

BOLETÍN ECONÓMICO

10/2012

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## ÍNDICE

Comparecencia del gobernador del Banco de España, Luis M. Linde, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2013	3
<b>Informe trimestral de la economía española</b>	
1 Rasgos básicos	13
2 Entorno exterior del área del euro	20
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	28
4 La economía española	44
5 Evolución financiera	65
La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2012	77
Dispersión salarial en España: resultados a partir de datos de la Seguridad Social	87
Un análisis de la actividad importadora de las empresas europeas	95
La evolución del balance agregado de las entidades de crédito españolas a lo largo de la crisis	111
Competitividad exterior y recuperación económica tras la crisis: el caso del Reino Unido	121
Informe de economía latinoamericana: segundo semestre de 2012	133
Regulación financiera: tercer trimestre de 2012	163
Indicadores económicos	1*
Publicaciones del Banco de España	63*
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	64*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, LUIS M. LINDE,  
ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS EN  
RELACIÓN CON EL PROYECTO DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO DE 2013

Señorías:

La comparecencia del gobernador del Banco de España ante esta comisión al comienzo del debate anual sobre los Presupuestos Generales del Estado es, creo, una tradición a la que me someto con mucho gusto. Intentaré ser lo más claro y directo posible sobre las cuestiones que considero más importantes.

El Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2013 se presenta en una situación de singular dificultad para la economía española.

Me propongo comentar, primero, el contexto económico internacional, en particular en el área del euro; segundo, la evolución reciente de la economía española, con especial referencia a cuestiones de competitividad y consolidación fiscal; para entrar después en el análisis de los rasgos fundamentales del proyecto de ley.

Para no alargarme demasiado, trataré brevemente, antes de acabar mi intervención, del programa de saneamiento y reestructuración de nuestro sistema bancario que, como sus señorías saben, dio un paso importante el pasado 28 de septiembre, con la publicación de las evaluaciones realizadas al conjunto del sistema bancario español. Si lo desean, podemos entrar con más detalle en esa materia en el turno de intervenciones, dada su importancia para la recuperación de la confianza en nuestra economía, la actividad y el empleo y, en definitiva, para la ejecución de los Presupuestos de 2013.

**El contexto internacional**

El contexto internacional constituye un primer factor de dificultad. Los análisis y las previsiones más recientes muestran signos de debilidad, que pueden explicarse, en cierta medida, por las dificultades que están encontrando las economías europeas para superar una crisis de deuda soberana que dura ya más de dos años. Mientras que la previsión de crecimiento para el conjunto de la economía mundial en 2012 se situaba hace un año en el entorno del 4 %, se sitúa ahora en torno al 3 %. Para Estados Unidos, la previsión ha mejorado, pero para el conjunto del área del euro hemos pasado de un crecimiento del 1,1 % hace un año, a una caída del 0,4 %. Por su parte, la previsión de crecimiento para las economías emergentes ha pasado de superar el 6 % a situarse en el entorno del 5 %.

También se han ido rebajando las previsiones para 2013, sobre todo para el conjunto del área del euro. La falta de dinamismo de la economía internacional y, en particular, del área del euro condiciona nuestra capacidad de recuperación.

**El gobierno del área del euro**

Por eso, me parece útil empezar haciendo un comentario sobre el gobierno del área del euro y sus problemas.

En mi comparecencia ante la Comisión de Economía el pasado mes de julio tuve ocasión de tratar el origen de la crisis de la deuda soberana en Europa y las principales razones que explican su profundidad y desarrollo. Creo que hay que reiterar que para superarla será necesario avanzar hacia una nueva versión del gobierno de la Unión Monetaria.

La reforma de la gobernanza europea ha tenido, hasta ahora, dos etapas diferenciadas. En la primera, los esfuerzos se concentraron en reparar las insuficiencias detectadas en los procedimientos de supervisión y coordinación de las políticas macroeconómicas y financieras, así como en la creación de mecanismos de asistencia financiera. En la segunda, iniciada tras la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno del área del euro de junio de 2012, se planteó la unión bancaria, mayor integración fiscal y un marco común para las políticas económicas.

Desde esta perspectiva, puede recordarse que el pasado 12 de septiembre la Comisión Europea comunicó al Parlamento y al Consejo sus planes para la unión bancaria, con una propuesta legislativa para materializar el primero de los tres pilares sobre los que debería asentarse dicha unión: un mecanismo común de supervisión, en el que la responsabilidad última estaría centralizada en el Banco Central Europeo, al tiempo que se daría cabida a cierto grado de descentralización, que permitiría aprovechar los conocimientos y la experiencia de los supervisores nacionales.

Se trata solo de un primer avance y conviene considerarlo con cautela, porque para completar la unión bancaria será preciso disponer de un mecanismo integrado de gestión de crisis bancarias y un sistema común de protección de los depósitos; esto no será posible sin el avance hacia la unión fiscal, un capítulo que plantea, obviamente, dificultades políticas muy importantes.

En esta misma línea, creo que debe ser bienvenida la decisión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo del pasado 2 de agosto para poner en marcha las llamadas Transacciones Monetarias al Contado, un programa de compras de deuda pública en los mercados secundarios, sometido al cumplimiento de determinadas condiciones, dentro de los programas de apoyo financiero de la Facilidad Europea de Estabilidad y su sucesor, el Mecanismo Europeo.

Desde el inicio de esta crisis, el BCE ha venido adoptando un conjunto de medidas convencionales —suministro de liquidez a corto y medio plazo, toma de depósitos— y no convencionales —suministro de liquidez a largo plazo, compra de deuda— dirigidas a preservar el buen funcionamiento de la política monetaria, que es tanto como decir la transmisión a todos los plazos de los tipos de interés que desea mantener el BCE. Estas medidas han servido también para que los Gobiernos hayan podido tener más tiempo para progresar en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y de las deficiencias en el diseño institucional del euro que están, en parte, en el origen de la situación de fragilidad actual. Las Transacciones Monetarias al Contado constituyen un ejemplo más de este tipo de medidas no convencionales.

La nueva iniciativa está encaminada a restaurar el normal funcionamiento de los mercados de deuda soberana, cuyas rentabilidades inciden de manera indirecta, pero significativa, sobre los costes de financiación de las empresas y las familias. Se trata de un objetivo plenamente compatible con el mandato de esta institución, como ha recalcado en distintas ocasiones el presidente del Banco Central Europeo.

Es evidente que el anuncio de este programa ha tenido un efecto estabilizador. Pero, dada la naturaleza de los problemas que están en el origen y en el desarrollo de esta crisis de la deuda soberana, el papel que cualquier decisión del BCE puede desempeñar en su resolución difícilmente podrá ir más allá de mitigar los riesgos de accidentes graves y de proporcionar más tiempo para que rindan sus frutos decisiones que deben ser tomadas en ámbitos distintos a los del propio Banco Central Europeo.

Paso ahora a comentar los rasgos fundamentales de la situación actual de nuestra economía.

La economía española está muy afectada por las tensiones financieras en el área del euro, que aparecen con el estallido de la crisis financiera internacional en 2007-2008, y los problemas en las finanzas públicas de varios países de la eurozona, empezando por Grecia. En nuestro caso, la crisis nos alcanza y, a la vez, contribuimos a su desarrollo como consecuencia de las dudas sobre la sostenibilidad de nuestras cuentas públicas, nuestras pobres expectativas de crecimiento y la magnitud de nuestro endeudamiento frente al exterior acumulado, en lo fundamental, en los años de la burbuja inmobiliaria.

La política económica ha hecho considerables esfuerzos para superar diversos elementos de vulnerabilidad en un entorno macroeconómico muy adverso. Los resultados de las reformas que se han acometido son todavía incipientes, y es imprescindible perseverar en esta estrategia, único camino realista para volver a alcanzar un crecimiento sostenido.

Como ilustran los acontecimientos recientes en Europa, existen canales de transmisión que van desde las finanzas públicas y sus problemas hacia el sistema bancario y los suyos, y desde este último hacia la actividad y el empleo. A su vez, la creación de empleo y el crecimiento son ingredientes fundamentales para avanzar en la consolidación fiscal. Por ello, las actuaciones de política económica deben seguir articulándose en torno a dos grandes objetivos: promover la competitividad y el crecimiento y restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Me referiré brevemente a estas dos grandes cuestiones antes de entrar en el análisis de los Presupuestos para 2013.

## Competitividad y empleo

En primer lugar, la evolución del empleo y la competitividad, problemas muy relacionados entre sí.

En términos de costes laborales unitarios para el total de la economía, la pérdida acumulada hasta 2008 respecto al nivel de 1998 se situó en un 18 %. En la industria, y midiendo la competitividad siempre en términos de costes laborales unitarios, fue de casi un 30 %. La evolución de los costes laborales no ha sido, desde luego, el único factor explicativo del aumento del desempleo, pero sí ha sido, sin duda, un factor importante. Que la regulación de nuestro mercado de trabajo adolecía de graves defectos es algo que han venido señalando durante años prácticamente todas las instituciones económicas internacionales. La reforma de nuestra legislación laboral era ineludible.

