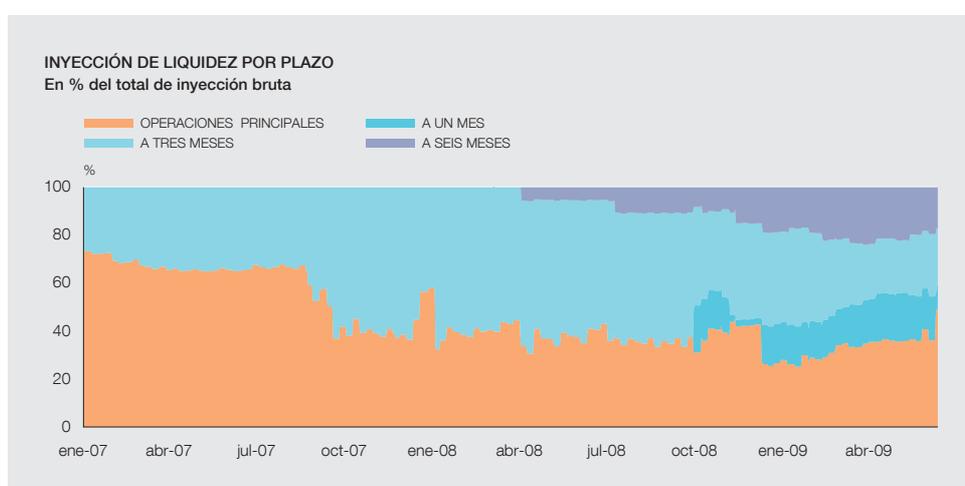
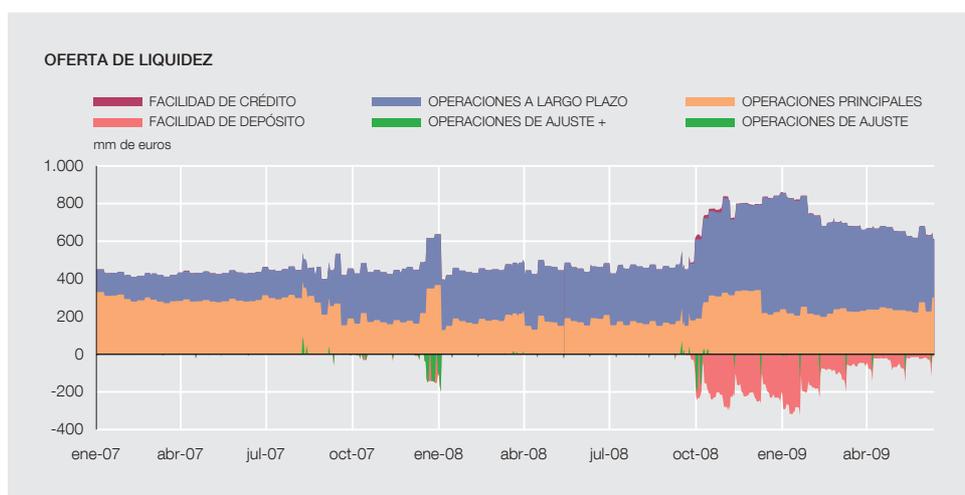
FUENTE: Banco Central Europeo.

ga mediante estas operaciones, garantizando así la relevancia del tipo de interés al que se liquidan. Sin embargo, no es fácil determinar cuál es el umbral a partir del cual la capacidad de señalización puede comenzar a resentirse. Como muestra el gráfico 4, las OPF comenzaron canalizando en torno al 70% de las inyecciones. A la fecha de cierre de este artículo, cuando aún no se ha realizado ninguna operación a un año, suponen cerca del 50% y el resto se distribuye entre operaciones a un mes (9%), a tres meses (24%) y a seis meses (17%). Aunque su peso relativo ha disminuido notablemente, no parece que la capacidad de señalización del tipo de interés de las OPF se haya resentido, aunque es evidente que las especiales circunstancias en las que están teniendo lugar todos estos cambios configuran un escenario en el que es particularmente difícil extraer conclusiones.

Cambios en el marco operativo del Eurosistema desde septiembre de 2008

En septiembre de 2008 se produjo un importante recrudecimiento de las tensiones financieras ante acontecimientos como la venta de Merrill Lynch a Bank of America, las ayudas de liquidez de emergencia del Gobierno estadounidense a la aseguradora AIG y, sobre todo, la quiebra de Lehman Brothers. Este último suceso supuso un cambio cualitativo en la evolución de la crisis financiera. La preocupación por la solvencia de las entidades bancarias alcanzó niveles máximos y la percepción del riesgo de un colapso sistémico aumentó considerablemente. Como puede observarse en el gráfico 2, los diferenciales entre los tipos de interés de los depósitos sin garantía y los garantizados a plazos superiores a tres meses llegaron a rebasar con creces los 200 puntos básicos (pb). La práctica desaparición del mercado interbancario de depósitos supuso una gran preocupación para el BCE, dada su capital importancia como primer eslabón del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Dadas estas circunstancias excepcionales, el BCE pasó a satisfacer directamente las necesidades brutas de liquidez de las entidades, reemplazando así, de hecho, al mercado interbancario en su función de intermediación entre las entidades. Más concretamente, decidió proporcionar a las entidades liquidez sin límite a tipo de interés fijo mediante la adjudicación plena en las subastas y estrechó el corredor formado por los tipos de interés de la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito de 2 puntos porcentuales (pp) a 1 pp (véase gráfico 2). Además, se reforzó de nuevo la financiación a más largo plazo, lo que supuso un aumento adicional de su peso, en detrimento del de las subastas semanales. A estas medidas se sumó la ampliación temporal de la lista de colateral admisible como garantía en las operaciones de



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

provisión de liquidez, aceptando activos denominados en divisas emitidos en el área del euro, así como mediante la inclusión de valores de calificación más reducida (hasta BBB—).

Este refuerzo de la provisión de liquidez supuso un gran aumento del volumen vivo de las operaciones para acomodar la preferencia de las entidades por asegurarse un exceso de liquidez que lógicamente terminaba siendo reconducido hacia el propio Eurosistema por la vía de la facilidad de depósito. Así, la provisión neta de fondos fue más reducida de lo que se deduce del aumento de las operaciones vivas. En todo caso, esta combinación supuso una notable ampliación del tamaño del balance del Eurosistema.

Ante las crecientes dificultades de las entidades del área del euro para obtener fondos en divisas, el BCE potenció también la provisión de dólares incorporando una subasta de *repos* a siete días (y eliminando con ello la subasta *overnight*) a las ya existentes a 28 y 84 días, con adjudicación plena desde el 15 de octubre, así como —en menor medida— a través de *swaps* de divisas con las entidades. El Eurosistema obtuvo los dólares para realizar estas inyecciones a través de la activación de la línea de *swap* bilateral acordada a finales de 2007 con la Reserva Federal. Tras un acuerdo similar con el Banco Nacional Suizo, el BCE proporcionó francos suizos mediante *swaps* a las entidades del área, inicialmente a siete días y después también a 84 días. Esta segunda modalidad de operación se suprimió posteriormente, quedando vigente solamente la que se realiza a siete días.

Una vez superados los episodios de extraordinarias tensiones de otoño de 2007, para incentivar de nuevo el funcionamiento normal del mercado interbancario el BCE decidió restaurar desde el 19 de enero de 2009 la banda formada por los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito a 200 pb, diferencial existente hasta comienzos de octubre de 2008. Posteriormente, el BCE ha ampliado la vigencia de las condiciones de adjudicación plena en todas las subastas de liquidez durante el tiempo que sea necesario y, en cualquier caso, como mínimo, hasta después del final de 2009. Las entidades han reaccionado con una reducción moderada tanto de su demanda de liquidez en las subastas como de su utilización de la facilidad de depósito, lo que ha supuesto cierta contracción del balance del Eurosistema desde el máximo alcanzado al cierre de 2008, aunque no han retornado a los patrones de conducta anteriores a septiembre (véase cuadro 2). No obstante, conviene señalar que, entre julio de 2007 y mayo de 2009, las necesidades de liquidez han aumentado en torno a 150 mm de euros, por lo que no parece probable que se vuelva a la situación vigente antes del inicio de la crisis.

Con el fin de limitar los riesgos en los que incurre la autoridad monetaria al aceptar este tipo de colateral, se decidió exigir a los valores procedentes de las titulizaciones (ABS) una calificación mínima de AAA/Aaa, por parte de las agencias internacionalmente admitidas, en el momento de su emisión. Al mismo tiempo, se elevaron los descuentos (también llamados *haircuts*) aplicados por el Eurosistema a la valoración de estos instrumentos (hasta el 5% para los bonos bancarios simples y al 12% para los ABS, con un 5% adicional si no hay precio de mercado). Por otra parte, se decidió aplicar un límite máximo a la utilización de bonos bancarios por parte de cualquier entidad que hubieran sido emitidos por un mismo grupo bancario, de manera que no pudiesen superar el 10% del total del colateral utilizado por cada entidad.

En la reunión del Consejo de Gobierno del BCE celebrada a comienzos de mayo de 2009, se recortó el tipo correspondiente a la facilidad marginal de crédito del 2,25% al 1,75%, mientras que se mantuvo el tipo de la facilidad de depósito en el 0,25%, de forma que se estrechó el corredor formado por estos tipos de 200 a 150 pb (véase gráfico 2). Asimismo, en la línea adoptada por el Eurosistema de proveer liquidez abundante a plazos más dilatados desde el comienzo de la crisis, se decidió crear nuevas operaciones suplementarias a más largo plazo con vencimiento a doce meses (también con adjudicación plena y a tipo fijo). Se anunciaron tres subastas (en junio, octubre y diciembre).

Es preciso destacar, por su carácter novedoso, que en esa misma reunión el Consejo adoptó otra decisión relacionada con las operaciones que lleva a cabo el Eurosistema. Más concretamente, anunció la próxima adquisición de *covered bonds*, grupo al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, con el objetivo, entre otros, de ayudar a mejorar la liquidez de un segmento importante del mercado de deuda privada fuertemente afectado por la crisis y mejorar las condiciones de financiación de las entidades y sus clientes. Se trata, pues, de una medida de las llamadas de *credit easing*, en la terminología anglosajona al uso.

Los bonos deberán estar denominados en euros, ser emitidos por los bancos de la zona del euro y el importe de la operación se eleva a 60 mm de euros. Las adquisiciones serán en firme, se realizarán tanto en el mercado primario como en el secundario, comenzarán en julio de 2009 y se espera que concluyan a finales de junio de 2010. Los valores que se han de adquirir deberán cumplir con una serie de requisitos técnicos [admisibilidad como colateral para las operaciones de crédito del Eurosistema; conformidad con los criterios dispuestos en el artículo 22 (4) de la Directiva sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)⁶, o

6. Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

salvaguardas similares para los bonos que no cumplan con la Directiva; un volumen de emisión de aproximadamente 500 millones de euros o superior, y en ningún caso inferior a 100 millones de euros; una calificación mínima de AA o equivalente por parte de, al menos, una de las principales agencias y en ningún caso inferior a BBB-/Baa3; activos subyacentes que incluyan exposición a entidades privadas y/o públicas] y las entidades de contrapartida serán las admitidas para las operaciones de crédito del Eurosistema, así como aquellas entidades establecidas en el área del euro que el Eurosistema utiliza para las operaciones de inversión de su cartera denominada en euros.

Resumen y conclusiones

El marco operativo de la política monetaria del Eurosistema ha demostrado una gran flexibilidad, en un contexto financiero extraordinariamente convulso, para acomodar cambios sustanciales en la forma de ejecutar la política monetaria y el suministro de liquidez, sin que se hayan necesitado para ello modificaciones profundas en los instrumentos ya disponibles o —a diferencia de lo sucedido al otro lado del Atlántico— cambios notables en la filosofía de funcionamiento de la instrumentación que implicasen la adición de una serie de instrumentos o procedimientos nuevos.

Así, desde el verano de 2007 hasta septiembre de 2008 solo fue necesario un número reducido de medidas para mantener un suministro adecuado de liquidez y estabilizar la volatilidad de los tipos interbancarios. La distribución temprana de la liquidez durante el período de mantenimiento permitió que las entidades cumplieren anticipadamente los requisitos de reservas mínimas. El mayor número de operaciones de ajuste contribuyó a estabilizar la mayor volatilidad en la liquidez y los tipos de interés a muy corto plazo. La sustitución parcial de la liquidez suministrada a una semana por la otorgada a plazo más largo se orientó a mitigar las mayores tensiones observadas en el mercado interbancario a esos plazos. Por su parte, la provisión de liquidez en dólares ayudó a las entidades residentes en el área a liquidar sus obligaciones en esta divisa.

Desde octubre de 2008 hasta la actualidad, fueron necesarias medidas de alcance superior para mitigar las tensiones inusitadamente altas que se produjeron en los mercados monetarios, si bien se implementaron principalmente mediante modificaciones en los procedimientos existentes. En las operaciones de mercado abierto, la adopción de las subastas a tipo fijo con adjudicación plena garantizó el suministro de liquidez a las entidades de contrapartida. El mayor número de operaciones a más largo plazo y la inclusión de plazos nuevos permitieron satisfacer los cambios en las preferencias de las entidades.

Todo ello, no obstante, no se ha traducido en un aumento sustancial de la liquidez efectivamente proporcionada al sistema en términos netos. Como resultado de las modificaciones, el Eurosistema ha terminado desempeñando el papel de intermediación que había dejado de ejercer el mercado secundario de depósitos interbancarios como consecuencia del fuerte aumento en la aversión al riesgo de contrapartida. Así, ha pasado a satisfacer, en primera instancia, las necesidades brutas de las entidades individuales, para, más tarde, reabsorber mediante operaciones de drenaje o a través de la facilidad de depósito el consiguiente exceso sobre las necesidades estructurales netas de liquidez del conjunto del sistema bancario. Esta nueva forma de operar del Eurosistema ha supuesto una sustancial expansión de su balance, que, como cabía esperar, ha comenzado a revertir de manera automática cuando han aparecido los primeros síntomas —incipientes aún— de normalización de los mercados.

Las medidas adoptadas desde el inicio de la crisis hasta octubre de 2008 permitieron que el tipo de interés de los depósitos interbancarios a un día (EONIA) no se separara significativamente del tipo de interés de las subastas semanales del Eurosistema, si bien presentó una

volatilidad superior a la habitual (véase gráfico 3). No obstante, hasta finales del año pasado los tipos de interés de los depósitos sin garantía (EURIBOR) tendieron a mantenerse en niveles relativamente elevados en comparación con los correspondientes a los depósitos con garantía (EUREPO). La introducción, en octubre de 2008, de las subastas con adjudicación plena y a tipo fijo ha permitido que el tipo EONIA haya ido situándose por debajo del tipo de intervención (véanse gráficos 2 y 3), y los tipos interbancarios han ido reflejando las sucesivas reducciones de los tipos oficiales realizadas desde esa fecha por el BCE, aunque con un significativo retraso en los plazos más largos (véase gráfico 2). Por su parte, los diferenciales EURIBOR – EUREPO han ido cerrándose desde los máximos alcanzados en octubre de 2008 y han vuelto a registros incluso inferiores a los vigentes antes de septiembre. La progresiva relajación del tono de la política monetaria ha ido trasladándose también a los tipos aplicados por las entidades bancarias en sus operaciones tanto activas como pasivas, aunque esta traslación no ha sido aún completa. Hasta la fecha de cierre de este Boletín, tanto las medidas convencionales sobre los tipos de interés como las medidas de expansión de la liquidez han contribuido a que las condiciones en los mercados tiendan a normalizarse, si bien los indicadores de tensión financiera continúan situados en niveles relativamente altos.

19.6.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, noviembre.
- (2009). *Informe Anual, 2008*, marzo.
- BLANCHARD, O. (2009). *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, IMF Working Paper WP/09/80, abril.

ANEJO

La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema

El marco operativo de la política monetaria de la Eurozona se articula sobre tres clases de instrumentos: las reservas mínimas obligatorias (conocido tradicionalmente como «encaje bancario» o coeficiente de caja), las operaciones de mercado abierto (las subastas de liquidez a cambio de activos de garantía) y las facilidades permanentes (las llamadas «segundas ventanillas» de depósito y de crédito). A estos instrumentos se agrega un conjunto de normas que regulan las condiciones que han de cumplir los activos de garantía que deben depositar y aportar las entidades como colateral para obtener financiación del Eurosistema.

En primer lugar, se exige que las entidades mantengan unas reservas mínimas obligatorias depositadas en sus cuentas con el Eurosistema. Las reservas mínimas se calculan aplicando un porcentaje a los pasivos computables (fundamentalmente, depósitos bancarios)⁷, se deben cumplir en promedio durante el período de mantenimiento, y se remuneran al tipo medio ponderado de interés de intervención vigente durante este período para no penalizar a las entidades. Este instrumento no se ha modificado en respuesta a la crisis.

Sí lo han hecho, sin embargo, las operaciones de mercado abierto, que son las que permiten a la autoridad monetaria inyectar y drenar liquidez del sistema, normalmente mediante la adquisición temporal de valores (*repos*), que se ejecutan en forma de subastas con las entidades de contrapartida del Eurosistema. Estas operaciones se subdividen, a su vez, en cuatro tipos: a) las *operaciones principales de financiación* (OPF), de frecuencia y plazo semanales, cuyo tipo de interés señala el tono de la política monetaria. Como tienen vencimiento semanal, las entidades de contrapartida deben acudir a refinanciarse en la siguiente subasta; b) las *operaciones de financiación a plazo más largo* (OPFML), originalmente con periodicidad mensual y vencimiento trimestral (en la actualidad las hay a uno, a tres, a seis y, desde el 23 de junio,

7. El BCE aplica un porcentaje uniforme a los pasivos computables, si bien hay algunas partidas de estos pasivos a las que se aplica un coeficiente nulo.

a doce meses), desempeñaban antes del inicio de la crisis un papel secundario en la política de provisión de liquidez del Eurosistema; c) las *operaciones de ajuste* (OA), de inyección o drenaje, no tienen ni una frecuencia ni un vencimiento predeterminados, aunque normalmente se realizan a muy corto plazo para estabilizar desviaciones transitorias o anómalas de los tipos de interés y las condiciones de liquidez en los mercados interbancarios, y d) las *operaciones estructurales*, previstas para cambiar de forma más permanente las condiciones estructurales de liquidez del sistema, pero que no se han utilizado hasta la fecha.

Las facilidades permanentes, que también han experimentado cambios, permiten a las entidades obtener liquidez del Eurosistema a cambio de colateral (facilidad marginal de crédito) o depositar sus excedentes de liquidez en cualquier momento (facilidad de depósito), cuando las entidades afrontan un pago o reciben un ingreso imprevisto a final del día, de forma que les es difícil obtener o colocar esos fondos en el mercado. La utilización de las facilidades se produce a iniciativa de la entidad que necesita activarlas y contribuye a estabilizar los tipos interbancarios a muy corto plazo (EONIA), en la medida en que los tipos que se aplican en las facilidades son penalizadores⁸ y conforman un corredor que acota las oscilaciones del EONIA (véase gráfico 2).

Por último, toda entidad que desee obtener liquidez del Eurosistema debe depositar activos que sirvan de garantía o colateral. Estos activos, que deben disfrutar de un nivel mínimo de calidad crediticia, comprenden un amplio conjunto de instrumentos de deuda (generalmente, negociables, aunque también se admiten activos no negociables, que se valoran a precios de mercado o, en su ausencia, mediante el recurso a procedimientos teóricos adecuados). El Eurosistema aplica recortes (*haircuts*) a su valoración que lo protegen frente a riesgos de mercado o de liquidez.

8. Es decir, el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se sitúa significativamente por encima del de las subastas de liquidez de las OPF, y el de la facilidad de depósito, significativamente por debajo.

EXPECTATIVAS DE MERCADO Y OPCIONES: UNA APLICACIÓN PARA ANALIZAR
LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Broto, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

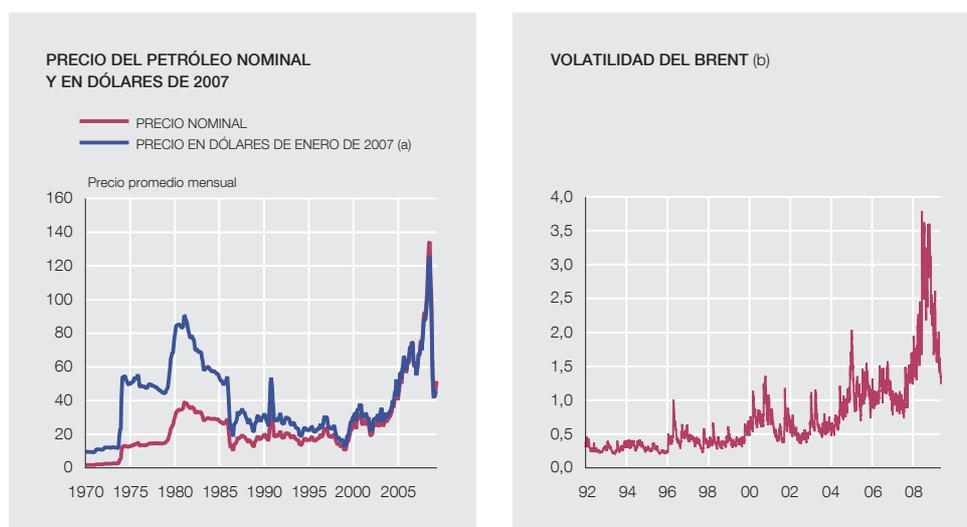
Introducción

La evolución del precio del petróleo y las expectativas de los mercados sobre dicha evolución son aspectos relevantes en el ámbito de los bancos centrales, dados los efectos de estas variables sobre las tasas de inflación de las diferentes economías y su crecimiento en el largo plazo¹. Como muestra el gráfico 1, el precio del barril de petróleo ha registrado importantes oscilaciones en los últimos años, en respuesta a diferentes factores, de modo que ha pasado de niveles máximos históricos en torno a los 145 dólares, en julio de 2008 —momento en el que el debate en numerosos bancos centrales se centraba en los riesgos inflacionistas—, a cotizar por debajo de los 35 dólares, en diciembre de ese año. Por otro lado, el precio del petróleo no ha sido ajeno al actual contexto de elevada incertidumbre y ha mostrado una extrema volatilidad desde el inicio de las turbulencias financieras, que se mantiene elevada a pesar de la corrección de los últimos meses (véase gráfico 1)². Por ello, el análisis del precio del crudo y de sus expectativas en los mercados resulta especialmente importante y oportuno.

Entre las diversas herramientas para el análisis de las expectativas del precio del petróleo, este artículo se centra en la información que puede extraerse de los mercados de opciones³. En concreto, a partir de los precios de las opciones se puede inferir la percepción de los participantes del mercado sobre la cotización futura del activo subyacente —en nuestro caso, el precio del petróleo— a través de su distribución de probabilidad, de modo que es posible calcular la probabilidad implícita que los inversores están asignando a que el precio del petróleo se sitúe en un determinado intervalo en un determinado plazo. Dichas probabilidades implícitas están asociadas a unas funciones de densidad, que se denominan «densidades neutras al riesgo» (RND, por sus siglas en inglés), que son la herramienta de análisis utilizada en este trabajo⁴.

Este artículo tiene un enfoque aplicado y trata de poner de manifiesto la complementariedad del análisis realizado a través de los precios de las opciones con otras herramientas de análisis habitualmente utilizadas. Aunque el análisis basado en el mercado de opciones ha dado lugar a una amplia literatura en el ámbito financiero, centrada en gran medida en aspectos técnicos⁵, la novedad de este artículo está en su aplicación a los precios del petróleo, en un marco de elevada incertidumbre. Tras analizar las diferencias de este instrumento —que se describe en el recuadro— con las herramientas empleadas habitualmente para el cómputo de previsiones del precio del crudo, se presenta una aplicación empírica. En ella se utiliza esta metodología para extraer información de las fuertes oscilaciones del precio del crudo en su etapa más reciente, estimando la RND en tres momentos representativos: en el máximo de la cotización del crudo, a mediados de 2008; a finales de ese año, en torno a su nivel mínimo reciente, y en abril de 2009, ya iniciada la última fase de incremento del precio.

1. Véase, por ejemplo, Estrada y Hernández de Cos (2009). 2. La volatilidad está calculada mediante un modelo sencillo de tipo GARCH (1,1), propuesto por Bollerslev (1986), en el cual la volatilidad es una función de la propia volatilidad pasada y de las posibles sorpresas en los precios de las series. En este caso, metodologías alternativas como el uso de la desviación típica a través de una ventana móvil dan lugar a estimaciones de la volatilidad muy similares. 3. Este derivado financiero consiste en un contrato por el cual el comprador de la opción adquiere un derecho de compra o venta —en cuyo caso la opción se denomina *call* o *put*, respectivamente— de petróleo a un precio determinado en una fecha futura. 4. Las densidades se denominan «neutras al riesgo», ya que se asume que los agentes del mercado no son aversos al riesgo en la fijación de los precios de las opciones. 5. Por ejemplo, gran parte de esta literatura se centra en la búsqueda de la distribución de probabilidad esperada para el activo subyacente más adecuada.



FUENTES: Energy Information Administration y Datastream.

- a. Precios reales deflactados con el IPC de EEUU.
b. Estimada mediante un GARCH (1,1).

El ejercicio empírico confirma la utilidad de las RND para obtener información relevante sobre las expectativas de los inversores, especialmente en períodos de volatilidad elevada de las cotizaciones. Al dar una idea de la incertidumbre asociada a las expectativas de los inversores, estas densidades aportan información sobre posibles cambios bruscos en la tendencia del precio, que son difíciles de prever. Por ejemplo, a mediados de 2008 las opciones ya anticipaban con una probabilidad no despreciable un posible descenso de los precios del crudo en la segunda mitad del año.

**¿Cómo contribuye
el análisis de las
densidades neutrales
al riesgo a la predicción
del precio del crudo?**

Como se ha señalado, a partir de los precios de las opciones se puede derivar la distribución de probabilidad sobre la cotización futura del precio del crudo mediante las RND (el recuadro adjunto recoge los detalles de la metodología empleada). Esta herramienta permite calcular la probabilidad implícita que los inversores están asignando a que el precio futuro del petróleo se sitúe en un determinado intervalo. Tal y como muestran Bahra (1996) y Campa et ál. (1997), una vez estimadas estas densidades, es posible cuantificar no solo la media y la varianza, sino los diferentes momentos de la distribución, obteniéndose una caracterización completa de las expectativas del mercado.

Por lo tanto, estas densidades neutrales al riesgo permiten extraer información sobre la probabilidad que asignan los inversores a que la cotización del crudo se sitúe en el corto plazo en ciertos intervalos de confianza y, en consecuencia, informan sobre el riesgo que los mercados asignan a cambios bruscos o amplios en su cotización. La amplitud de los intervalos obtenidos a partir de las RND es indicativa de la volatilidad de las cotizaciones que los inversores están descontando, de manera que en períodos de elevada incertidumbre el rango de las densidades será mayor que en períodos más tranquilos (o de menor volatilidad).

En particular, si las RND estimadas son asimétricas, ello implica que los inversores están descontando con elevada probabilidad valores extremos al alza (o a la baja, en su caso) del precio del crudo. Por otra parte, el nivel de apuntamiento de la función de densidad proporciona información acerca de si los inversores agrupan sus expectativas sobre el precio del crudo en un rango pequeño o en un rango amplio. Cuando este coeficiente es elevado, estaría indican-

Uno de los trabajos más destacados en el análisis de funciones de densidad implícitas fue el de Breeden y Litzenberger (1978), donde se analizaba la relación entre el precio de una opción de compra europea¹ y la probabilidad de que el precio de ejercicio sea menor que el precio del activo subyacente en la fecha de vencimiento. Según estos autores, las densidades neutras al riesgo se pueden obtener a partir de la segunda derivada parcial del precio de una opción de compra con respecto al precio del ejercicio (del inglés, *strike*), que denotamos K , y que es el precio al que el tenedor de la opción puede comprar o vender el activo subyacente —en nuestro caso, el precio del petróleo—. Así, el precio de la opción de compra c con vencimiento en τ se puede expresar como

$$\frac{\partial^2 c(\tau, K)}{\partial K^2} = e^{-r\tau} q(P_\tau)$$

donde r es el tipo de interés neutral al riesgo, P_τ es el precio del activo subyacente y $q(P_\tau)$ es la función de densidad neutral al riesgo, que es precisamente el objeto de este análisis.

La obtención de la información necesaria para el cálculo de las RND a partir de los precios de las opciones no es directa, y de hecho no existe consenso en la literatura acerca de cuál es el mejor método para estimar estas densidades². Específicamente, la metodología presentada en este artículo se basa en la propuesta por Melick y Thomas (1997), y requiere hacer un supuesto sobre la forma de la distribución del activo subyacente. Concretamente, se asume que esta es una combinación (o «mixtura», en la terminología habitual de este tipo de análisis) de dos distribuciones log-normales, ya que es una distribución lo suficientemente flexible como para recoger ciertas características de las densidades de los datos. Específicamente, esta distribución sigue una expresión de este tipo:

$$q(P_\tau) = \theta \cdot L(P_\tau | \alpha_1, \beta_1) + (1 - \theta) \cdot L(P_\tau | \alpha_2, \beta_2)$$

donde $L(P_\tau)$ denota una distribución log-normal. Esta distribución está definida por cinco parámetros: dos que caracterizan cada una de las dos distribuciones log-normales, (α_1, β_1) y (α_2, β_2) , y θ , que describe el peso de cada una de ellas y que está entre cero y uno. Estos cinco parámetros se estiman mediante un procedimiento adecuado. Específicamente, estas estimaciones se obtienen minimizando el error cuadrático medio de la diferencia entre el valor teó-

rico del precio de las opciones de compra o de venta, según las expresiones analíticas obtenidas por Bahra (1997), y su precio observado, es decir

$$\text{Min}_{\alpha_1, \beta_1, \alpha_2, \beta_2, \theta} \left[\sum_{j=1}^{n.^{\circ} \text{ calls}} (C_j^{\text{Teórico}} - C_j^{\text{Observado}}) + \sum_{i=1}^{n.^{\circ} \text{ puts}} (P_i^{\text{Teórico}} - P_i^{\text{Observado}}) \right]$$

donde p denota el precio de la opción de venta, por lo que la RND quedaría caracterizada³.

Es importante señalar algunas puntualizaciones de carácter técnico. En primer lugar, el precio del activo subyacente de una opción no es observable, ya que hasta el momento de su vencimiento es desconocido. Por tanto, para la estimación de la RND se reemplaza su precio por el del futuro del crudo⁴. Además, con objeto de garantizar que existe suficiente liquidez para determinados precios de ejercicio, en la aplicación empírica se estiman únicamente las densidades hasta cinco meses desde el precio del contado. Finalmente, para su cálculo se utilizarán tanto opciones de compra como de venta, de forma que se recoja toda la información disponible sobre el mercado.

Como se comenta anteriormente, la obtención de conclusiones a partir de las estimaciones de RND mediante esta metodología se apoya en el uso de una distribución lo suficientemente flexible como para ajustar diferentes características empíricas de los datos observados de opciones comentadas anteriormente. Por ejemplo, se puede recoger la posible asimetría de la densidad, por lo que estamos permitiendo que en las densidades se pueda acumular una mayor probabilidad en un valor diferente de la media. Es decir, si la mayoría de inversores espera un determinado valor del precio del crudo —al alza o a la baja—, la distribución propuesta lo podrá recoger. Además, esta distribución también puede ser bi-modal, es decir, que, si hay un gran número de participantes del mercado que descuentan un movimiento extremo del precio del crudo, pero no están seguros de su dirección, esta característica quedaría capturada por la distribución propuesta.

Se puede recoger, además, el hecho de que buena parte de la probabilidad se pueda situar en un valor central de la distribución porque los inversores esperen que el precio del crudo se concentre alrededor de un determinado valor (por lo que la densidad estimada sería muy apuntada) o que buena parte de esta probabilidad se pueda situar en sus colas porque los inversores esperen una mayor probabilidad de acontecimientos extremos en el movimiento del crudo (lo que daría lugar a una densidad más plana que la de la distribución normal). Es decir, mediante esta distribución se pueden generar densidades con un nivel de apuntamiento diferente del de la normal.

3. Véase Alonso et ál. (2006) para más detalles acerca de la estimación de los parámetros. 4. Nótese que en la fecha de vencimiento de la opción el futuro a esa fecha y el precio de contado son equivalentes.

1. Una opción europea es aquella que solo se puede ejercer a fecha de vencimiento, mientras que la opción americana es aquella que se puede ejercer en cualquier momento de la vida de una opción. 2. En este sentido, han surgido dos ramas de la literatura que analizan la estimación de estas funciones de densidad: la paramétrica, donde se asume una función de densidad conocida y solo es preciso estimar sus coeficientes [véase, por ejemplo, Melick y Thomas (1997)], y la no paramétrica, donde no se asume a priori ninguna distribución [véase Rubinstein (1994)]. Existe una numerosa literatura no concluyente comparando ambas metodologías. Dada la sencillez del método no paramétrico, hemos optado por este para desarrollar la aplicación a precios del petróleo.

do que la mayor parte de inversores espera que el precio del crudo se sitúe en un determinado valor.

Las RND son, pues, una herramienta que complementa la información de otros instrumentos de predicción a corto plazo ya existentes. En particular, las principales herramientas de predicción puntual del precio del crudo se pueden clasificar en cuatro grupos: (1) aquellas basadas en el precio de los futuros; (2) predicciones simples, basadas en el propio precio al contado; (3) modelos de series temporales, que explotan la información referente al pasado de las series, y (4) modelos estructurales, que incorporan información adicional de otras variables explicativas. Para calibrar el valor añadido de las RND frente a otras metodologías que proporcionan predicciones puntuales del precio del crudo, pero no su distribución de probabilidad⁶, es importante señalar que mediante las RND únicamente se obtiene información extraíble de las densidades calculadas a partir de las expectativas de mercado en el corto plazo (intervalos de confianza, media, varianza, etc.), mientras que el resto de métodos ofrecen estimaciones puntuales, no necesariamente basadas en las expectativas de los mercados, y que pueden ser de más largo plazo.

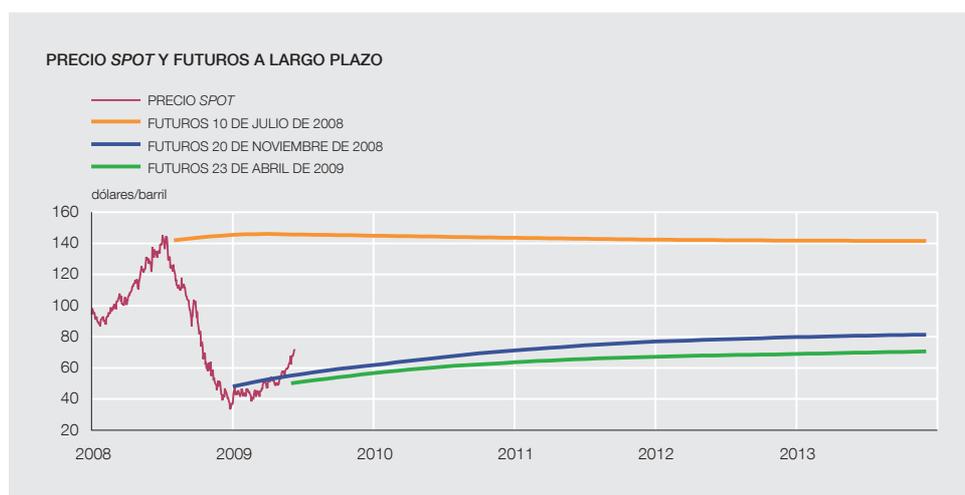
Entre todas las herramientas de predicción, las basadas en los futuros merecen una especial mención en el contexto de este artículo, ya que, al igual que las opciones, se trata de un mercado de derivados financieros. Una limitación en el uso de futuros sobre el crudo es que ofrecen menos información, al recoger únicamente la expectativa del precio medio de las cotizaciones. Además, los análisis sobre la capacidad predictiva de los futuros no son concluyentes. Algunos de ellos proporcionan evidencia a favor de la eficiencia de estos mercados, por lo que los futuros representarían una predicción adecuada. Otros autores, sin embargo, critican su uso para prever movimientos futuros del precio de contado especialmente en períodos de elevada volatilidad; además, en el caso del petróleo, la liquidez de estos mercados es reducida para contratos con un horizonte superior a seis meses. Por otra parte, los futuros siempre se mueven en la misma dirección que el precio al contado, por lo que no podrán anticipar posibles cambios de dirección del precio. Por ejemplo, en el gráfico 2 se representa el precio del crudo junto con los futuros en las fechas analizadas en la aplicación empírica posterior, y se observa la escasa capacidad de los futuros para anticipar el cambio de dirección del precio del crudo en julio de 2008.

En general, la capacidad predictiva de los métodos de estimación puntual del precio del crudo es dispar y la evidencia empírica indica que las variaciones bruscas del precio del crudo son difíciles de predecir⁷. En este contexto, las RND son una herramienta complementaria del método de predicción puntual elegido, que proporciona información adicional acerca del balance de riesgos esperados por los inversores sobre el precio del crudo. En las siguientes secciones se ilustra el tipo de información que se puede obtener de las RND mediante un ejercicio sobre la evolución del precio del crudo desde el inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007.

Descripción de los datos

En este trabajo se utilizan datos del precio del petróleo Brent y de las opciones sobre este. El precio del petróleo tipo Brent, que se negocia en Londres y cuyo mercado de opciones es el ICE Futures Europe⁸, se ha escogido porque es la referencia de crudo en Europa. Las opciones sobre el WTI (West Texas Intermediate) —el crudo de referencia en Estados Unidos—, que

6. En el caso de los métodos de predicción puntual se puede obtener el rango de variación de las previsiones únicamente en aquellos métodos basados en modelos. No obstante, estos intervalos no están relacionados directamente con las expectativas del mercado, como en el caso de las RND. 7. Véase Hamilton (2009) para algunas reflexiones sobre la dificultad para predecir los precios del crudo. 8. Esta empresa es subsidiaria de Intercontinental Exchange para los mercados de futuros de energía.



FUENTE: Datastream.

se negocia en el NYMEX de Nueva York, habrían sido, en principio, más adecuadas, ya que tienen un mercado más activo, en comparación con el de opciones del Brent, y son más líquidas para vencimientos mayores. En cualquier caso, el precio de contado de ambos tipos de crudo está muy correlacionado —aunque el precio del WTI suele ser mayor que el del Brent, al ser más ligero (con menor contenido de azufre, por lo que la fase de refinado es menos costosa)—; en consecuencia, para los propósitos de este artículo los resultados no deberían diferir significativamente.

Se analizan datos de las opciones del precio del petróleo en tres días representativos de su evolución más reciente: (i) el 10 de julio de 2008, fecha próxima al máximo histórico del precio del petróleo, que se situó en torno a los 145 dólares por barril; (ii) el 20 de noviembre de 2008, en plena tendencia bajista de los precios, y (iii) una fecha reciente (en concreto, el 23 de abril de 2009) para analizar la evolución de las expectativas del mercado tras varios meses en los que el crudo se había mantenido en una banda entre los 40 y los 50 dólares. Posteriormente, al cierre de este artículo, el precio del petróleo ha llegado a superar los 70 dólares por barril.

En los tres ejercicios, los contratos de opciones sobre el Brent se concentran en los siguientes cinco meses, ya que son los vencimientos donde se contabiliza la mayor parte de la liquidez. Así, por ejemplo, para calcular las RND del 10 de julio de 2008, se consideran los contratos con vencimiento de agosto a diciembre de 2008; para la de noviembre de 2008, se analizan vencimientos hasta mayo de 2009, y, en las RND calculadas para abril de 2009, se emplean vencimientos hasta octubre de ese año. Los tipos de interés neutrales al riesgo se obtienen a partir de los bonos europeos con un plazo similar a la fecha de vencimiento de las opciones. Todos los datos necesarios para la estimación —el precio de ejercicio (del inglés *strike*), vencimientos, precios de las opciones de compra y de venta, tipo de interés neutral al riesgo— están disponibles en Bloomberg únicamente en el día en que se elabora el ejercicio⁹.

En cuanto a la capacidad predictiva de las densidades neutrales al riesgo estimadas, las limitaciones de este ejercicio, en el que únicamente se consideran tres fechas de referencia, impiden el cálculo de contrastes formales como el de Berkowitz (2000) o el de Kupiec (1995).

9. Es decir, esta limitación de la base de datos impide el análisis de datos pasados de opciones a no ser que se establezca una recogida de datos diaria sistematizada.

Dada esta restricción, únicamente estableceremos comparaciones de los resultados obtenidos mediante las RND con las cotizaciones posteriores del precio al contado y con los futuros que se cotizaban en la fecha de elaboración de los tres ejercicios.