Los cambios que se han acometido están orientados, en lo fundamental, a aumentar la flexibilidad de nuestro mercado laboral: la prioridad de los convenios de empresa, el límite a la llamada «ultraactividad» de los convenios, la nueva regulación del despido por razones objetivas y la mayor facilidad para mantener la moderación salarial en las empresas en dificultades son, todos ellos, elementos de cambio orientados a evitar que el despido y el aumento del desempleo sean la única posibilidad para muchas empresas de mantener la actividad.

Dentro de las previsiones macroeconómicas que acompañan a los Presupuestos de 2013, está la estabilización de nuestra tasa de paro en torno a un 25 % de la población activa, una tasa doble de la media de los países de la Unión Europea. Esta tasa de paro es, sencillamente, dramática. De ahí, la enorme importancia que adquiere la reactivación económica y la mayor flexibilidad de nuestro mercado laboral: estas dos piezas se complementan entre sí, y sin ambas funcionando a la vez no será posible crear empleo neto.

España registró en 2007 un superávit fiscal cercano al 2 % del PIB y una proporción de deuda pública a PIB del 37 %, una de las más bajas, entonces, de todos los países de la eurozona. Sin embargo, esta situación, aparentemente saneada, escondía una situación precaria debido a la presencia de elevados ingresos impositivos que tenían un importante componente transitorio vinculado a la gran expansión del sector de la construcción e inmobiliario, así como a dinámicas insostenibles de gasto.

Y, efectivamente, el fin de esa expansión desveló los riesgos latentes en aquella situación. Del deterioro del saldo público de más de 13 puntos de PIB en solo dos ejercicios —entre 2007 y 2009— (un vuelco en las finanzas públicas sin precedentes en nuestra historia económica), casi la mitad se debió a la caída de la recaudación, asociada, en gran medida, a la desaparición de los ingresos extraordinarios mencionados. El gasto público, por su parte, aumentó de forma significativa, en buena medida como resultado del incremento de las prestaciones por desempleo y en la carga de intereses, pero, también, como consecuencia del gasto en pensiones y en consumo público. Y este rápido deterioro del déficit se plasmó en un incremento muy sustancial de la proporción de deuda pública a PIB.

La primera conclusión que se puede extraer de este análisis, una conclusión muy relevante para entender nuestras dificultades de hoy, es que el déficit presupuestario que se generó con la crisis era de carácter eminentemente estructural. Es decir, no se explicaba solo por la caída del ciclo, ni por las medidas discrecionales de naturaleza temporal sin efecto duradero sobre las finanzas públicas. En todo caso, el resultado ha sido que la proporción de deuda pública a PIB no ha dejado de crecer desde 2007 y que vamos a terminar este año, 2012, con un nivel próximo al 85 %: es decir, casi 50 puntos de PIB de incremento en un período de solo cinco años, lo que, por sí solo, es un indicador de la gravedad de nuestra crisis.

La reducción del déficit público desde los niveles máximos que se alcanzaron en 2009 está siendo cualquier cosa menos fácil. De hecho, la corrección conseguida en 2010 y 2011 fue muy escasa, inferior, desde luego, a la inicialmente planeada y deseada. El ajuste presupuestario se está realizando en circunstancias económicas y financieras muy adversas, a lo que hay que sumar el impacto en el corto plazo de las propias medidas de austeridad sobre la actividad económica. Además, la estabilización de la proporción de deuda a PIB, que es un dato fundamental para recuperar la confianza de los mercados, se hace más difícil en un entorno de escaso crecimiento o de recesión y de tipos de interés elevados para la deuda pública.

Sin embargo, estas fuerzas contractivas pueden mitigarse si se consigue credibilidad en el proceso de consolidación fiscal. Desde esta perspectiva, tras la fuerte desviación del déficit en 2011, el objetivo del 6,3 % del PIB para este año y la senda de ajuste fiscal comprometida hasta 2014 deben ser la guía con la que disipar las dudas de las autoridades europeas y de los mercados.

La información actualmente disponible —para el Estado hasta el mes de agosto— indica que existen riesgos de desviación del objetivo fijado para este año, 2012. Dada la importancia de cumplirlo, habrá que considerar las medidas adicionales que lo hagan posible en el marco que proporciona la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En relación con ello, querría hacer algunas consideraciones:

Primera, el grueso de las desviaciones observadas ha tenido su origen en la negativa evolución de los ingresos públicos, derivada, en parte, de la propia naturaleza del ajuste que está realizando la economía española. El hecho de que en la actualidad la única fuente de mejora en la actividad sea el sector exterior —ni el aumento de las exportaciones ni la caída de las importaciones generan, por sí mismos, incrementos de los ingresos impositivos— determina una perspectiva de escaso dinamismo de los ingresos públicos, que se ve acentuada por la intensidad del ajuste inmobiliario. Con este trasfondo, *resulta fundamental mantener una proyección prudente de los ingresos públicos.*

Segunda, *es importante disponer de instrumentos que permitan detectar tempranamente las posibles desviaciones de ingresos y gastos durante el ejercicio presupuestario.* La nueva Ley de Estabilidad exige mejoras significativas en la transparencia de la actuación de las Administraciones Públicas, en particular, en relación con los datos relativos a la ejecución presupuestaria de las Administraciones territoriales, que deberían publicarse con la misma periodicidad, grado de detalle, desfase y facilidad de acceso que las del Estado.

Tercera, *es necesario reforzar los mecanismos que permitan corregir con prontitud las desviaciones que se produzcan.* De nuevo, la Ley de Estabilidad incluye nuevos instrumentos, como el ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento, la posibilidad de establecer sanciones e, incluso, de imponer medidas de ajuste por parte del Gobierno central. Estas nuevas disposiciones pueden ser efectivas para garantizar la disciplina, una cuestión que resulta aún más importante tras las medidas extraordinarias adoptadas por el Estado para el apoyo a la liquidez de CCAA y CCLL, cuya disponibilidad se condiciona al cumplimiento de planes de ajuste.

Y, en cuarto lugar, en la presente situación de crisis de deuda soberana adquiere gran relevancia el *reforzamiento de la credibilidad del proceso de consolidación fiscal.* Puede ayudar a ello el establecimiento de un horizonte presupuestario de medio plazo que proporcione suficiente detalle sobre la evolución de los ingresos y gastos públicos y los supuestos en los que se basan, así como sobre el contenido de las medidas programadas y el efecto que se espera de ellas. Todo ello contribuiría a reducir la incertidumbre de los agentes económicos y ayudaría a identificar los problemas de medio plazo.

En el proceso de consolidación fiscal, la perspectiva de largo plazo es fundamental. En este horizonte, es bien conocido que el mayor reto con el que se enfrentan las finanzas públicas es el derivado de la presión que el envejecimiento de la población ejercerá sobre determinadas partidas de gasto, en particular sobre el gasto en pensiones. Tras la reforma de la Seguridad Social aprobada en julio de 2011, se hace ahora necesaria una definición concreta del denominado «factor de sostenibilidad», que debe resultar en un ajuste automático de los parámetros del sistema en el caso de que se detecten desequilibrios en el largo plazo.

## Los Presupuestos para 2013

Permítanme que, antes de pasar a los Presupuestos para 2013, precise el marco en el que hay que situar el proyecto de ley que va a debatirse.

España es un país muy descentralizado en materia de gasto público, seguramente más descentralizado que algunos países de estructura política federal. En la actualidad, casi la mitad del gasto público consolidado en España, es decir, descontadas las transferencias entre Administraciones Públicas, se lleva a cabo por las CCAA y las CCLL.

Tomando cifras de 2011, la Administración Central fue responsable de solo el 22 % del gasto público total; las CCAA, el 34 %; las CCLL, el 12 %, y la Seguridad Social, el 32 %. Es decir, el conjunto de la Administración Central y la Seguridad Social realizó, en 2011, solo el 54 % del gasto público total, mientras que la suma de CCAA y CCLL alcanzó el 46 %. Por ello, la visión que se extrae de los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social es necesariamente incompleta en relación con el gasto del conjunto de las Administraciones Públicas.

Es cierto que, con carácter previo a la presentación de los Presupuestos Generales del Estado, el Congreso de los Diputados y el Senado han aprobado los objetivos presupuestarios, tanto para el conjunto de Administraciones Públicas como para cada uno de sus subsectores, a propuesta del Gobierno y previo informe del Consejo de Política Fiscal y Financiera y de la Comisión Nacional de Administración Local. Sin embargo, obviamente, los presupuestos de cada comunidad autónoma y cada corporación local son aprobados por separado, sin que exista un documento que reúna la información de todos ellos, junto con la correspondiente al Estado y la Seguridad Social. De este modo, aunque sí disponemos de información *ex post* que permite analizar la ejecución y liquidación del conjunto del gasto público para las cuatro grandes agrupaciones de gasto —Administración Central, autonomías, CCLL y Seguridad Social—, no disponemos de un documento *ex ante* o previo que permita un análisis detallado de las proyecciones presupuestarias del conjunto de las Administraciones Públicas y su compatibilidad con los objetivos marcados.

Hay que recordar, sin embargo, que la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria introduce mejoras importantes en este sentido. En concreto, la ley establece que antes del 1 de octubre de cada año, las CCAA y CCLL deben remitir al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas información sobre las líneas fundamentales que contendrán sus próximos presupuestos. Después, antes del 15 de octubre, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas hará público un informe sobre la adecuación de esa información sobre los presupuestos a los objetivos de estabilidad, de forma que el ministerio podría efectuar recomendaciones en caso de apreciarse alguna desviación. Y, finalmente, antes del 1 de abril del siguiente año, el ministro de Hacienda y Administraciones Públicas debe enviar al Gobierno un informe sobre el grado de cumplimiento de los objetivos en los presupuestos iniciales de todas las Administraciones. Entiendo que estos informes deberían, precisamente, dar esa visión completa de la proyección presupuestaria de la que hoy carecemos.

Por otra parte, quiero recordar que el Gobierno ha anunciado la creación en 2013 de una Autoridad Fiscal Independiente para velar por el cumplimiento de la normativa presupuestaria. Este tipo de instituciones se han demostrado útiles en otros países de nuestro entorno para mejorar la credibilidad de la política presupuestaria. Para ello resulta, sin embargo, crucial que se dote a la institución de un grado de independencia, responsabilidades efectivas y recursos de acuerdo con las mejores prácticas a nivel internacional.

Paso ahora a comentar los rasgos fundamentales de los Presupuestos del Estado y la Seguridad Social para 2013.

#### Cuadro macroeconómico y déficit fiscal

El Proyecto de Presupuestos del Estado para 2013 se enmarca en un cuadro macroeconómico en el que el PIB real se reduciría un 0,5 % como resultado de una tasa de variación negativa de la demanda nacional del 2,8 %, que se compensaría parcialmente con una aportación del sector exterior de 2,3 puntos.

Esta previsión, una caída del 0,5 % del PIB en 2013, es ciertamente optimista en comparación con las previsiones que manejan ahora la mayoría de organizaciones internacionales y analistas, situadas en torno a una caída del 1,5 %.

Hecha esta consideración, quiero añadir dos observaciones. Por un lado, si, efectivamente, la caída en la actividad en 2013 se sitúa más cerca del 1,5 % que del 0,5 %, el impacto previsible sobre el déficit puede estimarse en 3 décimas del PIB. Esta desviación es importante, pero sería posible su corrección en el curso del año. La segunda observación es que las previsiones de variación de la actividad deben tomarse, todas, con cautela, con cierta distancia. La historia de los errores de previsión y de las correcciones en las previsiones de unos y otros —incluyendo las instituciones internacionales, los grandes bancos de inversión, los Gobiernos y, desde luego, el Banco de España— ocuparía muchas páginas. En suma, avanzando que la previsión de variación del PIB para 2013 que contienen los Presupuestos es, seguramente, optimista, quiero añadir que no me parece una diferencia grave, o que deba restar credibilidad al ejercicio de consolidación fiscal que se acomete en 2013.

El proyecto plantea como objetivo de déficit público, en términos de Contabilidad Nacional, para el conjunto de las Administraciones Públicas, el 4,5 % del PIB, desde el 6,3 % previsto para 2012, excluyendo para el presente año el impacto de las medidas de apoyo a las instituciones financieras. El objetivo para 2013 se encuentra en línea con nuestros compromisos europeos y exigirá una reducción del déficit primario de casi 2,5 puntos del PIB.

Por agentes, se plantea un objetivo de déficit en Contabilidad Nacional del 3,8 % del PIB para la Administración Central y Seguridad Social, frente al déficit del 4,5 % del PIB previsto en 2012, lo que supondría una mejora de siete décimas de PIB, similar a la que se proyecta para las CCAA, que deberían reducir su déficit desde el 1,5 % en 2012 hasta 0,7 % en 2013. El ajuste se completaría con la reducción prevista de tres décimas en las CCLL, hasta alcanzar un equilibrio presupuestario en 2013.

## Ingresos

En el lado de los ingresos, se trata de unos presupuestos que endurecen la presión fiscal, tanto en la imposición directa como en la indirecta, con un abanico de nuevas medidas. Además, hay que recordar que en 2013 tendrán un impacto todavía significativo las medidas aprobadas en 2012 relativas al gravamen complementario del IRPF, el aumento del tipo en los rendimientos de actividades profesionales, las modificaciones en el impuesto sobre sociedades y el aumento de tipos en el IVA.

A pesar del entorno recesivo, la previsión es un incremento global en la recaudación por ingresos tributarios del 3,7 %. El efecto neto de todas las medidas de regulación tributaria con impacto en el ejercicio 2013 se estima en unos 7.200 millones de euros. Si se excluyera este impacto, la recaudación caería un 0,5 %.

En cuanto a los Presupuestos de la Seguridad Social, se aplaza o descarta la rebaja de un punto planeada el pasado mes de julio y se prevé una caída en 2013 de la recaudación por cotizaciones sociales totales del 1,1 % en comparación con los Presupuestos iniciales para 2012.

La previsión de recaudación por ingresos tributarios para 2013 está sujeta a riesgos de desviación a la baja porque parte del supuesto de que se alcanzarán los objetivos de recaudación para 2012. Sin embargo, con la información disponible en la actualidad, no es descartable una evolución de los ingresos peor de lo esperado en 2012. Si este riesgo

llegara a materializarse, y no se viera contrarrestado mediante las oportunas acciones en lo que queda de año, ello supondría una dificultad para la consecución de las metas fijadas para 2013, que vendría a añadirse a los posibles efectos de una caída en el PIB mayor de la que supone la programación presupuestaria.

## Gastos

En el lado de los gastos, lo primero que hay que señalar es el peso de tres partidas: las pensiones contributivas del Sistema de la Seguridad Social, las prestaciones por desempleo y los intereses de deuda pública. Este año, 2012, esas tres partidas equivalen al 20 % del PIB y sumarán en torno al 36 % de todo el gasto público. Es previsible que, en 2013, estos porcentajes se incrementen de modo significativo.

Entre las medidas consideradas en el lado de los gastos, destaca la congelación del sueldo de los funcionarios y empleados públicos, aunque con la recuperación de la paga extraordinaria de diciembre, lo que, unido a la no reposición de vacantes, va a determinar un incremento de los gastos de personal en activo muy bajo, en el entorno del 0,1 %. Las inversiones reales se reducen en un 46 %, mientras que la carga de intereses aumenta en más de 12.000 millones de euros.

En el Sistema de la Seguridad Social, el gasto por pensiones contributivas, incapacidad temporal y otras prestaciones crecerá en algo más del 5 %, contando con una revalorización de las pensiones del 1 %. Se prevé, sin embargo, que el gasto en prestaciones de desempleo se reducirá en algo más del 6 % debido a la estabilidad prevista en el volumen de paro y a las modificaciones normativas en el sistema de prestaciones. Hay que recordar, sin embargo, que la evolución del gasto en pensiones de la Seguridad Social en 2013 estará afectada por la revisión que correspondería hacer teniendo en cuenta la tasa de inflación registrada hasta el próximo mes de noviembre. Dado que se prevé un incremento del 3,5 % y que la compensación podría situarse en torno al 2,5 %, ello supondría un incremento de gasto de unos 3.000 millones de euros en 2012, que se consolidarían en 2013 y ejercicios futuros.

No quiero dejar de mencionar que en los próximos presupuestos se culmina, finalmente, uno de los acuerdos más importantes del Pacto de Toledo, el relativo a la separación de las fuentes de financiación del sistema: de un lado, las pensiones contributivas, financiadas exclusivamente con cotizaciones, y de otro, los complementos no contributivos y las pensiones no contributivas financiadas con impuestos. Esta separación, que empezó a aplicarse en 2002, se va a completar en 2013, y esta es una buena noticia para el conjunto del buen funcionamiento del sistema y para su futuro.

## Deuda pública

Como antes indiqué, desde el comienzo de la crisis en 2007 hasta finales de este año, 2012, la proporción de nuestra deuda pública —en la definición utilizada en el Protocolo de Déficit Excesivo— a PIB se ha incrementado en 50 puntos, desde luego, el mayor incremento en menor tiempo de esta proporción en nuestra historia económica. El aumento entre 2011 y 2012 va a ser de 16 puntos del PIB, de los cuales, 7 puntos se explican por déficit —4 por el saldo primario y 3 por los intereses—, casi 1 punto se explica por la caída del PIB nominal, y 8 puntos se explican, fundamentalmente, por la financiación del Plan de Pago a Proveedores y los 30.000 millones de euros de la disposición estimada por el FROB de la Facilidad Financiera europea que se va a realizar antes de que termine este año.