Aplicación empírica

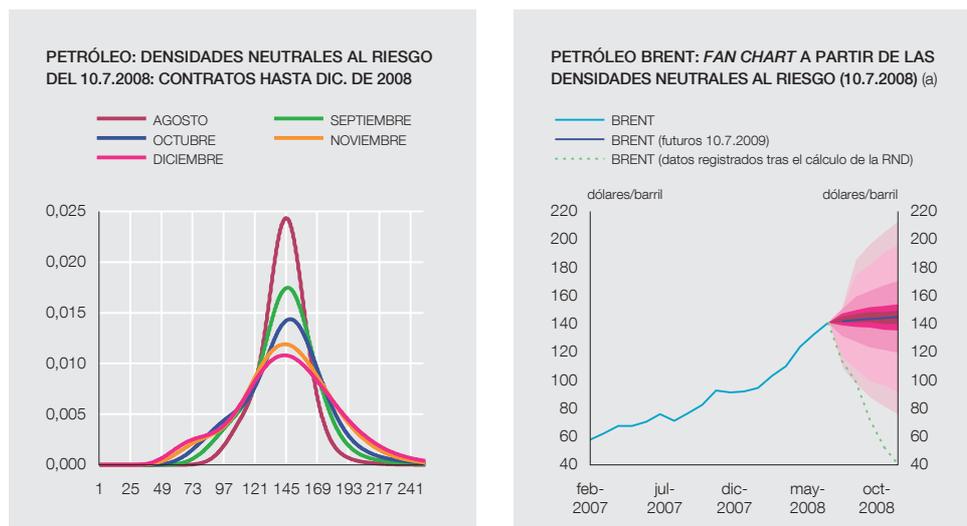
La evolución reciente del precio del petróleo ha registrado importantes oscilaciones en su cotización como respuesta a diferentes factores. Así, este pasó de situarse en niveles máximos históricos en julio de 2008, a registrar, en menos de medio año, niveles en torno a 35 dólares, en el caso del petróleo tipo Brent. Como se observa en el gráfico 1, estas bruscas fluctuaciones de los precios se produjeron no solo en términos nominales, sino también en términos reales. Estos últimos rompieron a principios de 2008 los anteriores máximos alcanzados durante las crisis del petróleo de inicios de los años ochenta. Como resultado de esta evolución de los precios, la volatilidad calculada a partir de los datos observados ha registrado un fuerte repunte en el último año y, aunque en los últimos meses se ha estabilizado, se mantiene aún elevada. Esta dinámica es similar en el caso del petróleo tipo Brent y del WTI —las principales referencias del mercado—. La aplicación empírica trata de inferir ciertas conclusiones relacionadas con esta evolución, tomando como referencia las fechas de los tres ejercicios de cálculo de las RND.

En primer lugar, en julio de 2008, el precio del petróleo tipo Brent registró su máximo histórico, por encima de los 145 dólares, culminando una tendencia creciente mantenida desde inicios de 2007, cuando el barril cotizaba a 60 dólares. En el verano de 2008 se barajaron varias hipótesis que podían explicar el incremento del precio del crudo, como la fortaleza de la demanda mundial —especialmente por parte de los emergentes—, la debilidad del dólar o incluso factores especulativos relacionados con el mercado de petróleo. En menor medida, también se acudió a hipótesis relacionadas con las dificultades por el lado de la oferta, como los límites a la producción fijados por la OPEP. En ese momento, pese a que algunos analistas mostraban su extrañeza ante los elevados precios del crudo, en un contexto en el que ya se empezaban a ver los primeros signos de la desaceleración económica global, no había apenas previsiones que contemplaran un fuerte descenso del precio del crudo como el que se produjo. Así, los futuros sobre el petróleo descontaban precios similares o superiores al contado (véase gráfico 2).

El gráfico 3 contiene la estimación de las RND correspondiente al 10 de julio de 2008, fecha en torno a la cual el precio alcanzó un máximo. El gráfico representa, por un lado, las densidades estimadas mediante los datos de los cinco contratos y, por otro lado, el *fan-chart* (o «gráfico de abanico») correspondiente a dichas densidades, junto con la evolución posterior del precio del Brent¹⁰. Para caracterizar las distribuciones en los cinco vencimientos se representan en este último gráfico los intervalos de confianza al 10%, 20%, 50%, 80% y 90%. Las densidades se construyen a partir de simulaciones de las distribuciones estimadas con precios de ejercicio que van de un dólar a 260 dólares, en intervalos de 0,5 dólares, para cubrir todas las posibles cotizaciones del precio de las opciones.

Tal y como muestra el cuadro 1, la media de estas distribuciones es una senda similar a la obtenida a partir de los futuros, es decir, en media se descontaban en los meses siguientes precios del crudo similares a los del contado. Sin embargo, resulta particularmente interesante analizar la amplitud de los intervalos que, con una desviación típica elevada, reflejaban la fuerte incertidumbre reinante en los mercados, en ese momento, de forma que la probabilidad de futuras bajadas del precio del crudo no era despreciable. Por ejemplo, a partir de septiembre de 2008 el Brent cotizó por debajo de los 100 dólares. Mediante estas densida-

10. La estimación de las densidades se ha llevado a cabo mediante nuestros propios códigos en FORTRAN.



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. Dólares por barril: intervalos al 10%, 20%, 50%, 80% y 90%.

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS DENSIDADES NEUTRALES AL RIESGO PARA EL PRECIO DEL BRENT (10.7.2008)

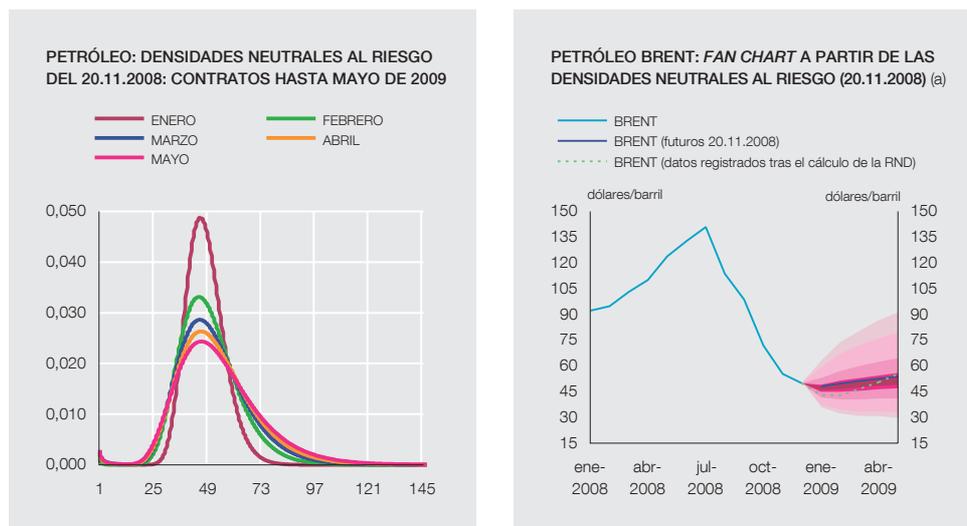
CUADRO 1

	Vencimiento				
	Agosto 2008	Septiembre 2008	Octubre 2008	Noviembre 2008	Diciembre 2008
Media	142,87	143,37	143,08	144,25	143,96
Mediana	143,50	144,25	145,00	144,75	144,75
Desviación típica	19,42	26,65	32,13	36,2	39,41
Curtosis	4,04	3,70	3,37	3,05	2,93
Probabilidad (precio < 100 dólares)	2,26%	6,28%	10,09%	11,25%	13,06%

FUENTES: Datastream y Banco de España.

des, se ha calculado la probabilidad que según los mercados de opciones se asignaba en julio de 2008 a que en septiembre cotizara por debajo de los 100 dólares. La probabilidad obtenida, en torno al 6%, indica que, aunque la evolución real del precio del Brent se movió a lo largo de las colas de las distribuciones estimadas en julio, ya se sugería entonces posibles descensos en los meses siguientes, apuntando un mensaje opuesto al señalado por los futuros.

Posteriormente, el precio del crudo disminuyó drásticamente, hasta cotizar por debajo de los 35 dólares en diciembre. Esta tendencia tan marcada coincidió fundamentalmente con la reducción de la demanda global, en un contexto de deterioro económico generalizado. Como referencia, en esta parte del año tomamos las densidades estimadas el 20 de noviembre de 2008, cuando el precio al contado del crudo cotizaba ya en torno a 46 dólares. En ese momento, de acuerdo con los mercados de futuros, se había producido un cambio respecto a la situación anterior: los mercados descontaban posibles incrementos del crudo en los meses posteriores (véase gráfico 2). Este cambio en la pendiente de la curva, que indica que el precio del futuro es superior al precio de contado, es bastante habitual en el mercado del petróleo —y tiene una denominación específica: «contango»—; asimis-



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. Dólares por barril: intervalos al 10%, 20%, 50%, 80% y 90%.

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS DENSIDADES NEUTRALES AL RIESGO PARA EL PRECIO DEL BRENT (20.11.2008)

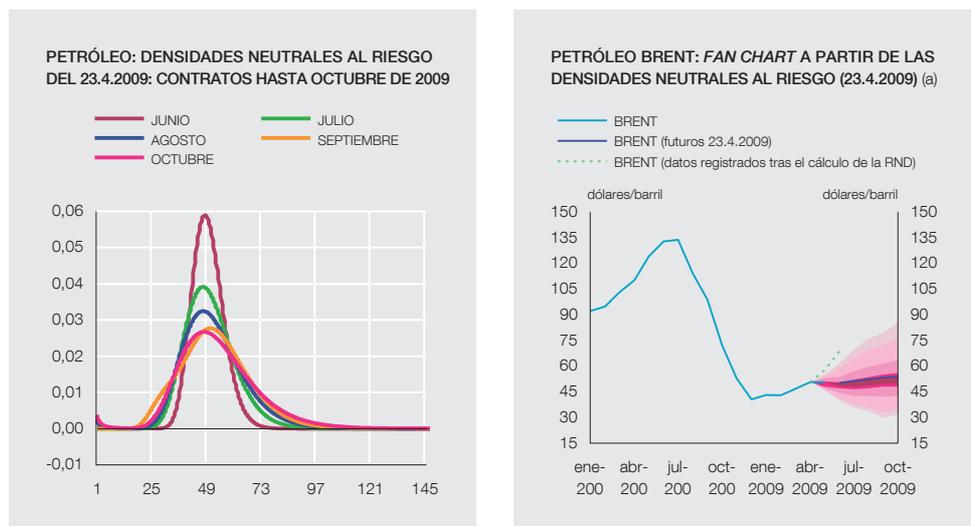
CUADRO 2

	Vencimiento				
	Enero 2009	Febrero 2009	Marzo 2009	Abril 2009	Mayo 2009
Media	48,02	49,79	51,25	52,57	53,83
Mediana	47,25	48,25	49,50	50,75	51,50
Desviación típica	8,87	13,11	15,75	17,07	18,81
Curtosis	12,481	4,38	5,43	5,31	5,33
Probabilidad (precio > 70 dólares)	1,43%	7,67%	11,99%	15,52%	18,31%

FUENTES: Datastream y Banco de España.

mo, refleja la expectativa de los inversores de mayores precios futuros, bien sea por la expectativa de una mayor demanda, por una menor oferta o por ambos factores a la vez, lo que puede dar lugar a un incremento de las existencias a la espera de un mayor precio. Este hecho se puede interpretar en el contexto de recesión económica global de finales de 2008, como una consecuencia de una estructura muy debilitada en estos mercados y de unos costes de almacenamiento reducidos. Algunos analistas interpretan este hecho como una posible distorsión de los futuros que se añade a las mencionadas en secciones anteriores, y que reincide en la escasa validez de los futuros como herramienta de predicción en períodos de crisis.

El gráfico 4 muestra las densidades estimadas para ese día y en él se observan diferencias con las estimadas en julio de ese año. En primer lugar, tal y como muestra el cuadro 2, el rango de las densidades es mucho menor que en el caso anterior, lo que indica que los inversores tienen menor incertidumbre en torno a las cotizaciones futuras del Brent. Se observa, además, una ligera asimetría en las distribuciones —como indica la diferencia entre la media y la mediana—, de forma que parece que, según las expectativas descontadas de las opciones, los inversores están descontando con mayor probabilidad un mantenimiento o incluso



FUENTES: Datastream, Bloomberg y Banco de España.

a. Dólares por barril: intervalos al 10%, 20%, 50%, 80% y 90%.

una reducción del precio del crudo que un aumento —mensaje opuesto nuevamente al indicado por los futuros—. No obstante, las expectativas están muy concentradas entre los 45 y 55 dólares, es decir, en noviembre el apuntamiento de la distribución (medido por el coeficiente de curtosis) era mayor que en julio, cuando las expectativas eran más inciertas¹¹. En cuanto a la probabilidad de subida del precio obtenida mediante las densidades, si se toma como referencia la probabilidad que en noviembre se asignaba a unos precios por encima de 70 dólares, se obtienen, por ejemplo, probabilidades en torno al 12% en marzo, es decir, relativamente bajas. A diferencia de lo que muestra el gráfico 3, en este caso los precios observados sí están dentro de las bandas del *fan-chart*, reflejo de la menor incertidumbre por parte de los inversores.

Finalmente, el gráfico 5 recoge las estimaciones de las densidades en abril de 2009, así como su correspondiente *fan-chart*. Desde inicios de 2009 hasta la fecha de cierre de este artículo, el precio del Brent ha mostrado un paulatino aumento e, incluso, ha llegado a superar los 70 dólares a mediados de junio. Esta evolución ha coincidido con las tímidas señales de recuperación de unos mercados financieros todavía frágiles y ha sido interpretada por algunos analistas como otro indicador de la progresiva recuperación económica. En consonancia, los futuros también reflejan estas expectativas de que los precios del crudo pudieran aumentar gradualmente en los próximos meses. Los estadísticos descriptivos correspondientes a estas estimaciones de las RND, recogidos en el cuadro 3, son muy parecidos a los calculados en noviembre de 2008. Es decir, las expectativas de los inversores sobre el precio del crudo se moverían en un rango relativamente pequeño en relación con el calculado para julio de 2008. Incluso la probabilidad que descontarían los mercados de precios del crudo por encima de 70 dólares sería muy similar a la de noviembre de 2008, por lo que los precios observados del crudo se sitúan en las colas superiores de las distribuciones estimadas. En este sentido, la incertidumbre en relación con el precio futuro del petróleo podría incrementarse a medida que aumente su cotización por la mejora de la situación económica y, consecuentemente, de la demanda mundial.

11. En el cuadro 2, la elevada curtosis de la distribución estimada para los contratos con vencimiento en enero de 2009 tiene su explicación en la propia proximidad del vencimiento, ya que estos se concentran en un rango menor.

	Vencimiento				
	Junio 2009	Julio 2009	Agosto 2009	Septiembre 2009	Octubre 2009
Media	49,80	50,88	51,96	52,96	53,93
Mediana	49,15	49,50	50,50	51,75	52,00
Desviación típica	7,33	10,72	13,56	15,29	17,05
Curtosis	14,52	2,61	4,53	3,67	4,86
Probabilidad (precio > 70 dólares)	0,57%	4,97%	9,64%	12,53%	16,07%

FUENTES: Datastream y Banco de España.

Conclusiones

Las RND calculadas a partir de los precios de las opciones constituyen una información muy útil sobre las expectativas de los inversores acerca de la evolución del precio del petróleo en el corto plazo. Esta herramienta puede constituir un complemento interesante a las diversas herramientas existentes para la predicción del precio del crudo, especialmente en períodos de volatilidad elevada en sus cotizaciones. Así, las RND pueden aportar información sobre posibles cambios en la tendencia del precio del crudo, que son difíciles de prever, dan una idea de la incertidumbre sobre las expectativas futuras de los inversores y permiten cuantificar probabilidades de que el precio del crudo pueda alcanzar determinados valores. Este tipo de resultados no se puede obtener mediante otros métodos de predicción puntuales, como los futuros —que, al igual que las opciones, también están basados en mercados de derivados—. Así, el presente artículo ilustra el interés de esta herramienta para caracterizar las expectativas de los mercados sobre la evolución reciente del precio del crudo y obtener información complementaria a la obtenida mediante otros métodos.

El ejercicio ilustrativo realizado a partir de las RND basadas en opciones sobre el precio del crudo, calculadas en julio de 2008, antes de revertir la tendencia alcista del precio del crudo —y cuando numerosos analistas predecían incrementos futuros del precio—, muestra la notable amplitud de las densidades de las RND en ese momento, en el que las opciones descontaban con una probabilidad no despreciable importantes disminuciones del precio. La evolución posterior marcó un fuerte descenso en el precio del crudo, contrariamente a lo que los analistas habían predicho, e ilustra, dada la magnitud de este movimiento, la materialización del «riesgo de cola» de la segunda mitad de 2008 en numerosas variables financieras, cuando el precio finalmente cotizado se situó fuera de los márgenes de confianza de las RND calculadas con anterioridad.

16.6.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ALONSO, F., R. BLANCO y G. RUBIO (2006). *Option-implied preferences adjustments, density forecasts, and the equity risk premium*, Documentos de Trabajo, n.º 0630, Banco de España.
- BAHRA, B. (1996). «Probability distributions of future asset prices implied by option prices», *Bank of England Quarterly Bulletin*, agosto, pp. 299-311.
- (1997). *Implied Risk-Neutral Probability Density Functions from Option Prices. Theory and Application*, Working Paper, n.º 66, Bank of England.
- BERKOWITZ, J. (2000). «Testing Density Forecasts with Applications to Risk Management», *Journal of Business and Economic Statistics*, 19, pp. 465-474.
- BOLLERSLEV, T. (1986). «Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity», *Journal of Econometrics*, 31, pp. 307-327.
- BREEDEN, D., y R. LITZENBERGER (1978). «Prices of State Contingent Claims Implicit in Option Prices», *Journal of Business*, 51, pp. 621-652.

- CAMPA, J. C., P. H. K. CHANG y R. L. REIDER (1997). «ERM bandwidths for EMU and after: evidence from foreign exchange options», *Economic Policy*, 12, pp. 55-89.
- ESTRADA, Á., y P. HERNÁNDEZ DE COS (2009). *El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial*, Documentos Ocasionales, n.º 0902, Banco de España.
- HAMILTON, J. D. (2009). «Understanding Crude Oil Prices», *Energy Journal* 2009, 30, 2, pp. 179-206.
- KUPIEC, P. H. (1995). «Techniques for Verifying the Accuracy of Risk Measurement Models», *Journal of Derivatives*, invierno, pp. 73-84.
- MELICK, W. R., y C. P. THOMAS (1997). «Recovering an Asset's Implied PDF from Option Prices: An Application to Crude Oil during the Gulf Crisis», *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, pp. 91-115.
- RUBINSTEIN, M. (1994). «Implied Binomial Trees», *The Journal of Finance*, 49, pp. 771-818.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

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

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España 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).

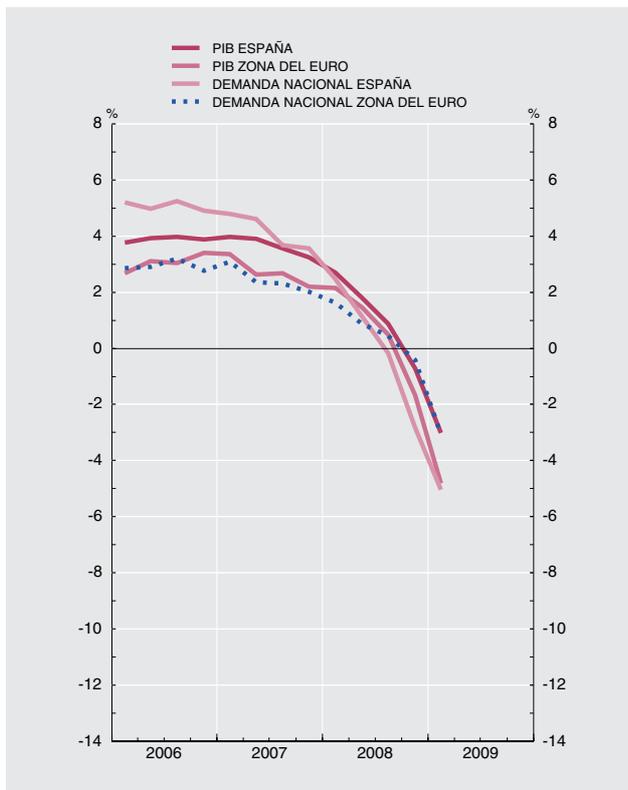
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

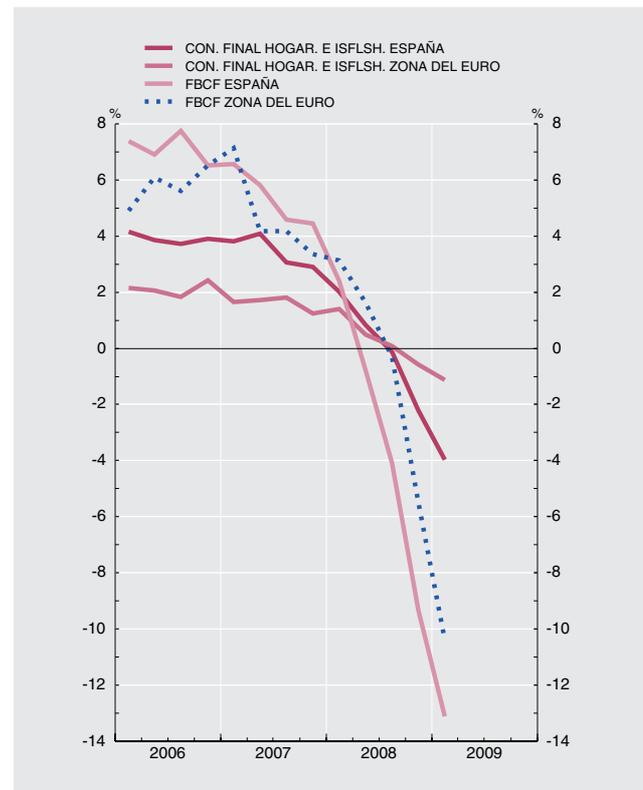
Tasas de variación interanual

		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	3,1	3,9	2,1	4,6	1,9	7,1	5,8	5,1	2,9	6,7	8,5	10,3	8,4	982	8 558	
07	P	3,7	2,7	3,5	1,6	4,9	2,2	5,3	4,7	4,2	2,4	4,9	5,9	6,2	5,3	1 051	8 999	
08	P	1,2	0,6	0,1	0,4	5,3	1,9	-3,0	-0,3	0,2	0,6	0,7	0,9	-2,5	1,0	1 095	9 266	
06	II	P	3,9	3,1	3,9	2,1	4,3	1,5	6,9	6,1	5,0	3,1	7,4	8,6	10,4	8,3	243	2 130
	III	P	4,0	3,0	3,7	1,8	4,6	1,5	7,8	5,6	5,2	3,0	5,6	7,0	9,6	7,6	248	2 152
	IV	P	3,9	3,4	3,9	2,4	4,5	2,3	6,5	6,5	4,9	3,4	7,2	9,4	10,0	7,9	252	2 181
07	I	P	4,0	3,4	3,8	1,6	5,3	2,2	6,6	7,1	4,8	3,4	3,3	6,8	6,1	6,2	257	2 216
	II	P	3,9	2,6	4,1	1,7	5,0	2,3	5,8	4,2	4,6	2,6	3,9	6,0	6,2	5,4	261	2 238
	III	P	3,6	2,7	3,1	1,8	4,8	2,4	4,6	4,2	3,7	2,7	8,2	6,9	7,6	6,1	264	2 262
	IV	P	3,2	2,2	2,9	1,2	4,4	2,0	4,5	3,4	3,6	2,2	4,0	3,9	3,5	268	2 283	
08	I	P	2,7	2,2	2,0	1,4	3,7	1,5	2,4	3,1	2,5	2,2	4,8	5,1	3,6	3,9	272	2 312
	II	P	1,8	1,5	0,8	0,5	5,0	2,0	-0,8	1,6	1,2	1,5	4,4	3,8	1,8	2,4	274	2 325
	III	P	0,9	0,5	-0,1	0,1	6,1	2,0	-4,1	-0,3	-0,2	0,5	1,5	1,4	-2,0	1,4	276	2 328
	IV	P	-0,7	-1,7	-2,2	-0,6	6,3	2,1	-9,3	-5,5	-2,8	-1,7	-7,9	-6,5	-13,2	-3,7	273	2 301
09	I	P	-3,0	-4,8	-4,0	-1,1	5,4	1,7	-13,1	-10,4	-5,0	-4,8	-19,0	-15,5	-22,3	-11,7	267	2 239

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

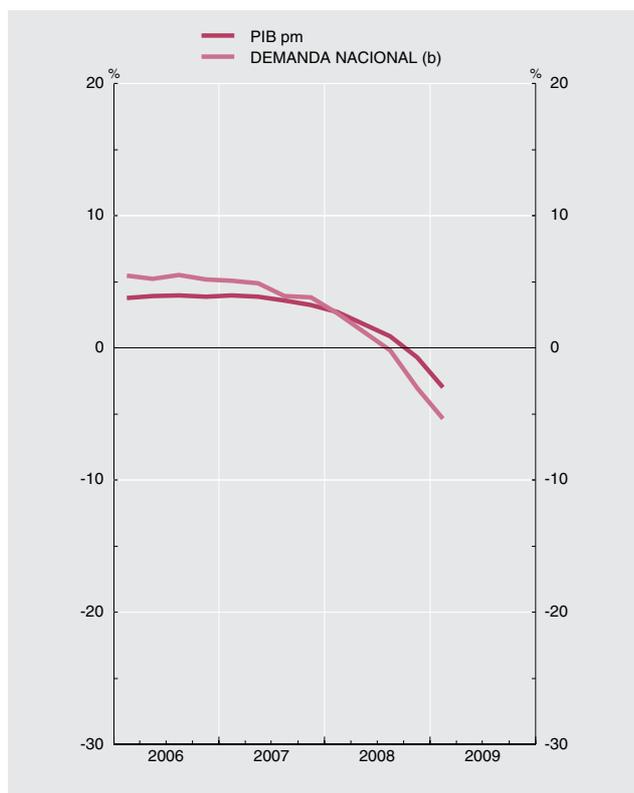
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

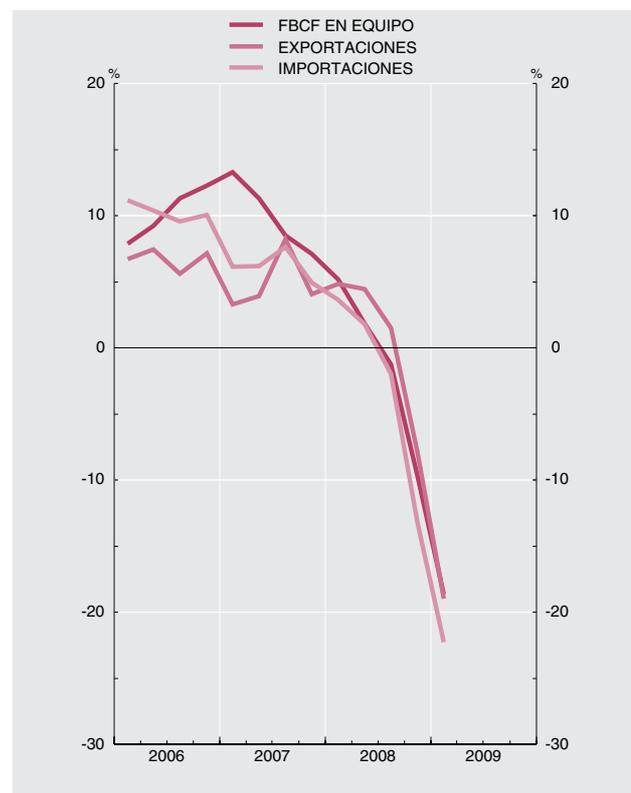
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06	P	7,1	10,2	5,9	7,1	0,2	6,7	6,7	1,6	12,2	10,3	10,3	5,9	11,2	5,3	3,9
07	P	5,3	10,0	3,8	3,9	-0,1	4,9	4,3	0,1	11,9	6,2	4,8	7,2	12,8	4,4	3,7
08	P	-3,0	-1,1	-5,3	1,9	0,0	0,7	0,9	-4,9	4,6	-2,5	-2,7	-4,5	-1,2	0,2	1,2
06 //	P	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
06 ///	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
06 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
07 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
07 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
07 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
08 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
08 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
08 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
09 I	P	-13,1	-18,6	-12,4	-7,4	-0,1	-19,0	-20,5	-18,7	-13,6	-22,3	-23,9	-21,7	-14,7	-5,3	-3,0

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

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

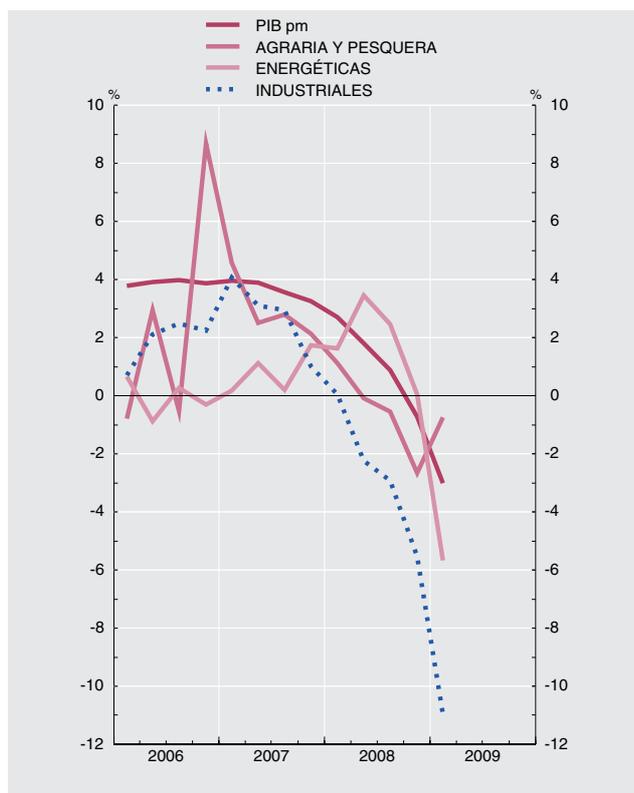
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

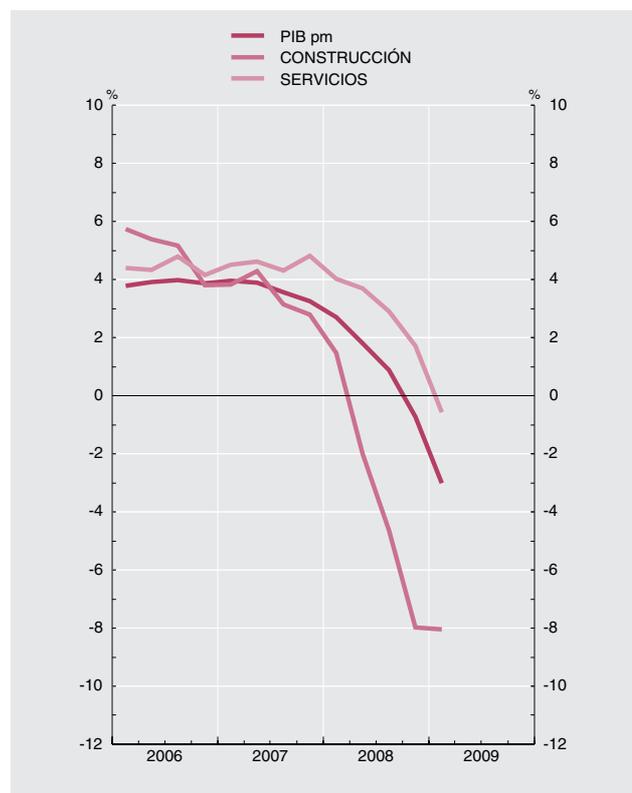
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
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	II	3,9	2,9	-0,9	2,1	5,4	4,3	4,3	4,3	4,2	7,1	3,4
	III	4,0	-0,5	0,3	2,5	5,2	4,8	5,1	3,6	3,9	4,7	-0,4
	IV	3,9	8,7	-0,3	2,2	3,8	4,1	4,1	4,4	3,7	4,8	4,9
07	I	4,0	4,6	0,2	4,1	3,8	4,5	4,6	4,2	3,3	2,7	-0,9
	II	3,9	2,5	1,1	3,1	4,3	4,6	4,7	4,3	3,3	2,8	-1,4
	III	3,6	2,8	0,2	2,9	3,1	4,3	4,3	4,3	2,6	5,4	-0,1
	IV	3,2	2,1	1,7	1,0	2,8	4,8	4,8	4,7	1,9	2,2	-6,6
08	I	2,7	1,1	1,6	0,0	1,5	4,0	4,0	4,0	1,6	-1,3	-1,0
	II	1,8	-0,1	3,5	-2,2	-2,0	3,7	3,4	4,7	1,2	-5,1	-0,9
	III	0,9	-0,5	2,5	-2,9	-4,6	2,9	2,3	5,1	0,2	-14,3	0,2
	IV	-0,7	-2,7	0,0	-5,5	-8,0	1,7	0,7	5,5	-0,8	-20,9	-0,3
09	I	-3,0	-0,7	-5,7	-11,0	-8,0	-0,6	-1,7	3,5	-2,1	-21,7	0,7

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

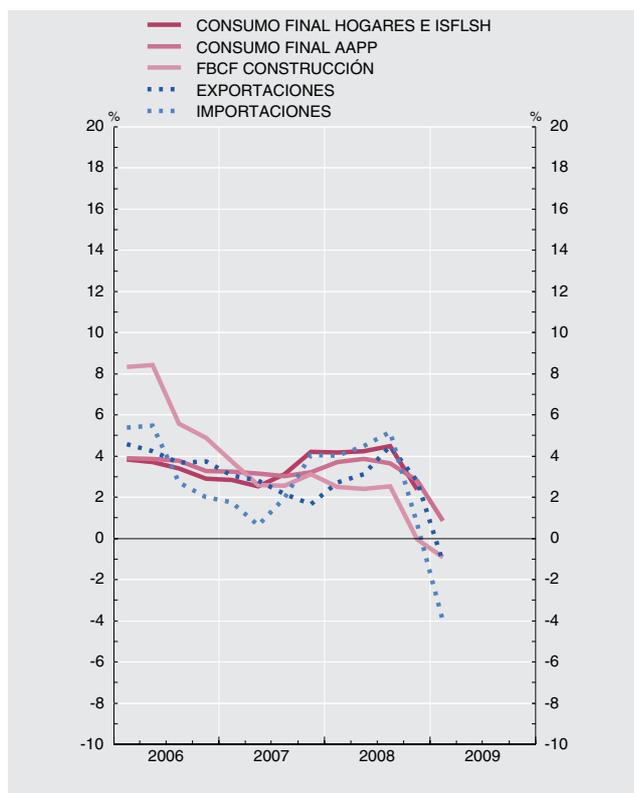
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

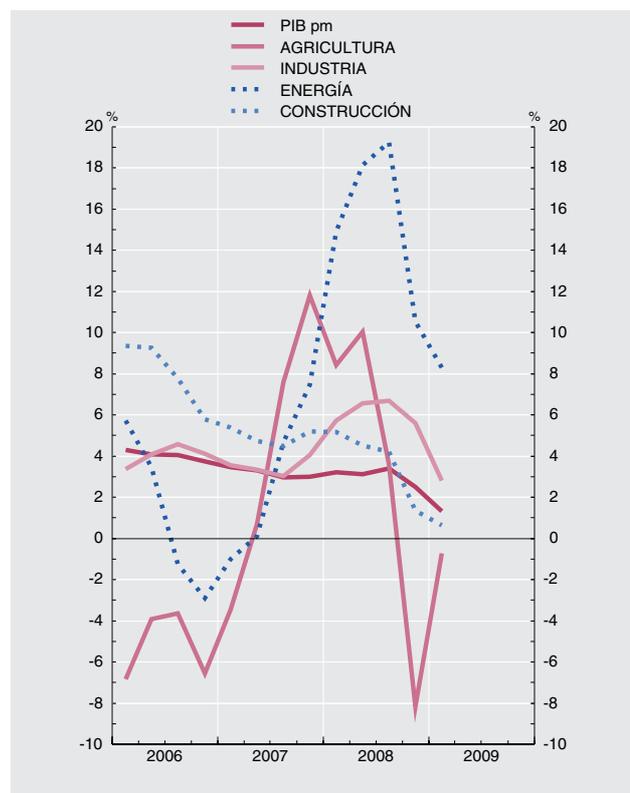
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



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

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

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

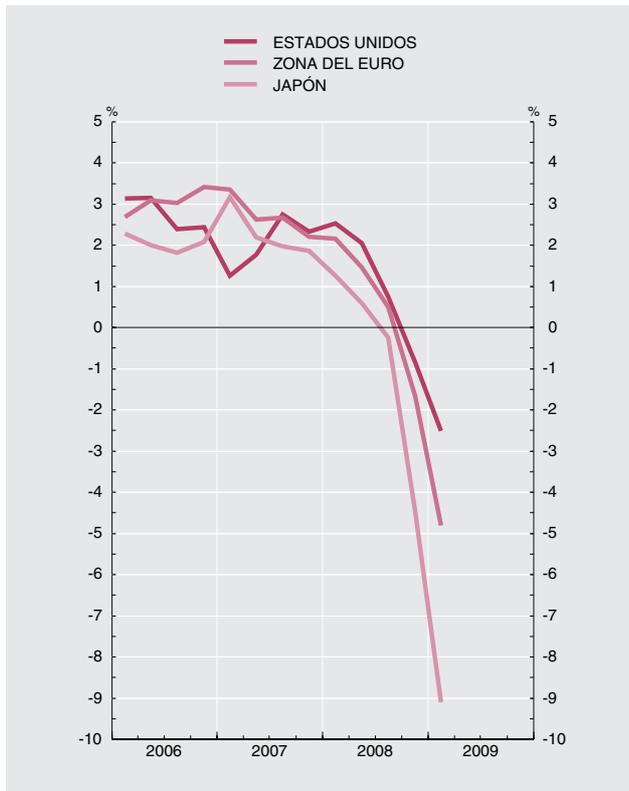
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

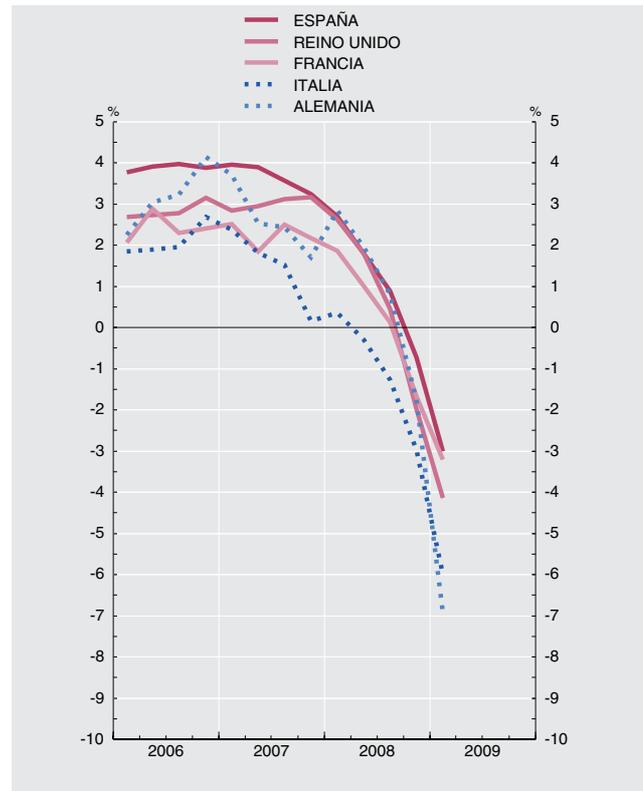
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

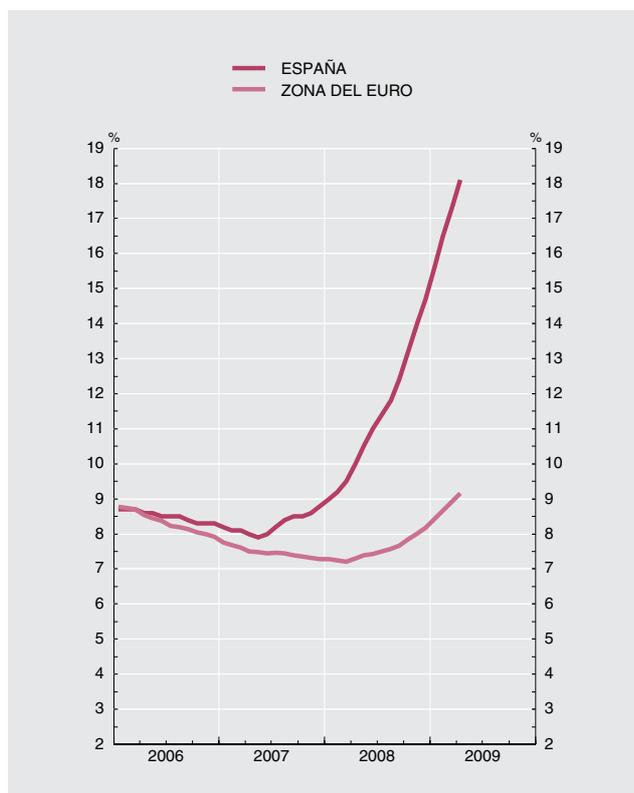
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