La previsión es que el crecimiento de esa proporción sea más moderado en 2013, pasando de un 85 % a un 91 % del PIB, es decir, un incremento de 6 puntos frente a los 16 que

## Saneamiento y reestructuración del sistema bancario

vamos a contabilizar en 2012, y se deberá, casi exclusivamente, al aumento en la carga de intereses de la deuda pública, porque, si se cumplen las previsiones, el déficit primario estará situado en 2013 en el 0,7 % del PIB.

No quiero terminar mi intervención sin un comentario, aunque sea muy breve, sobre el programa de saneamiento y reestructuración de nuestro sistema bancario.

Como sus señorías saben, se ha dado un nuevo paso con la publicación de las estimaciones de las necesidades de capital, a partir de las «pruebas de esfuerzo» efectuadas por un evaluador independiente, con el apoyo de firmas de auditoría y de tasación de activos inmobiliarios, y la supervisión de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional, y la participación del Ministerio de Economía y del Banco de España.

No quiero repetir aquí cifras que ya se han publicado y explicado y que ayer mismo comentó en la Comisión de Economía el ministro de Economía y Competitividad.

Pero sí quiero decir que el ejercicio realizado no tiene precedentes, ni por su profundidad y detalle, ni por la severidad de los supuestos macroeconómicos aceptados, ni por el escrutinio de todo el ejercicio por parte de los expertos de las instituciones que antes he mencionado.

Pero aún queda camino por recorrer en el saneamiento de nuestro sistema bancario y en su reestructuración. El Memorando de Entendimiento firmado el pasado mes de julio marca los pasos que deberán seguirse a partir de ahora, que las autoridades españolas y, les aseguro, el Banco de España vamos a cumplir del modo más exacto posible.

Antes del próximo mes de diciembre deberán estar aprobados los planes de reestructuración o resolución de entidades participadas por el FROB. También antes de noviembre deberemos disponer de los planes de recapitalización de las entidades que no puedan afrontar su déficit de capital sin ayuda pública, en el entendido de que los bancos que no se consideren viables se resolverán de forma ordenada, de acuerdo con los términos del correspondiente plan de resolución. En cuanto a los bancos con déficit de capital que puedan afrontar sin recurrir a la ayuda pública, se les exigirá que ejecuten sus planes de recapitalización antes del mes de junio de 2013.

La otra pieza importante del programa de saneamiento es la Sociedad de Gestión de Activos, que deberá estar en funcionamiento a principios de 2013. Es una pieza importante porque permitirá completar el saneamiento de los bancos que requieran ayuda pública y dará un horizonte adecuado de gestión y venta para la masa de activos que van a ser transferidos.

## Conclusiones

Los Presupuestos para 2013 contienen un gran esfuerzo de ajuste fiscal. La corrección que se trata de obtener en el déficit primario, sin contar los intereses de la deuda pública, en plena recesión —casi 2,5 puntos del PIB—, es muy difícil, pero necesaria para alcanzar los objetivos a los que España se ha comprometido en el marco de la Unión Europea y de la eurozona.

Tenemos algunos datos que, sin justificar ningún excesivo optimismo, sí indican que se está consiguiendo un ajuste. Vamos a terminar 2012 con una balanza corriente cercana al equilibrio y en 2013 veremos, probablemente, un superávit. A esto contribuye la recesión, pero no solo se explica por la recesión. Tenemos también una clara mejora de competitividad, basada en la evolución de nuestros costes laborales y en la evolución de la productividad.

El problema más urgente al que se enfrenta la economía española es recuperar la confianza de los mercados. No hay otro modo de conseguirlo que cumplir con los objetivos de consolidación fiscal, culminar el proceso de reestructuración y saneamiento de nuestro sistema bancario, continuar el proceso de desendeudamiento privado y público, y profundizar en las reformas acometidas para mejorar nuestra competitividad.

Si en 2013 conseguimos avanzar en esos frentes, confío en que será posible volver al crecimiento económico y a crear empleo neto en 2014.

4.10.2012.

La economía española prolongó en los meses centrales del ejercicio la trayectoria contractiva que había iniciado un año antes, en un entorno caracterizado por el mantenimiento de condiciones financieras adversas, aunque algo más atenuadas que en el trimestre precedente. La información coyuntural disponible, todavía incompleta, apunta a que el PIB retrocedió a una tasa intertrimestral del 0,4 %, similar a la observada en el segundo trimestre. El perfil de la demanda a lo largo del trimestre se ha visto afectado por la anticipación de decisiones de gasto ante la subida del IVA anunciada para el 1 de septiembre. Los datos del tercer trimestre reflejan también el alivio que el plan de pago a proveedores ejerció sobre las cuentas de las sociedades y de los empresarios individuales. La demanda nacional retrocedió algo menos que en el trimestre previo (-1,2 %, frente al -1,4 % anterior), como resultado de caídas más atenuadas en todos los componentes privados del gasto, en particular en el consumo de los hogares, donde se concentró el efecto de anticipación del IVA. El consumo público, por el contrario, habría intensificado su trayectoria contractiva. Por último, la demanda exterior neta volvió a tener una contribución positiva (0,8 pp), algo más baja que la del trimestre anterior pese al buen tono de las exportaciones, que se vio parcialmente contrarrestado por el repunte de las importaciones. En términos interanuales, el PIB descendió un 1,7 %, frente al -1,3 % en el período abril-junio.

Por el lado de la oferta, se estima que el empleo se contrajo a un ritmo similar al del trimestre previo (en torno a una tasa interanual del -4,5 %). Los costes laborales prolongaron la trayectoria de moderación, lo que, unido a un nuevo repunte de la productividad aparente, habría propiciado una caída de los costes laborales unitarios. A su vez, la inflación repuntó significativamente en el tercer trimestre, como consecuencia del impacto de las subidas en los precios de la energía y del efecto de las alzas impositivas y de precios administrados sobre los precios finales. En septiembre, la tasa interanual de los precios de consumo se aceleró hasta el 3,4 %, mientras que el IPSEBENE lo hizo hasta el 2,1 %. La inflación —medida en términos del IAPC— amplió el diferencial positivo con la UEM, hasta 0,9 pp. Como se explica en el recuadro 4, en el que se evalúa el impacto del incremento del IVA y de otros precios administrados sobre la inflación, cabe esperar que la traslación de las subidas impositivas a los precios de consumo sea solo parcial y que el impacto sobre la tasa de inflación sea transitorio. Las reformas instrumentadas en el mercado de trabajo y en los mercados de productos deberían contribuir a este resultado.

En el panorama económico internacional, el tercer trimestre supuso una desaceleración adicional en el ritmo de recuperación de la economía mundial, ante la pérdida de impulso de los países emergentes, el continuado debilitamiento de la actividad en el área del euro y el persistente tono de bajo crecimiento en el resto de países desarrollados. La inflación repuntó como consecuencia de las alzas registradas en los precios de las materias primas, en particular en los del petróleo y de los alimentos, si bien las expectativas sobre la evolución de los precios se mantienen, por lo general, moderadas. En este contexto, los bancos centrales instrumentaron políticas monetarias expansivas y, en algunos casos, profundizaron en las políticas no convencionales. En los mercados financieros, la situación de elevada tensión que se vivió en el verano como resultado de la intensificación de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, con particular incidencia en España y en Italia, comenzó a remitir a finales de julio, tras el anuncio del BCE de su disposición a intervenir en los mercados secundarios de deuda soberana, acción que se iría concretando en meses subsiguientes.

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



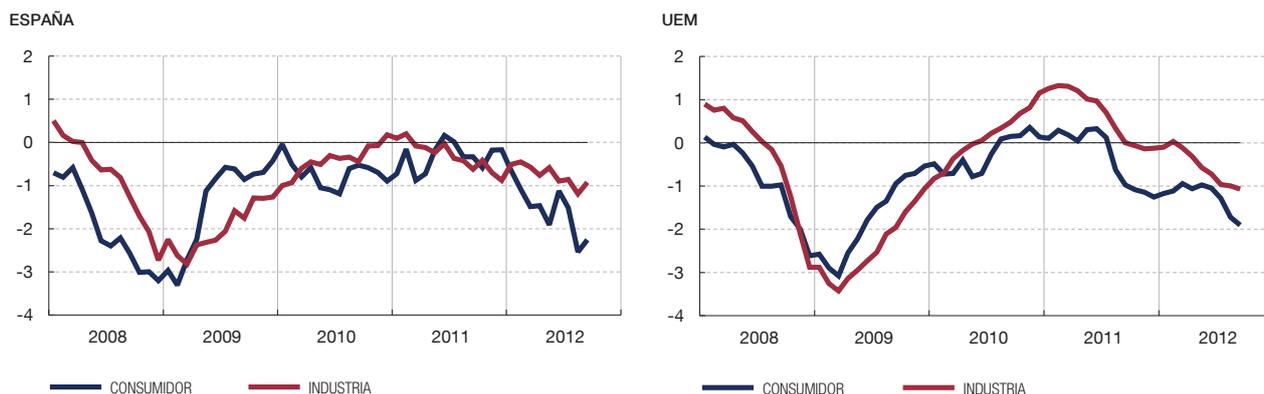
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

En la zona del euro, la información económica más reciente apunta a una nueva contracción de la actividad en el tercer trimestre, lo que, de confirmarse, situaría a la UEM en posición de recesión técnica. Pese a la debilidad de la actividad, la inflación se incrementó como consecuencia de las subidas del precio de la energía y de los impuestos indirectos, repunte que, por la naturaleza temporal de estos efectos, debería ser transitorio y no poner en riesgo la estabilidad de precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con este análisis, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterados en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0 % y el 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente.

Como se acaba de señalar, tras los severos episodios de inestabilidad financiera que afectaron al área del euro, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales de política monetaria. A principios de agosto anunció un programa de intervenciones en los mercados secundarios de deuda soberana cuyo objetivo es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria única, dañado por las tensiones generadas ante los temores injustificados sobre la reversibilidad del euro. En septiembre y octubre el Consejo explicó los principales elementos de este programa —denominado «de Operaciones Monetarias de Compraventa» (OMT, por sus siglas en inglés)—, que consistirá en la compra ilimitada de bonos soberanos con vencimiento entre uno y tres años, para aquellos países que lo soliciten formalmente, y que requerirá una condicionalidad estricta y efectiva, establecida en el marco de algunos de los programas de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad (véase recuadro 2).

La actuación del BCE propició un claro alivio en la situación de inestabilidad financiera en la zona del euro, que se dejó sentir tanto en los mercados de deuda soberana, donde se produjeron descensos en los diferenciales de rentabilidad, como en los de renta fija privada, donde se activaron las emisiones. No obstante, esta mejora experimentó un cierto debilitamiento a partir de mediados de septiembre como consecuencia de la percepción de pérdida de ímpetu en el proceso de reforma acordado en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la UE de finales de junio. No obstante, la cumbre del 18-19 de octubre



FUENTE: Comisión Europea.

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

ha despejado algunas dudas, al establecerse un compromiso claro de avance hacia la unión bancaria, pieza importante en el proceso de construcción de una unión monetaria más cohesionada e integrada, y acordarse la finalización de la legislación necesaria para su puesta en marcha para antes de que finalice este año.

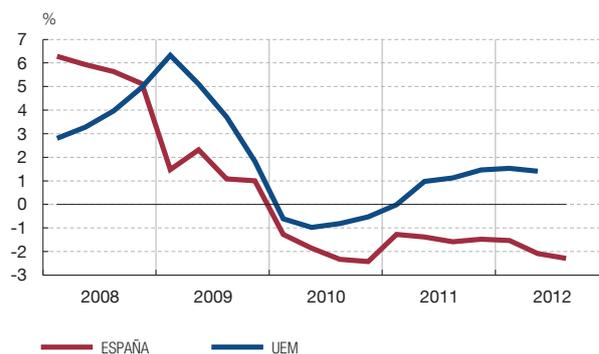
En España, en el transcurso del último trimestre se han dado nuevos pasos para superar los problemas que aquejan a su economía. En el ámbito financiero, se ha seguido avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero de acuerdo con los parámetros fijados en el Memorando de Entendimiento sobre la condicionalidad de las políticas del sector financiero acordado con nuestros socios europeos. En este sentido, el 31 de agosto se aprobó el Real Decreto Ley 24/2012, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y el 28 de septiembre se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia individualizadas que estiman unas necesidades agregadas de capital de 54 mm de euros en el escenario más adverso, que se concentran en un número relativamente limitado de bancos. En el terreno presupuestario, el Gobierno aprobó a principios de agosto el plan presupuestario bianual 2013-2014. Por último, a finales de septiembre, coincidiendo con la aprobación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2013, el Gobierno publicó asimismo un calendario detallado para la implementación de una serie de reformas estructurales (que afectarán a distintos aspectos del mercado de trabajo, la liberalización de los servicios profesionales o el mercado de alquiler de vivienda, entre otros) y de actuaciones en el ámbito presupuestario y de la sostenibilidad de las finanzas públicas (creación de una agencia fiscal independiente y delimitación del factor de sostenibilidad del sistema de pensiones), en línea con las recomendaciones del Semestre Europeo.

Los mercados financieros españoles han participado de la reducción de las tensiones registradas en el área del euro. La menor presión financiera se reflejó en una disminución de las rentabilidades de la deuda pública, tras los niveles máximos alcanzados en algunos momentos de junio y julio, la reapertura de los mercados primarios de emisión privada, después de muchos meses de práctico bloqueo, y la revalorización de los mercados bursátiles. En la fecha de cierre de este informe, la rentabilidad de la deuda pública a diez años se situó en niveles del 5,4 %, y el diferencial con la deuda alemana, en 380 puntos básicos (pb). El IBEX 35 se revalorizó desde finales de junio en torno a un 14%. Las rentabilidades del mercado interbancario siguieron reduciéndose, pero eso no se ha reflejado

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

a Tasas de variación interanual.

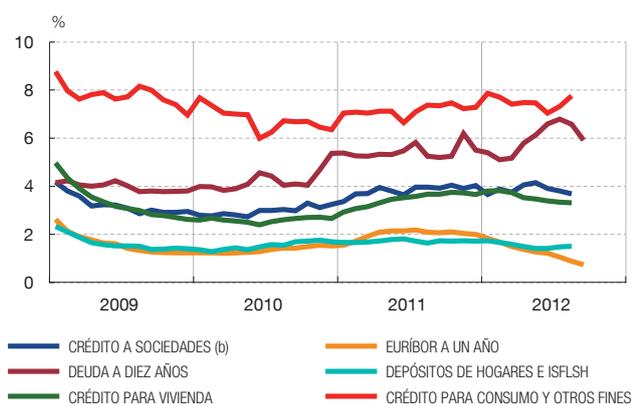
b Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

completamente aún en los costes de la nueva financiación del sector privado. La disminución del euríbor, por otro lado, aliviará algo la situación de las familias endeudadas. En cuanto a los mercados inmobiliarios, ha continuado el proceso de reducción de los precios de la vivienda. De acuerdo con los datos del Ministerio de Fomento, los precios cayeron un 9,5 % interanual en el tercer trimestre, frente al -8,3 % del segundo trimestre, con lo que el descenso acumulado de los precios desde el nivel máximo que alcanzaron en 2008 es del 25,5 %.

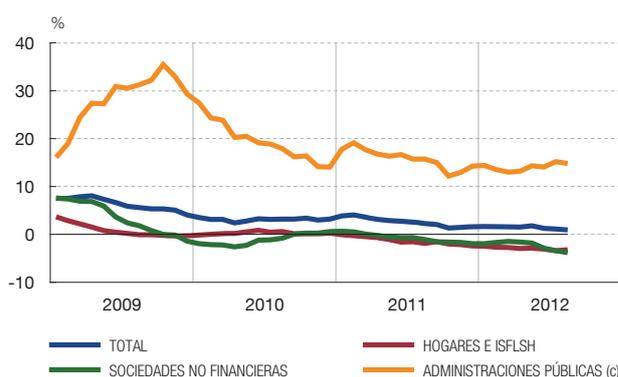
En resumen: en el transcurso del último trimestre el contexto en el que se desenvuelve la economía española ha venido caracterizado por el debilitamiento generalizado de la actividad exterior —que está afectando con particular intensidad a nuestros principales mercados de exportación, localizados en el área del euro—, el mantenimiento de unas condiciones de financiación restrictivas y la persistencia de un clima de elevada incertidumbre vinculado, entre otros factores, a las dudas sobre el alcance de las reformas que se están poniendo en marcha, tanto en el ámbito europeo como en el nacional. Todo ello dificulta la recuperación de la demanda interna, que ha vuelto a retroceder en los últimos meses, acumulando ya un descenso de algo más de 13 puntos porcentuales (pp) desde el primer trimestre de 2008.