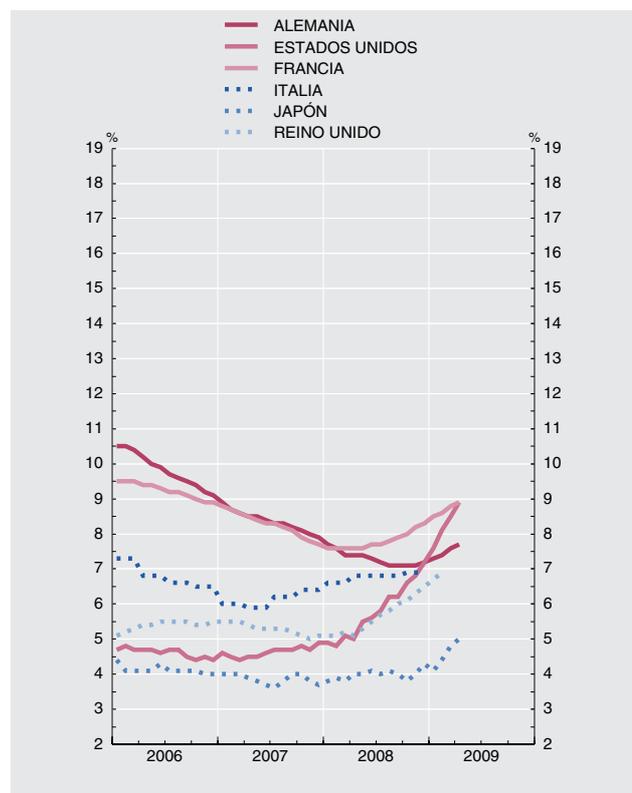
Porcentajes

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

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

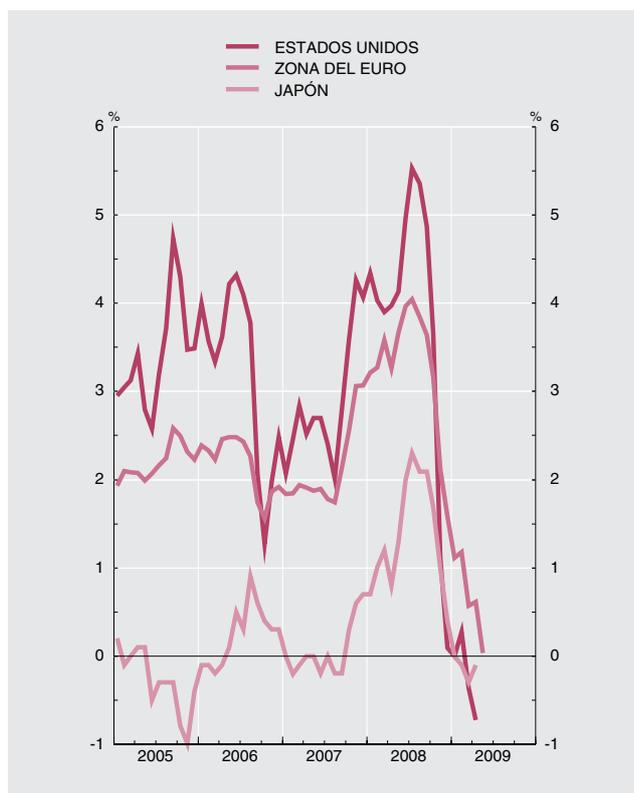
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

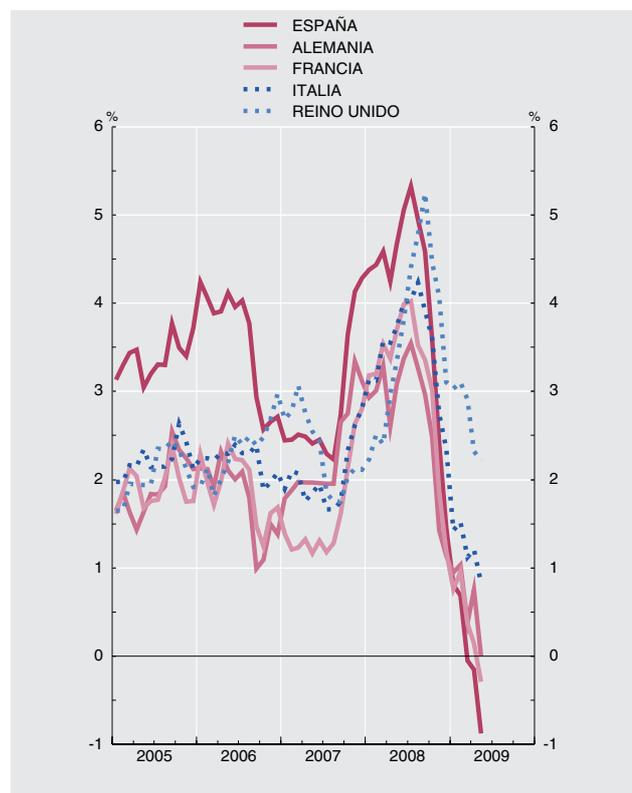
Tasas de variación interanual

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

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	103,9	97,4	74,3
07	1,3710	161,26	117,74	107,9	82,2	88,7	109,0	90,9	70,8	107,8	93,8	69,0
08	1,4707	152,31	103,36	113,0	78,2	99,5	113,6	87,5	77,7	110,8	91,8	75,7
08 E-M	1,5264	159,43	104,54	114,2	75,3	95,5	115,0	84,4	74,7	112,9	88,4	72,4
09 E-M	1,3191	125,67	95,26	112,3	85,1	115,1	112,5	95,1	90,4	107,8	97,5	89,7
08 Mar	1,5527	156,59	100,88	114,8	74,0	98,1	115,8	82,9	76,8	113,6	87,1	74,2
08 Abr	1,5751	161,56	102,66	116,3	74,3	96,2	117,0	83,5	74,8	114,7	87,5	72,4
08 May	1,5557	162,31	104,34	115,8	74,6	94,9	116,5	83,9	73,9	113,8	88,9	71,1
08 Jun	1,5553	166,26	106,91	115,8	75,4	92,7	116,4	85,2	72,0	113,2	90,2	69,1
08 Jul	1,5770	168,45	106,83	116,2	74,9	92,2	116,6	85,0	71,6	113,2	90,5	69,0
08 Ago	1,4975	163,63	109,28	113,9	78,1	92,6	114,1	88,2	72,2	110,9	92,9	70,2
08 Sep	1,4370	153,20	106,62	112,0	79,3	96,9	112,1	89,3	75,5	108,8	95,0	73,3
08 Oct	1,3322	133,52	100,11	107,9	83,6	107,8	108,3	93,5	84,4	105,2	97,7	82,3
08 Nov	1,2732	123,28	96,82	107,1	86,0	114,2	107,6	94,9	89,6	104,2	98,3	88,6
08 Dic	1,3449	122,51	91,16	112,4	83,9	119,3	112,8	92,0	93,9	109,2	94,5	93,7
09 Ene	1,3239	119,73	90,42	111,9	84,1	121,1	112,3	93,1	94,9	108,1	95,9	93,4
09 Feb	1,2785	118,30	92,54	110,4	86,2	120,1	110,7	95,5	93,3	106,3	98,0	92,5
09 Mar	1,3050	127,65	97,84	113,3	87,1	112,9	113,5	96,5	87,7	108,8	98,5	87,3
09 Abr	1,3190	130,25	98,74	112,5	85,8	110,8	112,8	95,2	85,9	107,6	97,6	85,6
09 May	1,3650	131,85	96,61	113,0	82,3	110,8	113,3	...	...	107,9	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

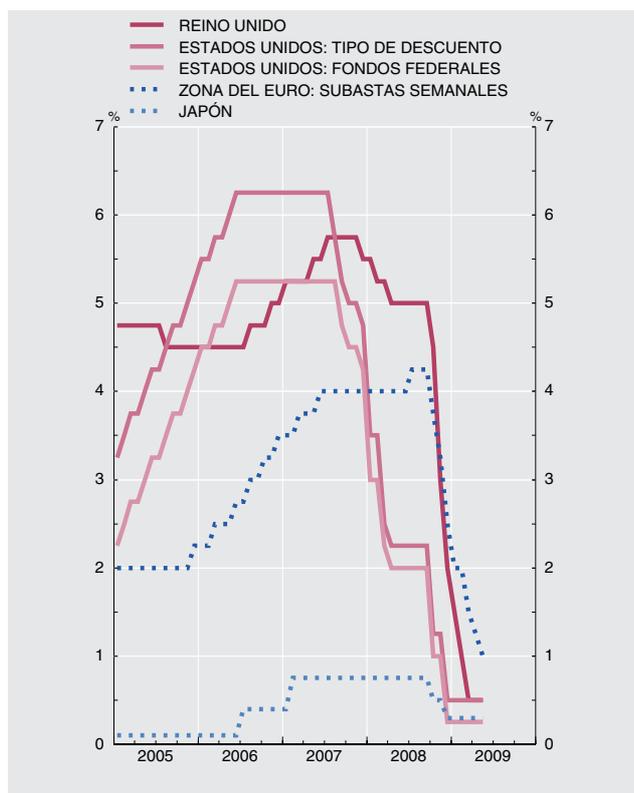
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

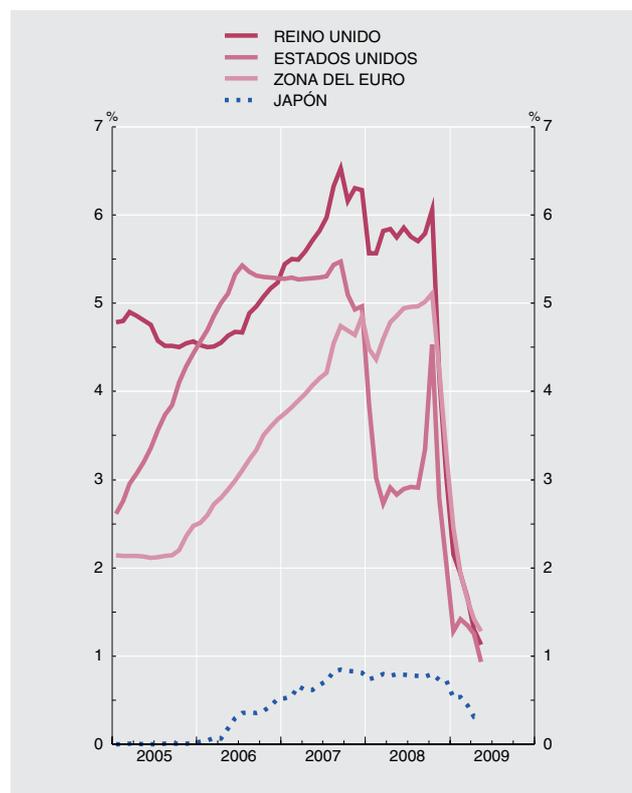
Porcentajes

	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 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
Mar	1,50	0,50	0,25	0,30	0,50	1,35	1,63	1,64	-	-	1,34	-	-	0,44	1,65
Abr	1,25	0,50	0,25	0,30	0,50	1,19	1,40	1,42	-	-	1,25	-	-	0,31	1,30
May	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,99	1,26	1,28	-	-	0,94	-	-	0,31	1,13

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).

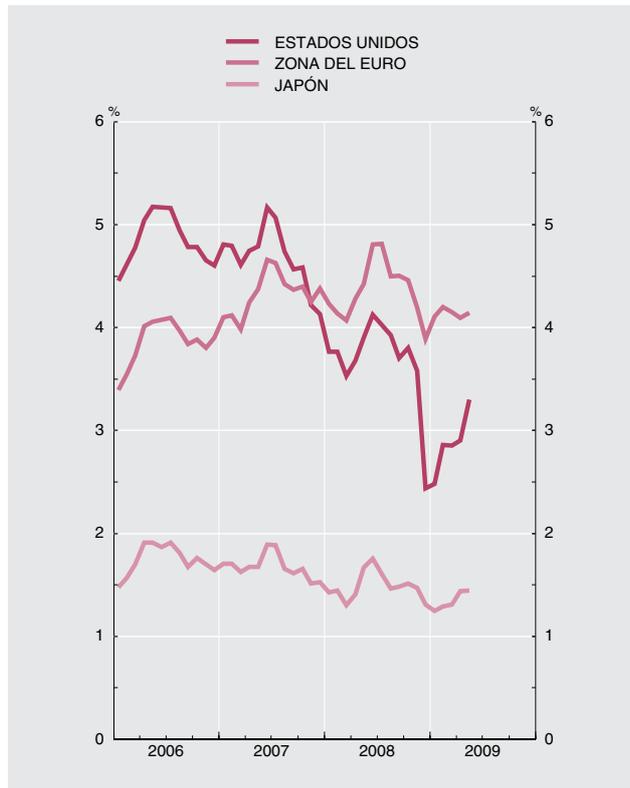
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 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 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
<i>Feb</i>	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
<i>Mar</i>	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
<i>Abr</i>	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
<i>May</i>	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
<i>Jun</i>	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17
<i>Jul</i>	3,98	4,79	4,81	4,51	4,80	4,03	4,70	5,10	1,61	5,02
<i>Ago</i>	3,79	4,49	4,50	4,22	4,56	3,92	4,39	4,82	1,46	4,67
<i>Sep</i>	3,67	4,43	4,50	4,11	4,57	3,71	4,36	4,82	1,49	4,54
<i>Oct</i>	3,66	4,31	4,46	3,90	4,47	3,80	4,19	4,76	1,51	4,52
<i>Nov</i>	3,46	4,06	4,20	3,59	4,15	3,58	4,00	4,61	1,47	4,14
<i>Dic</i>	2,77	3,61	3,89	3,06	3,86	2,44	3,54	4,40	1,31	3,36
09 Ene	2,81	3,72	4,11	3,09	4,15	2,48	3,61	4,53	1,25	3,39
<i>Feb</i>	3,01	3,81	4,20	3,16	4,23	2,86	3,66	4,53	1,29	3,59
<i>Mar</i>	2,97	3,70	4,15	3,07	4,06	2,85	3,65	4,46	1,31	3,22
<i>Abr</i>	3,03	3,72	4,09	3,18	4,01	2,90	3,66	4,35	1,44	3,38
<i>May</i>	3,26	3,85	4,14	3,41	4,05	3,30	3,79	4,35	1,45	3,66

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales	7	8	9	10	11
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
08 E-M	151,9	250,7	249,2	252,7	191,4	286,2	367,4	104,9	328,2	915,7	19,31
09 E-M	115,4	164,5	190,9	130,4	116,7	137,7	...	48,2	325,5	907,9	22,16
08 Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	434,8	123,0	318,6	888,7	18,39
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	465,8	132,0	318,8	889,5	18,39
Jul	153,6	261,8	265,3	257,2	203,4	286,7	469,5	133,0	336,9	939,8	19,17
Ago	148,0	239,0	243,8	232,9	190,6	256,0	405,8	114,2	300,8	839,0	18,00
Sep	144,3	223,4	228,3	217,0	181,0	236,7	351,7	98,1	297,5	829,9	18,56
Oct	124,4	178,1	185,7	168,2	141,3	183,0	257,5	72,0	289,1	806,6	19,48
Nov	118,1	163,2	178,9	143,0	127,5	151,4	191,4	52,7	272,7	760,9	19,20
Dic	103,6	151,0	176,1	118,6	108,7	124,0	147,1	40,5	292,5	816,1	19,54
09 Ene	113,0	161,1	190,0	123,8	114,9	128,0	155,5	42,9	307,8	858,7	20,85
Feb	112,6	156,2	184,8	119,2	111,2	123,2	147,9	43,3	338,1	943,2	23,72
Mar	111,3	156,8	182,7	123,3	108,2	131,5	166,3	46,8	331,3	924,3	22,78
Abr	117,4	167,3	189,9	138,0	120,0	147,8	...	50,2	319,1	890,2	21,70
May	122,3	180,5	206,4	147,1	128,7	157,1	...	57,5	332,0	926,0	21,87

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

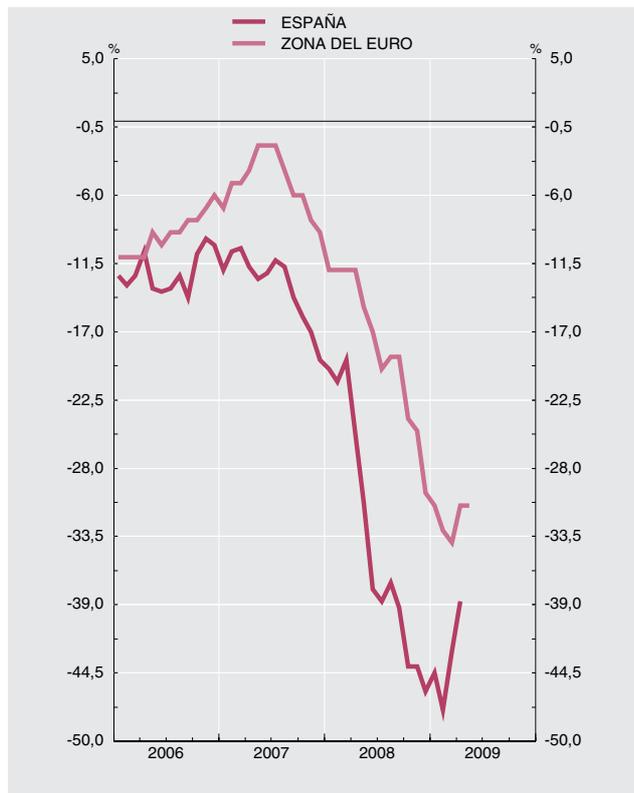
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

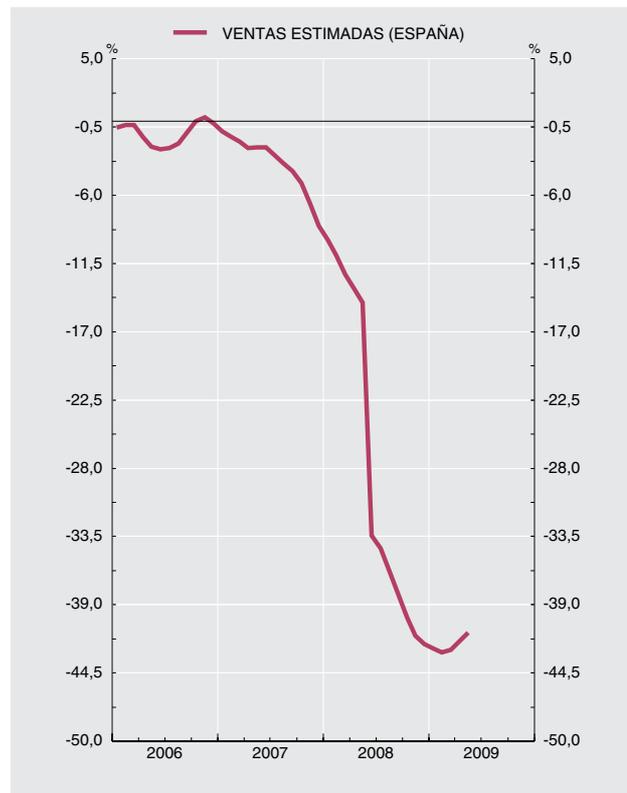
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado				Matriculaciones	Total	Del cual	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocales	Pro memoria: zona del euro (a)
				1					2	3	4								
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,6	1,6	1,8	0,9	...	...	1,2	-0,8	2,5
07		-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,8	3,2	2,5	1,3	1,9	6,4	3,4	0,7	1,7
08	A	-34	-33	-21	-27	-18	-7	-27,5	-30,0	-28,1	-8,1	-5,2	-6,1	-2,3	-5,6	0,7	-9,0	-8,4	-0,8
08 E-M	P	-23	-22	-12	-24	-13	-1	-14,8	-18,8	-14,3	-1,3	-2,4	-3,6	-0,1	-2,6	3,8	-5,4	-6,8	0,1
09 E-M	A	...	...	...	-27	-32	-18	-43,1	-37,4	-42,7	-7,4	...	...	...	...	...	...	...	...
08 Jun	P	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	-8,8	-9,2	-10,6	-6,6	-11,6	-6,2	-13,1	-11,3	-1,6
Jul	P	-39	-38	-28	-26	-20	-9	-26,5	-28,6	-27,4	-8,5	-4,2	-5,4	-1,0	-4,7	1,1	-6,6	-8,3	-1,3
Ago	P	-37	-39	-24	-35	-19	-10	-39,7	-40,0	-41,3	-5,9	-7,6	-8,5	-4,0	-7,5	-2,8	-12,4	-10,1	-1,3
Sep	P	-39	-36	-25	-33	-19	-8	-31,7	-31,8	-32,2	-11,3	-5,6	-6,3	-3,1	-5,7	1,1	-10,7	-8,8	-0,7
Oct	A	-44	-44	-30	-30	-24	-13	-39,0	-38,6	-40,0	-14,4	-6,9	-7,4	-2,9	-6,9	-0,2	-11,7	-9,7	-2,0
Nov	A	-44	-42	-26	-26	-25	-13	-48,7	-47,9	-49,6	-18,3	-10,0	-10,2	-5,4	-8,1	-3,0	-16,0	-12,1	-2,0
Dic	A	-46	-44	-26	-34	-30	-20	-47,3	-45,6	-49,9	-23,2	-7,5	-6,4	-3,8	-9,3	-0,1	-10,2	-6,6	-1,3
09 Ene	A	-45	-43	-25	-29	-31	-20	-42,2	-39,2	-41,6	-20,6	-6,3	-5,0	-2,1	0,4	2,7	-10,4	-9,0	-1,9
Feb	A	-48	-48	-30	-29	-33	-19	-49,3	-41,2	-48,8	-12,7	-11,7	-10,8	-8,9	-11,8	-7,2	-12,5	-10,9	-4,1
Mar	A	-43	-47	-22	-27	-34	-17	-39,0	-30,3	-38,7	-5,8	-7,3	-6,2	-6,1	-10,7	-3,6	-6,4	-4,6	-2,8
Abr	A	-39	-42	-18	-29	-31	-20	-46,0	-42,4	-45,6	-3,7	-8,4	-6,7	-3,2	-5,3	-	-10,0	-8,5	-1,8
May	A	...	...	...	-22	-31	-15	-38,8	-33,0	-38,7	5,6	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

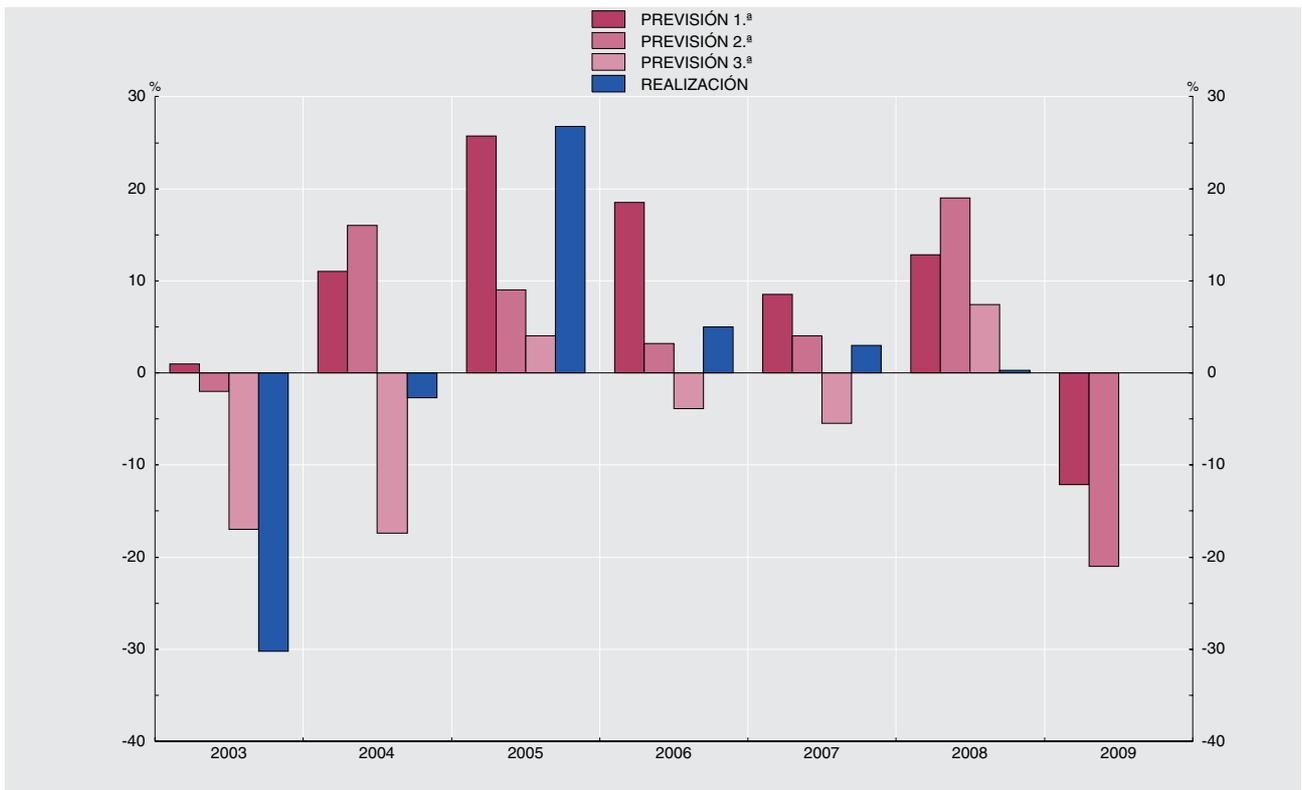
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4
	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
03				
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		5	19	3
08		3	9	4
09		0	13	19
		...	-12	-21
				-17
				-17
				4
				-4
				-6
				7
				...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

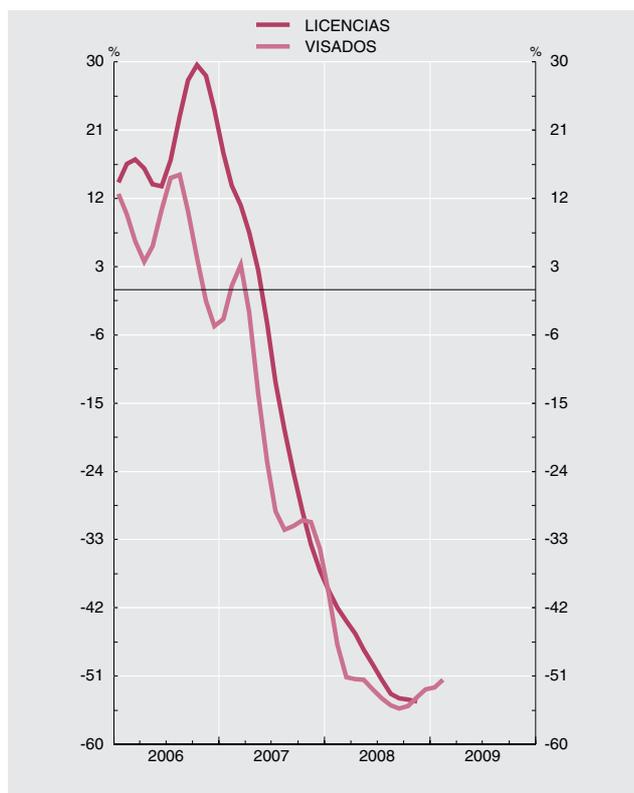
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

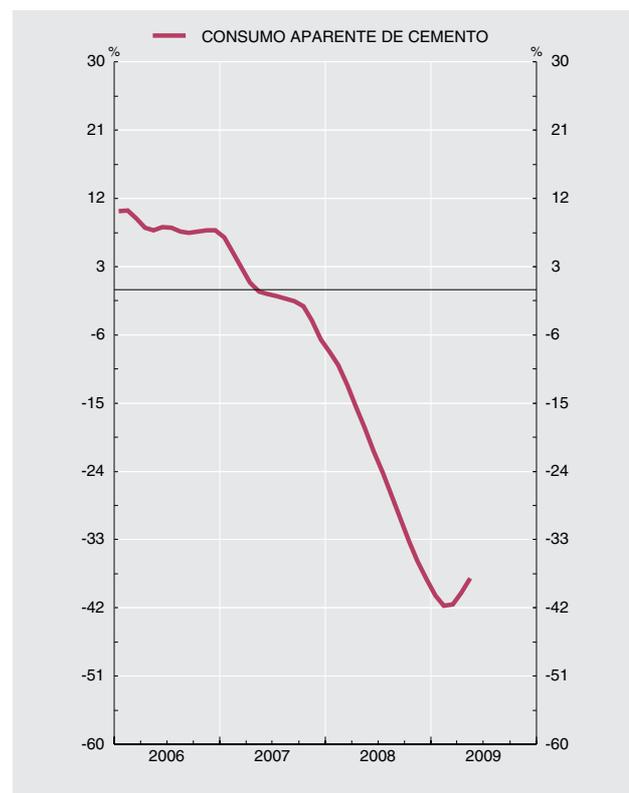
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	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	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-15,0	-15,0	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,9	0,2
08	P -48,5	P -53,1	P -53,8	P -29,8	P -52,1	P -56,6	3,0	3,0	-7,4	8,6	13,4	-11,4	7,3	-23,5
08 E-M	P -45,2	P -49,7	P -50,9	P -24,9	P -50,8	P -54,8	12,3	12,3	-9,2	-17,4	-26,0	-7,0	23,0	-12,9
09 E-M	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-43,7
08 Feb	P -39,3	P -46,4	P -48,4	0,4	P -39,3	P -46,9	15,1	4,7	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,4	-5,1
Mar	P -50,6	P -51,3	P -53,9	-48,3	P -67,3	P -70,5	70,5	27,7	-33,9	-52,0	-64,0	-27,2	135,8	-25,2
Abr	P -33,5	P -38,7	P -40,1	-10,0	P -38,6	P -40,6	71,9	37,6	109,1	61,0	3,4	126,9	56,5	-2,2
May	P -54,8	P -59,6	P -60,2	-35,3	P -55,5	P -58,7	-66,8	12,3	-80,3	-70,7	-68,0	-82,5	-61,4	-21,1
Jun	P -45,5	P -51,8	P -51,0	-12,5	P -52,3	P -59,2	-66,7	-2,2	-58,2	43,8	-47,3	-69,1	-70,3	-33,1
Jul	P -49,4	P -55,6	P -56,2	-20,5	P -52,0	P -54,5	-10,5	-3,5	5,2	-37,9	27,6	15,7	-13,9	-21,3
Ago	P -62,3	P -69,6	P -69,7	-27,0	P -60,3	P -64,5	10,5	-2,4	67,2	250,5	484,0	33,7	-9,6	-30,5
Sep	P -49,4	P -50,3	P -50,0	-47,4	P -50,7	P -57,5	41,3	0,0	17,5	30,7	230,2	13,9	50,9	-24,6
Oct	P -53,5	P -59,2	P -59,9	-28,2	P -56,8	P -62,1	-12,4	-1,2	-35,4	-53,2	29,0	-29,8	-3,7	-34,1
Nov	P -58,0	P -61,7	P -62,7	-44,9	P -57,9	P -63,6	29,5	1,0	45,7	227,9	377,2	4,7	22,8	-41,1
Dic	P -41,3	P -41,8	P -42,4	-40,4	P -44,5	P -46,3	21,9	3,0	-14,7	-18,0	-44,3	-13,7	33,7	-36,2
09 Ene	P ...	P ...	P ...	...	P -55,9	P -63,5	-20,9	-20,9	-30,2	21,7	-60,9	-41,0	-15,2	-51,9
Feb	P ...	P ...	P ...	...	P -56,2	P -65,3	57,2	13,6	87,3	28,1	30,0	101,0	47,2	-45,2
Mar	P ...	P ...	P ...	...	P -42,0	P -57,4	-27,9	-5,7	49,6	7,8	9,1	59,9	-41,5	-36,5
Abr	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-45,2
May	P ...	P ...	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-39,1

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



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



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

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

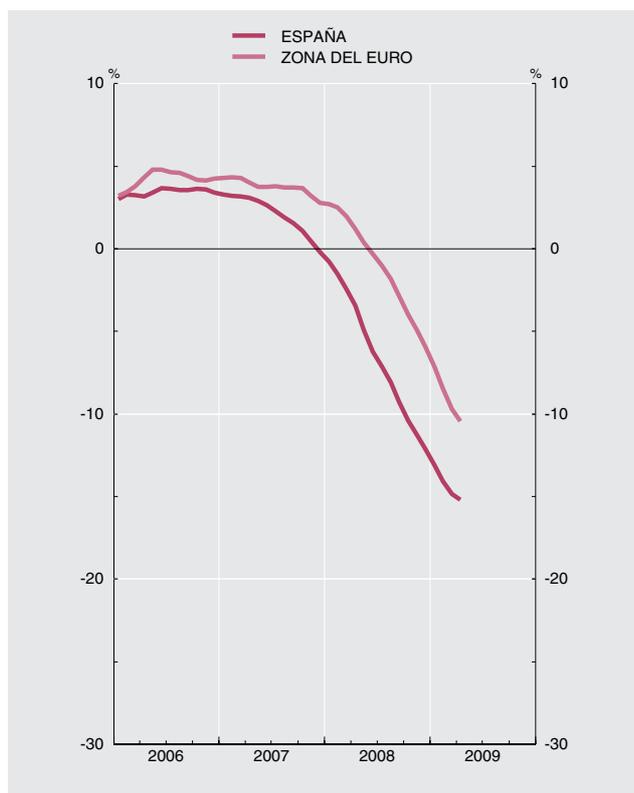
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

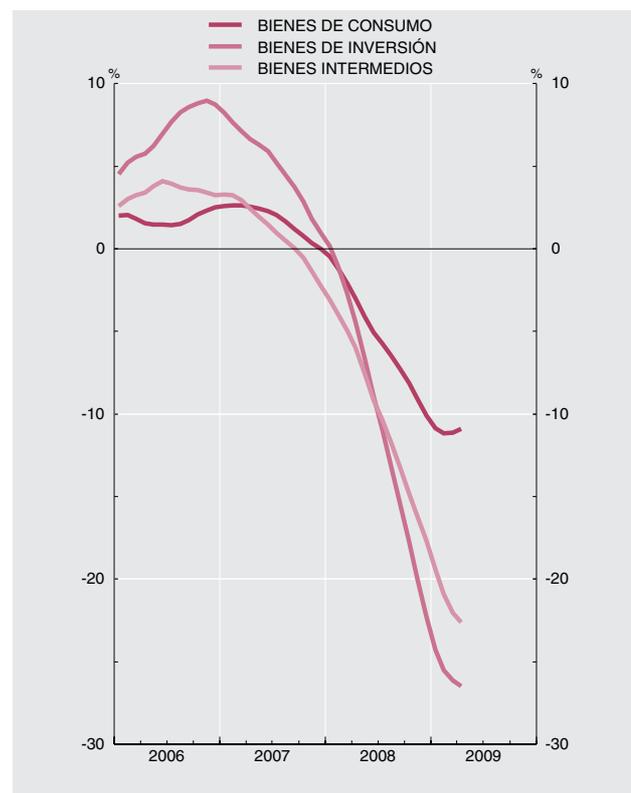
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	MP	103,7	3,7	2,1	7,7	3,6	0,9	2,9	4,0	0,6	4,2	4,4	2,9	5,9	5,0
07	MP	106,2	2,4	2,2	5,0	1,6	0,8	0,9	2,5	2,0	3,8	4,1	2,4	6,7	3,8
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,7	-2,0	-1,8	-0,3	-3,3
08 E-A	MP	106,5	-0,7	0,5	0,1	-3,8	4,8	-0,4	-1,1	4,2	3,2	2,6	0,4	6,0	2,2
09 E-A	MP	82,0	-23,0	-14,1	-29,8	-30,8	-9,0	-32,7	-24,3	-9,6	-19,0	...	-7,3	-24,1	-25,7
08 Ene	P	106,9	-0,8	2,5	-0,3	-4,5	1,4	-2,8	-1,0	1,1	3,7	3,8	2,3	7,1	2,4
Feb	P	108,8	3,8	4,4	5,8	0,1	10,2	6,3	3,3	8,5	3,4	3,3	0,8	5,9	2,7
Mar	P	98,7	-15,3	-16,9	-18,4	-17,7	3,2	-15,2	-16,7	1,9	1,4	0,9	-1,9	3,0	0,7
Abr	P	111,4	12,0	15,0	16,6	9,2	5,1	11,8	12,4	6,0	4,6	4,1	0,6	8,3	3,2
May	P	105,4	-8,4	-8,7	-9,6	-9,9	-0,9	-20,1	-9,0	0,2	-0,7	-0,7	-2,9	1,8	-1,3
Jun	P	100,6	-10,9	-10,3	-13,2	-13,6	1,8	-22,1	-11,8	1,3	-0,6	-0,4	-0,6	0,7	-1,2
Jul	P	110,5	-1,9	0,6	-1,9	-5,5	3,9	-10,2	-2,1	3,1	-1,1	-1,1	-1,6	-0,7	-1,1
Ago	P	69,1	-11,5	-11,4	-17,9	-14,3	0,9	-24,5	-13,3	4,3	-0,8	-0,8	-2,5	0,5	-0,6
Sep	P	99,8	-4,7	-1,6	-5,7	-8,0	-0,1	-16,7	-4,8	-1,1	-2,4	-2,5	-2,2	-1,5	-4,1
Oct	P	100,9	-12,2	-7,1	-18,0	-16,2	-0,1	-18,6	-12,9	-3,4	-5,9	-6,0	-4,3	-5,6	-7,5
Nov	P	90,9	-18,3	-12,5	-22,3	-25,0	-3,4	-29,0	-19,4	-5,1	-9,1	-9,3	-4,7	-8,9	-12,8
Dic	P	80,3	-16,0	-6,7	-18,7	-28,3	-1,6	-18,0	-17,8	-2,3	-12,4	-13,2	-4,6	-11,6	-21,4
09 Ene	P	80,7	-24,5	-17,8	-33,9	-32,7	-3,5	-32,7	-26,8	-3,4	-16,5	-18,7	-6,2	-22,4	-23,7
Feb	P	82,4	-24,3	-14,1	-33,0	-31,8	-9,7	-35,8	-25,5	-10,9	-19,2	-21,1	-8,5	-24,9	-25,8
Mar	P	85,2	-13,7	-1,5	-16,7	-21,6	-12,1	-24,4	-13,8	-11,6	-19,2	-20,3	-7,5	-22,7	-26,0
Abr	P	79,5	-28,6	-21,5	-34,0	-36,2	-11,2	-36,9	-29,9	-13,2	-20,9	-21,7	-7,1	-26,5	-27,1

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

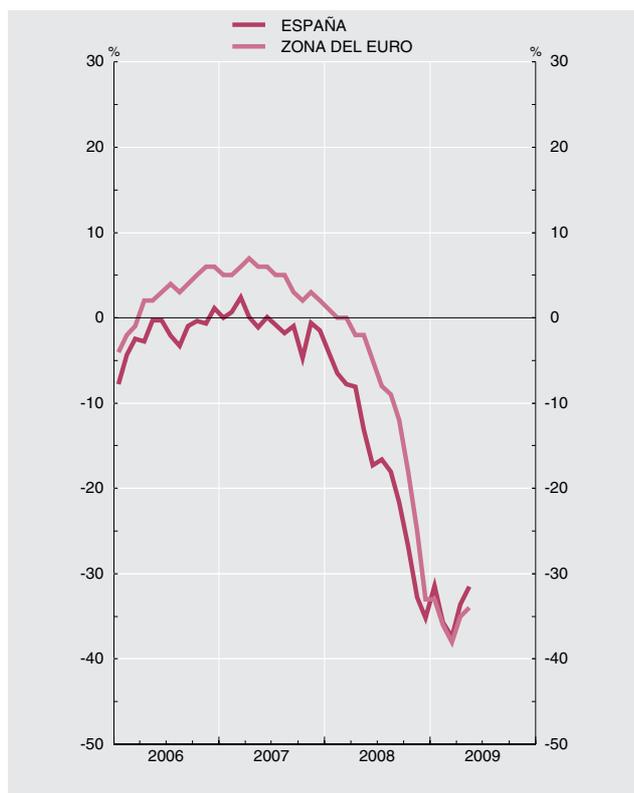
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

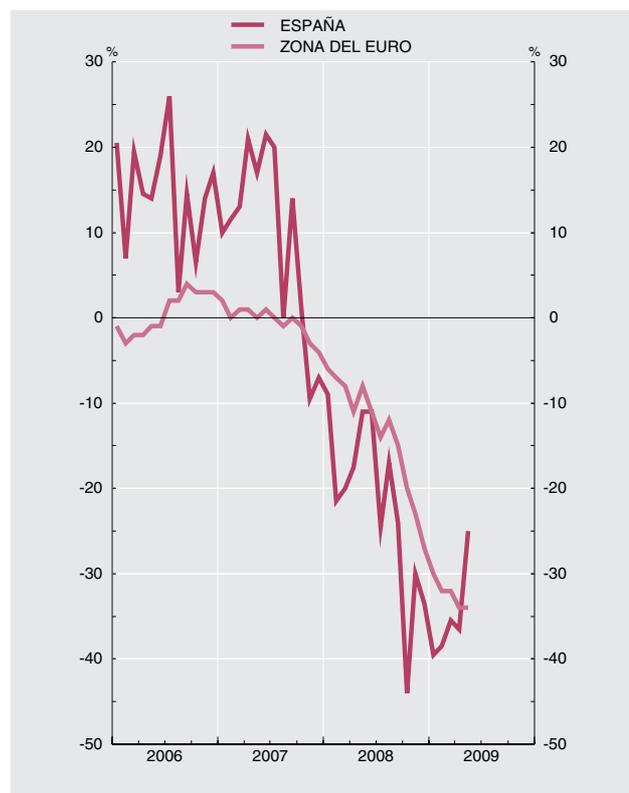
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-0
08	M	-17	-16	-8	-24	-21	20	-11	-8	-28	-6	-22	-0	-19	-16	-16	-9	-15	-14
08 E-M	M	-8	-6	0	-9	-10	15	-5	4	-17	-6	-16	4	-14	-10	-10	-1	-3	-8
09 E-M	M	-34	-46	-20	-55	-55	27	-20	-32	-47	-27	-35	-20	-33	-13	-19	-35	-58	-32
08 Feb		-7	-10	2	-6	-7	15	-5	4	-15	-6	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
Mar		-8	-6	-1	-7	-10	16	-5	5	-17	-11	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-8
Abr		-8	-4	1	-10	-10	15	-7	4	-16	-4	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-11
May		-13	-6	-6	-16	-13	17	-7	-2	-25	-5	-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		-17	-16	-7	-29	-19	14	-10	-9	-25	-7	-25	-8	-21	-26	-26	-8	-9	-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	-6	-35	-3	-24	-9	-8	-1	-38	-12	-20	-15
Oct		-27	-20	-17	-37	-32	27	-16	-27	-38	0	-44	-37	-38	-11	-27	-18	-26	-20
Nov		-33	-40	-21	-47	-38	31	-19	-26	-49	-19	-30	4	-27	-50	-8	-25	-36	-23
Dic		-35	-47	-23	-53	-48	29	-22	-34	-50	-3	-34	20	-31	-43	-4	-33	-47	-27
09 Ene		-31	-41	-21	-47	-44	26	-17	-27	-47	-4	-40	19	-27	-29	-2	-33	-49	-30
Feb		-36	-54	-23	-55	-57	29	-22	-31	-53	-4	-39	-38	-26	-24	-36	-36	-57	-32
Mar		-37	-55	-26	-58	-60	28	-21	-38	-52	-31	-36	-37	-35	-11	-26	-38	-61	-32
Abr		-34	-42	-16	-59	-58	27	-21	-33	-43	-48	-37	-17	-38	-3	-15	-35	-60	-34
May		-32	-41	-13	-56	-57	25	-21	-31	-39	-50	-25	-26	-37	2	-18	-34	-62	-34