En el caso de los hogares, la elevada tasa de paro, el descenso de la renta disponible real y de la riqueza, las estrictas condiciones financieras existentes y la continuación del proceso de desapalancamiento siguen frenando el consumo, si bien el adelanto de compras a julio y agosto, sobre todo de bienes duraderos, ante la subida del IVA ha amortiguado esta tendencia, observándose una leve recuperación del consumo en la tasa intertrimestral entre julio y septiembre (0,1 %). Cabe prever que, en los meses finales del año, la eliminación de este efecto, unido al impacto sobre la renta disponible de la disminución de los salarios públicos, sitúe al consumo de nuevo en una trayectoria descendente, en línea con la evolución de sus factores determinantes. El margen de maniobra del que disponen las familias para sortear las restricciones de renta a las que se enfrentan y suavizar el patrón de gasto se ha reducido sustancialmente en los últimos trimestres, como muestran el recorrido a la baja y el nivel de la tasa de ahorro, que al concluir el segundo trimestre representaba el 9,6 % de la renta bruta disponible, en términos acumulados de cuatro trimestres, nivel más bajo que el del anterior mínimo de la serie, alcanzado en el tercer trimestre de 2006.

TIPOS DE INTERÉS (a)



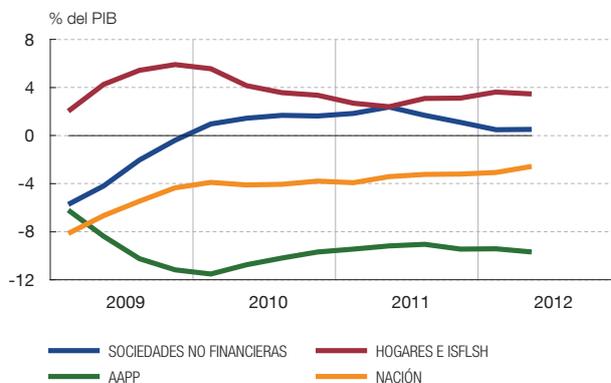
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



ACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH (Crecimiento interanual)



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. 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 Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- d Datos acumulados de cuatro trimestres.

La inversión residencial ha seguido disminuyendo en los meses centrales del ejercicio, aunque a un ritmo más atenuado que en los trimestres precedentes (se estima un descenso del 1,6 % en tasa intertrimestral), si bien no es posible atribuir aún este desarrollo a la anticipación de decisiones de gasto que podrían haber provocado los cambios impositivos que se producirán a partir del 1 de enero de 2013 en el tratamiento fiscal de este activo (incremento del IVA desde el 4 % al 10 % y eliminación de la deducción fiscal a la adquisición de primera vivienda). Descontado este efecto de impacto incierto, la inversión residencial continúa mostrando un comportamiento contractivo, a pesar de los menores precios de la vivienda, en un contexto en el que la incertidumbre permanece en cotas muy elevadas y en el que el saldo de viviendas sin vender es todavía alto.

La financiación concedida a los hogares continuó reduciéndose en el tercer trimestre. Con los datos disponibles hasta agosto, los créditos a las familias disminuyeron un 3,2 % interanual, cifra similar a la del trimestre anterior. El desglose por finalidad apunta a una contracción algo más acusada en los préstamos destinados a la adquisición de bienes de

consumo, en comparación con los que se destinaron a la adquisición de vivienda. Esta disminución del crédito habría permitido un moderado avance adicional en el proceso de desapalancamiento de los hogares, a pesar de la debilidad de sus rentas.

El empeoramiento de la demanda exterior, las desfavorables perspectivas económicas del mercado interno y el alto endeudamiento siguen pesando negativamente en las decisiones de inversión de las empresas, para las que se estima un estancamiento de la inversión en equipo y un retroceso más intenso en la inversión en otras construcciones (-4,5%). Los datos del tercer trimestre muestran en todo caso caídas menos acusadas que las de los trimestres precedentes en ambos componentes de la inversión, lo que podría estar reflejando un cierto impacto del plan de pago a proveedores, que supuso la liquidación de deudas contraídas por CCAA y ayuntamientos por importe de casi 30 mm de euros. La financiación obtenida por las empresas no financieras retrocedió en agosto un 3,7 % interanual, acentuando el perfil contractivo de trimestres precedentes, lo que propició una nueva disminución en la ratio de endeudamiento del sector, según la información de la Contabilidad Nacional.

La mejora de la competitividad se está dejando sentir en el intercambio de bienes y servicios frente al exterior, pues las exportaciones mantienen un tono expansivo y son el único componente que amortigua el fuerte impacto negativo de la contracción del gasto nacional en la actividad. Como resultado de ello, el saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital de la economía española, altamente deficitario al inicio de la crisis, continúa su ajuste, pese a las dificultades para corregir los saldos negativos en energía y en rentas de inversión. Los buenos resultados cosechados en los últimos meses, con un superávit en julio, hacen prever una aceleración en la senda de reducción de las necesidades de financiación de la nación en la segunda mitad del año, desde el nivel del 2,6 % del PIB que registraron en el segundo trimestre, en términos acumulados de cuatro trimestres.

Los esfuerzos de consolidación del sector público han tenido un efecto netamente contractivo en los meses centrales del año. Se estiman descensos del consumo y de la inversión realizados por las AAPP superiores a los de los trimestres anteriores, con caídas en las compras de bienes y servicios, del empleo público y de los proyectos de obra civil en línea con los objetivos presupuestados. Por el lado de los ingresos, se siguen detectando desviaciones significativas en la recaudación impositiva, que se está viendo muy afectada por el deterioro de la demanda interna. No obstante, hay que mencionar que la ejecución presupuestaria hasta septiembre no refleja todavía las medidas de consolidación extraordinaria que se tomaron en julio, ni por el lado de los ingresos (aumento de la imposición indirecta, con subidas del tipo normal y reducido del IVA hasta el 21 % y el 10 %, respectivamente, y cambios en la tributación del impuesto sobre sociedades, principalmente) ni por el de los gastos (reducción de los salarios públicos, con la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre), cuyo impacto estimado, un 2 % del PIB, se dejará sentir casi en su totalidad en el último trimestre del ejercicio. Pese a ello, no se puede descartar que el déficit público supere el objetivo marcado para este año, por lo que, si los datos de la ejecución presupuestaria de los próximos meses no despejaron esta incertidumbre, habría que considerar la adopción de medidas adicionales que hagan posible su cumplimiento.

Para 2013, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado establece el objetivo de déficit en el 4,5 % del PIB para el conjunto de las AAPP, en línea con la senda de consolidación fiscal acordada en el ámbito europeo. El esfuerzo fiscal que comporta este objetivo es muy ambicioso (de en torno a 2 pp de PIB en términos del déficit primario ajustado de ciclo, de acuerdo con las estimaciones oficiales), en un contexto macroeconómico que

seguirá siendo difícil. Para su cumplimiento, los Presupuestos detallan una serie de medidas que afectarán tanto a los ingresos como a los gastos, que se señalan en el recuadro 5 de este informe. En todo caso, el esfuerzo de ajuste de la Administración Central y de la Seguridad Social —los Presupuestos establecen un déficit del 3,8 % del PIB en 2012 para este agregado— deberá completarse con el que realicen las CCAA, cuya plasmación presupuestaria deberá efectuarse en las próximas semanas, tal y como contempla la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

Por el lado de la oferta, la debilidad del gasto se dejó sentir en la actividad de las distintas ramas productivas, que prolongaron en términos interanuales su trayectoria descendente. No obstante, el retroceso del valor añadido en la industria se moderó en los meses centrales del ejercicio como resultado del repunte temporal de la producción manufacturera de determinados bienes ante el cambio previsto en la imposición indirecta. El empleo se contrajo a un ritmo similar al del trimestre previo, como consecuencia de un comportamiento diferenciado entre las ramas de mercado —para las que se aprecia una cierta estabilización en el proceso de destrucción de empleo iniciado en la segunda mitad del año pasado— y las actividades de no mercado —donde se observó un descenso más intenso por la incidencia sobre el empleo público de los planes de reequilibrio financiero que están instrumentando las CCAA—. El paro registrado mantuvo su tendencia al alza, si bien estabilizó su tasa de variación anual en los niveles de junio. Si la población activa mantuviera un comportamiento similar al de los trimestres previos, la tasa de paro podría incrementarse levemente en el tercer trimestre.

Finalmente, se prevé que los costes laborales prosigan la trayectoria de gradual desaceleración que vienen experimentando en los últimos años. Las tarifas salariales recogidas en los convenios registrados hasta septiembre contienen un aumento salarial del 1,3 %, como resultado de incrementos del 1,5 % procedentes de los convenios plurianuales (firmados en años anteriores), superiores a los que contienen los convenios de nueva firma (0,7 %). Si bien estos últimos acumulan un cierto retraso en su firma en comparación con las pautas de años anteriores, siguen una trayectoria descendente que les va aproximando a la referencia que estableció el Segundo Acuerdo Salarial para este ejercicio (un incremento del 0,5 %). De continuar esta tendencia, la remuneración por asalariado de la economía de mercado podría seguir recortando su tasa de avance en lo que resta del año.

La reciente reforma del mercado de trabajo ofrece a las empresas la posibilidad de que la negociación salarial refleje de forma más adecuada los condicionantes específicos en los que desarrollan su actividad y el momento cíclico por el que transcurre la economía. El aprovechamiento de estas nuevas posibilidades constituye una importante oportunidad que las empresas deben aprovechar para preservar y mejorar su competitividad. Es importante evitar que el impacto transitorio sobre la inflación de alguna de las medidas adoptadas para avanzar en la consolidación fiscal, como la subida del IVA, se traduzca en revisiones generalizadas de precios y salarios, porque ello supondría un inoportuno retroceso en las ganancias de competitividad conseguidas. Desde una perspectiva de medio plazo, la mejora de la competitividad desempeña un papel fundamental para asentar las perspectivas de recuperación en una situación como la actual, en la que los factores internos de sostenimiento de la demanda tardarán todavía algún tiempo en dinamizarse —pues han de completarse los procesos de consolidación presupuestaria y desapalancamiento financiero—, los mercados mundiales se encuentran en fase de desaceleración y las reformas estructurales tardarán algún tiempo en desplegar todos sus efectos.

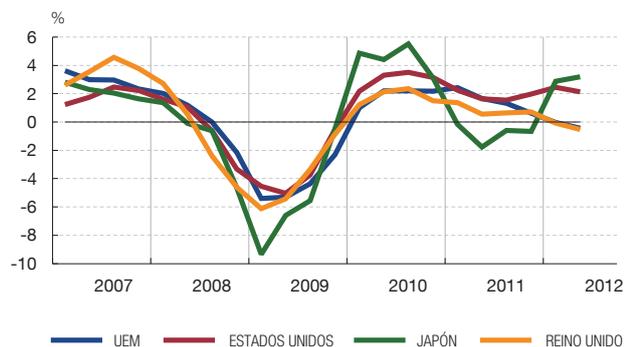
## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo de los tres últimos meses, la evolución económica y financiera internacional ha mostrado una cierta dicotomía, pues los mercados financieros internacionales mostraron una mejora que no se correspondía con la pérdida de pulso de la recuperación a escala global. Esta aparente falta de sincronía se produjo en un contexto en el que los principales bancos centrales orientaron sus actuaciones a proporcionar un impulso adicional a las economías, mediante la adopción de nuevas medidas no convencionales que favorecieron la búsqueda de rentabilidad y un mayor apetito por el riesgo, en un entorno de tipos de interés reducidos y amplia liquidez. Todo ello se tradujo en revalorizaciones bursátiles, reducciones de los diferenciales de crédito y un elevado volumen de emisiones privadas. Los indicadores económicos más recientes apuntan a una estabilización del crecimiento en las economías avanzadas —como Estados Unidos y el Reino Unido—, una cierta reactivación en América Latina y una moderación en el resto de emergentes, con algún indicio reciente de estabilización.

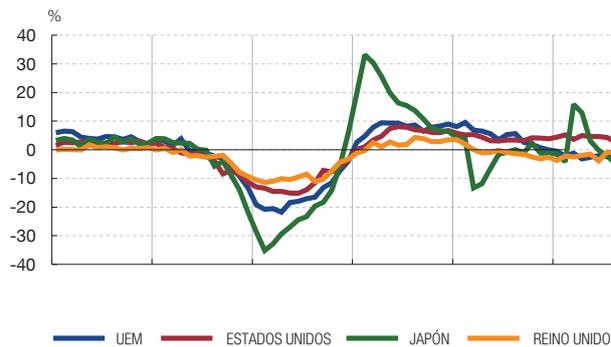
Los mercados financieros internacionales registraron una recuperación desde finales de julio hasta principios de octubre, con avances en las principales plazas bursátiles mundiales, un estrechamiento de los diferenciales de los bonos corporativos y un incremento de las emisiones en los mercados internacionales, especialmente en las economías emergentes, si bien, en este último caso, los inversores siguieron optando preferentemente por los activos de mayor calidad. Por su parte, la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de Estados Unidos y del Reino Unido se elevó desde los mínimos históricos alcanzados en julio. Además, en Estados Unidos, el inicio del programa de compras de titulaciones hipotecarias (MBS de agencias) por la Reserva Federal generó descensos inmediatos en las rentabilidades de estos productos. En los mercados cambiarios, la apreciación experimentada por el dólar el trimestre anterior revertió, perdiendo valor con respecto a las principales divisas y las monedas emergentes, con la notable excepción del real brasileño, cuya cotización se vio condicionada por la notable reducción del diferencial de tipos de interés frente al exterior. En los mercados de materias primas, los precios registraron un ascenso generalizado desde julio, retomando una tendencia alcista ligada, fundamentalmente, a factores de oferta —tensiones geopolíticas y problemas de suministro en el caso del petróleo, o fenómenos meteorológicos en el caso de los alimentos—. No obstante, este incremento se ha corregido parcialmente desde la segunda mitad de septiembre.

En Estados Unidos, según la estimación final, el PIB creció un 1,3 % intertrimestral anualizado en el segundo trimestre (2,1 % interanual), siete décimas menos que en el trimestre previo. Esta evolución responde al menor dinamismo de la demanda interna, que compensó la mayor contribución del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia indican el mantenimiento de un tono relativamente débil de la actividad en el tercer trimestre, aunque con cierto repunte hacia el final del mismo. En el mercado laboral, la creación de empleo se aceleró en el tercer trimestre, en parte debido al impulso del empleo público, aunque siguió estando por debajo de la registrada en el primer trimestre del año. La tasa de paro se redujo significativamente (cuatro décimas), hasta el 7,8 %, aunque la tasa de participación no repuntó y se mantiene en mínimos históricos. El mercado inmobiliario siguió consolidando las señales favorables, con la excepción del crédito hipotecario, cuyas condiciones de concesión siguen siendo restrictivas. En cuanto a los precios, la inflación, medida por el IPC, se moderó hasta el 1,4 % en julio,

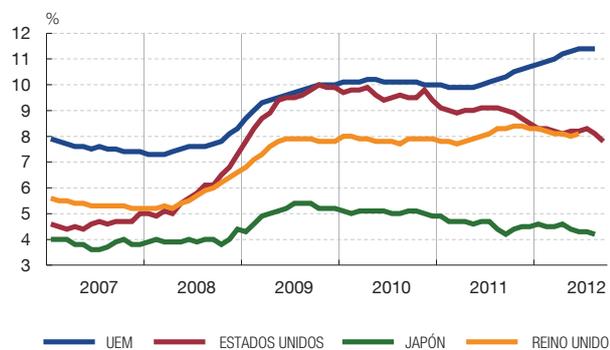
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



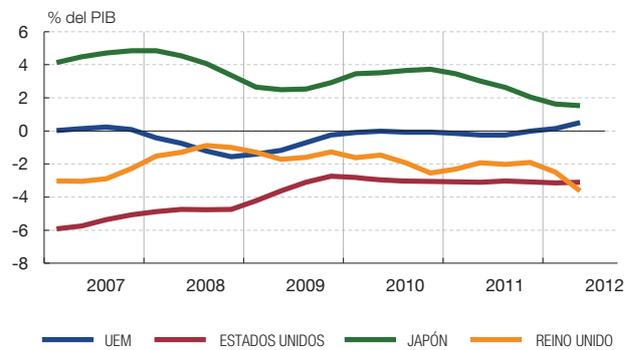
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

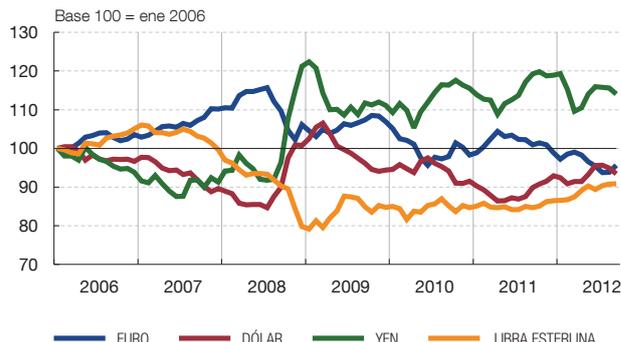
pero repuntó hasta el 2 % en septiembre, debido al incremento de los precios energéticos, mientras que la tasa subyacente se redujo hasta el 2 %. En este contexto, la Reserva Federal expandió en septiembre el rango de sus medidas no convencionales, a través de: i) una extensión del período durante el que el tipo de interés oficial se mantendrá en un nivel reducido (actualmente, hasta mediados de 2015), pasando, además, a ser un compromiso sobre la senda de evolución de esta variable condicional a la situación económica, y ii) el inicio de un nuevo programa de compra de activos, centrado en titulizaciones hipotecarias (MBS de agencias), no especificándose de antemano ni la duración (se mantendrá hasta que el mercado de trabajo mejore sustancialmente) ni la cuantía total del mismo (inicialmente las compras ascenderán a 40 mm de dólares mensuales). En el plano fiscal, el año fiscal 2012 se cerró con un déficit del 7 % del PIB (8,7 % en el año fiscal 2011), tras el aumento de un 6,4 % de los ingresos y la caída de un 1,7 % de los gastos. Asimismo, a comienzos de noviembre se celebran elecciones legislativas y presidenciales que pueden tener notables implicaciones sobre la política fiscal a medio plazo y, además, a principios de 2013 se podría producir un severo ajuste fiscal (conocido como «precipicio fiscal») en caso de que no se llegue a ningún acuerdo para impedirlo (véase recuadro 1).