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



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

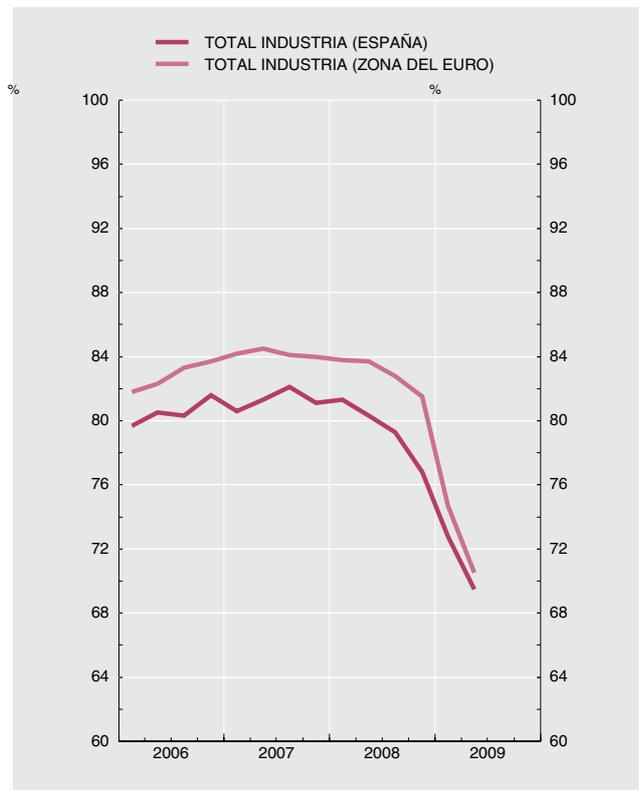
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

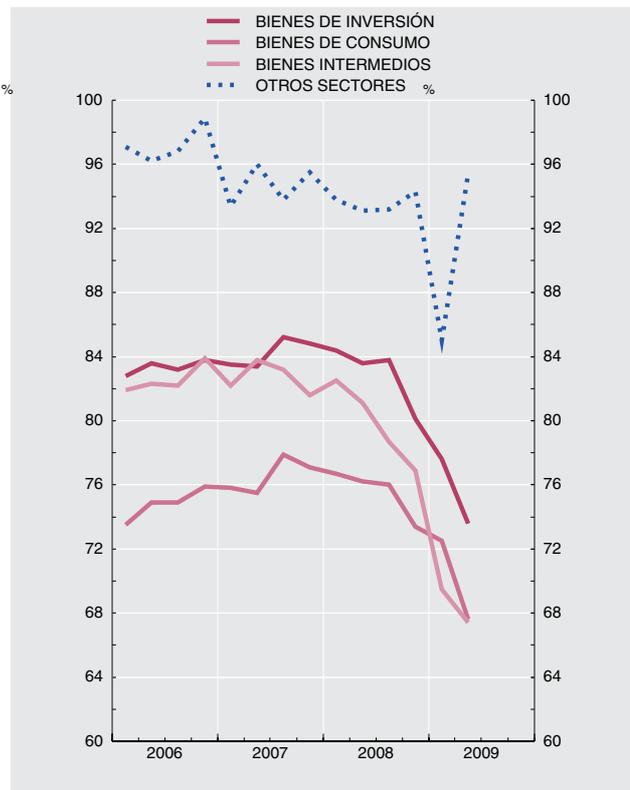
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores		Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (%)		
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada		Utilización de la capacidad productiva instalada					
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
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-II	80,8	81,8	5	76,5	78,2	9	84,0	84,7	4	81,8	82,5	3	93,5	94,2	-	83,8
09 I-II	71,2	71,1	24	70,1	70,3	13	75,6	74,4	19	68,5	68,6	35	90,2	91,1	-	72,6
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
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
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
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
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
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
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	85,0	86,1	-	74,7
II	69,5	69,7	27	67,6	68,6	18	73,6	73,2	23	67,4	67,3	39	95,4	96,0	-	70,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

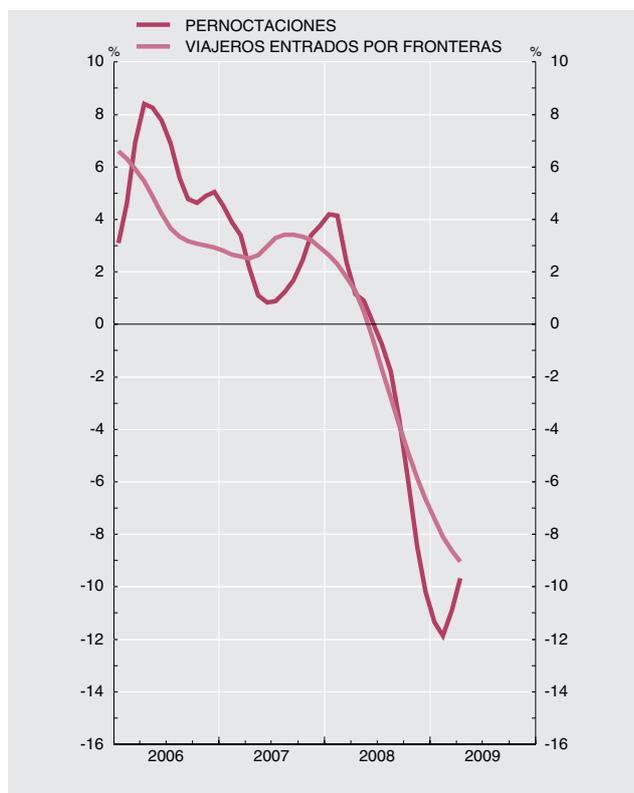
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

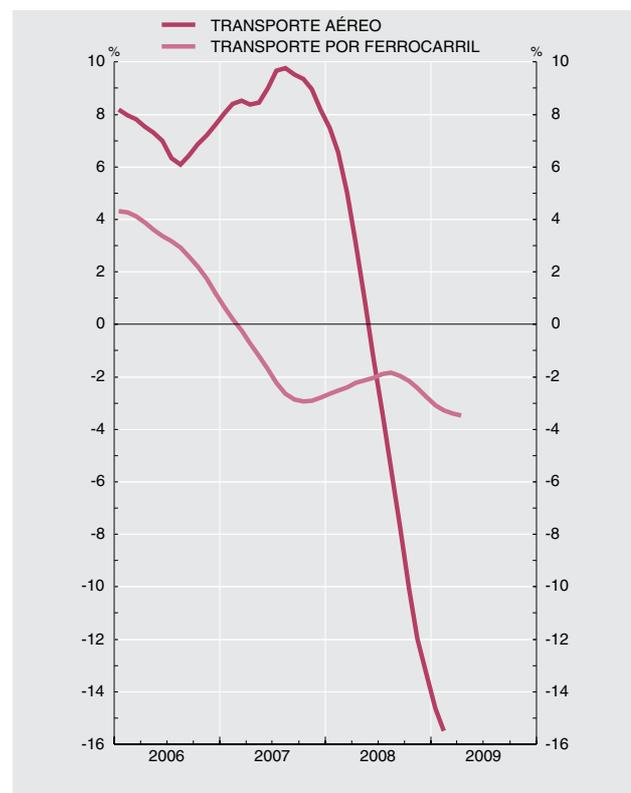
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	5,8	6,1	6,2	6,5	3,9	3,7	4,1	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	3,1	4,0	1,7	2,1	2,9	1,1	5,5	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,7	-1,5
08	-1,6	0,1	-1,1	0,3	-1,1	-2,4	0,8	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-1,5	-2,1	-1,1	-10,3
08 E-A	1,3	4,1	1,6	3,3	2,4	2,8	1,7	4,9	3,9	5,8	2,3	2,1	5,9	-0,9	-3,1
09 E-A	-11,9	-14,8	-10,7	-12,0	-9,3	-11,9	-6,0	...	...	...	...	...	...	-6,9	...
08 Ene	4,1	6,5	2,9	4,1	0,8	2,1	-0,6	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-2,2	-4,1
Feb	8,0	8,6	9,4	9,6	5,9	6,3	5,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,6	3,6
Mar	7,5	5,6	10,3	3,9	6,6	6,5	6,7	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
Abr	-10,0	-1,1	-11,0	-1,7	-2,8	-2,2	-3,5	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
May	6,0	7,6	6,6	6,3	9,8	4,8	18,8	2,3	-5,3	7,9	-0,3	7,3	-1,1	-4,5	-13,8
Jun	-2,6	-0,7	-2,3	-1,4	1,7	0,8	3,2	-1,6	-6,2	1,5	8,9	0,3	1,7	-4,4	-9,7
Jul	0,6	2,0	0,9	2,9	-4,2	-7,1	1,0	-3,5	-9,0	0,0	3,5	-5,0	0,0	1,3	-2,9
Ago	-0,7	0,1	-0,6	1,1	-0,1	-2,7	3,2	-2,4	-9,7	2,3	5,6	-1,5	-5,1	4,1	-16,9
Sep	-3,3	-2,3	-2,8	-2,3	-5,8	-5,4	-6,5	-8,8	-15,9	-4,3	-1,4	-8,2	-6,1	-2,6	-2,5
Oct	-6,6	-3,3	-5,1	-2,8	-5,8	-4,9	-7,2	-10,9	-18,3	-5,8	-2,7	-1,1	-5,7	0,5	-14,2
Nov	-11,8	-11,3	-10,6	-8,7	-7,9	-11,5	-3,5	-14,3	-19,5	-9,6	-6,5	-4,6	-15,0	0,3	-26,8
Dic	-9,6	-12,6	-10,6	-10,9	-10,3	-12,9	-7,6	-13,7	-16,2	-11,4	-13,3	-5,4	-14,1	2,9	-27,8
09 Ene	-13,3	-14,8	-12,0	-11,6	-5,2	-9,8	-0,0	-17,1	-23,1	-11,9	-15,0	-5,1	-23,1	-6,5	-38,7
Feb	-14,7	-18,1	-15,5	-17,2	-11,8	-15,9	-6,6	-18,5	-20,8	-16,4	-19,8	5,5	-13,6	-10,8	-32,9
Mar	-19,4	-19,6	-18,9	-15,1	-17,3	-20,8	-12,5	-19,0	-18,2	-19,5	-13,0	-27,2	-14,0	-4,2	-12,6
Abr	-1,2	-8,3	2,0	-5,9	-2,6	-1,7	-3,9	...	...	...	...	...	...	-6,1	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

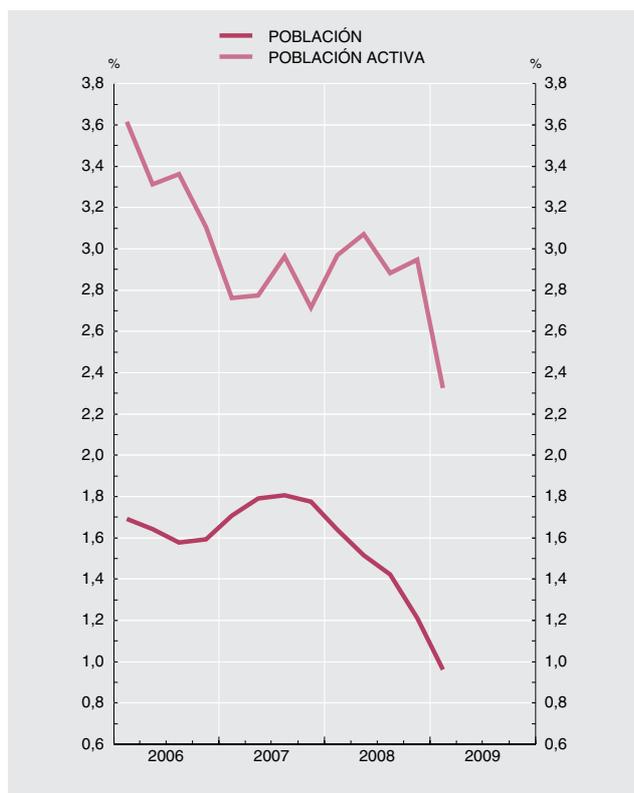
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

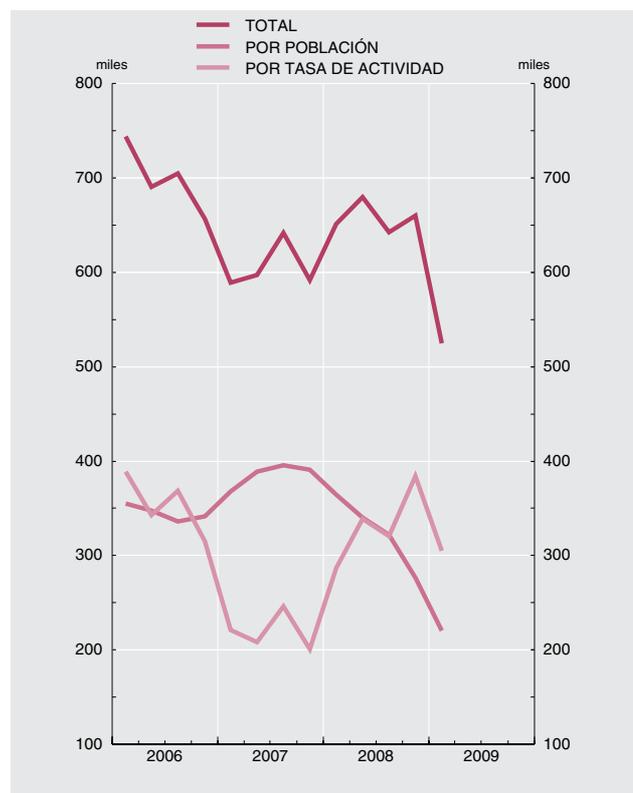
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219	2,8
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0
08	I-I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
09	I-I	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3
06	III	37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4
	IV	37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1
07	I	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8
	II	37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8
	III	37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0
	IV	37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7
08	I	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0
	II	38 162	570	1,5	59,76	22 807	679	340	339	3,1
	III	38 271	537	1,4	59,95	22 945	643	322	321	2,9
	IV	38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9
09	I	38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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

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

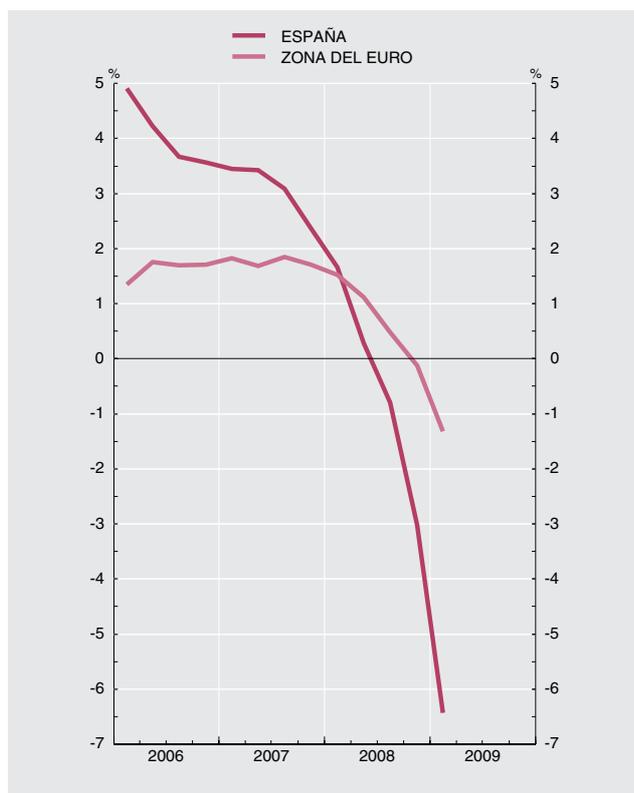
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

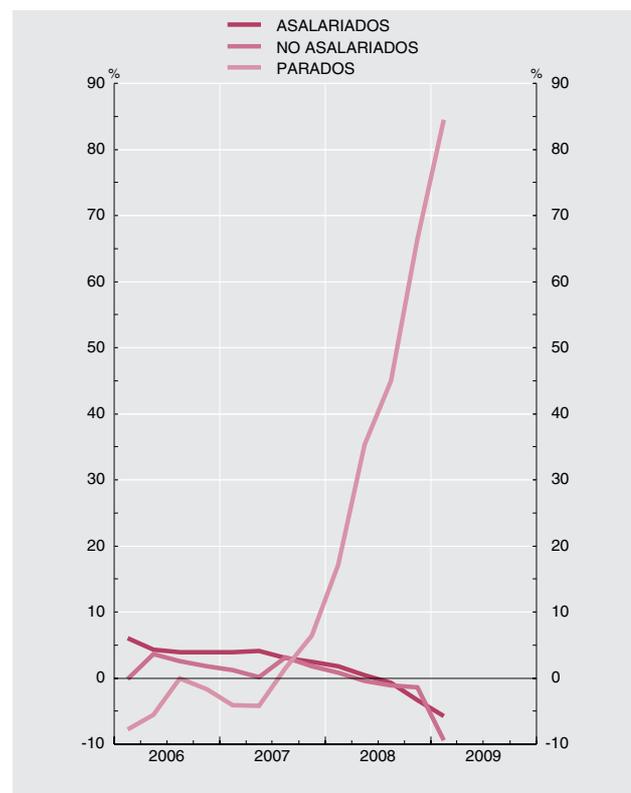
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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						
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	8,34
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	7,48
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,7	7,55
08 I-I	M	20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,25
09 I-I	M	19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,3	8,68
06 III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,7	8,18
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	7,99
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,8	7,68
II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,48
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	7,43
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	7,32
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	7,25
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	7,37
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	7,58
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	8,01
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,3	8,68

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

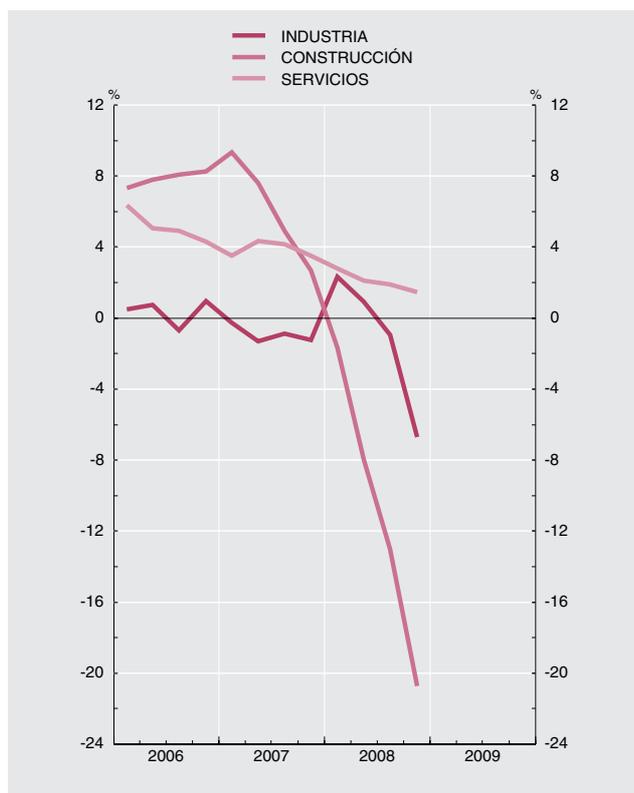
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

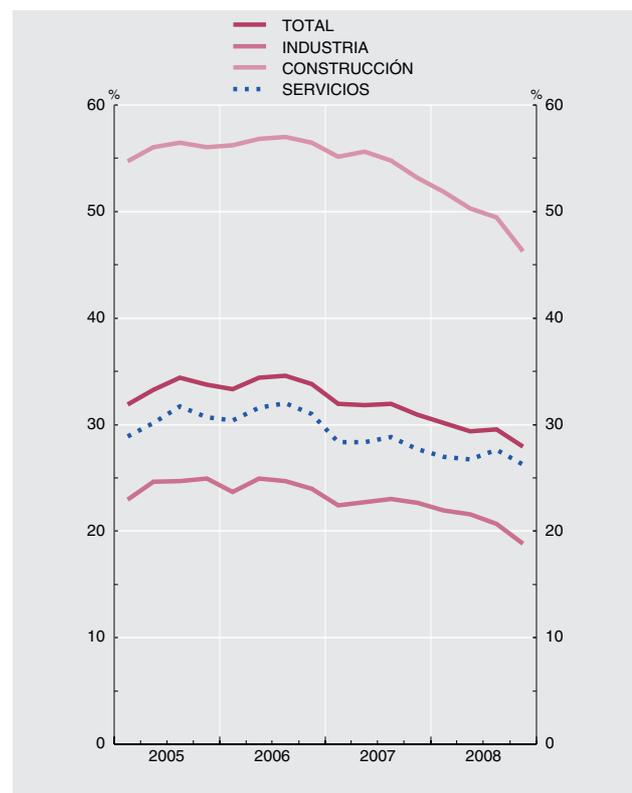
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,2	59,0	0,4	0,5	24,5	8,0	8,1	56,2	5,0	5,3	31,3	4,6	
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,0	58,6	-0,9	-0,5	22,8	6,0	6,7	54,2	3,8	3,9	28,4	3,3	
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,2	-1,2	20,7	-10,5	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3	
08	I-I	1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,2	21,9	-1,5	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0	
09	I-I	M	-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
06	III	3,7	3,9	34,6	-7,9	-5,8	57,2	-0,9	-0,7	25,0	8,3	8,5	56,6	4,8	4,8	32,0	4,3	
	IV	3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,1	59,0	0,8	0,9	24,2	8,1	8,0	56,1	4,3	4,5	31,0	4,2	
07	I	3,4	3,9	32,0	0,5	7,2	63,1	-0,4	-0,2	22,7	9,3	10,0	54,7	3,5	3,8	28,4	3,6	
	II	3,4	4,1	31,8	-3,8	0,3	58,6	-1,2	-0,8	22,8	7,5	8,9	55,2	4,3	4,7	28,4	3,8	
	III	3,1	3,1	31,9	-3,1	0,3	55,6	-0,9	-0,7	23,2	4,8	5,3	54,4	4,1	3,7	28,9	3,4	
	IV	2,4	2,5	30,9	-1,8	0,0	57,1	-1,0	-0,4	22,7	2,6	2,8	52,7	3,5	3,3	27,8	2,6	
08	I	1,7	1,8	30,1	-6,4	-10,2	61,3	2,3	3,2	21,9	-1,5	-2,0	51,3	2,7	2,8	27,0	2,0	
	II	0,3	0,4	29,4	-4,4	-8,7	56,6	0,9	1,1	21,4	-7,6	-8,8	49,8	2,0	2,5	26,8	0,5	
	III	-0,8	-0,7	29,5	-4,6	-9,5	54,2	-1,4	-1,5	20,8	-12,6	-14,2	48,7	1,9	2,4	27,7	-0,6	
	IV	-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,6	-7,6	18,7	-20,3	-23,9	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0	
09	I	-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6	

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

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

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

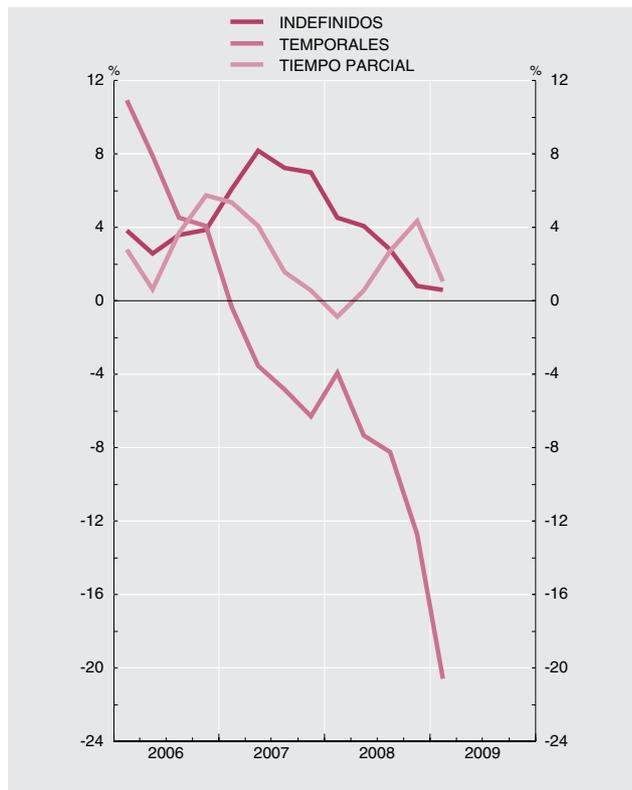
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

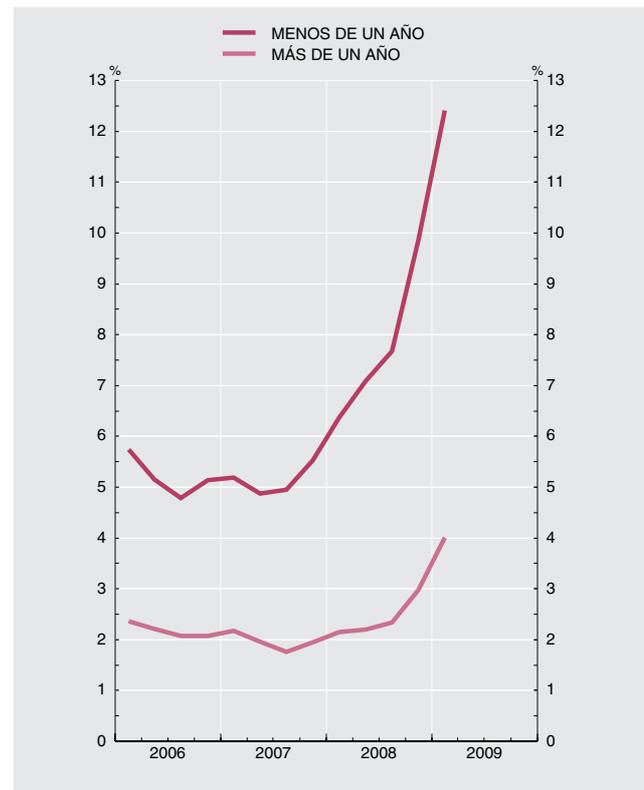
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
08 I-I	M	509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
09 I-I	M	70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
07 II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
07 III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
07 IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
08 II		465	4,1	-391	-7,3	29,39	62	0,4	11	0,5	12,36	7,09	50,0	2,20	15,7
08 III		320	2,8	-444	-8,2	29,53	-175	-1,2	52	2,7	11,72	7,67	59,5	2,34	36,3
08 IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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

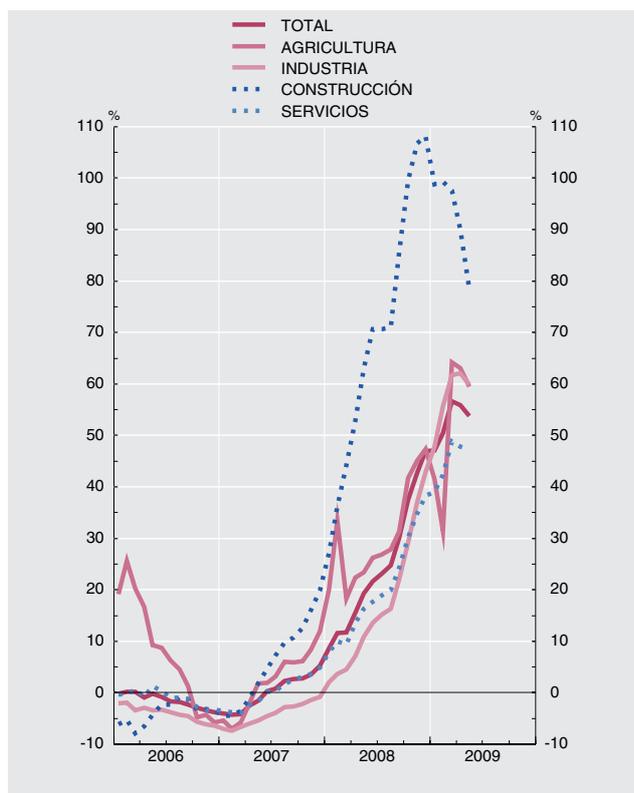
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

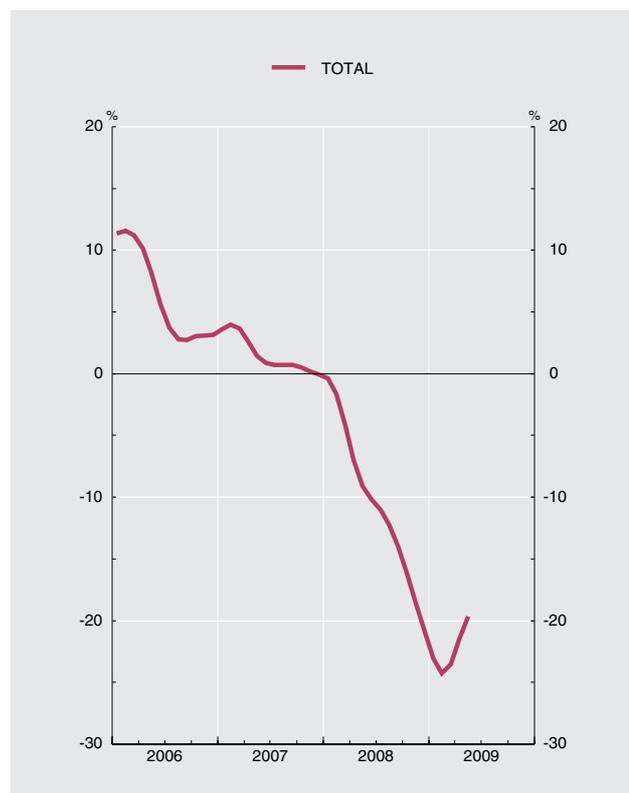
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
						Total	Agricultura	No agrícola			Total								Industria	Construcción	Servicios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	11	12	13	14	15	16				17
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
08	E-M	2 314	271	13,3	0,3	14,9	23,5	14,6	5,6	44,4	11,3	1 428	-6,5	12,68	23,32	87,32	1 400	-5,0
09	E-M	3 536	1 222	52,8	24,1	55,2	51,9	55,3	57,4	92,8	45,0	1 069	-25,1	10,81	25,82	89,19	1 060	-24,3
08	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	31,4	32,4	22,0	85,6	24,3	1 502	-5,9	11,55	28,59	88,45	1 508	-4,8
	Oct	2 818	769	37,6	20,9	39,5	41,7	39,4	29,2	99,5	30,2	1 585	-17,1	11,37	30,44	88,63	1 570	-16,0
	Nov	2 989	895	42,7	22,3	45,1	45,1	45,1	37,1	106,7	34,7	1 163	-27,0	11,11	28,35	88,89	1 135	-26,3
	Dic	3 129	999	46,9	22,7	49,6	47,3	49,7	42,8	108,1	38,3	1 118	-11,4	9,22	27,44	90,78	1 093	-10,6
09	Ene	3 328	1 066	47,1	10,6	50,1	41,5	50,4	47,8	98,9	39,0	1 126	-28,8	10,59	23,69	89,41	1 112	-27,6
	Feb	3 482	1 167	50,4	14,5	53,4	31,4	54,1	55,7	99,3	42,4	1 017	-28,8	11,38	25,22	88,62	999	-30,3
	Mar	3 605	1 304	56,7	23,9	59,5	64,2	59,4	61,7	97,6	48,8	1 061	-17,5	11,42	26,47	88,58	1 047	-16,8
	Abr	3 645	1 306	55,9	33,3	57,7	63,1	57,6	62,1	90,0	47,8	1 031	-29,3	10,81	27,08	89,19	1 031	-27,2
	May	3 620	1 267	53,8	38,4	55,1	59,5	55,0	59,8	78,5	47,2	1 110	-19,8	9,83	26,62	90,17	1 110	-18,2

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

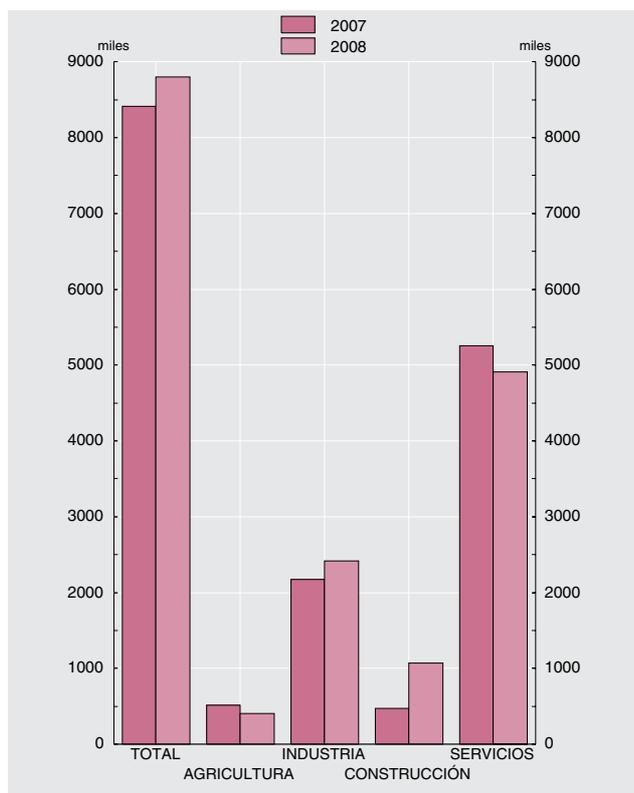
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

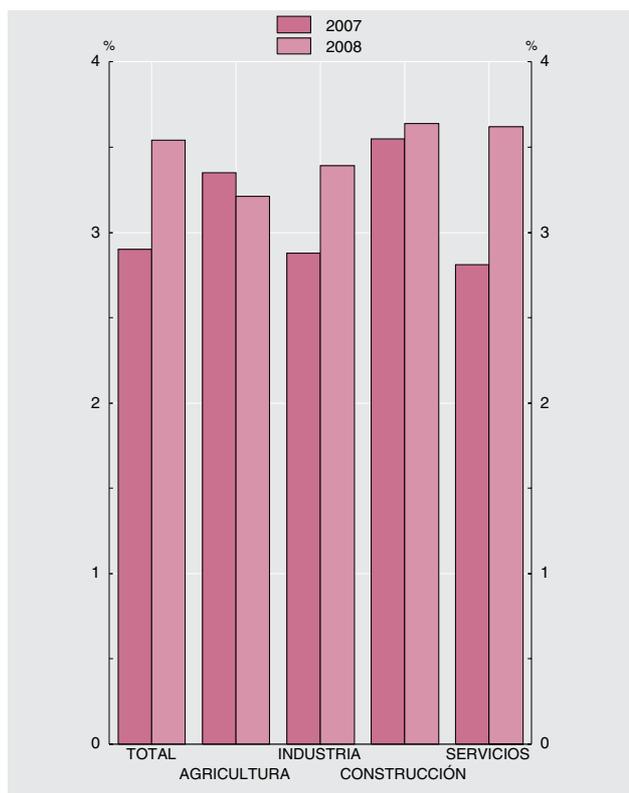
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	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	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08	10 736	3,55	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 Dic	11 606	4,21	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08 Ene	10 156	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
<i>Feb</i>	10 184	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
<i>Mar</i>	10 225	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
<i>Abr</i>	10 512	3,52	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
<i>May</i>	10 518	3,52	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
<i>Jun</i>	10 567	3,52	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
<i>Jul</i>	10 574	3,52	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
<i>Ago</i>	10 574	3,52	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
<i>Sep</i>	10 696	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
<i>Oct</i>	10 733	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
<i>Nov</i>	10 734	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
<i>Dic</i>	10 736	3,55	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	6 862	2,69	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
<i>Feb</i>	6 868	2,69	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
<i>Mar</i>	6 868	2,69	6 215	19	6 234	610	193	1 862	939	3 240	2,70	2,73	2,70	2,85	2,52	3,58	2,55
<i>Abr</i>	6 994	2,68	6 711	63	6 774	181	208	1 883	994	3 689	2,68	2,05	2,67	2,77	2,51	3,57	2,50
<i>May</i>	6 994	2,68	6 836	162	6 998	23	278	1 893	995	3 832	2,67	3,10	2,68	2,70	2,51	3,57	2,53

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.

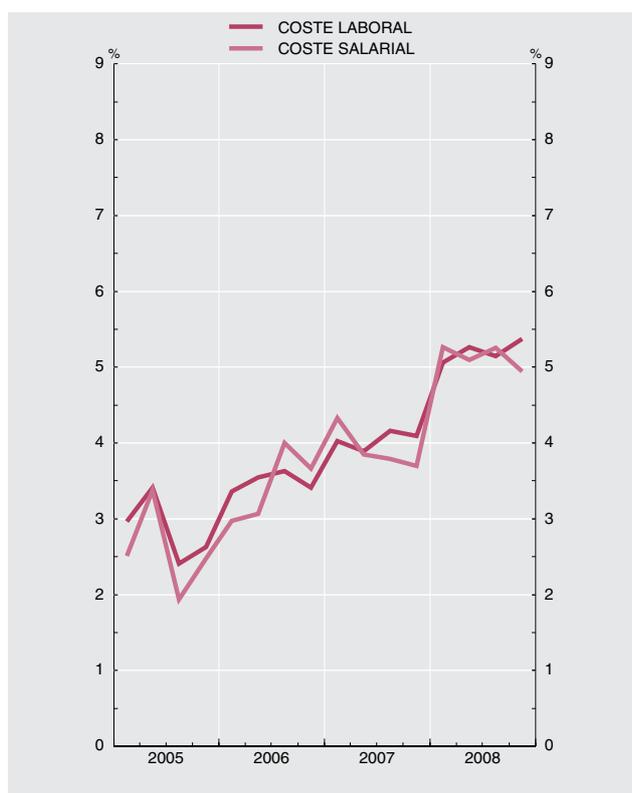
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

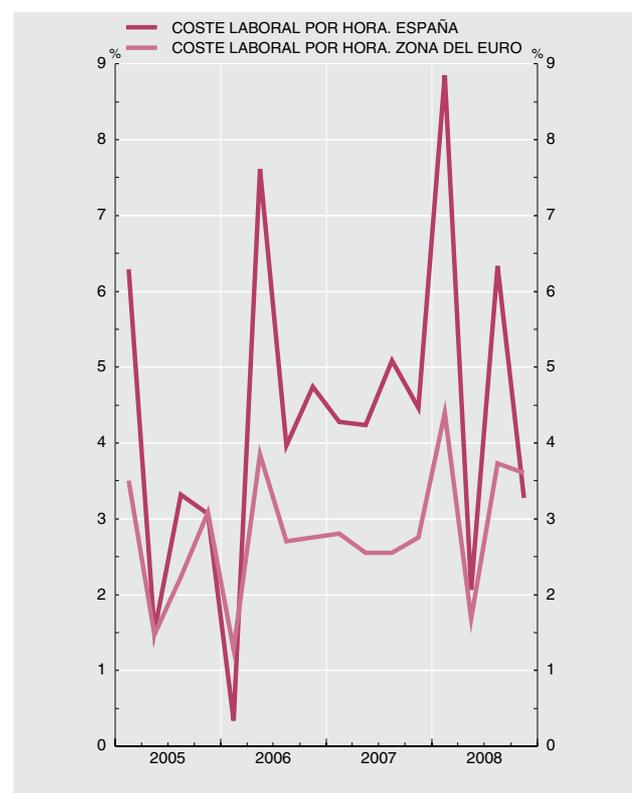
Tasas de variación interanual

		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.

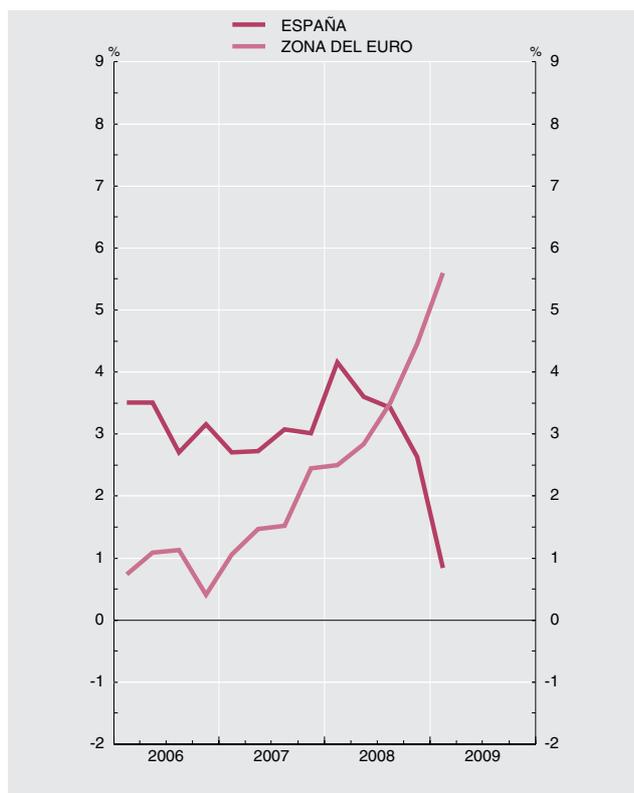
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

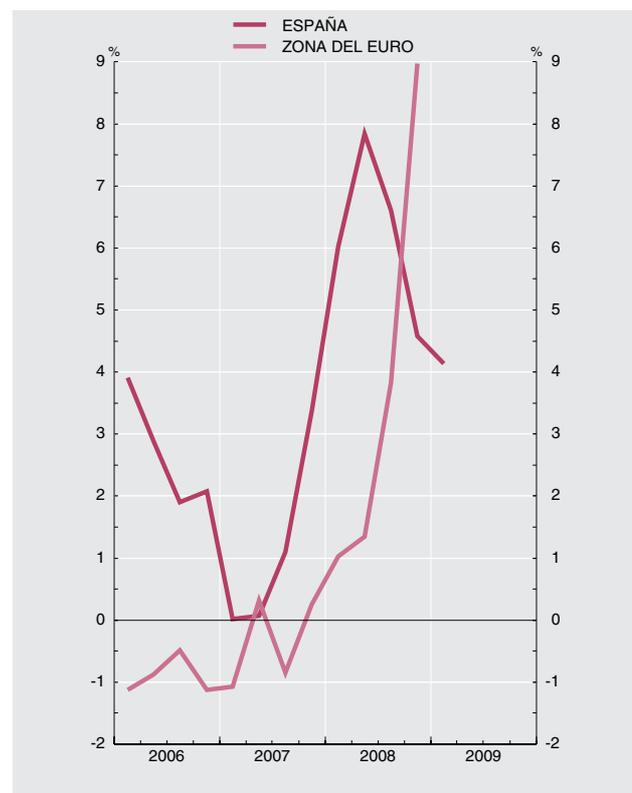
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



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

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

d. Ramas industriales y energía.

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

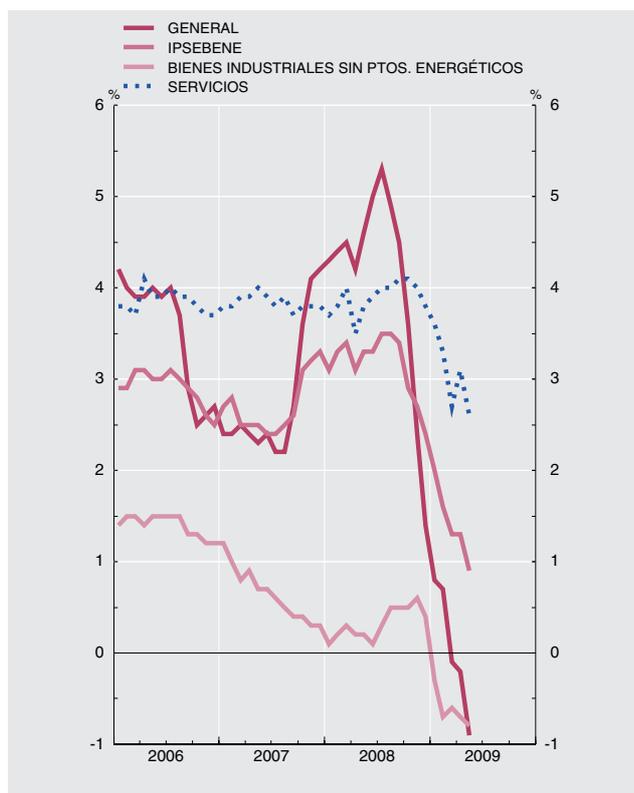
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

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

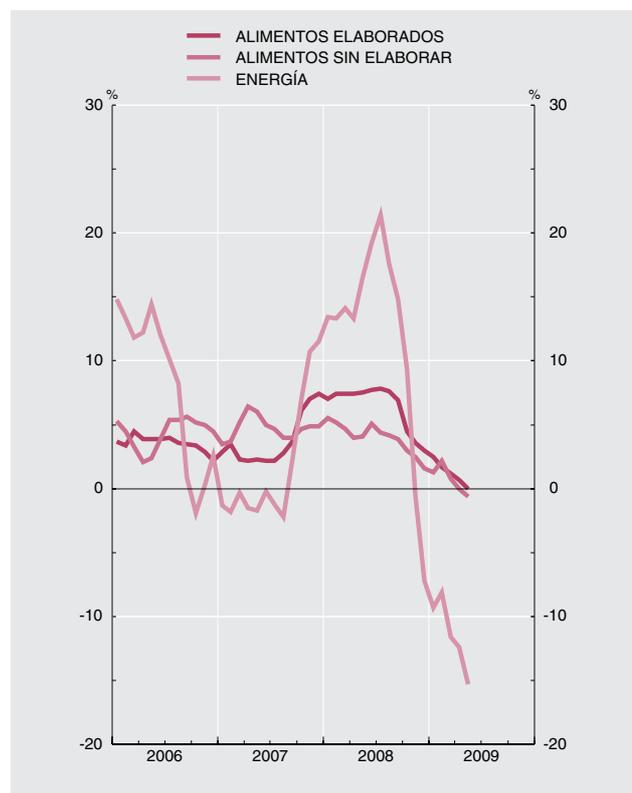
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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.

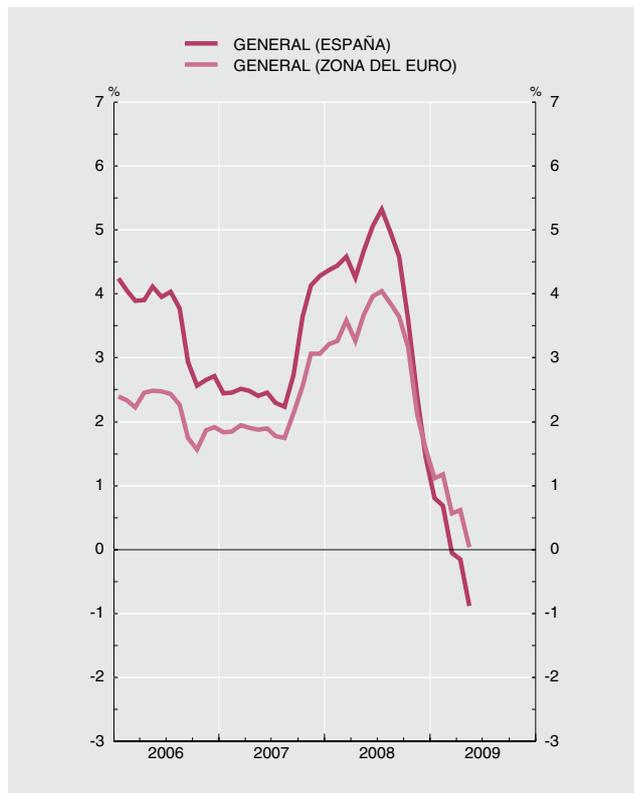
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

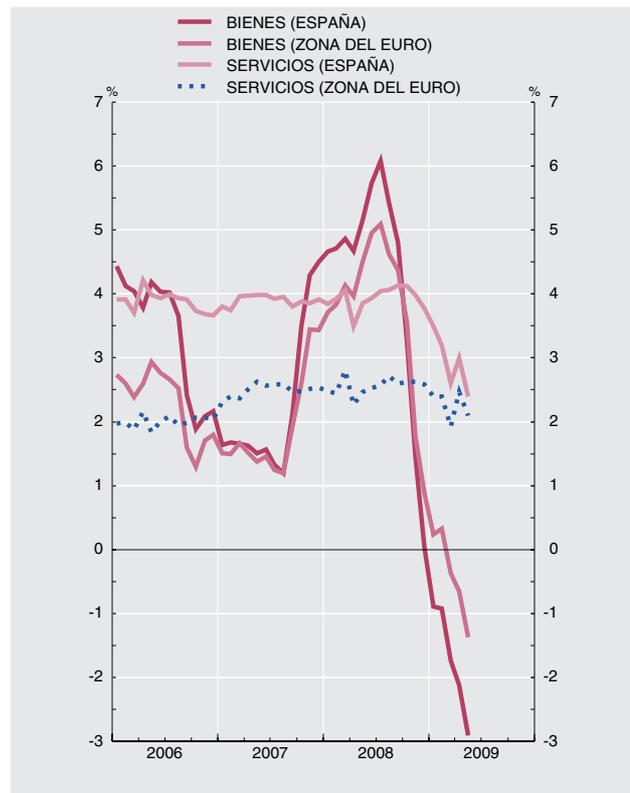
Tasas de variación interanual

		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-M	M	4,5	3,4	4,8	4,0	6,5	5,4	8,6	6,6	4,3	3,5	3,8	3,4	0,3	0,8	14,1	11,4	3,8	2,5
09 E-M	MP	0,1	0,7	-1,7	-0,4	1,1	1,9	1,1	1,7	1,1	2,1	-3,3	-1,5	-0,5	0,7	-11,3	-7,8	2,9	2,3
08 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		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
Mar		-0,1	0,6	-1,7	-0,4	1,0	1,9	1,0	1,6	1,1	2,4	-3,3	-1,5	-0,4	0,8	-11,5	-8,1	2,6	1,9
Abr		-0,2	0,6	-2,1	-0,7	0,5	1,4	0,6	1,2	0,3	1,6	-3,6	-1,7	-0,6	0,8	-12,3	-8,8	3,0	2,5
May	P	-0,9	-	-2,9	-1,4	-0,2	0,9	-0,1	1,0	-0,3	0,7	-4,5	-2,5	-0,6	0,8	-15,2	-11,6	2,4	2,1

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)

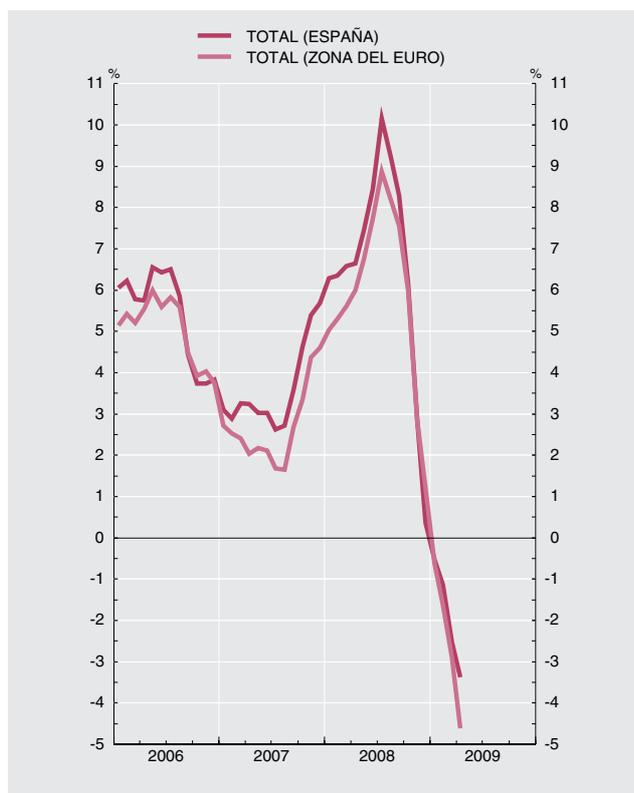
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

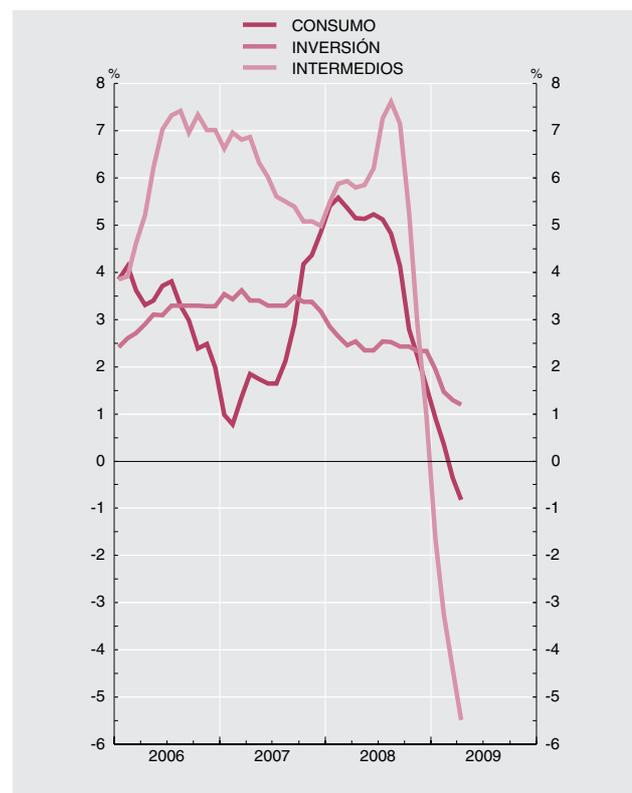
Tasas de variación interanual

		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	5,0	1,5	1,6	4,6	13,5
07	MP	109,2	—	3,6	—	2,4	—	3,4	—	5,9	—	1,6	2,7	2,2	2,2	4,7	1,3
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	5,9	3,9	2,1	4,0	13,8
08 E-A	MP	114,4	—	6,5	—	5,4	—	2,6	—	5,8	—	12,0	5,5	4,7	1,6	3,9	11,7
09 E-A	MP	112,2	—	-1,9	—	0,0	—	1,5	—	-3,7	—	-4,0	-2,4	-0,8	1,7	-3,4	-5,8
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	5,0	4,4	1,8	3,6	10,2
08 Feb	P	113,9	0,6	6,3	0,6	5,6	0,3	2,6	1,5	5,9	-0,3	11,0	5,3	4,6	1,5	4,0	10,9
08 Mar	P	114,9	0,9	6,6	0,3	5,4	0,2	2,5	0,7	5,9	2,3	12,4	5,6	5,0	1,5	4,0	12,1
08 Abr	P	115,6	0,6	6,6	0,3	5,1	0,2	2,5	0,6	5,8	1,6	13,3	6,0	4,8	1,8	3,8	13,7
08 May	P	117,0	1,2	7,4	0,1	5,1	0,1	2,3	0,6	5,9	4,5	17,4	6,7	4,8	2,0	3,8	16,7
08 Jun	P	118,3	1,1	8,4	0,2	5,2	0,1	2,3	0,5	6,2	3,6	21,1	7,7	4,8	2,2	4,4	19,9
08 Jul	P	120,4	1,8	10,2	0,1	5,1	0,3	2,5	1,1	7,3	5,9	27,4	8,9	4,6	2,3	5,5	23,4
08 Ago	P	119,6	-0,7	9,2	0,1	4,8	0,1	2,5	0,4	7,6	-3,5	23,2	8,2	4,2	2,4	5,5	21,0
08 Sep	P	118,9	-0,6	8,3	-0,1	4,1	0,1	2,4	-0,2	7,1	-2,2	19,9	7,6	3,7	2,2	5,6	18,9
08 Oct	P	117,4	-1,3	6,1	-0,4	2,8	0,1	2,4	-1,4	5,3	-2,8	14,9	6,0	2,8	2,8	4,1	14,1
08 Nov	P	114,5	-2,5	2,9	-0,4	2,2	-	2,3	-2,2	2,9	-6,9	4,3	2,9	1,9	2,7	2,4	4,5
08 Dic	P	112,1	-2,1	0,4	-0,2	1,6	-	2,3	-1,9	1,0	-6,5	-3,4	1,2	1,2	2,1	1,2	0,6
09 Ene	P	112,6	0,4	-0,5	0,3	0,9	0,5	1,9	-1,2	-1,6	3,2	-2,2	-0,6	-0,1	1,9	-1,2	-2,1
09 Feb	P	112,6	-	-1,1	0,1	0,4	-0,2	1,5	-0,2	-3,2	-	-1,9	-1,6	-0,6	1,9	-3,0	-3,6
09 Mar	P	112,0	-0,5	-2,5	-0,5	-0,4	-	1,3	-0,5	-4,4	-0,8	-4,9	-2,9	-1,2	1,6	-4,0	-6,6
09 Abr	P	111,7	-0,3	-3,4	-0,2	-0,8	0,1	1,2	-0,5	-5,5	-0,4	-6,7	-4,6	-1,4	1,2	-5,2	-11,0

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

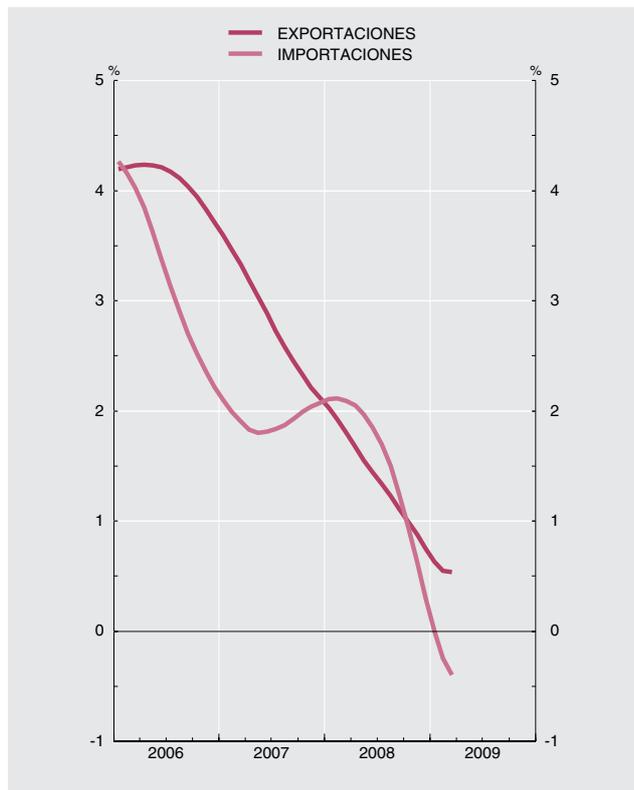
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

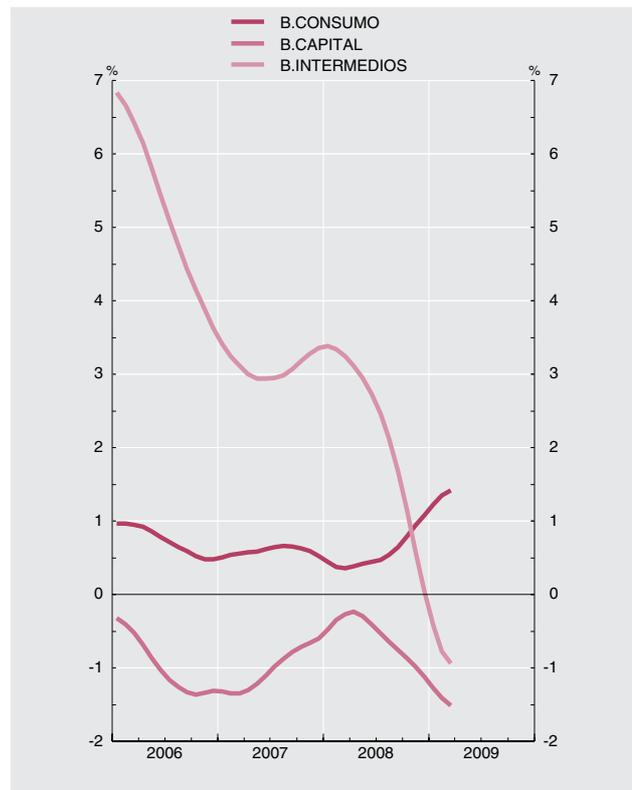
Tasas de variación interanual

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

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



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



FUENTES: ME y BE.

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

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

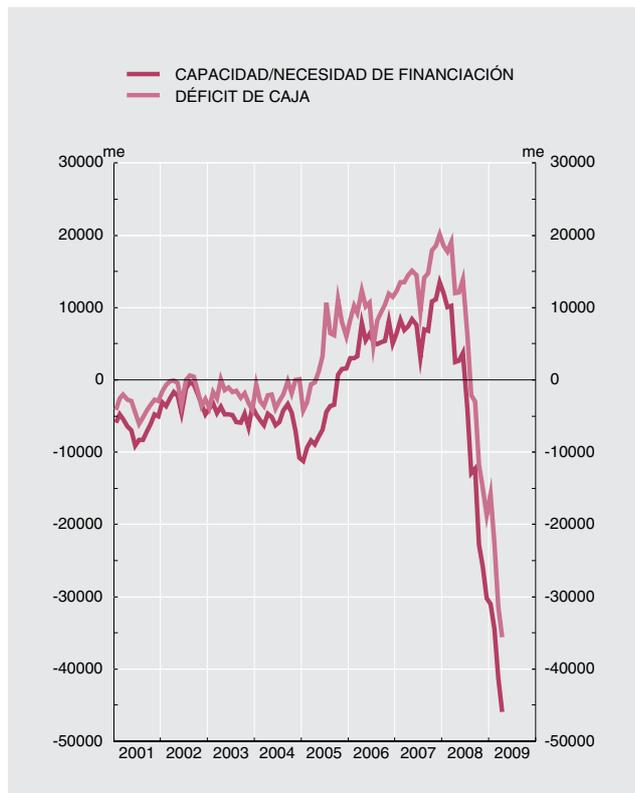
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

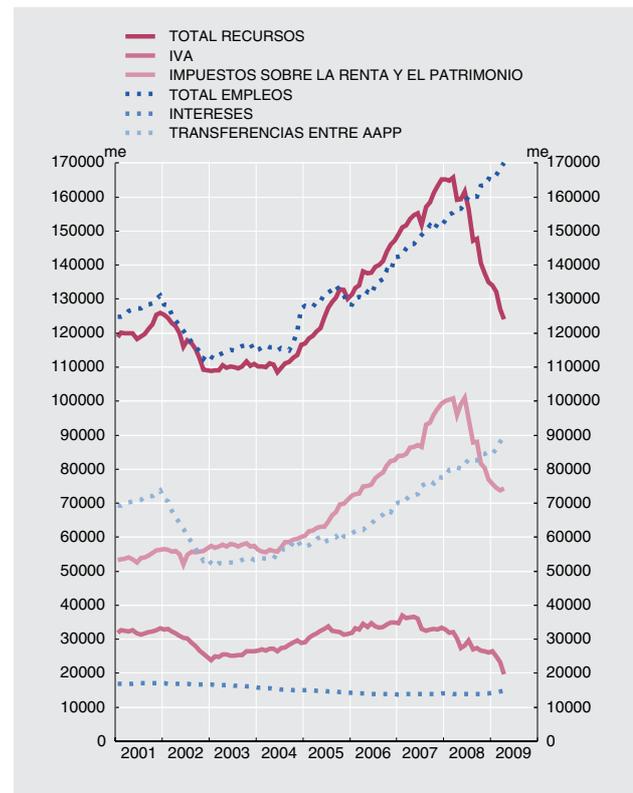
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos	
																	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
99		-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00		-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01		-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02		-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03		-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04		-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05		1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06		5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	P	13 525	165 179	33 332	12 938	6 857	99 257	12 795	151 654	18 109	14 002	77 436	5 338	36 769	20 135	159 840	139 704
08	P	-30 248	135 060	26 065	12 715	6 824	76 955	12 501	165 308	19 356	14 134	85 076	5 868	40 874	-18 747	129 336	148 082
08 E-A	P	9 142	56 189	20 166	3 963	2 185	26 935	2 940	47 047	5 625	4 513	25 305	1 198	10 406	8 376	56 246	47 870
09 E-A	A	-6 560	45 176	13 867	3 637	2 243	24 283	1 146	51 736	5 820	5 195	29 880	575	10 266	-8 467	45 882	54 349
08 Ago	P	-4 667	5 873	-6 329	1 098	413	10 126	565	10 540	1 385	1 190	5 506	255	2 204	-4 484	4 824	9 308
08 Sep	P	1 068	12 892	3 662	1 168	604	6 240	1 218	11 824	1 426	1 176	6 228	158	2 836	2 027	11 978	9 950
08 Oct	P	4 995	20 009	5 997	1 045	251	12 024	692	15 014	1 447	1 263	8 270	757	3 277	6 191	19 074	12 883
08 Nov	P	-5 483	8 163	1 052	1 088	290	4 885	848	13 646	1 425	1 200	7 477	212	3 332	-4 220	7 510	11 730
08 Dic	P	-16 234	10 158	290	915	2 045	4 034	2 874	26 392	2 732	1 303	9 588	2 302	10 467	-7 708	9 186	16 894
09 Ene	A	722	10 009	-585	1 164	383	9 303	-256	9 287	1 377	1 335	4 865	75	1 635	-2 358	10 377	12 735
09 Feb	A	4 591	18 340	13 248	848	260	2 761	1 223	13 749	1 372	1 200	8 208	111	2 858	2 288	18 279	15 991
09 Mar	A	-12 907	2 039	-1 328	687	1 020	2 205	-545	14 946	1 516	1 335	8 835	168	3 092	-11 275	2 614	13 888
09 Abr	A	1 034	14 788	2 532	938	580	10 014	724	13 754	1 555	1 325	7 972	221	2 681	2 878	14 613	11 735

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



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



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

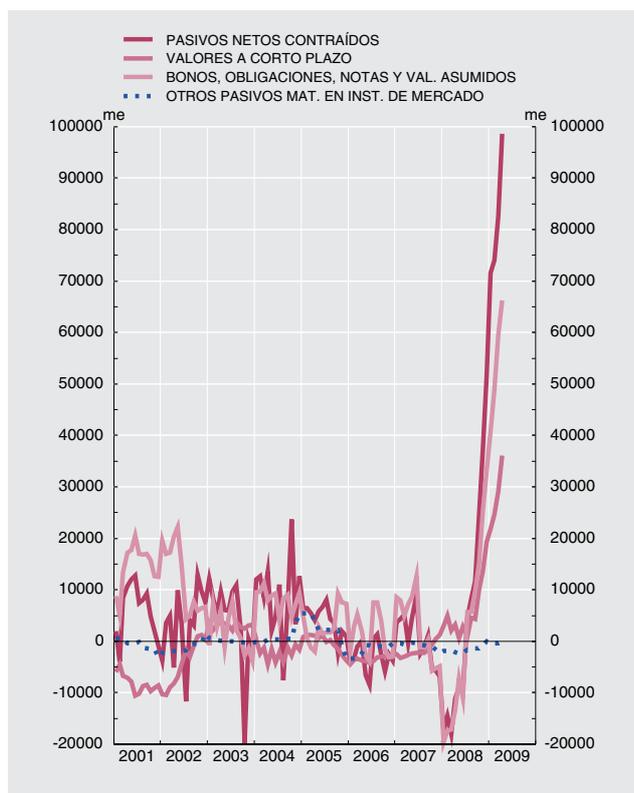
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

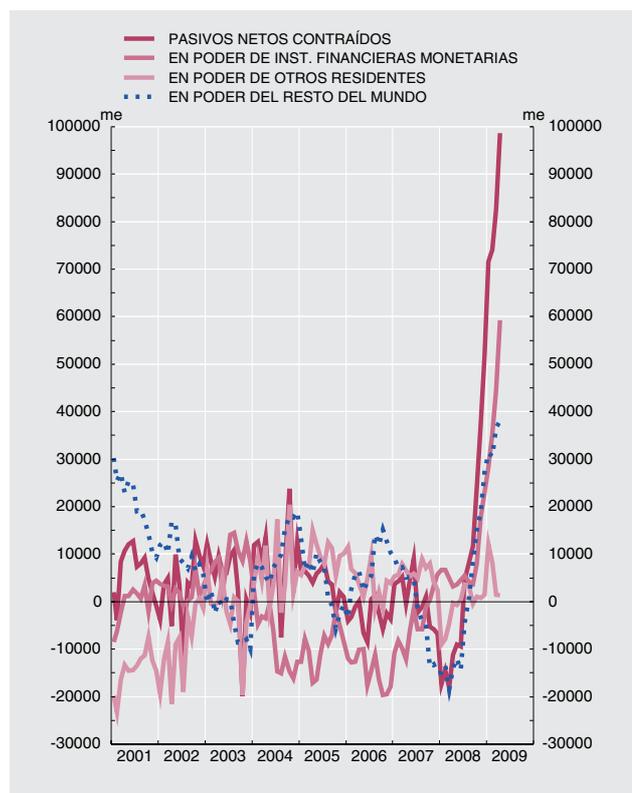
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Total	Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Por instrumentos				Otras cuentas pendientes de pago	Por sectores de contrapartida			
		Depósitos en el Banco de España	Total				Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes	Resto del mundo					
												Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España		Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 212	4 574	11 515	209	-6 629	19 592	-499	-446	-503	-10 511	-7 605	-2 905	22 026	12 018
00	-6 330	4 584	5 690	10 914	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 686	-22 009	-10 117	-11 892	32 924	8 228
01	-5 076	-5 973	-20 141	-897	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 202	-10 103	4 424	-14 527	9 206	305
02	-4 780	2 783	-95	7 563	-888	346	6 655	-486	1 488	-439	1 773	3 148	-1 374	5 790	8 002
03	-3 692	-5 850	0	-2 158	-135	3 146	-3 761	-486	-254	-803	7 817	8 551	-734	-9 975	-1 354
04	-10 762	1 866	0	12 628	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 486	-100	-6 347	-12 696	6 349	18 975	12 728
05	1 590	2 607	0	1 017	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 411	1 409	1 775	-8 257	10 032	-758	-392
06	5 005	1 293	-200	-3 712	175	-2 198	-2 976	-486	-418	2 365	-14 069	-17 968	3 899	10 357	-6 077
07	P 13 525	6 712	65	-6 813	-120	1 206	-4 916	-519	-2 236	-348	8 214	5 698	2 515	-15 026	-6 465
08	P -30 248	21 434	4 337	51 682	2 243	19 355	33 275	-520	-48	-381	24 481	23 013	1 468	27 201	52 062
08 E-A	P 9 142	4 728	37	-4 414	8	193	-3 495	-520	-118	-475	-7 588	-8 138	549	3 174	-3 939
09 E-A	A -6 560	35 959	15 478	42 519	771	16 926	29 412	-583	-100	-3 136	28 547	28 107	440	13 972	45 654
08 Ago	P -4 667	-5 404	-100	-737	3	2 061	1 022	-	19	-3 840	-3 077	-1 565	-1 513	2 340	3 102
08 Sep	P 1 068	10 969	82	9 901	-2	2 330	8 060	-	-18	-472	499	4 396	-3 897	9 402	10 373
08 Oct	P 4 995	4 108	14 815	-887	-260	4 371	-7 440	-	-1	2 183	283	1 518	-1 234	-1 170	-3 069
08 Nov	P -5 483	12 225	2 008	17 708	-156	6 513	13 052	-	-1	-1 856	13 073	13 174	-101	4 635	19 564
08 Dic	P -16 234	-206	-12 503	16 028	2	4 714	10 602	-	257	455	10 133	7 484	2 649	5 895	15 573
09 Ene	A 722	11 610	3 998	10 888	3	5 821	-7 170	-	-24	12 260	6 673	5 469	1 204	4 215	-1 373
09 Feb	A 4 591	8 313	1 500	3 722	2	1 714	13 701	-	-11	-11 682	2 433	7 599	-5 166	1 289	15 404
09 Mar	A -12 907	-1 849	-3 498	11 058	780	3 916	11 559	-	-56	-4 362	7 335	7 447	-113	3 723	15 420
09 Abr	A 1 034	17 885	13 478	16 851	-14	5 475	11 321	-583	-9	648	12 106	7 591	4 515	4 745	16 203

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

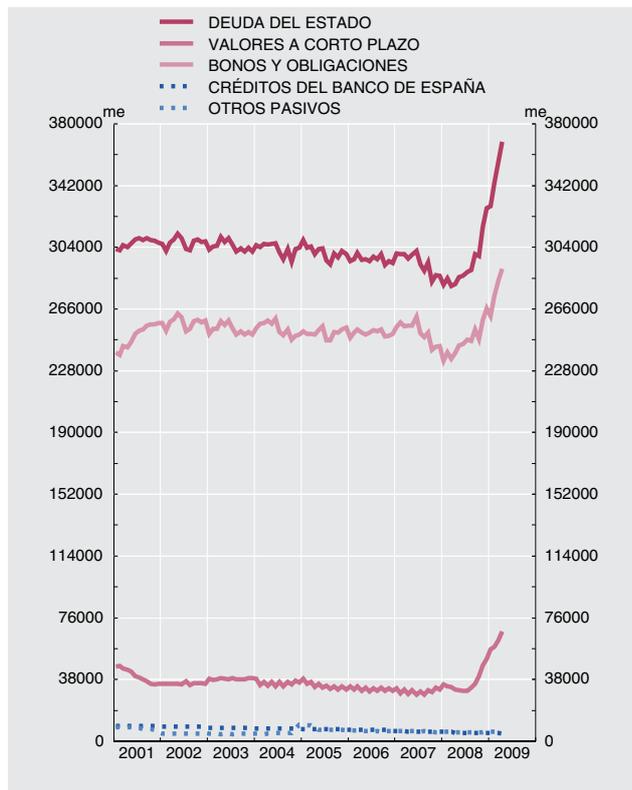
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

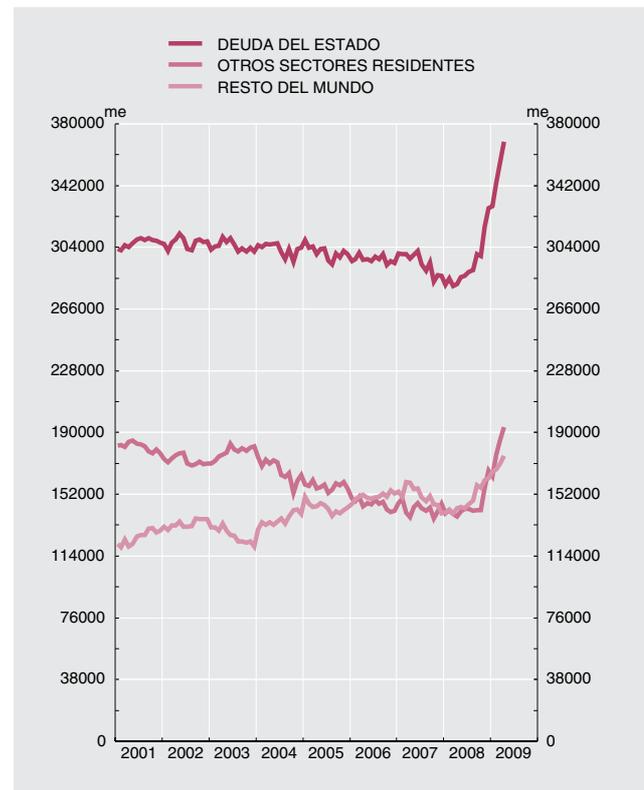
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:		
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)	
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes					Resto del mundo
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059	
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185	
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251	
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412	
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310	
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430	
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460	
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819	
03	301 503	5 105	38 702	250 337	7 873	4 591	192 426	10 952	181 474	120 029	300	6 821	
04	303 563	3 267	35 996	250 125	7 388	10 055	183 276	19 412	163 863	139 700	300	7 186	
05	299 656	2 154	31 647	254 442	6 902	6 666	178 476	22 810	155 666	143 990	300	6 020	
06	294 419	515	31 060	250 702	6 416	6 242	163 799	21 897	141 902	152 517	100	5 794	
07	P 286 349	355	31 644	243 246	5 832	5 626	171 657	25 551	146 106	140 243	165	6 162	
08	Ago P	290 047	75	32 910	246 308	5 249	5 581	175 411	33 457	141 954	148 093	99	6 613
	Sep P	299 654	76	35 516	253 327	5 249	5 563	175 541	33 342	142 199	157 455	182	7 614
	Oct P	298 500	76	40 024	247 665	5 249	5 562	174 335	31 915	142 420	156 080	14 997	7 790
	Nov P	316 677	72	46 663	259 204	5 249	5 561	187 931	31 971	155 959	160 718	17 005	8 416
	Dic P	328 242	63	50 790	266 385	5 249	5 818	200 921	34 458	166 463	161 779	4 502	8 152
09	Ene A	329 187	67	56 556	261 588	5 249	5 794	198 748	35 558	163 190	165 997	8 500	8 051
	Feb A	343 656	67	58 211	274 413	5 249	5 783	211 602	35 226	176 376	167 280	10 000	15 106
	Mar A	356 551	64	62 154	283 421	5 249	5 727	221 812	36 178	185 633	170 918	6 502	22 453
	Abr A	368 884	67	67 566	290 935	4 665	5 718	232 736	39 564	193 173	175 712	19 980	34 048

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

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

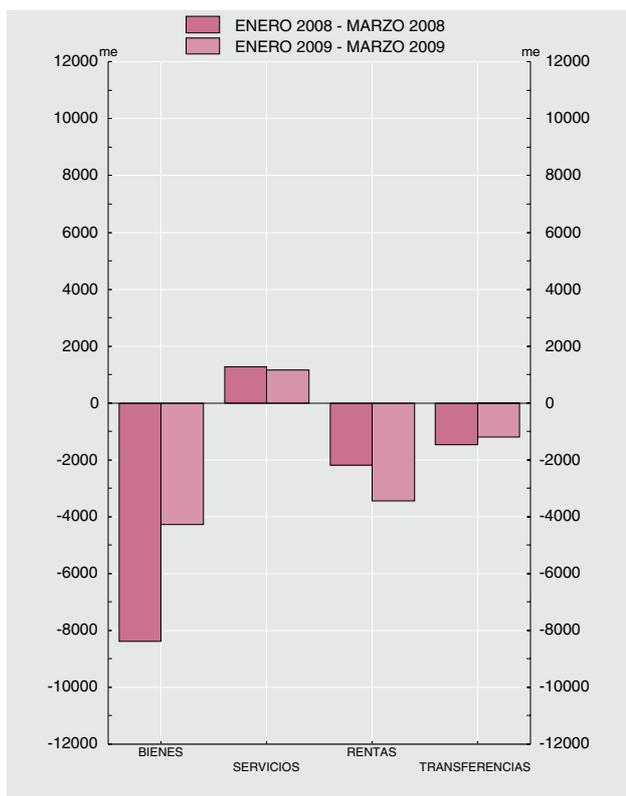
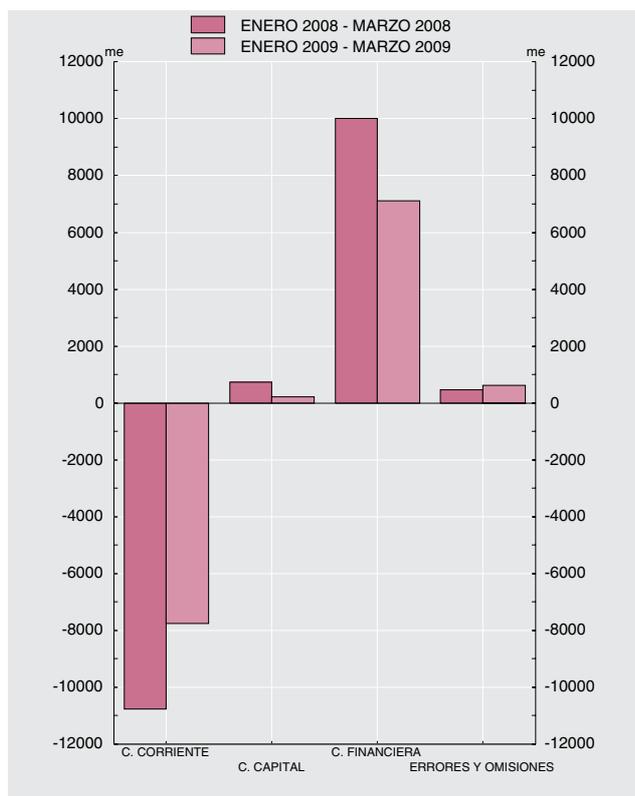
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omision- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
													6						7	8	9
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)		
06	-88 313	-83 246	175 808	259 054	22 235	84 761	40 715	62 525	13 266	-20 799	47 701	68 500	-6 503	6 194	-82 118	85 624	-3 506	
07	-105 378	-91 246	192 613	283 859	23 076	93 234	42 061	70 158	14 360	-30 142	56 827	86 969	-7 067	4 578	-100 800	101 066	-265	
08	P-104 454	-87 654	193 899	281 553	26 504	97 547	41 901	71 043	13 834	-34 054	60 928	94 982	-9 249	5 556	-98 899	94 910	3 989	
08 E-M	P -32 309	-25 147	48 896	74 043	3 804	20 895	8 172	17 090	3 343	-6 583	15 212	21 794	-4 383	2 234	-30 075	28 688	1 386	
09 E-M	P -23 290	-12 835	38 368	51 202	3 467	18 588	6 764	15 121	2 684	-10 322	11 613	21 935	-3 601	660	-22 630	20 788	1 842	
07 Dic	-8 758	-9 108	13 800	22 908	809	7 143	2 402	6 334	1 076	-2 923	6 523	9 446	2 465	1 160	-7 598	3 892	3 706	
08 Ene	P -12 031	-8 616	15 374	23 991	1 395	7 309	2 756	5 914	1 112	-3 524	4 964	8 487	-1 286	1 238	-10 793	10 139	654	
Feb	P -8 964	-7 557	17 148	24 705	1 102	6 811	2 441	5 710	1 200	-818	5 371	6 189	-1 690	626	-8 338	9 865	-1 527	
Mar	P -11 314	-8 974	16 374	25 347	1 307	6 774	2 975	5 467	1 031	-2 241	4 878	7 118	-1 407	370	-10 944	8 684	2 260	
Abr	P -9 143	-7 433	18 528	25 961	1 315	7 181	2 613	5 866	1 025	-2 069	4 768	6 837	-955	264	-8 879	8 355	524	
May	P -9 201	-7 428	17 130	24 558	2 577	7 745	3 533	5 169	820	-3 617	5 669	9 286	-733	976	-8 225	9 148	-922	
Jun	P -7 918	-8 101	15 929	24 030	3 024	9 115	4 115	6 090	1 299	-2 604	5 466	8 070	-237	250	-7 669	9 130	-1 462	
Jul	P -7 752	-7 419	17 689	25 108	3 942	10 562	5 143	6 619	1 320	-3 784	6 549	10 333	-492	318	-7 434	7 523	-89	
Ago	P -7 118	-7 214	12 464	19 679	3 986	9 691	5 398	5 706	1 454	-3 107	3 245	6 352	-782	414	-6 703	7 267	-564	
Sep	P -8 083	-6 719	17 825	24 543	2 585	9 027	4 461	6 443	1 313	-3 061	4 241	7 302	-888	379	-7 704	7 353	351	
Oct	P -7 718	-6 091	17 194	23 285	2 496	8 942	3 852	6 446	1 298	-3 052	5 327	8 379	-1 072	212	-7 506	7 166	341	
Nov	P -8 620	-5 522	14 738	20 260	1 779	7 083	2 512	5 305	1 038	-3 703	4 169	7 872	-1 174	251	-8 369	7 947	422	
Dic	P -6 593	-6 580	13 506	20 086	996	7 306	2 102	6 310	924	-2 475	6 281	8 756	1 466	259	-6 334	2 333	4 000	
09 Ene	P -6 584	-4 116	11 444	15 560	1 299	6 241	2 389	4 942	939	-3 259	4 249	7 508	-508	53	-6 532	7 557	-1 025	
Feb	P -10 156	-5 492	12 784	18 276	779	5 890	2 007	5 111	948	-3 260	3 117	6 377	-2 184	234	-9 922	6 096	3 826	
Mar	P -6 550	-3 227	14 139	17 367	1 389	6 458	2 368	5 068	797	-3 803	4 247	8 051	-908	373	-6 176	7 135	-958	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

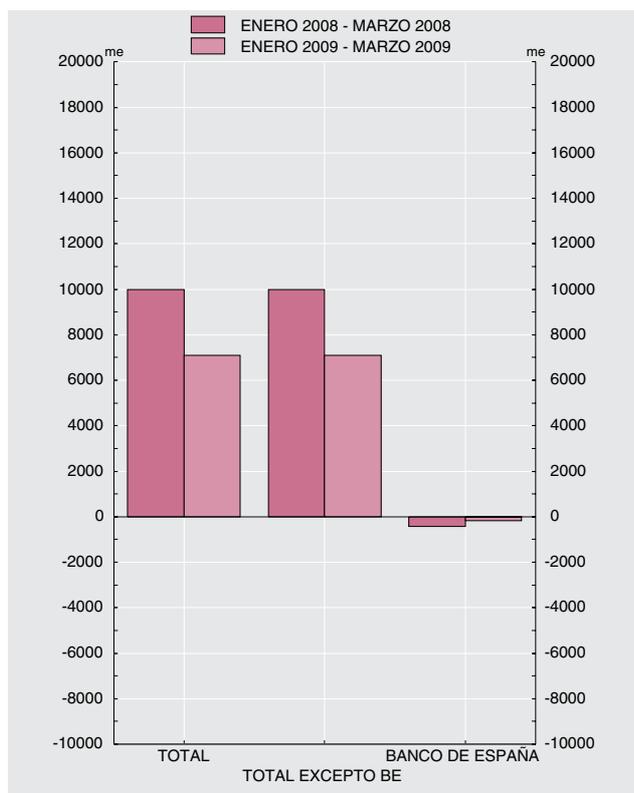
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

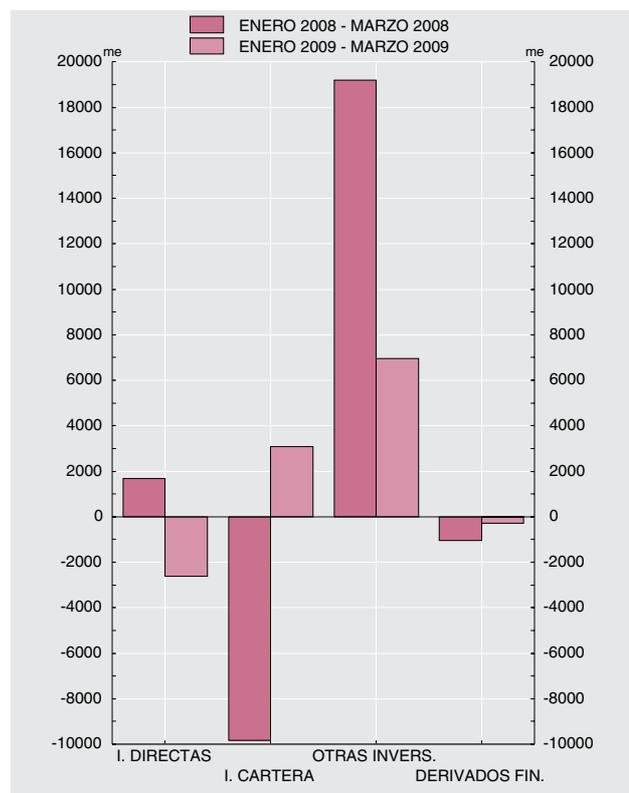
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11	12	13=14+15+16	14	15	16
06	85 624	111 425	-58 547	83 100	24 554	199 615	-3 928	195 687	-31 647	66 093	34 446	2 003	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	101 066	86 743	-50 902	101 191	50 289	104 779	-8 601	96 178	37 025	57 196	94 221	-4 159	14 322	-164	28 329	-13 843
08	94 910	64 773	-8 040	52 783	44 742	4 268	-21 841	-17 573	76 229	15 007	91 236	-7 683	30 137	-645	31 713	-931
08 E-M	P 28 688	30 000	5 023	11 999	17 022	-29 504	250	-29 255	57 595	6 186	63 780	-3 113	-1 312	109	-1 753	332
09 E-M	P 20 788	21 305	-7 813	8 860	1 047	9 261	-7 107	2 153	20 871	-11 213	9 657	-1 013	-517	-265	-2 849	2 596
07 Dic	3 892	1 429	-4 908	14 536	9 628	-2 875	-1 675	-4 549	11 650	-23 898	-12 248	-2 439	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P 10 139	4 637	10 369	4 909	15 279	-1 075	-12 995	-14 070	-3 241	34 207	30 966	-1 416	5 502	123	5 483	-104
Feb	P 9 865	9 664	-1 024	3 583	2 559	-11 800	9 899	-1 902	24 100	12 326	36 426	-1 611	201	-36	61	177
Mar	P 8 684	15 700	-4 322	3 507	-815	-16 628	3 346	-13 283	36 736	-40 348	-3 612	-86	-7 016	22	-7 297	259
Abr	P 8 355	-7 698	-95	3 140	3 044	1 329	-2 789	-1 460	-7 175	16 631	9 456	-1 757	16 053	47	15 869	137
May	P 9 148	11 635	-2 900	4 320	1 420	17 178	-2 114	15 064	1 258	9 897	11 155	-3 901	-2 487	61	-3 443	894
Jun	P 9 130	10 419	5 772	6 140	11 913	9 456	-2 081	7 375	-3 912	14 538	10 626	-898	-1 289	87	-2 056	681
Jul	P 7 523	-327	-648	4 146	3 498	8 547	-745	7 802	-6 245	1 828	-4 417	-1 980	7 850	-184	8 024	10
Ago	P 7 267	1 785	-3 966	3 406	-561	8 855	-107	8 748	-3 724	9 980	6 256	620	5 482	-146	5 621	7
Sep	P 7 353	9 465	-1 494	5 004	3 511	4 132	-4 325	-193	6 660	-11 901	-5 240	167	-2 112	-100	-1 569	-444
Oct	P 7 166	15 223	-4 454	6 714	2 260	-10 876	-10 177	-21 053	30 570	-12 187	18 383	-17	-8 057	-28	-5 640	-2 389
Nov	P 7 947	303	-1 927	3 490	1 562	-2 817	-430	-3 247	1 656	-6 242	-4 586	3 392	7 643	-318	8 131	-171
Dic	P 2 333	-6 033	-3 352	4 424	1 072	-2 031	678	-1 354	-455	-13 723	-14 178	-195	8 366	-172	8 528	10
09 Ene	P 7 557	10 578	-3 673	4 012	340	10 629	-7 187	3 442	2 858	7 593	10 450	764	-3 021	-16	-2 439	-566
Feb	P 6 096	905	-400	1 741	1 341	-2 929	-1 782	-4 712	4 852	-11 541	-6 689	-617	5 191	-84	4 972	303
Mar	P 7 135	9 822	-3 740	3 107	-634	1 562	1 862	3 423	13 161	-7 265	5 896	-1 160	-2 687	-165	-5 382	2 859

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

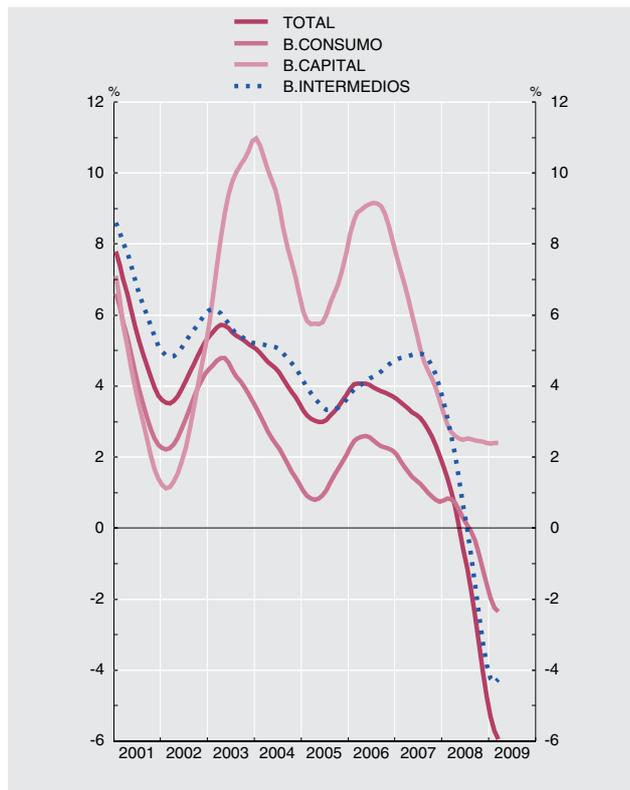
7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

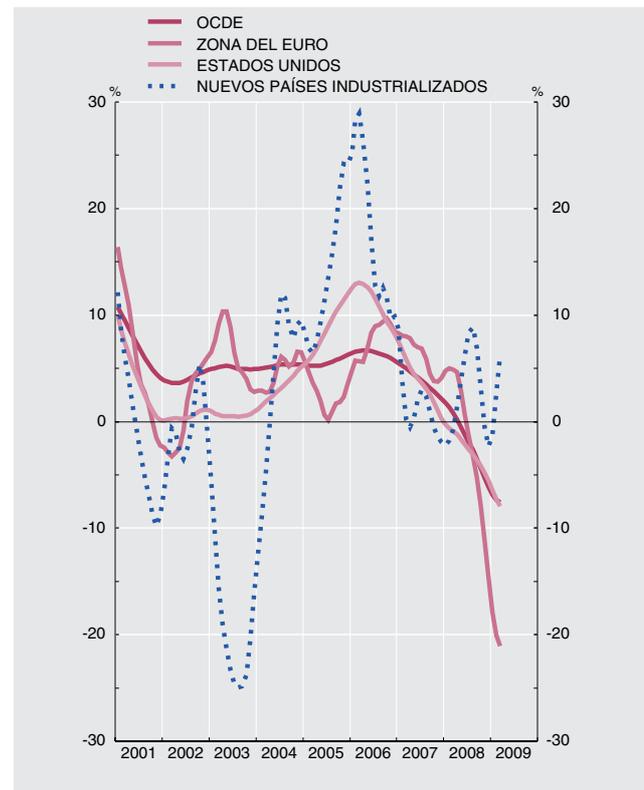
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-4,9	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	5,0	5,9	2,0	11,0	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	2,3	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	7,8	8,4	17,7	4,2	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	22,4	-12,5	23,5	-0,8
08	P 188 184	3,9	1,8	4,0	-2,7	1,1	22,3	0,5	1,9	1,4	1,8	3,0	31,3	-2,1	8,0	2,7
08 Feb	P 16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,3	12,5	-5,7	26,2	-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	-4,0	-4,6	-15,5	8,7	-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	19,8	23,8	33,7	30,8	-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	2,3	1,0	12,0	50,5	-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	11,9	-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	3,1	5,1	16,6	74,3	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	-6,7	-2,3	-1,8	24,8	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	42,9	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	-3,0	-2,4	-4,3	53,0	-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	-15,0	-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	-10,7	-11,6	19,1	56,4	20,8	-0,2	-9,8
09 Ene	P 11 092	-25,7	-23,6	-16,4	-31,5	-27,3	-16,5	-27,8	-25,5	-22,6	-25,7	-21,1	-2,3	-30,2	-46,1	-19,9
09 Feb	P 12 401	-25,4	-20,7	-17,8	1,9	-26,3	-15,0	-26,7	-29,5	-27,0	-28,0	-22,1	27,3	-19,6	-27,0	2,9
09 Mar	P 13 714	-13,6	-9,5	2,1	-16,3	-16,7	-35,9	-15,6	-17,5	-16,1	-15,0	-4,4	18,9	8,1	-7,4	36,8

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

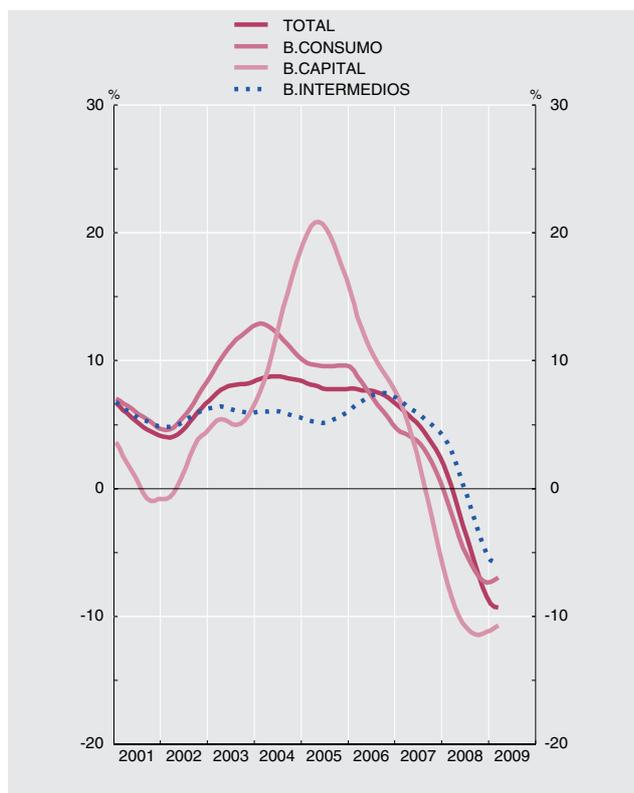
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	-0,5	12,9	16,6	1,1
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	13,4	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	39,2	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	8,0	8,5	14,7	24,9	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	-4,8	-6,8	28,7	-3,7
08 Feb	P 24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,9	12,9	36,2	14,9	-14,5	23,7	-9,9
Mar	P 25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,5	-5,5	29,7	42,1	0,7	-2,8	-26,1
Abr	P 26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	11,0	10,0	13,5	40,9	42,0	34,7	6,9
May	P 24 585	2,7	-3,5	-6,5	-22,4	0,9	-4,0	2,0	-3,0	-1,6	-3,5	12,3	52,9	29,5	6,7	-24,6
Jun	P 24 126	-1,2	-4,2	-16,2	-19,5	3,7	17,0	1,0	-13,2	-14,3	-11,1	24,2	56,9	24,6	13,5	-24,3
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
Ago	P 19 719	-1,1	-8,1	-12,6	-28,1	-3,4	5,0	-5,8	-10,4	-10,9	-10,2	-1,4	47,2	3,2	-0,7	-7,9
Sep	P 24 723	6,0	1,5	3,1	-14,0	3,1	18,3	-0,0	0,4	-1,4	-1,7	2,5	40,9	5,8	17,8	-11,1
Oct	P 23 317	-10,4	-13,5	-19,6	-20,9	-9,3	-1,0	-11,2	-15,1	-15,6	-15,1	-18,3	30,1	-20,3	-7,6	-10,6
Nov	P 20 237	-19,9	-20,4	-17,9	-39,1	-17,9	0,4	-21,6	-22,8	-23,7	-22,3	-12,0	13,3	-9,4	-26,3	-21,3
Dic	P 20 072	-16,5	-18,0	-14,0	-25,7	-18,4	-4,3	-22,1	-24,1	-27,4	-19,2	24,4	-4,3	-4,0	9,3	-29,4
09 Ene	P 15 591	-35,3	-30,1	-16,4	-32,3	-34,8	-32,9	-35,3	-32,5	-31,1	-33,8	-28,9	-50,0	-31,6	-28,0	-34,8
Feb	P 18 268	-26,0	-20,3	-3,5	-35,4	-24,9	10,6	-32,3	-26,0	-25,4	-26,1	-3,4	-7,5	-22,4	-26,2	-34,0
Mar	P 17 372	-31,8	-26,2	-9,0	-26,3	-32,3	-35,6	-31,3	-28,0	-28,1	-26,8	-21,5	-36,9	-7,8	-22,4	-22,5

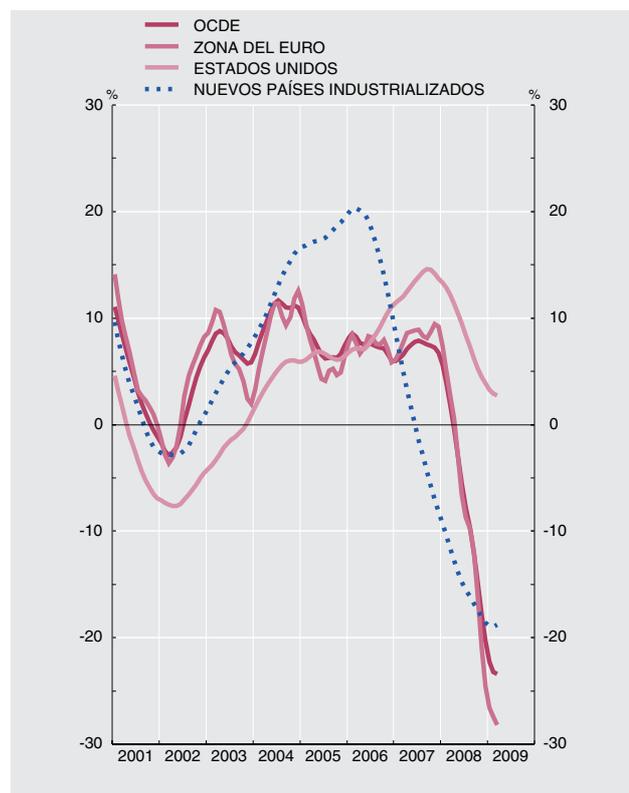
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

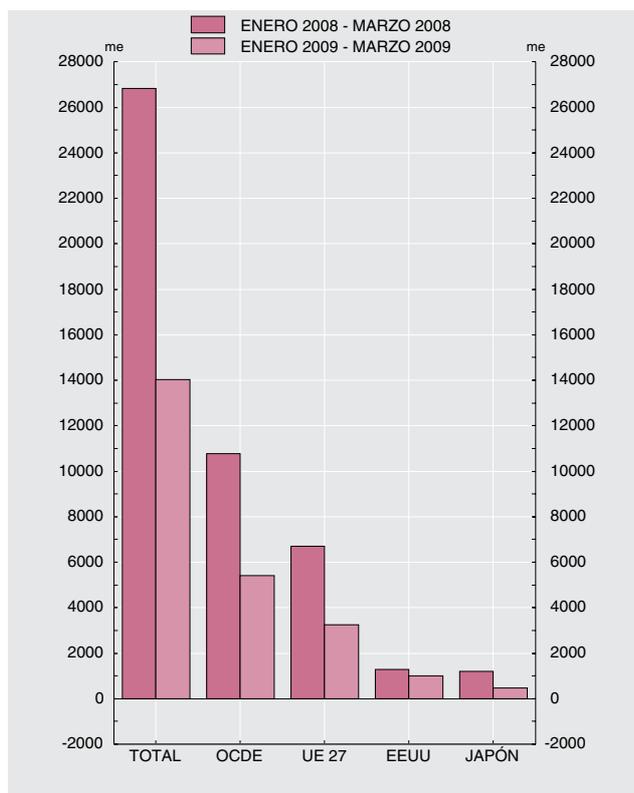
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

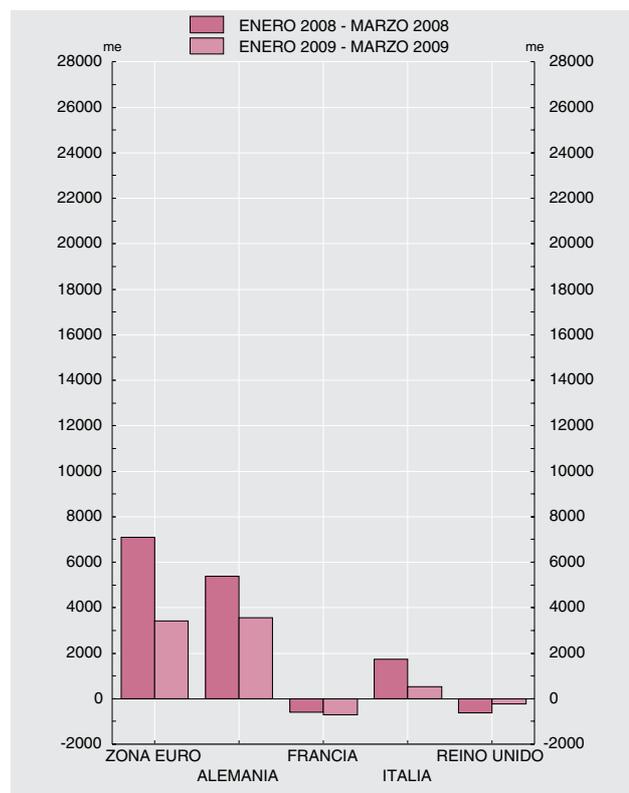
Millones de euros

	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	OPEP
		Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido			Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados				
03		-46 995	-19 057	-19 120	-13 731	-3 239	-3 517	63	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 146	-1 467	-5 629	-2 600
04		-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 321	-1 784	-7 369	-3 104
05		-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-14 136	-3 089	-10 182	-3 411
06		-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 576	-3 316	-12 647	-4 564
07		-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-16 423	-3 477	-16 366	-4 347
08	P	-94 067	-25 314	-25 188	-20 054	3 865	-6 350	-125	418	-38 121	-3 479	-3 626	-22 158	-5 061	-17 903	-3 321
08	Feb P	-8 074	-2 587	-2 894	-2 110	46	-608	306	335	-3 824	-376	-361	-1 393	-273	-1 513	-279
	Mar P	-9 602	-2 251	-2 345	-1 716	174	-574	93	220	-3 579	-468	-437	-1 905	-447	-1 156	-251
	Abr P	-8 048	-2 673	-2 657	-2 022	335	-650	-16	130	-3 427	-279	-378	-1 656	-387	-1 396	-302
	May P	-7 963	-2 153	-2 315	-2 116	553	-490	163	160	-3 458	-304	-365	-1 973	-516	-1 405	-257
	Jun P	-8 662	-2 064	-2 052	-1 726	366	-417	-12	-40	-3 386	-310	-378	-2 558	-523	-1 467	-373
	Jul P	-8 012	-2 061	-2 044	-1 736	477	-769	-17	-5	-2 895	-266	-179	-1 769	-488	-1 783	-234
	Ago P	-7 597	-2 121	-2 093	-1 091	-199	-472	-28	-6	-2 933	-195	-150	-2 174	-379	-1 578	-196
	Sep P	-7 433	-1 262	-1 349	-1 489	604	-446	86	93	-2 222	-262	-250	-1 972	-590	-1 861	-279
	Oct P	-6 645	-1 780	-1 800	-1 622	492	-408	20	9	-2 633	-185	-242	-1 910	-336	-1 454	-278
	Nov P	-5 948	-1 939	-1 780	-1 372	441	-541	-159	-145	-2 682	-126	-200	-1 285	-406	-1 291	-293
	Dic P	-6 930	-2 559	-2 015	-1 508	210	-434	-544	-404	-3 724	-269	-282	-1 347	-208	-1 288	-241
09	Ene P	-4 498	-511	-531	-1 034	662	-154	20	33	-1 235	-265	-166	-917	-343	-1 265	-199
	Feb P	-5 868	-2 335	-2 316	-1 289	-718	-271	-18	10	-3 071	-475	-125	-1 124	-199	-1 119	-130
	Mar P	-3 657	-395	-571	-1 242	773	-109	175	188	-1 110	-274	-169	-919	-344	-870	-124

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.

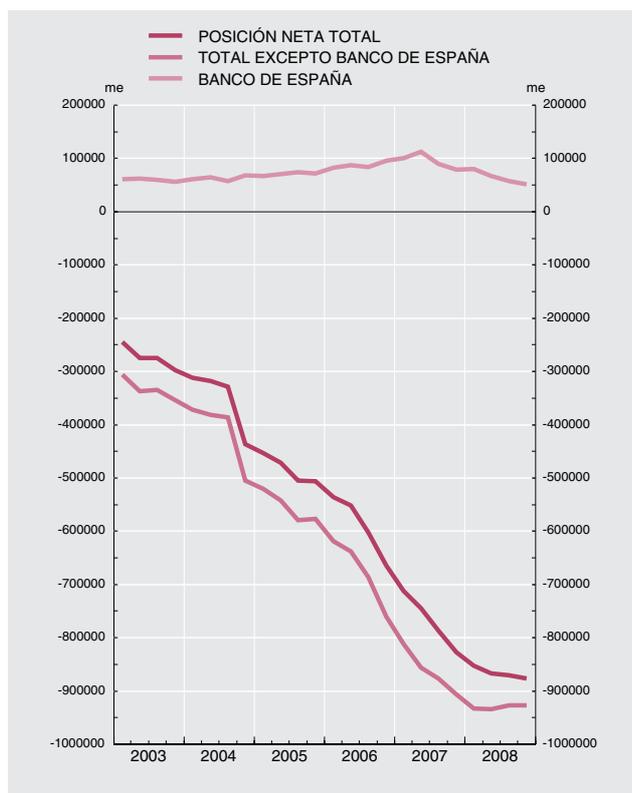
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

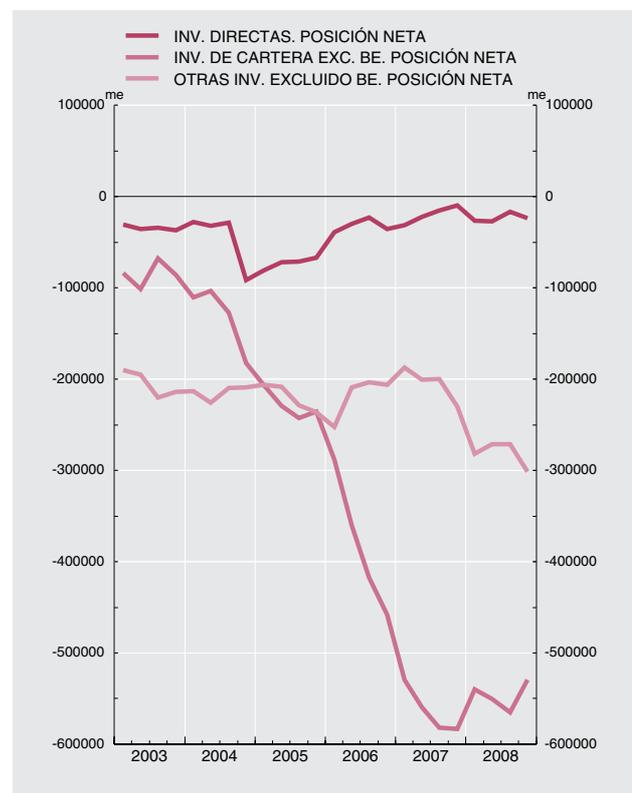
Saldos a fin de periodo en mm de euros

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 I/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	-535,9	-618,3	-38,9	287,0	325,9	-327,1	476,7	803,8	-252,4	284,8	537,2	-	82,4	15,4	26,8	40,3
II	-551,2	-638,5	-30,3	302,2	332,5	-399,2	444,3	843,5	-209,0	299,4	508,5	-	87,3	14,6	32,2	40,5
III	-602,4	-685,8	-23,4	319,6	343,0	-459,1	447,7	906,8	-203,3	313,1	516,4	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-664,6	-760,3	-35,7	314,1	349,7	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,8	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 I	-712,0	-812,4	-31,2	319,6	350,8	-582,4	461,0	1 043,3	-187,5	358,4	545,9	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-744,1	-856,3	-22,5	350,7	373,2	-617,2	471,0	1 088,2	-200,6	361,8	562,4	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-787,0	-876,6	-15,2	360,2	375,4	-643,4	455,2	1 098,6	-200,1	383,5	583,6	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-827,7	-906,6	-9,9	401,2	411,1	-647,6	443,3	1 090,8	-230,3	378,6	608,9	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 I	-852,5	-933,1	-26,3	401,6	427,9	-604,1	418,9	1 023,0	-281,9	379,7	661,6	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8
II	-867,4	-934,6	-27,0	417,1	444,2	-612,5	403,0	1 015,5	-271,6	416,3	687,9	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
III	-870,3	-927,3	-16,8	435,2	452,0	-627,6	387,7	1 015,4	-271,2	421,5	692,7	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
IV	-876,1	-927,0	-23,7	432,5	456,1	-595,3	364,3	959,6	-301,6	384,5	686,1	-6,4	50,9	14,5	-30,6	66,9

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

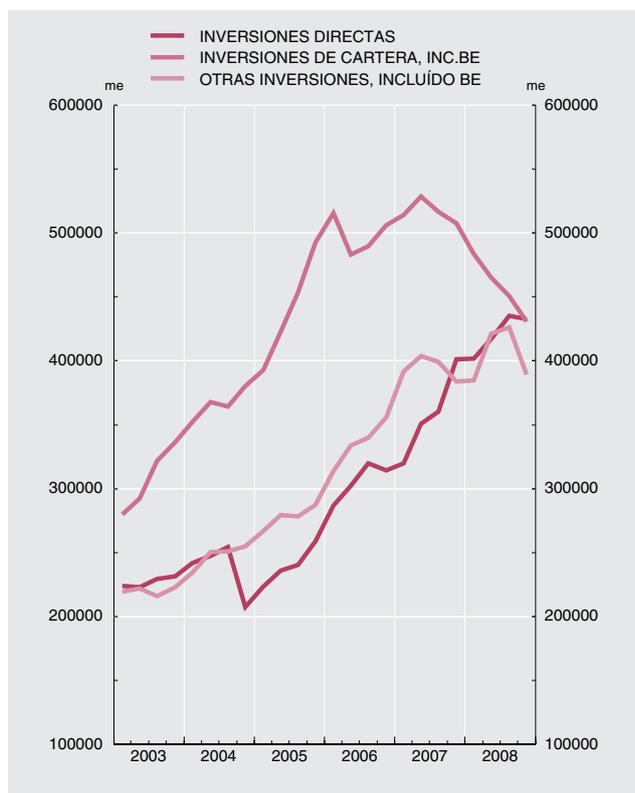
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

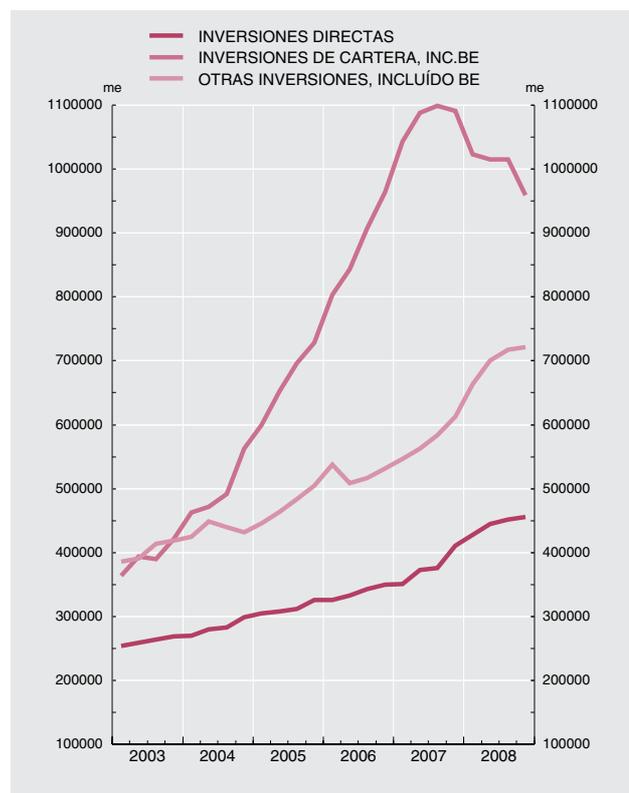
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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 / IV	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 / I	267 995	18 982	252 144	73 727	119 452	395 944	214 645	589 149	313 779	537 733	-	-
II	279 692	22 503	259 325	73 149	122 047	361 127	206 547	636 951	333 633	508 820	-	-
III	298 024	21 606	263 985	79 015	126 170	363 383	232 494	674 271	339 954	516 710	-	-
IV	290 841	23 210	270 481	79 240	133 193	373 001	245 683	718 897	355 591	531 203	32 973	42 569
07 / I	298 434	21 166	272 215	78 614	140 704	373 512	256 533	786 784	391 805	546 227	33 197	44 487
II	335 026	15 681	287 726	85 488	153 730	374 852	269 506	818 657	403 851	562 822	39 921	55 856
III	338 735	21 453	292 596	82 779	142 095	374 617	273 560	825 065	399 382	583 861	44 181	62 069
IV	374 492	26 694	319 672	91 400	134 762	372 789	286 207	804 620	383 853	612 479	44 642	63 487
08 / I	374 349	27 243	340 553	87 379	104 137	379 311	240 114	782 899	384 627	663 476	53 297	74 001
II	388 794	28 349	354 110	90 077	99 162	365 889	221 001	794 520	421 052	700 183	58 579	82 016
III	404 427	30 743	355 071	96 941	84 106	366 347	204 374	810 980	426 240	716 930	70 066	81 757
IV	400 903	31 553	356 214	99 910	64 833	365 631	174 265	785 306	389 295	721 366	108 226	114 023

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

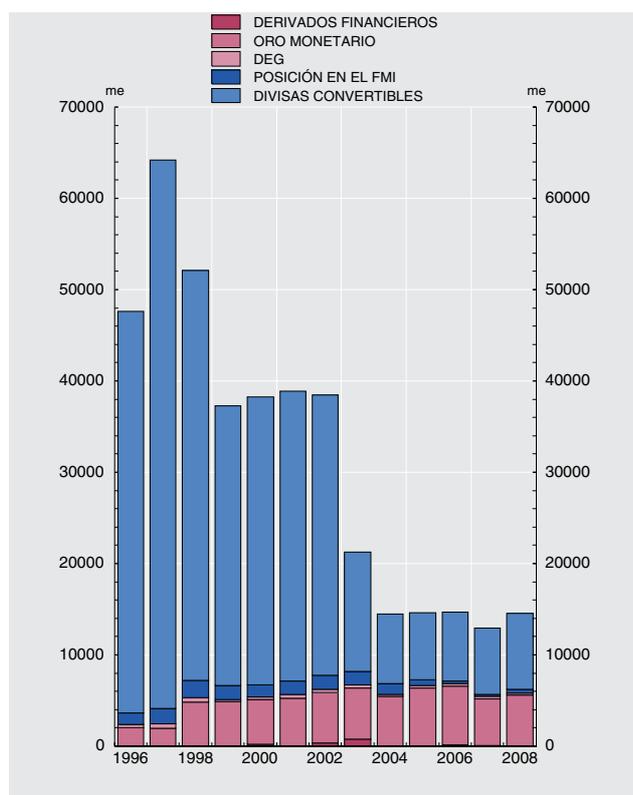
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

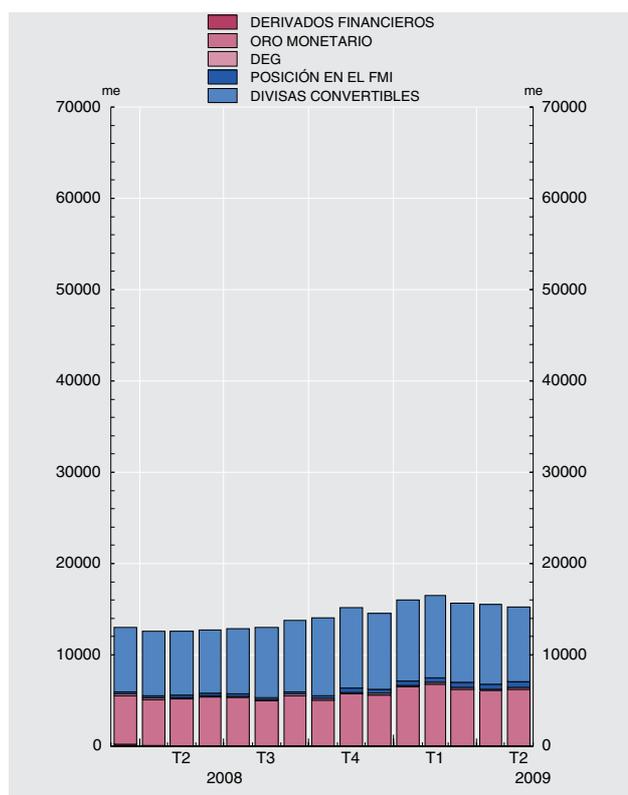
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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 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
<i>Feb</i>	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
<i>Mar</i>	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
<i>Abr</i>	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
<i>May</i>	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
<i>Jun</i>	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1
<i>Jul</i>	12 887	7 169	234	172	5 314	-1	9,1
<i>Ago</i>	12 987	7 638	233	155	5 128	-168	9,1
<i>Sép</i>	13 806	7 857	238	159	5 678	-126	9,1
<i>Oct</i>	14 037	8 546	256	170	5 201	-135	9,1
<i>Nov</i>	15 150	8 796	449	168	5 797	-60	9,1
<i>Dic</i>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09 Ene	16 033	8 889	492	173	6 479	-	9,1
<i>Feb</i>	16 519	9 040	490	173	6 816	-	9,1
<i>Mar</i>	15 663	8 691	556	167	6 249	-	9,1
<i>Abr</i>	15 490	8 713	560	168	6 050	-	9,1
<i>May</i>	15 225	8 180	632	156	6 257	-	9,1

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
04 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	1 238 524	214 081	4 628	14	191 300	18 137	-	589 544	1 003	295 793	193 633	99 115
II	1 258 482	213 347	3 620	348	191 381	17 998	-	580 931	2 186	268 495	208 797	101 453
III	1 308 122	214 181	6 070	1 472	188 569	18 070	-	602 379	5 274	267 227	225 647	104 232
IV	1 370 268	215 585	4 836	665	191 871	18 213	-	622 836	6 252	277 193	236 038	103 352
07 I	1 461 175	219 414	4 901	40	195 781	18 692	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
II	1 522 320	215 159	5 446	444	190 503	18 767	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
III	1 541 887	207 167	4 820	1 326	182 455	18 566	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 561 412	197 858	4 505	875	173 414	19 064	-	723 951	20 039	327 391	262 222	114 300
08 I	1 590 024	194 361	6 329	553	167 692	19 786	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 643 660	196 520	5 594	157	170 922	19 848	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 681 871	212 775	9 722	489	182 155	20 410	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 662 458	227 246	12 330	2 086	191 643	21 188	-	766 196	11 966	400 648	249 410	104 172

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	Total	Inversores directos	Afiladas
04 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	322 722	2 905	19 500	408	195 679	102 731	360	1 139	111 642	46 426	65 216	
II	328	328	351 165	4 283	18 432	330	226 684	100 123	352	961	112 712	47 702	65 010	
III	316	316	374 105	4 641	22 224	830	244 071	101 073	348	918	117 140	51 141	65 999	
IV	281	281	411 399	4 786	22 967	694	275 114	106 946	338	555	120 168	49 588	70 581	
07 I	322	322	455 179	5 303	21 638	541	317 258	109 172	334	932	128 164	49 961	78 203	
II	423	423	481 155	5 418	27 016	1 058	336 291	110 018	331	1 022	140 841	50 395	90 446	
III	277	277	494 467	2 153	21 840	846	346 652	121 643	339	994	132 960	52 076	80 884	
IV	3 550	3 550	491 740	201	20 006	285	344 239	125 986	331	692	144 312	54 961	89 351	
08 I	1 855	1 855	481 630	927	19 514	409	331 224	127 939	320	1 296	143 650	56 095	87 555	
II	12 326	12 326	491 771	6 397	20 823	1 263	330 504	131 347	317	1 120	148 957	61 182	87 775	
III	24 276	24 276	498 367	18 093	22 926	1 067	321 348	133 786	323	824	153 961	62 257	91 705	
IV	35 233	35 233	477 997	12 711	19 638	2 303	307 246	134 954	322	824	155 786	64 482	91 304	

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 Dic	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
<i>Mar</i>	607 356	232 617	451 005	-5 038	-	1 146	72 373	388 329	745 155	133 214	498 652	-8 613	219 027
<i>Abr</i>	629 124	241 479	430 873	-4 722	-	876	39 381	401 450	755 635	142 817	519 780	-22 778	227 674
<i>May</i>	602 531	235 969	406 653	-5 146	-	229	35 175	394 929	758 300	139 329	497 607	5 093	207 602

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 Dic	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	72 079		23 831
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	37	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336
<i>Feb</i>	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	72 071	22 143
<i>Mar</i>	44 173	21 534	22 480	161	-	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569
<i>Abr</i>	47 940	18 749	29 240	-27	-	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121
<i>May</i>	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
<i>Jun</i>	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559
<i>Jul</i>	49 384	15 745	33 727	-77	-	0	11	18 770	-4 787	11 374	79 782	16 554	12 134	72 828	24 027
<i>Ago</i>	46 741	12 338	34 467	-62	-	0	1	20 634	-4 787	6 400	78 759	13 276	12 171	73 465	24 495
<i>Sep</i>	49 144	10 689	38 695	204	-	50	493	21 118	-4 787	5 006	76 660	14 077	11 885	73 846	27 807
<i>Oct</i>	52 692	21 520	56 729	-6 008	-	379	19 929	11 844	-4 787	20 175	79 383	29 728	15 099	73 837	25 459
<i>Nov</i>	58 218	33 238	58 454	-764	-	210	32 921	15 379	-4 787	21 135	79 783	34 089	18 251	74 485	26 490
<i>Dic</i>	63 598	25 688	67 106	-1 780	-	56	27 471	28 274	-4 787	13 156	81 432	23 611	17 972	73 916	26 955
09 Ene	57 488	22 338	63 324	-1 721	-	19	26 472	29 076	-5 265	8 734	80 105	19 644	20 871	70 144	24 942
<i>Feb</i>	74 090	20 781	57 578	-614	-	60	3 716	38 001	-5 265	14 731	78 492	23 060	16 857	69 964	26 622
<i>Mar</i>	72 709	19 233	55 363	-600	-	21	1 308	38 496	-5 406	13 986	78 839	24 844	17 455	72 242	25 633
<i>Abr</i>	67 434	20 482	48 530	-314	-	-	1 264	29 462	-5 447	16 532	80 098	27 400	19 354	71 611	26 887
<i>May</i>	67 668	23 171	46 028	-509	-	-	1 022	26 575	-5 447	21 139	79 163	31 162	18 427	70 759	25 400

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

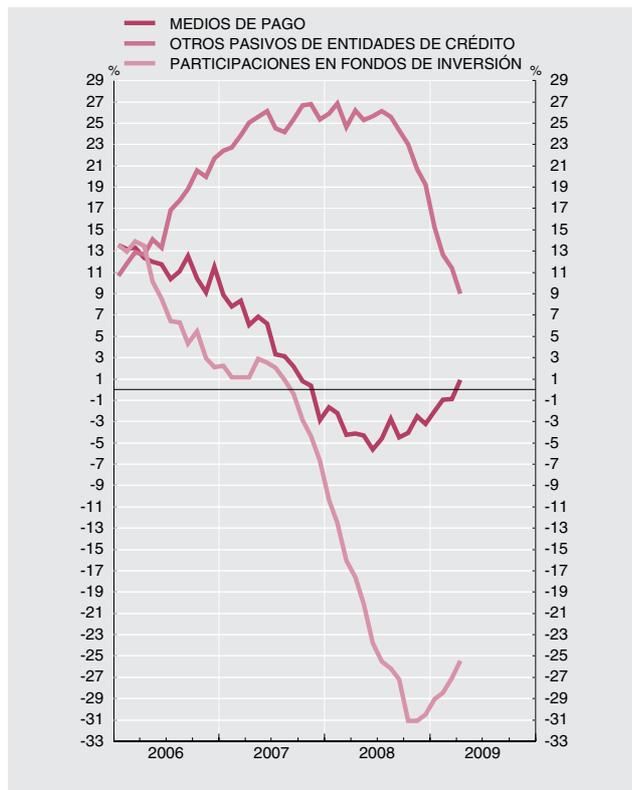
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 983	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
07	497 887	-2,9	2,3	-4,1	458 887	25,4	29,8	7,3	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 234	19,3	24,3	-12,7	-8,9	145 876	-30,5	-16,4	-41,4	5,5	8,0
08 Ene	482 399	-1,7	1,8	-2,5	470 638	25,9	30,0	7,9	-6,7	202 202	-10,3	4,1	-20,6	9,7	14,9
08 Feb	480 343	-2,2	1,5	-3,1	482 232	26,8	31,2	6,3	-7,4	197 714	-12,5	2,6	-23,1	9,7	14,8
08 Mar	480 671	-4,2	-0,3	-5,2	488 556	24,7	29,7	2,5	-15,4	192 015	-16,1	-0,1	-27,6	7,6	12,9
08 Abr	471 030	-4,1	-0,6	-5,0	499 700	26,2	31,6	-0,3	-10,7	188 789	-17,6	-1,2	-29,3	8,4	12,1
08 May	477 157	-4,3	-1,3	-5,0	505 476	25,3	31,5	-3,3	-19,6	184 113	-20,1	-3,3	-31,9	7,8	11,9
08 Jun	487 821	-5,6	-2,5	-6,3	518 447	25,7	30,7	-0,7	2,5	175 162	-23,7	-6,9	-35,6	6,9	12,9
08 Jul	479 771	-4,6	-2,8	-5,0	523 983	26,1	31,7	-1,2	-9,5	169 786	-25,5	-8,9	-37,3	7,6	13,0
08 Ago	478 080	-2,8	-3,2	-2,7	531 720	25,6	31,8	-6,0	-7,3	167 975	-26,2	-11,6	-37,1	8,2	13,1
08 Sep	478 656	-4,5	-3,7	-4,7	534 820	24,3	29,6	-2,1	-11,7	162 715	-27,2	-13,4	-37,8	6,7	10,8
08 Oct	465 576	-4,1	1,2	-5,4	541 397	23,0	27,5	1,2	-18,8	151 857	-31,1	-15,4	-42,7	6,6	9,8
08 Nov	475 795	-2,5	0,9	-3,4	542 175	20,7	25,8	-6,4	-24,5	147 925	-31,1	-15,8	-42,7	6,4	9,0
08 Dic	481 725	-3,2	0,6	-4,2	547 234	19,3	24,3	-12,7	-8,9	145 876	-30,5	-16,4	-41,4	5,5	8,0
09 Ene	P 472 723	-2,0	1,0	-2,8	542 355	15,2	19,9	-12,6	-23,7	143 472	-29,0	-20,9	-36,6	4,0	7,8
09 Feb	P 475 897	-0,9	1,0	-1,4	543 400	12,7	16,8	-12,9	-22,3	141 440	-28,5	-19,6	-36,8	3,6	7,4
09 Mar	P 476 499	-0,9	1,4	-1,4	544 119	11,4	15,5	-15,1	-21,3	139 982	-27,1	-22,3	-31,9	2,8	7,6
09 Abr	P 475 404	0,9	2,3	0,6	544 815	9,0	11,8	-9,1	-18,6	140 755	-25,4	-18,1	-32,7	3,0	7,1

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

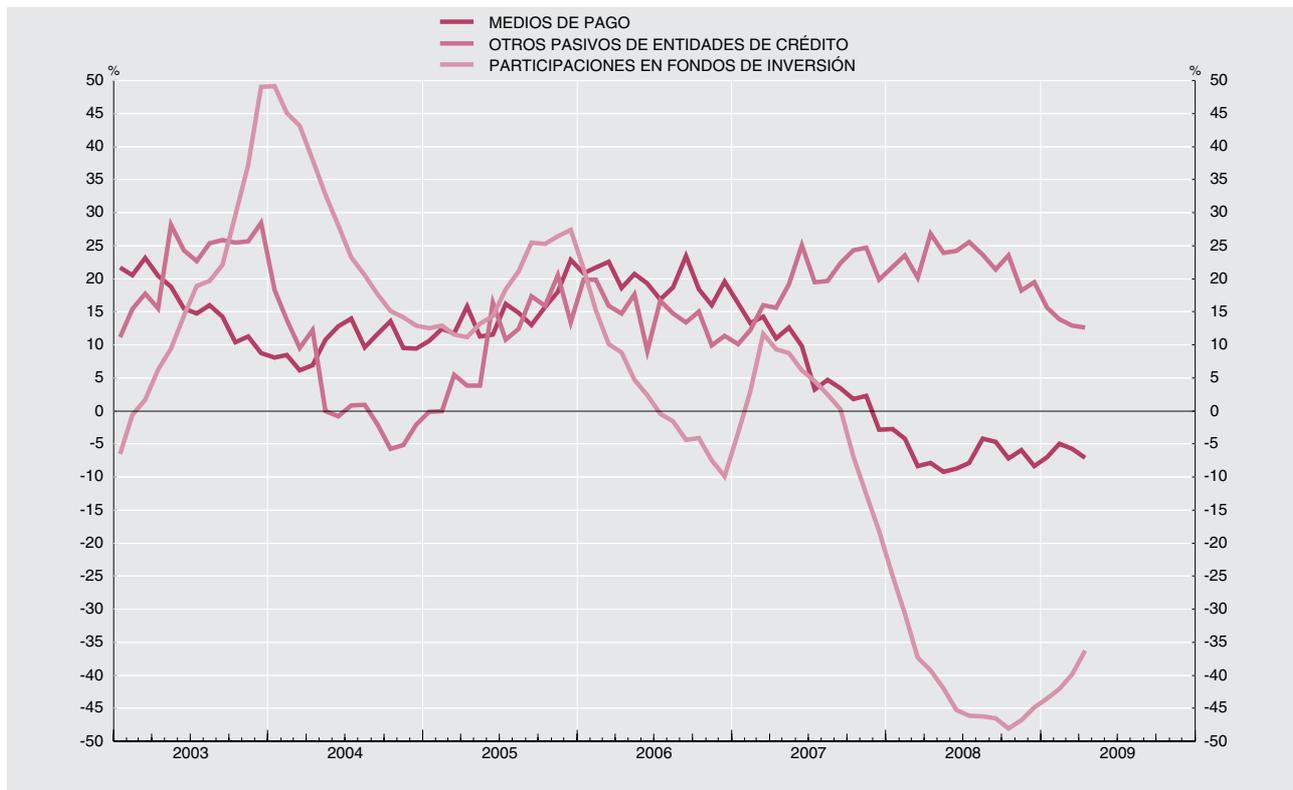
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa 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	78 769	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
07	133 469	-2,8	94 413	19,9	37,4	-8,2	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08	122 377	-8,3	112 786	19,5	25,1	5,9	11 959	-44,9	-33,5	-53,7
08 Ene	125 242	-2,8	94 368	21,8	36,2	-3,9	20 835	-25,0	-11,4	-34,6
Feb	124 315	-4,2	96 821	23,5	38,6	-4,6	20 024	-30,7	-17,2	-40,2
Mar	123 351	-8,3	98 807	20,2	35,6	-8,3	19 083	-37,3	-23,9	-47,1
Abr	118 718	-7,8	101 892	26,9	44,4	-7,5	18 113	-39,3	-24,4	-49,9
May	121 193	-9,2	103 551	24,0	43,1	-12,0	16 996	-41,9	-25,7	-53,3
Jun	125 284	-8,7	110 055	24,2	35,7	1,0	15 587	-45,3	-28,0	-57,4
Jul	118 279	-7,8	107 692	25,6	38,1	1,0	14 913	-46,2	-29,7	-57,9
Ago	120 854	-4,2	110 438	23,7	38,2	-3,2	14 573	-46,2	-31,9	-56,9
Sep	126 336	-4,6	111 310	21,4	30,6	3,6	13 946	-46,6	-33,4	-56,6
Oct	116 473	-7,2	113 948	23,6	28,9	11,9	12 858	-48,0	-34,1	-58,3
Nov	121 399	-6,0	110 632	18,2	23,1	6,7	12 333	-46,8	-33,8	-56,6
Dic	122 377	-8,3	112 786	19,5	25,1	5,9	11 959	-44,9	-33,5	-53,7
09 Ene	P 116 487	-7,0	109 114	15,6	20,1	4,4	11 763	-43,5	-38,0	-48,9
Feb	P 118 191	-4,9	110 258	13,9	16,8	5,9	11 597	-42,1	-36,0	-48,1
Mar	P 116 255	-5,8	111 539	12,9	16,7	2,6	11 474	-39,9	-37,0	-42,9
Abr	P 110 294	-7,1	114 723	12,6	11,8	15,2	11 541	-36,3	-32,4	-40,5

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

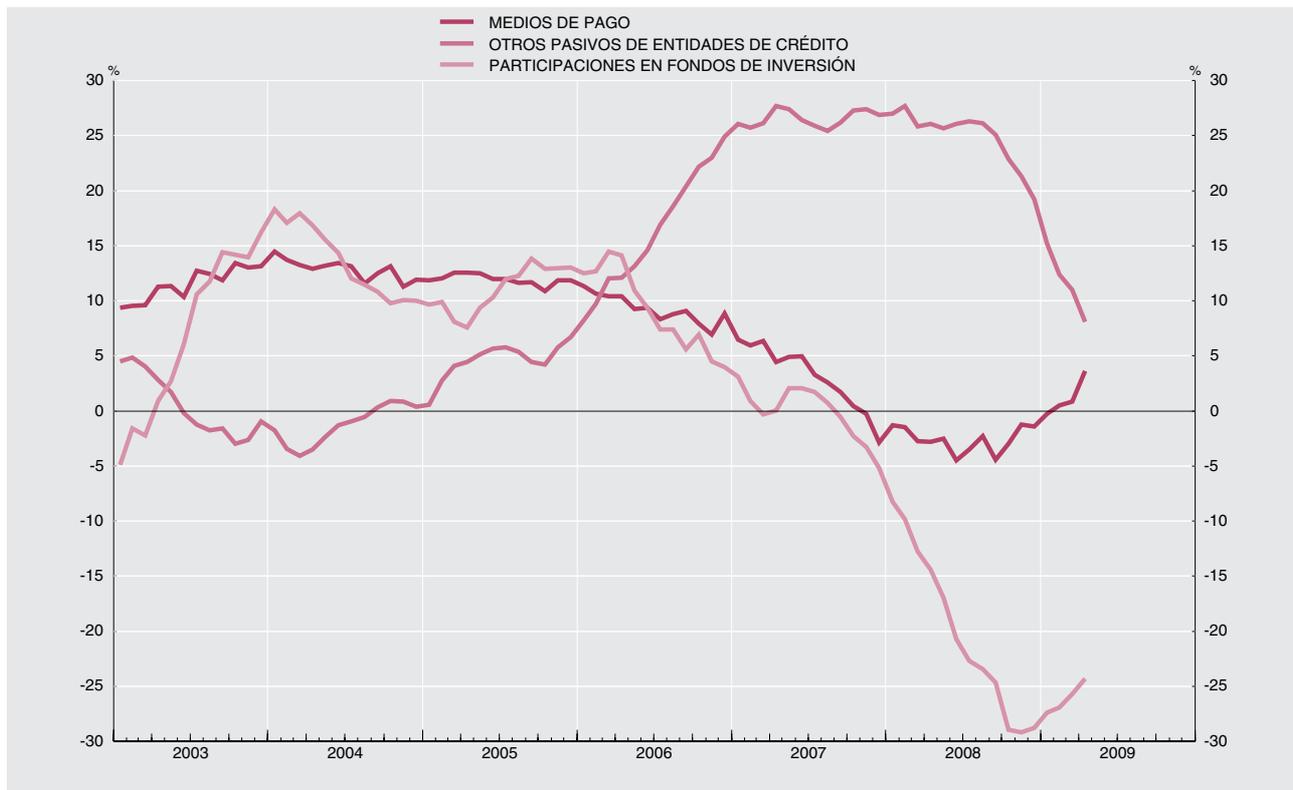
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa 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	287 214	24,9	23,8	34,1	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 418	-2,9	2,9	-4,6	364 474	26,9	28,4	15,0	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 448	19,2	24,2	-25,8	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
08 Ene	357 157	-1,3	2,6	-2,5	376 270	27,0	28,8	12,6	181 366	-8,3	6,3	-18,6
Feb	356 028	-1,5	2,4	-2,6	385 412	27,7	29,8	10,5	177 690	-9,8	5,5	-20,6
Mar	357 320	-2,7	0,8	-3,8	389 750	25,8	28,5	4,9	172 932	-12,8	3,5	-24,6
Abr	352 312	-2,8	0,6	-3,9	397 809	26,0	29,2	1,5	170 675	-14,4	2,2	-26,3
May	355 965	-2,5	0,1	-3,3	401 925	25,6	29,3	-2,2	167 116	-17,0	-0,1	-28,8
Jun	362 537	-4,5	-1,0	-5,6	408 392	26,1	29,6	-1,0	159 574	-20,7	-4,0	-32,5
Jul	361 492	-3,5	-1,2	-4,2	416 292	26,3	30,4	-5,8	154 873	-22,7	-6,1	-34,5
Ago	357 226	-2,3	-1,5	-2,5	421 281	26,1	30,5	-8,7	153 402	-23,5	-8,8	-34,4
Sep	352 319	-4,4	-1,8	-5,3	423 510	25,1	29,4	-10,6	148 769	-24,7	-10,7	-35,3
Oct	349 103	-3,0	3,1	-5,0	427 449	22,9	27,2	-14,5	138 999	-28,9	-13,0	-40,8
Nov	354 396	-1,3	3,0	-2,6	431 543	21,3	26,3	-22,6	135 593	-29,2	-13,7	-41,0
Dic	359 348	-1,4	2,7	-2,7	434 448	19,2	24,2	-25,8	133 917	-28,8	-14,4	-40,0
09 Ene	P 356 236	-0,3	2,9	-1,3	433 241	15,1	19,8	-28,4	131 709	-27,4	-18,9	-35,2
Feb	P 357 706	0,5	2,8	-0,3	433 141	12,4	16,7	-29,1	129 843	-26,9	-17,8	-35,5
Mar	P 360 244	0,8	3,0	0,1	432 580	11,0	15,2	-29,7	128 508	-25,7	-20,6	-30,8
Abr	P 365 110	3,6	3,8	3,6	430 092	8,1	11,8	-28,6	129 214	-24,3	-16,6	-32,0

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.

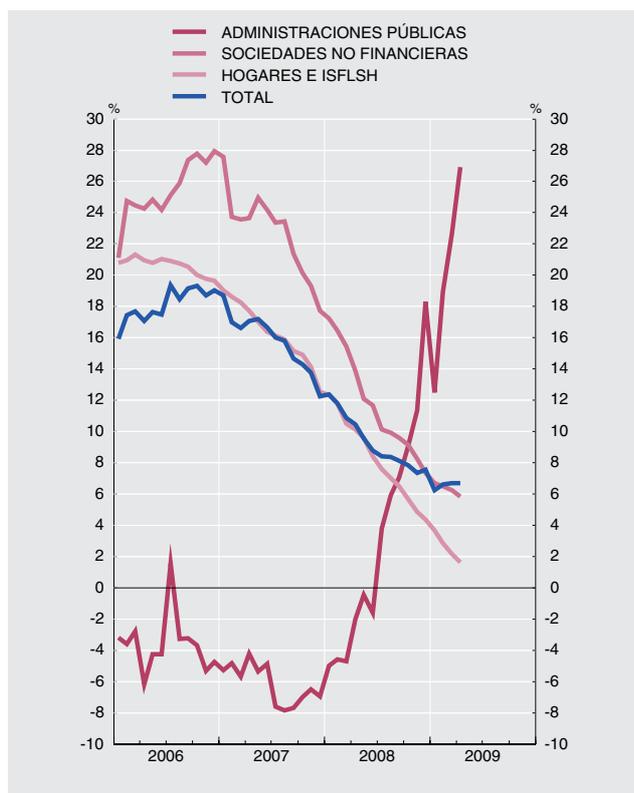
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

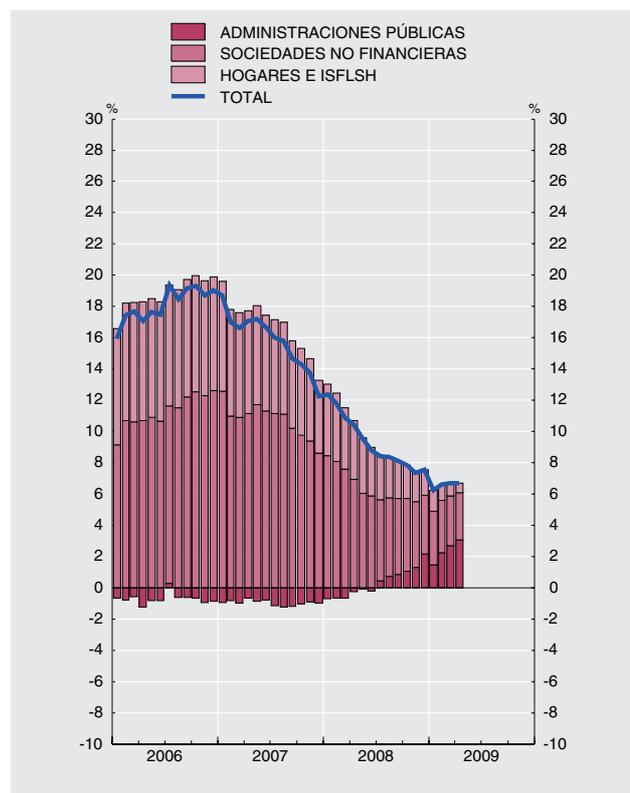
Millones de euros y porcentajes

	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	2 103 406	335 822	19,0	-4,7	24,2	27,9	19,6	24,4	134,2	15,9	-0,8	19,9	12,6	7,2	17,0	1,0	1,9
07	2 368 926	258 245	12,3	-6,9	15,5	17,7	12,5	15,9	18,4	12,3	-1,0	13,3	8,6	4,6	11,6	0,3	1,4
08	2 542 660	178 763	7,5	18,3	6,1	7,3	4,4	5,6	12,1	8,6	2,2	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,0
08 Ene	2 376 331	9 265	12,4	-5,0	15,1	17,2	12,4	15,4	18,6	13,1	-0,7	13,0	8,5	4,6	11,2	0,3	1,5
08 Feb	2 392 183	14 512	11,8	-4,6	14,5	16,5	11,8	14,9	14,2	11,8	-0,6	12,5	8,1	4,4	10,9	0,2	1,4
08 Mar	2 406 022	13 431	10,9	-4,7	13,3	15,5	10,5	13,6	11,0	12,0	-0,6	11,5	7,6	3,9	9,9	0,2	1,4
08 Abr	2 409 001	3 480	10,5	-2,0	12,3	13,9	10,1	12,6	15,4	9,8	-0,3	10,7	6,9	3,8	9,3	0,2	1,2
08 May	2 433 077	22 095	9,6	-0,4	11,0	12,1	9,6	11,6	17,4	6,6	-0,1	9,6	6,1	3,6	8,6	0,3	0,8
08 Jun	2 459 887	27 525	8,8	-1,6	10,3	11,7	8,4	10,2	18,0	9,9	-0,2	9,0	5,9	3,1	7,5	0,3	1,2
08 Jul	2 469 538	14 585	8,4	3,8	9,1	10,1	7,6	8,9	10,1	9,8	0,5	8,0	5,2	2,8	6,7	0,2	1,2
08 Ago	2 482 387	11 741	8,4	5,9	8,7	9,9	7,0	8,4	10,0	10,3	0,7	7,7	5,0	2,6	6,3	0,2	1,2
08 Sep	2 498 566	13 997	8,1	7,1	8,3	9,6	6,5	7,8	6,9	11,9	0,9	7,3	4,9	2,4	5,8	0,1	1,4
08 Oct	2 501 563	1 582	7,8	9,1	7,7	9,1	5,7	7,4	6,7	9,6	1,1	6,8	4,7	2,1	5,6	0,1	1,1
08 Nov	2 516 467	15 105	7,3	11,4	6,8	8,3	4,9	6,4	12,4	8,8	1,3	6,0	4,2	1,8	4,8	0,2	1,0
08 Dic	2 542 660	31 446	7,5	18,3	6,1	7,3	4,4	5,6	12,1	8,6	2,2	5,4	3,8	1,6	4,2	0,2	1,0
09 Ene	P 2 521 967	-20 498	6,3	12,5	5,4	6,7	3,7	4,9	17,9	7,2	1,5	4,8	3,4	1,4	3,7	0,3	0,9
09 Feb	P 2 545 938	24 262	6,6	19,0	5,0	6,5	2,8	4,2	22,0	7,9	2,2	4,4	3,3	1,0	3,1	0,3	0,9
09 Mar	P 2 560 545	15 631	6,7	22,7	4,5	6,2	2,2	3,3	26,5	9,5	2,7	4,0	3,2	0,8	2,5	0,4	1,1
09 Abr	P 2 563 779	3 550	6,7	26,9	4,1	5,8	1,7	2,9	24,1	9,3	3,1	3,6	3,0	0,6	2,1	0,4	1,1

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

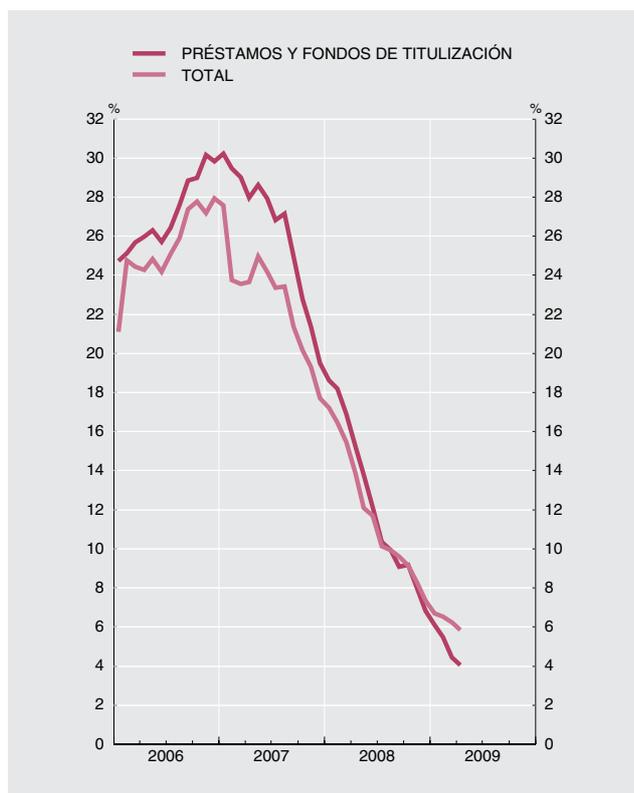
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

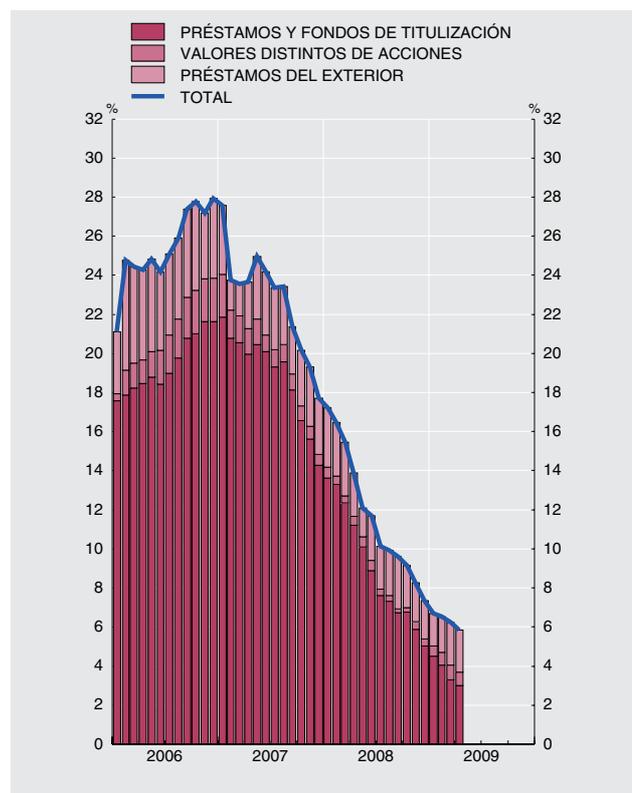
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total		
														del cual	Emisiones de filial. financ. resid.
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
06	1 024 589	222 911	27,9	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 518	15,9	4,1	3 230
07	1 214 901	181 572	17,7	895 668	19,5	14,3	36 636	23 056	18,4	0,6	282 597	12,1	2,9	2 678
08	1 301 363	89 237	7,3	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	8,4	2,0	2 060
08 Ene	1 221 416	8 406	17,2	902 146	18,6	13,6	36 709	22 872	18,6	0,6	282 561	12,8	3,0	2 632
08 Feb	1 226 751	3 924	16,5	906 447	18,2	13,3	36 632	22 667	14,2	0,4	283 672	11,4	2,7	2 552
08 Mar	1 235 032	7 450	15,5	914 494	16,9	12,4	35 920	22 587	11,0	0,3	284 619	11,6	2,8	2 489
08 Abr	1 242 719	8 143	13,9	919 170	15,3	11,2	36 787	22 573	15,4	0,5	286 762	9,5	2,2	2 461
08 May	1 251 797	6 934	12,1	924 039	13,8	10,1	38 228	24 195	17,4	0,5	289 530	6,2	1,5	2 500
08 Jun	1 266 559	15 127	11,7	931 984	12,1	8,9	39 409	25 408	18,0	0,5	295 166	9,6	2,3	2 422
08 Jul	1 277 173	15 505	10,1	941 095	10,4	7,6	39 536	25 433	10,1	0,3	296 542	9,5	2,2	2 351
08 Ago	1 276 981	-1 381	9,9	939 387	9,9	7,3	39 486	25 439	10,0	0,3	298 108	10,0	2,3	2 205
08 Sep	1 289 717	10 230	9,6	946 651	9,1	6,7	38 937	24 751	6,9	0,2	304 129	11,6	2,7	2 187
08 Oct	1 299 115	7 820	9,1	952 803	9,2	6,8	39 275	25 132	6,7	0,2	307 037	9,3	2,2	2 103
08 Nov	1 302 125	3 066	8,3	952 583	8,0	5,9	41 199	26 580	12,4	0,4	308 344	8,6	2,0	2 075
08 Dic	1 301 363	4 013	7,3	954 134	6,8	5,0	41 076	25 648	12,1	0,4	306 152	8,4	2,0	2 060
09 Ene	P 1 302 404	1 098	6,7	954 548	6,1	4,5	43 266	27 882	17,9	0,5	304 590	7,2	1,7	1 944
09 Feb	P 1 304 271	1 968	6,5	953 408	5,5	4,1	44 679	30 002	22,0	0,7	306 184	7,8	1,8	1 900
09 Mar	P 1 308 423	4 468	6,2	952 532	4,4	3,3	45 423	30 788	26,5	0,8	310 468	9,4	2,2	1 788
09 Abr	P 1 311 900	3 767	5,8	953 593	4,0	3,0	45 654	31 853	24,1	0,7	312 653	9,3	2,1	1 988

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.

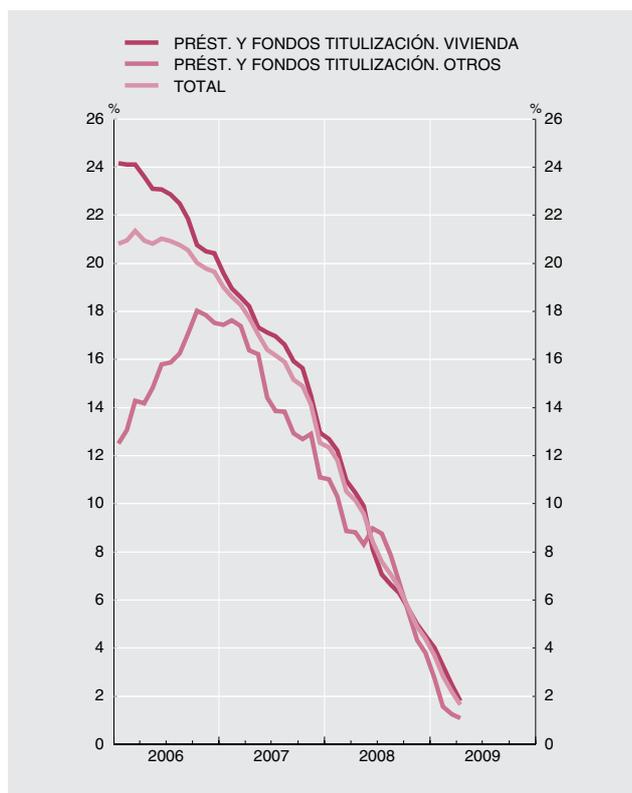
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

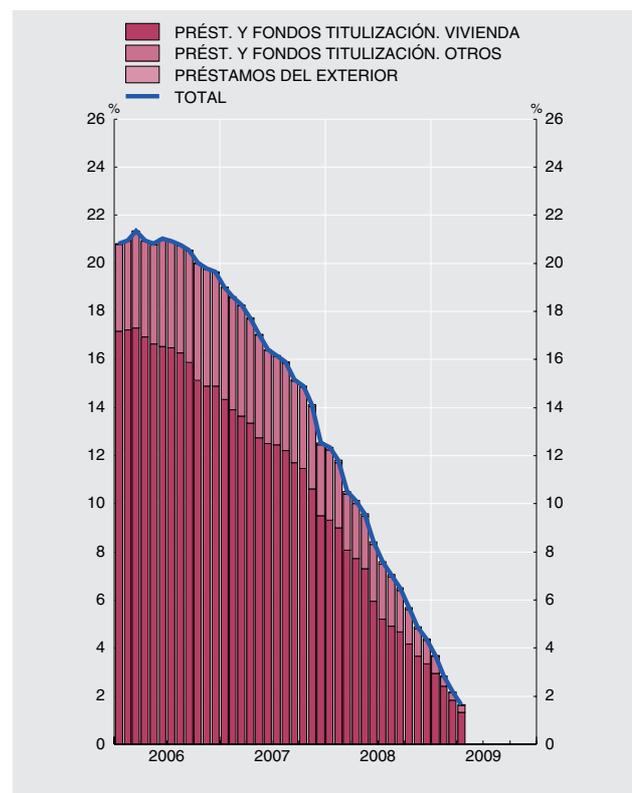
Millones de euros y porcentajes

	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	910 541	38 390	4,4	673 154	4,5	3,3	235 007	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
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
08 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
08 Mar	886 183	4 355	10,5	655 757	11,0	8,1	228 195	8,9	2,3	2 232	80,6	0,1	25 595	5 496
08 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
08 May	897 841	5 327	9,6	663 535	9,9	7,3	232 025	8,3	2,2	2 281	77,4	0,1	25 026	5 325
08 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
08 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
08 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
08 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
08 Oct	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
08 Nov	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
08 Dic	910 541	-4 339	4,4	673 154	4,5	3,3	235 007	3,8	1,0	2 380	33,9	0,1	23 304	4 436
09 Ene P	907 746	-2 658	3,7	673 014	4,0	2,9	232 301	2,7	0,7	2 431	11,4	0,0	23 179	4 319
09 Feb P	904 804	-2 751	2,8	672 388	3,3	2,4	229 935	1,6	0,4	2 481	13,4	0,0	23 054	4 217
09 Mar P	902 712	-1 386	2,2	671 335	2,5	1,8	228 846	1,2	0,3	2 531	13,4	0,0	25 356	4 497
09 Abr P	904 614	1 928	1,7	671 450	1,8	1,3	230 583	1,1	0,3	2 581	14,8	0,0	25 010	4 574

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.

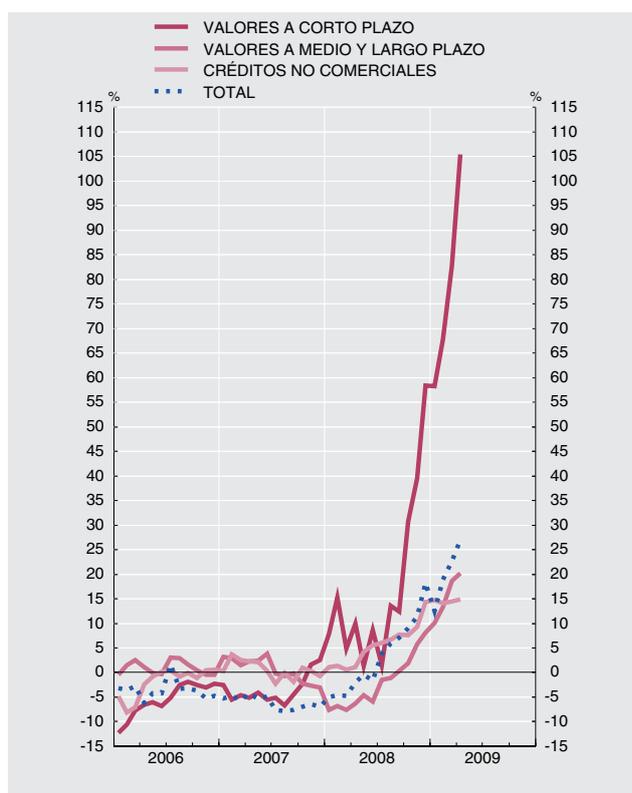
8.8. FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

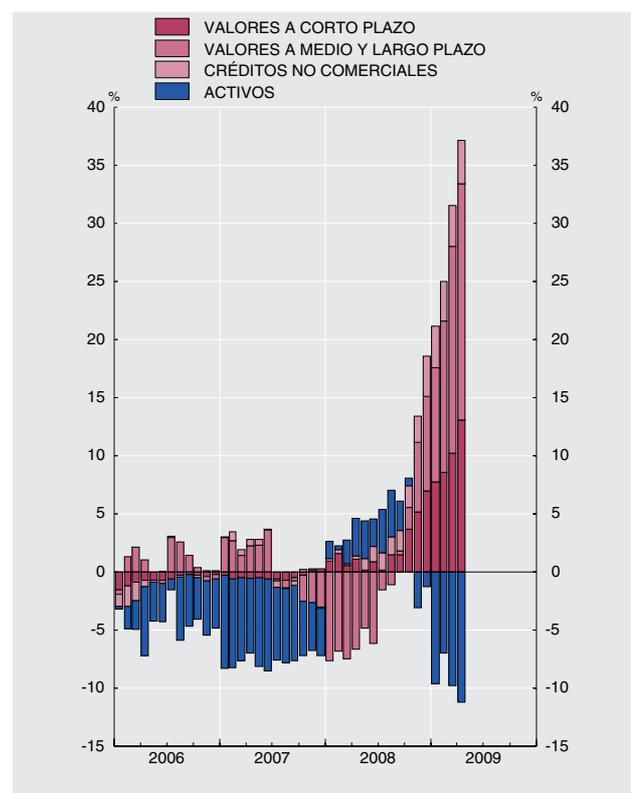
Millones de euros y porcentajes

	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			Pasivos			Activos	Pasivos			Activos		
				Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos	Total	Valores			Créditos no comerciales y resto (a)	Total	Valores		Créditos no comerciales y resto (a)	
					A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo				A corto plazo			Medio y largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
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	330 756	51 136	18,3	51 955	19 481	22 835	9 640	3 431	79	13,6	58,3	8,2	14,3	0,8	7,0	8,2	3,4	-1,3
07 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
07 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
08 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
08 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
08 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
08 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
08 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
08 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
08 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
08 Sep	A	301 391	2 848	7,1	10 411	2 531	6 856	1 024	2 646	7 608	2,6	12,4	0,3	7,7	-9,1	1,5	0,3	1,8	2,5
08 Oct	A	293 011	-8 380	9,1	-727	4 530	-5 917	659	19 739	-12 086	5,3	30,7	1,8	7,6	-4,0	3,7	1,9	1,9	0,6
08 Nov	A	298 985	5 974	11,4	19 540	6 851	11 820	869	4 542	9 024	9,4	39,6	5,7	9,3	4,9	6,0	2,3	-3,1	
08 Dic	A	330 756	31 771	18,3	15 230	4 179	5 950	5 101	-21 588	5 047	13,6	58,3	8,2	14,3	0,8	7,0	8,2	3,4	-1,3
09 Ene	A	311 817	-18 939	12,5	977	5 540	-4 659	96	6 810	13 105	15,6	58,3	10,1	14,7	24,5	7,8	9,8	3,6	-9,6
09 Feb	A	336 862	25 045	19,0	16 973	1 871	14 068	1 034	3 922	-11 994	18,6	67,7	13,3	14,1	17,6	8,6	13,0	3,4	-7,0
09 Mar	A	349 411	12 549	22,7	15 012	4 118	10 244	650	-2 259	4 722	23,9	82,8	18,6	14,5	27,6	10,2	17,8	3,5	-9,8
09 Abr	A	347 265	-2 146	26,9	14 115	5 335	8 687	93	11 305	4 955	26,9	105,4	20,2	14,8	26,8	13,1	20,3	3,7	-11,2

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

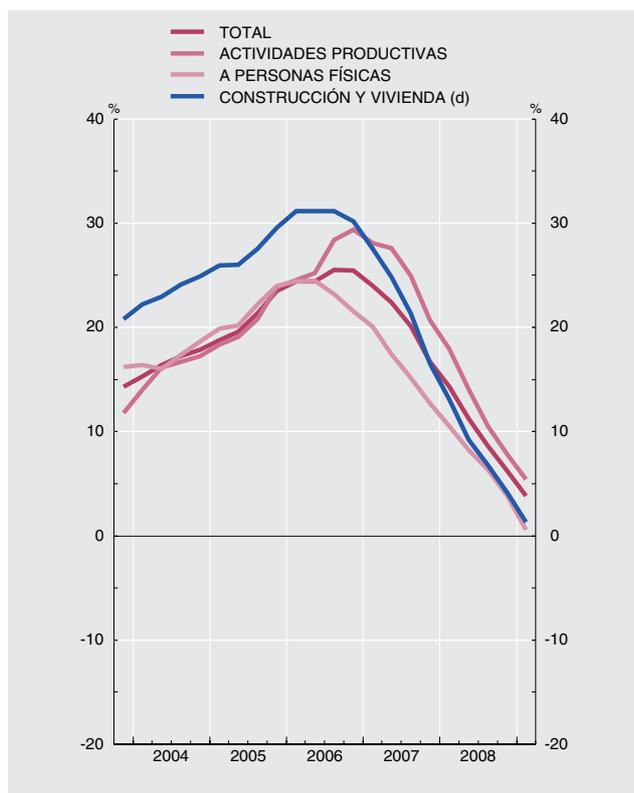
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

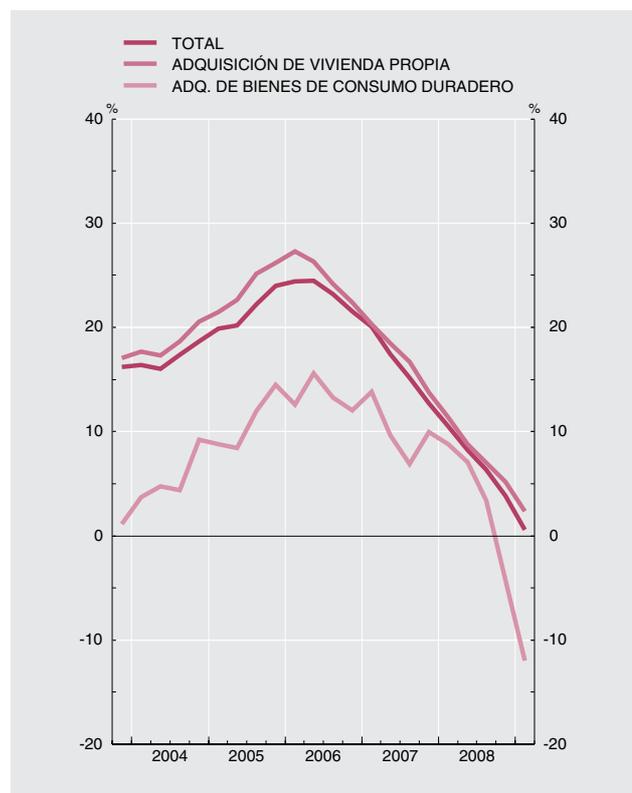
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual								Total	Del cual
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	
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 730	
04 / 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	544 389	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	151 848	682 716	318 032	819 412	649 850	621 326	54 176	115 386	6 091	27 431	1 119 730	
09 / I	1 861 747	1 014 668	24 492	158 707	141 308	690 161	322 960	806 995	645 979	616 312	50 493	110 523	5 125	34 958	1 110 246	

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

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

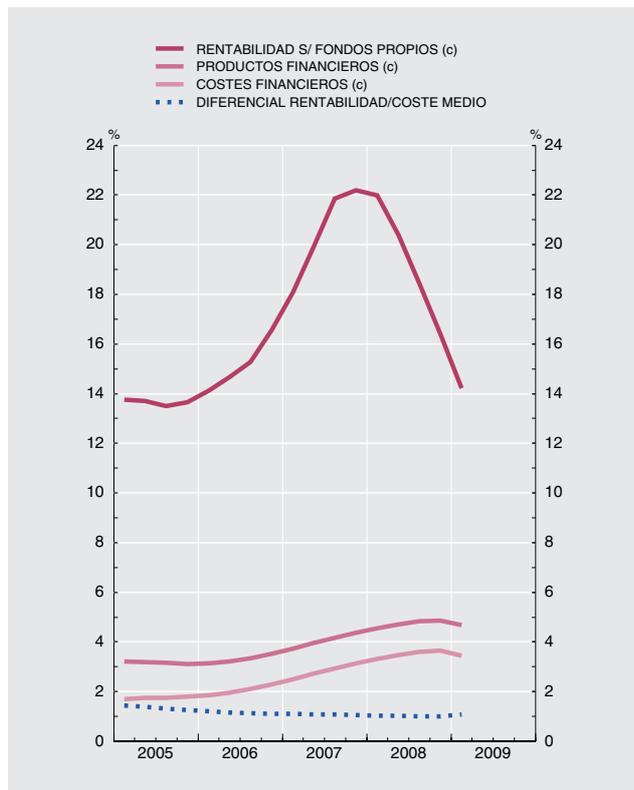
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

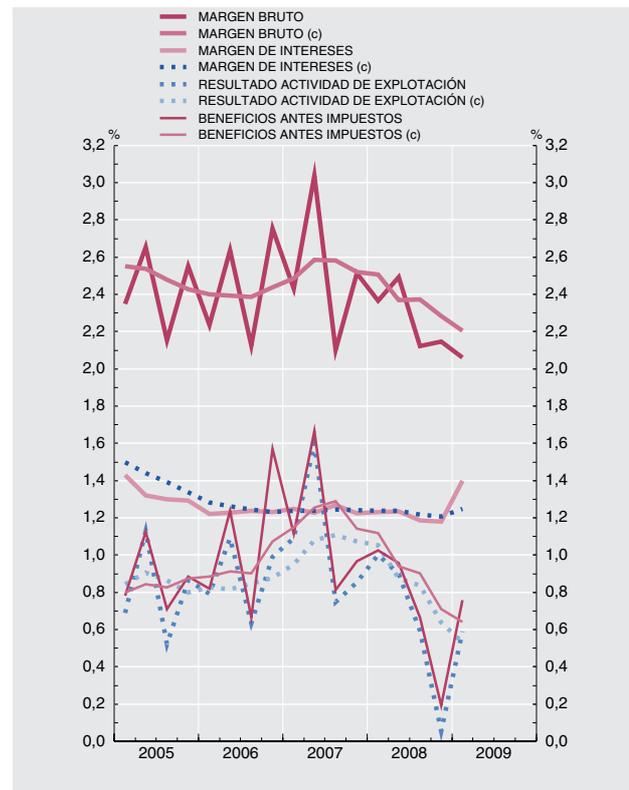
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
06	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
07	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
08	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
06 /	3,2	2,0	1,2	1,0	2,2	1,2	0,7	0,3	0,8	0,0	0,8	14,9	3,3	2,1	1,2
II	3,4	2,2	1,2	1,4	2,6	1,2	0,7	0,4	1,1	0,2	1,2	16,0	3,4	2,2	1,2
III	3,6	2,4	1,2	0,9	2,1	1,1	0,7	0,4	0,6	0,0	0,7	15,9	3,5	2,4	1,1
IV	3,8	2,6	1,2	1,5	2,8	1,2	0,7	0,6	1,0	0,6	1,6	19,5	3,7	2,6	1,1
07 /	4,1	2,8	1,2	1,2	2,4	1,1	0,7	0,2	1,1	0,0	1,1	20,9	3,9	2,8	1,1
II	4,3	3,0	1,2	1,8	3,0	1,1	0,7	0,4	1,6	0,1	1,7	23,3	4,2	3,1	1,1
III	4,5	3,2	1,3	0,8	2,1	1,1	0,6	0,3	0,7	0,1	0,8	23,7	4,4	3,3	1,1
IV	4,7	3,5	1,2	1,3	2,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,4	1,0	20,8	4,6	3,6	1,0
08 /	4,8	3,5	1,2	1,1	2,4	1,0	0,6	0,3	1,0	0,0	1,0	20,1	4,8	3,8	1,0
II	4,9	3,6	1,2	1,3	2,5	1,0	0,6	0,6	0,9	0,1	1,0	16,9	5,0	3,9	1,0
III	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0
IV	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0
09 /	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

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

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

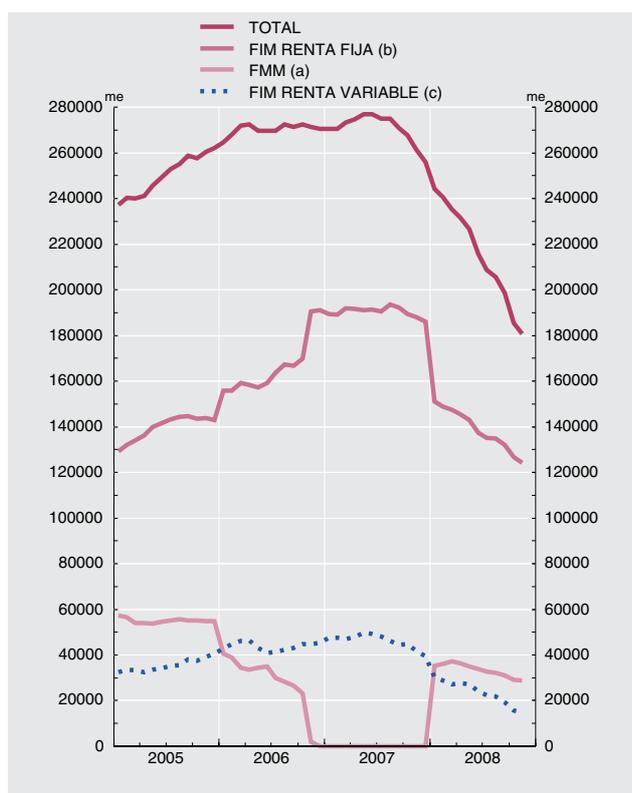
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

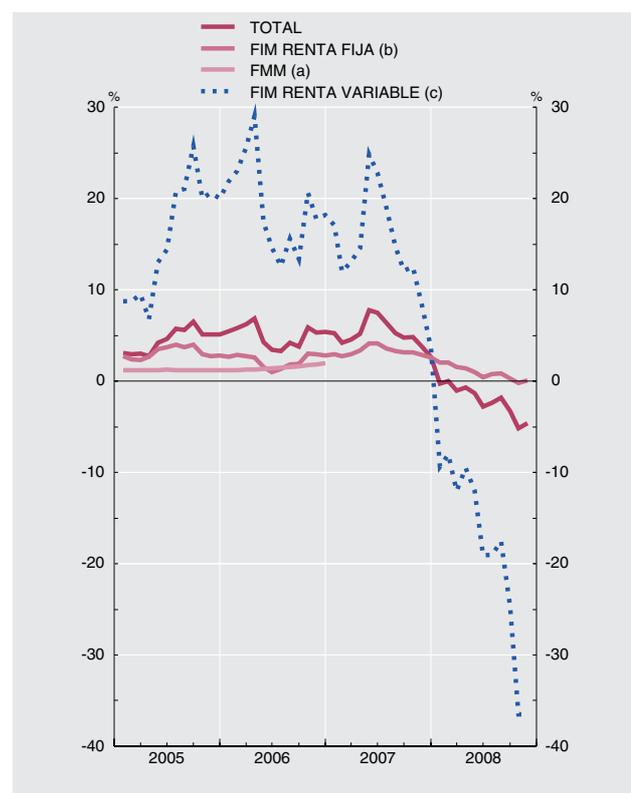
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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.

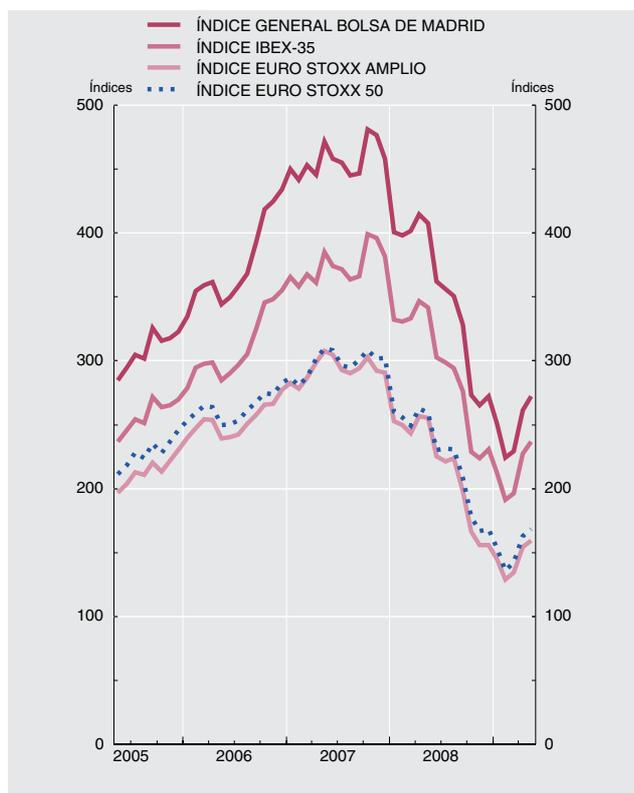
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

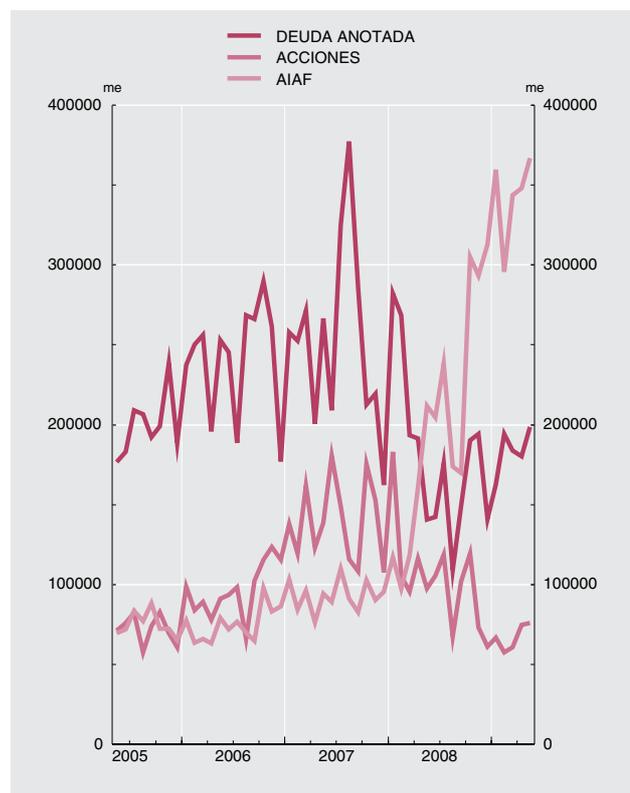
Índices, millones de euros y miles de contratos

	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	888,16	8 482,82	206,49	2 226,06	335 681	33 952	919 353	1 713 580	-	12 242	-	2 421
08 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	194 144	295 515	...	1 817	...	443
Mar	820,67	7 815,00	191,62	2 071,13	60 788	5 780	183 641	343 513	...	3 820	...	522
Abr	935,85	9 038,00	220,27	2 375,34	74 828	7 017	180 362	347 866	...	2 310	...	563
May	975,73	9 424,30	227,48	2 451,24	75 889	7 271	198 416	367 038	...	1 754	...	457

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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

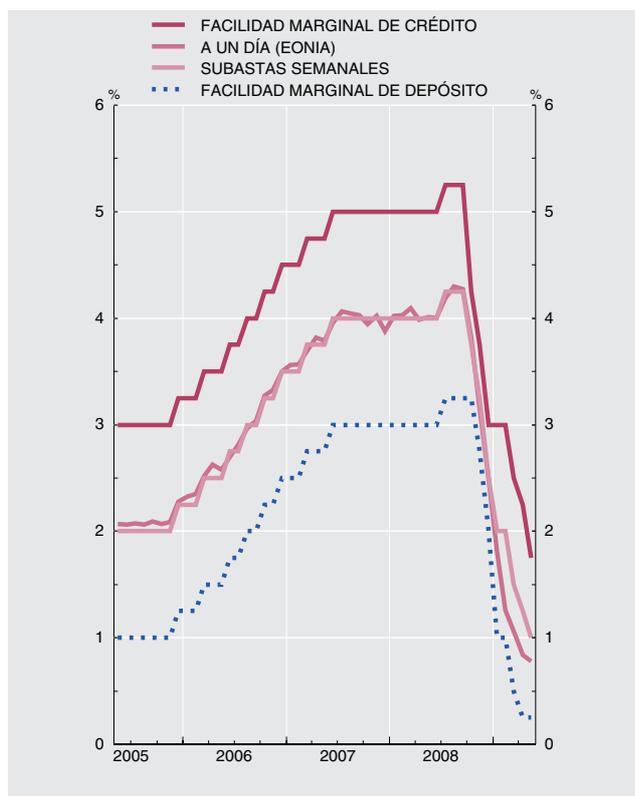
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

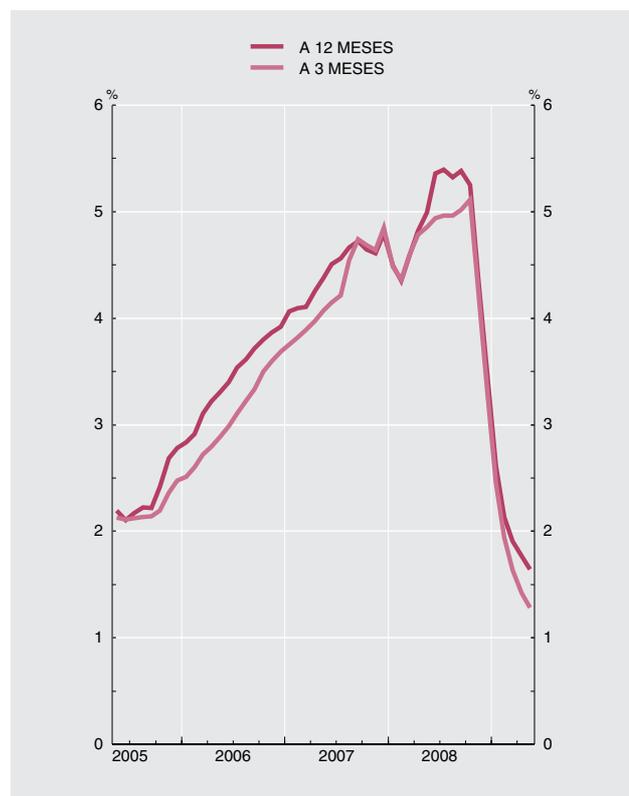
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	2,50	2,50	3,00	2,00	3,863	4,27	4,63	4,72	4,81	3,85	4,26	4,62	4,66	4,78	3,71	3,74	3,71	3,47
09	1,00	1,00	1,75	0,25	1,151	1,38	1,75	1,89	2,02	1,11	1,48	1,74	1,83	2,05	1,02	0,99	0,97	1,15
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
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
Abr	4,00	4,55	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,007	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-
Jul	4,25	4,70	5,25	3,25	4,191	4,47	4,96	5,15	5,39	4,17	4,45	4,95	5,05	5,34	4,12	4,25	4,30	-
Ago	4,25	4,60	5,25	3,25	4,299	4,49	4,97	5,16	5,32	4,27	4,47	4,94	5,09	5,26	4,28	4,31	4,34	4,46
Sep	4,25	4,36	5,25	3,25	4,273	4,66	5,02	5,22	5,38	4,27	4,60	4,99	5,15	5,30	4,13	4,24	4,25	-
Oct	3,75	3,75	4,25	3,25	3,820	4,83	5,11	5,18	5,25	3,88	4,82	5,13	5,23	5,28	3,22	3,34	3,29	-
Nov	3,25	3,25	3,75	2,75	3,150	3,84	4,24	4,30	4,35	3,17	3,93	4,18	4,19	4,42	2,74	2,69	2,49	2,21
Dic	2,50	2,50	3,00	2,00	2,486	2,99	3,29	3,37	3,45	2,41	3,08	3,33	3,32	3,46	2,22	2,12	1,92	-
09 Ene	2,00	2,00	3,00	1,00	1,812	2,14	2,46	2,54	2,62	1,75	2,25	2,37	2,27	2,38	1,60	1,50	1,37	-
Feb	2,00	2,00	3,00	1,00	1,257	1,63	1,94	2,03	2,14	1,27	1,76	1,98	2,05	2,18	1,16	1,13	1,04	1,18
Mar	1,50	1,50	2,50	0,50	1,062	1,27	1,64	1,78	1,91	1,03	1,33	1,62	1,77	1,89	0,93	0,86	0,91	1,13
Abr	1,25	1,25	2,25	0,25	0,842	1,01	1,42	1,61	1,77	0,82	1,12	1,47	1,61	1,76	0,73	0,79	0,81	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,782	0,88	1,28	1,48	1,64	0,71	0,96	1,30	1,49	...	0,67	0,70	0,73	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

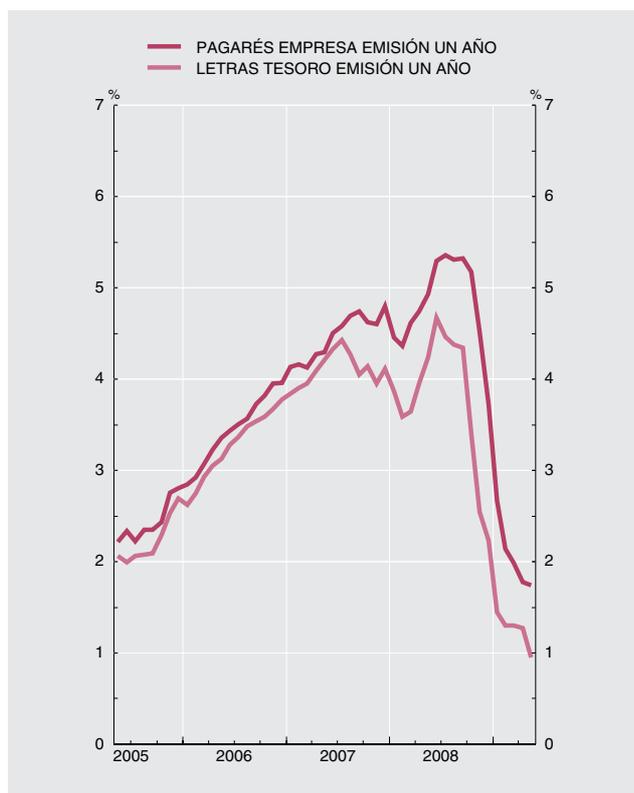
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

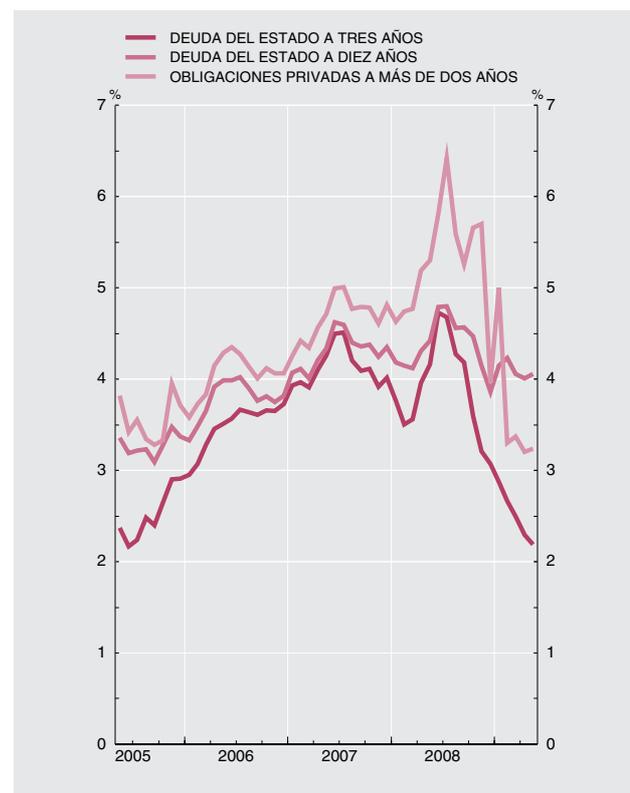
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado						Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años		A diez años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07	4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08	3,78	3,71	4,82	4,89	3,93	4,10	4,48	4,92	4,76	3,89	4,36	5,25
09	A 1,25	1,20	2,06	2,11	2,53	3,15	4,06	4,51	4,89	2,50	4,10	3,63
08 Feb	3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
<i>Mar</i>	3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77
<i>Abr</i>	3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19
<i>May</i>	4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30
<i>Jun</i>	4,67	4,55	5,30	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81
<i>Jul</i>	4,46	4,49	5,36	5,33	4,96	4,86	4,76	-	-	4,68	4,80	6,42
<i>Ago</i>	4,38	4,37	5,31	5,31	-	-	-	-	-	4,27	4,56	5,59
<i>Sep</i>	4,34	4,23	5,32	5,44	4,35	-	4,62	4,92	-	4,18	4,57	5,26
<i>Oct</i>	3,40	3,18	5,17	5,35	-	4,42	-	-	5,12	3,60	4,47	5,66
<i>Nov</i>	2,54	2,40	4,52	4,63	3,41	4,07	3,96	-	-	3,21	4,15	5,70
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	1,30	1,25	2,14	2,24	2,45	3,50	3,84	-	4,96	2,67	4,23	3,30
<i>Mar</i>	1,30	1,23	1,99	1,99	2,52	3,01	4,22	-	4,96	2,49	4,06	3,37
<i>Abr</i>	1,27	1,11	1,77	1,82	2,52	3,05	4,08	4,53	-	2,29	4,01	3,20
<i>May</i>	0,95	0,95	1,74	1,73	2,05	2,88	3,72	-	4,80	2,19	4,05	3,24

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

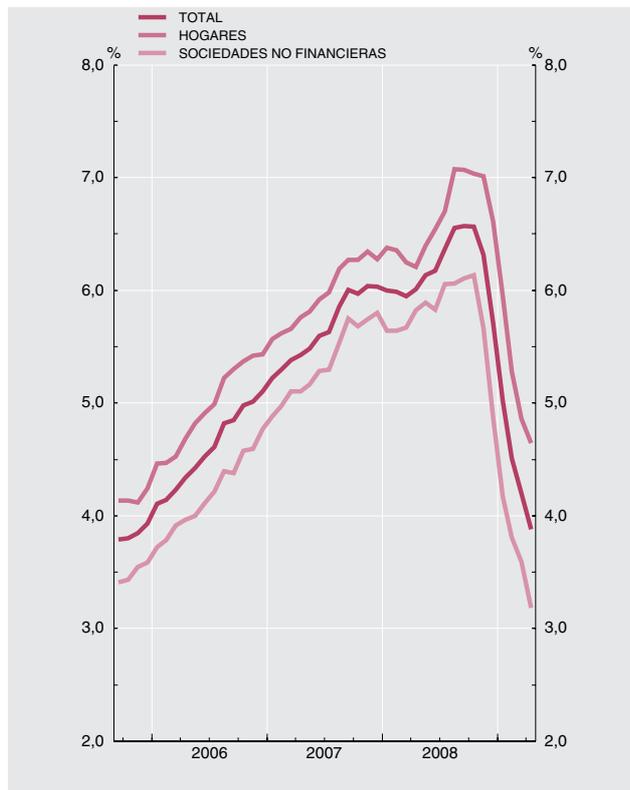
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

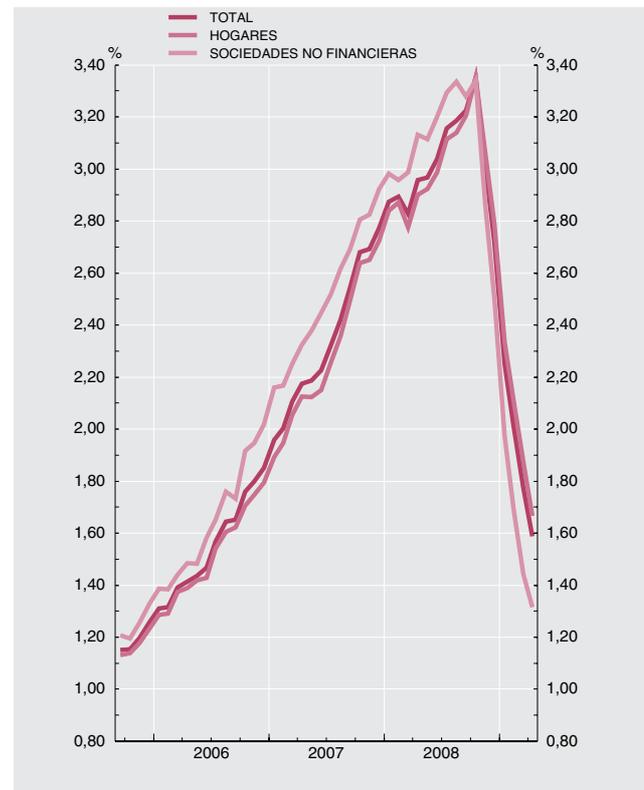
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15	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	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
09	3,88	4,65	3,55	7,75	3,18	4,69	2,56	1,59	1,67	0,49	2,46	0,74	1,32	0,87	1,90	0,76
07 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	2,72	2,79	0,69	4,18	2,20	2,50	1,77	3,47	2,29
09 Ene	5,02	5,95	4,97	8,71	4,17	5,40	3,60	2,25	2,33	0,61	3,47	1,56	1,97	1,39	2,75	1,59
Feb	4,51	5,28	4,35	7,91	3,80	5,06	3,15	2,01	2,11	0,60	3,12	1,14	1,69	1,27	2,30	1,18
Mar	4,19	4,86	3,91	7,58	3,59	4,84	2,97	1,77	1,87	0,55	2,76	0,89	1,44	1,01	2,03	0,94
Abr	3,88	4,65	3,55	7,75	3,18	4,69	2,56	1,59	1,67	0,49	2,46	0,74	1,32	0,87	1,90	0,76

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

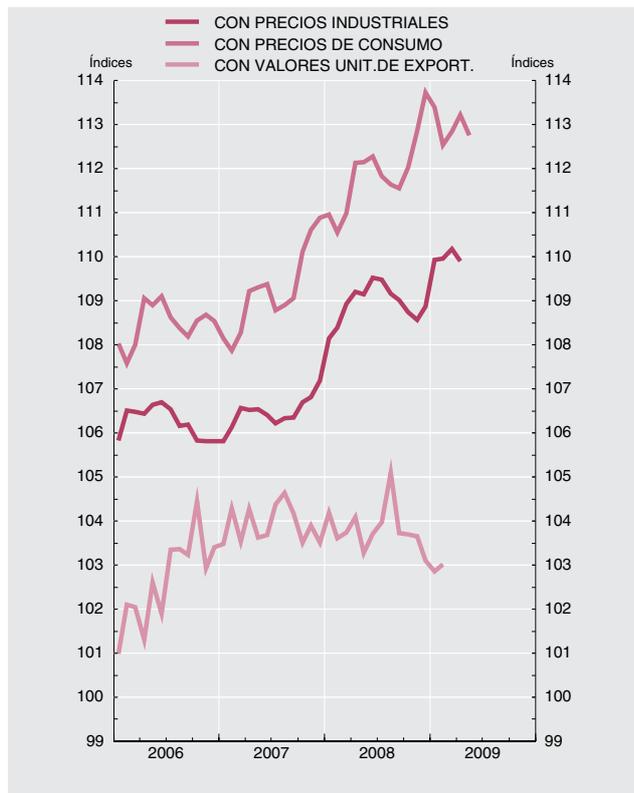
■ Serie representada gráficamente.

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	106,2	108,5	108,9	102,6	100,0	106,3	108,5	108,9	102,7	106,0	108,6	110,1	118,2	103,9
07	106,5	109,2	110,0	103,9	99,9	106,6	109,3	110,1	104,0	106,3	109,5	111,5	120,2	104,9
08	108,9	111,9	112,0	103,8	101,5	107,3	110,2	110,3	102,3	107,6	110,6	111,9	122,6	104,6
07 II	106,5	109,3	109,8	103,9	99,8	106,7	109,5	110,0	104,0	106,4	109,7	111,3	118,6	104,9
07 III	106,3	108,9	110,1	104,4	99,8	106,5	109,1	110,3	104,6	106,2	109,3	111,8	120,3	105,4
07 IV	106,9	110,5	110,9	103,6	100,3	106,6	110,3	110,6	103,4	106,5	110,5	112,0	122,1	104,7
08 I	108,5	110,8	112,5	103,8	101,0	107,4	109,8	111,4	102,8	107,5	110,0	112,9	124,6	104,8
08 II	109,3	112,2	112,7	103,7	101,4	107,8	110,7	111,2	102,3	108,1	111,0	112,7	125,8	104,7
08 III	109,2	111,7	111,8	104,3	101,3	107,8	110,2	110,3	102,9	108,1	110,6	111,9	123,5	105,3
08 IV	108,7	112,9	111,0	103,5	102,3	106,3	110,3	108,5	101,1	106,7	110,8	109,9	116,4	103,7
09 I	110,0	112,9	111,6	...	103,7	106,1	108,9	107,7	...	106,9	109,5	109,2	116,6	...
08 Ago	109,2	111,6	...	105,1	101,3	107,8	110,2	...	103,8	108,1	110,6	...	...	106,2
08 Sep	109,0	111,5	...	103,7	101,5	107,5	109,9	...	102,2	107,9	110,4	...	...	104,6
08 Oct	108,7	112,0	...	103,7	101,5	107,2	110,4	...	102,2	107,6	110,9	...	...	104,3
08 Nov	108,6	112,9	...	103,6	102,2	106,2	110,4	...	101,4	106,7	110,9	...	...	104,0
08 Dic	108,9	113,7	...	103,1	103,3	105,3	110,0	...	99,8	105,9	110,5	...	...	102,9
09 Ene	109,9	113,4	...	102,9	103,7	106,0	109,4	...	99,2	106,7	109,9	...	...	103,0
09 Feb	110,0	112,5	...	103,0	103,5	106,3	108,8	...	99,6	107,0	109,3	...	...	103,4
09 Mar	110,2	112,8	...	...	103,9	106,0	108,6	...	...	106,9	109,1	...	...	...
09 Abr	109,9	113,2	...	...	103,5	106,2	109,4	...	...	107,1	110,0	...	...	...
09 May	...	112,8	...	...	103,2	...	109,2	...	...	...	109,9	...	...	...

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

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales 1	Con precios consumo 2	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d) 3	Con valores unitarios de las exporta- ciones 4		Con precios industriales 6	Con precios consumo 7	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d) 8	Con valores unitarios de las exporta- ciones 9	Con precios indus- triales 10	Con precios consumo 11		Con precios indus- triales 13	Con precios consumo 14
06	108,6	110,8	120,8	104,0	101,2	107,4	109,5	119,4	102,8	108,7	111,4	101,6	107,0	109,7
07	110,3	113,0	123,7	106,2	102,3	107,8	110,5	120,9	103,8	110,6	113,9	103,0	107,3	110,6
08	112,9	116,1	128,8	106,0	104,1	108,5	111,5	123,7	101,8	113,3	117,2	105,2	107,7	111,4
07 II	110,1	113,0	122,1	106,1	102,2	107,8	110,6	119,5	103,8	110,4	113,9	102,8	107,4	110,8
07 III	110,1	112,7	123,8	106,7	102,3	107,7	110,2	121,0	104,3	110,5	113,6	103,0	107,3	110,3
07 IV	111,3	115,0	127,0	106,4	103,1	107,9	111,5	123,1	103,1	111,8	116,1	104,1	107,4	111,5
08 I	112,9	115,4	130,4	106,5	103,9	108,7	111,0	125,5	102,5	113,5	116,5	105,0	108,1	111,0
08 II	114,2	117,3	132,9	106,7	104,8	109,0	111,9	126,8	101,8	114,9	118,8	106,2	108,2	111,9
08 III	113,7	116,4	130,2	106,9	104,5	108,8	111,4	124,6	102,2	114,1	117,6	105,7	107,9	111,2
08 IV	110,9	115,3	121,8	104,1	103,2	107,4	111,7	118,0	100,8	110,8	115,9	104,0	106,5	111,4
09 I	111,5	114,7	123,1	...	103,9	107,3	110,4	118,5	...	111,2	115,2	104,7	106,2	110,0
08 Ago	113,7	116,4	...	107,7	104,5	108,8	111,4	...	103,1	114,0	117,5	105,7	107,9	111,2
08 Sep	112,8	115,6	...	105,9	104,0	108,4	111,2	...	101,8	113,0	116,6	105,1	107,6	111,0
08 Oct	111,3	114,8	...	104,7	102,8	108,3	111,7	...	101,9	111,2	115,5	103,6	107,4	111,5
08 Nov	110,4	114,9	...	103,8	102,7	107,4	111,9	...	101,1	110,1	115,4	103,4	106,5	111,6
08 Dic	111,0	116,2	...	103,7	104,2	106,6	111,6	...	99,6	111,0	116,9	105,1	105,6	111,3
09 Ene	111,5	115,3	...	102,7	104,0	107,2	110,9	...	98,7	111,3	115,8	104,8	106,2	110,5
09 Feb	111,1	114,0	...	102,5	103,4	107,5	110,2	...	99,1	110,8	114,4	104,1	106,4	109,9
09 Mar	111,9	114,8	...	...	104,3	107,3	110,1	...	...	111,6	115,4	105,1	106,1	109,7
09 Abr	111,8	115,5	...	...	104,1	107,4	110,9	...	...	111,4	115,9	104,9	106,2	110,5
09 May	...	115,4	...	...	104,2	...	110,7	...	...	...	115,9	105,1	...	110,3

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

JUN 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41</p> <p>La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59</p> <p>Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69</p> <p>La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83</p> <p>Integración y competencia en el sistema bancario español 91</p> <p>Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131</p>
JUL-AGO 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81</p> <p>El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93</p> <p>La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145</p>
SEP 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2008 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 49</p> <p>Determinantes microeconómicos de la decisión de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas 61</p> <p>Desigualdad de la riqueza y estructura de los hogares: una comparación de España con Estados Unidos 75</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2008 87</p> <p>La reforma de voz y representación en el FMI y su efecto sobre la cuota de España 101</p>
OCT 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial de la economía 91</p> <p>Un análisis de los determinantes de las adquisiciones bancarias en la Unión Europea 101</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 113</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2008 141</p>
NOV 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2007 y hasta el tercer trimestre de 2008 33</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2008, según la Encuesta de Población Activa 53</p> <p>Las consecuencias de la indiciación salarial sobre la inflación 63</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2008 71</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2008 85</p> <p>Los determinantes fundamentales de la prosperidad económica y la importancia de las instituciones 97</p>
DIC 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas 31</p> <p>Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española 45</p> <p>Evolución de la brecha crédito-depósitos y de su financiación durante la década actual 59</p> <p>El contenido informativo de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios acerca de la evolución del crédito en España y en la UEM 69</p> <p>Factores asociados con la volatilidad de los flujos de capital hacia economías emergentes 85</p>
ENE 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una aproximación a la medición de la calidad del factor trabajo en España 79</p> <p>Reformas en los mercados de trabajo europeos en el período 2000-2006 89</p> <p>La integración de los sistemas de compensación y liquidación en la UEM 103</p> <p>Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales 117</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2008 131</p>

FEB 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>«La economía española después de la crisis», intervención del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en la conferencia inaugural de las <i>IV Jornadas sobre la singularidad de las cajas de ahorros españolas</i>, organizadas por la Federación de Usuarios de las Cajas de Ahorros 23</p> <p>Evolución reciente de la economía española 35</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2008, según la Encuesta de Población Activa 55</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2009 65</p> <p>Un análisis de los determinantes del gasto en turismo de los españoles en el exterior 77</p> <p>La relación entre el crecimiento de Alemania y el del resto de la UEM 91</p> <p>La política de «préstamos a países en mora» del FMI: lecciones de episodios recientes de reestructuración de deuda soberana 105</p> <p>Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional 119</p>
MAR 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2008 y avance de cierre del ejercicio 47</p> <p>La encuesta sobre formación de salarios de las empresas españolas: nueva evidencia sobre la relación entre precios y salarios, y la respuesta de las empresas a perturbaciones económicas 63</p> <p>Una aproximación al impacto del precio del petróleo sobre la economía española y la de la zona del euro 73</p> <p>Acceso a la financiación externa y crecimiento empresarial: un análisis para el área del euro 83</p> <p>Las relaciones comerciales y financieras de la UEM con Europa Central y del Este 91</p> <p>Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina 105</p>
ABR 2009	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>La creación de empleo de las empresas pequeñas en España 81</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2009 91</p> <p>Una visión desagregada de la evolución cíclica de la inversión en la UEM 103</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2009 117</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2009 145</p>
MAY 2009	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2009, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Una aproximación a las características de las empresas exportadoras españolas 41</p> <p>Encuesta a empresas no financieras sobre condiciones de acceso al crédito 57</p> <p>La financiación de las sociedades no financieras en la UEM 71</p> <p>Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global 85</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2008 107</p>
JUN 2009	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2009 41</p> <p>La asimilación salarial de los inmigrantes en España 59</p> <p>Evolución de los márgenes de las entidades de depósito entre 2004 y 2008 71</p> <p>La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera 81</p> <p>Expectativas de mercado y opciones: una aplicación para analizar la evolución del precio del petróleo 95</p>

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

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

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

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

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 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

- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.
- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.
- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.

- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.
- 0907 LAURA HOSPIDO: Job changes and individual-job specific wage dynamics.
- 0908 M.^a DE LOS LLANOS MATEA Y JUAN S. MORA: La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas.
- 0909 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Multivariate location-scale mixtures of normals and mean-variance-skewness portfolio allocation.
- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCÍA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term Indicator of Growth.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.^a VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

EDICIONES VARIAS¹

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

Difusión estadística

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

Legislación financiera y registros oficiales

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

Formación

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

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

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

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
---------------------------------------	---