En Japón, el PIB se desaceleró hasta el 0,2 % intertrimestral (3,2 % interanual) en el segundo trimestre. Este menor ritmo de expansión fue el resultado de la debilidad de la demanda interna —una vez se iban desvaneciendo los efectos de la recuperación tras el

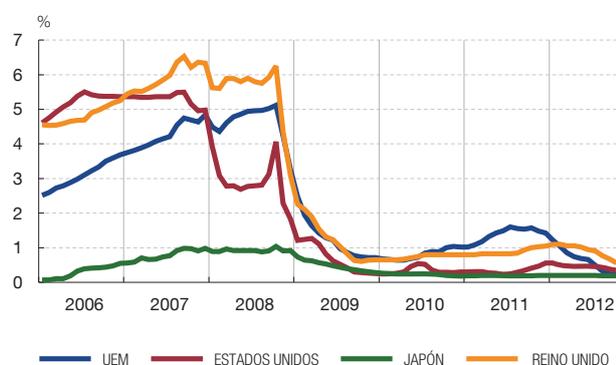
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

*tsunami*— y de la aportación negativa del sector exterior. Los indicadores de mayor frecuencia, como la producción industrial y las encuestas de confianza empresarial, apuntan a una mayor debilidad en el tercer trimestre. En el ámbito externo, en agosto se amplió el superávit corriente, debido al menor déficit comercial y al aumento del superávit de la balanza de rentas, en contraposición al deterioro del mes de julio. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo hasta el entorno del 4,3 % en el tercer trimestre. Por su parte, la inflación se redujo en agosto hasta el -0,5 % interanual (-0,4 % en julio), mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el -0,6 %. El Banco de Japón ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,1 %, si bien en septiembre introdujo cambios en su programa de compra de activos, ampliando tanto su importe como su extensión temporal.

En el Reino Unido, el PIB se contrajo en el segundo trimestre un -0,4 % intertrimestral (-0,5 % interanual), aunque debido, en parte, a un efecto calendario. En todo caso, la caída fue generalizada por componentes, lo que evidencia la debilidad subyacente de la economía. Los indicadores del tercer trimestre son heterogéneos y apuntan a un avance de la actividad, aunque menor de lo esperado. La producción industrial cayó en agosto, tras repuntar notablemente en julio, y los índices PMI de septiembre mejoraron en el caso del sector servicios y empeoraron en el de manufacturas y construcción. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas se recuperaron con fuerza en el trimestre, si bien los indicadores de expectativas del sector son neutros. El mercado laboral sigue mostrando una

El próximo 31 de diciembre, si no media un acuerdo partidista, deberían expirar, una serie de paquetes de estímulo y de rebajas de impuestos temporales, que se aprobaron en los últimos diez años. Adicionalmente, se producirá una reducción automática del gasto público —en un proceso gradual que se prolongará durante diez años y que ascenderá a unos 1,2 billones de dólares—. De este modo, en enero de 2013 se podría producir una contracción fiscal muy severa, el denominado *fiscal cliff* o «precipicio fiscal». De producirse este ajuste fiscal, la economía de Estados Unidos, que está en una senda de recuperación aún no consolidada, se podría ver abocada a una nueva recesión. Pese a ello, la resolución de este problema está descartada antes de las elecciones del 6 de noviembre y los riesgos de que se consume finalmente no son despreciables.

público, de acuerdo con los cálculos de la Oficina de Presupuesto del Congreso<sup>1</sup> (CBO, por sus siglas en inglés). Por el lado de los ingresos, destaca el final de las rebajas fiscales aprobadas en 2001 y 2003, al comienzo de la anterior administración republicana, que consistían en reducciones temporales de los tipos impositivos —de entre tres y cinco puntos, principalmente—, así como en deducciones fiscales del impuesto sobre la renta de las personas físicas. Estas medidas expiraban, inicialmente, a finales de 2011, pero tras las elecciones de 2010 se llegó a un acuerdo para extender los recortes hasta el final de 2012. Además, se acordaron otras medidas para estimular la economía (la rebaja de 2 pp en las cotizaciones a la Seguridad Social de los empleados). También cesan a finales de 2012 el aumento de la exención del *Alternative*

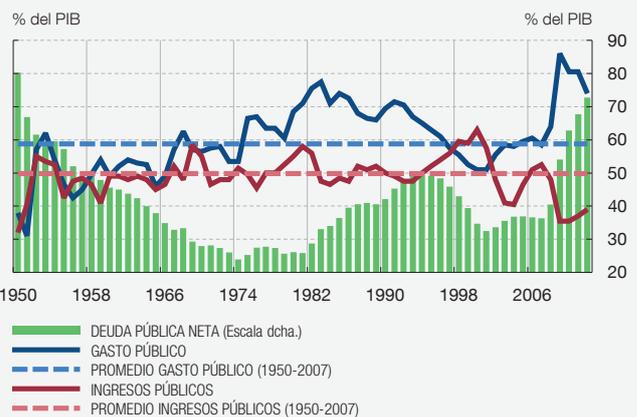
En el cuadro adjunto aparecen resumidos los principales componentes del precipicio fiscal y la cuantía en que reducen el déficit

1 *An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022* (agosto 2012), Congressional Budget Office.

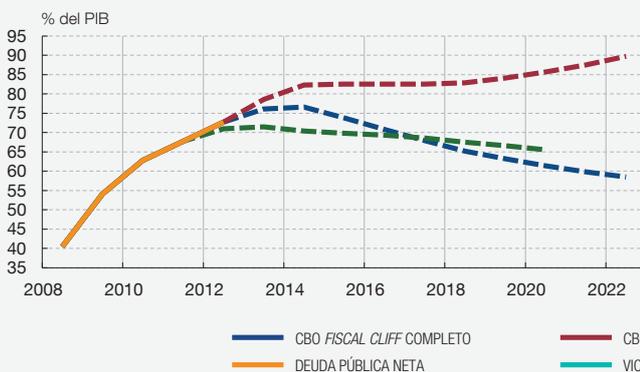
DESGLOSE DEL PRECIPICIO FISCAL. EFECTO DIRECTO SOBRE EL SALDO PÚBLICO EN EL AÑO FISCAL 2013 (MM DE DÓLARES) (a)

Ingresos	
Fin «rebajas fiscales» + fin reducción exención AMT (b)	221
Fin rebaja cotizaciones sociales	95
Otras medidas impositivas que expiran	65
Medidas incluidas en la <i>Affordable Care Act</i>	18
<b>Subtotal</b>	<b>399</b>
Gastos	
Recortes automáticos ( <i>Sequester</i> )	65
Fin prestaciones desempleo emergencia	26
Reducción pagos cuotas <i>Medicare</i> a facultativos	11
<b>Subtotal</b>	<b>102</b>
Otras medidas que expiran (ingresos, sobre todo)	105
<b>TOTAL</b>	<b>606</b>
TOTAL (% del PIB)	3,9

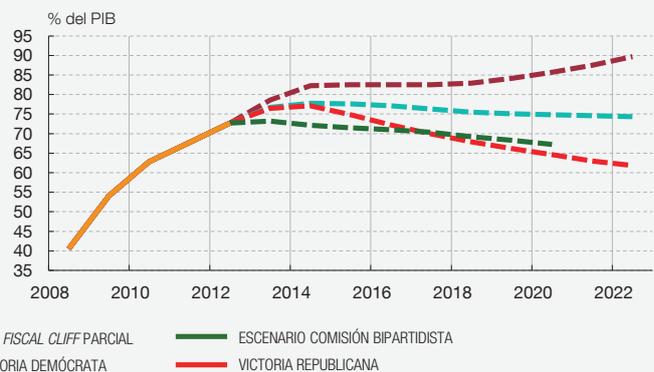
GASTO PÚBLICO, INGRESOS PÚBLICOS Y DEUDA PÚBLICA NETA



DEUDA PÚBLICA NETA. PRECIPICIO FISCAL (c)



DEUDA PÚBLICA NETA. ESCENARIO DE MEDIO PLAZO (c) (d)



FUENTES: *Congressional Budget Office; Update of the Budget* (CBO *fiscal cliff* parcial, agosto 2012); *Update of the Budget* (CBO *fiscal cliff* completo, agosto 2012); *Mid-Session Review President Budget* (victoria demócrata, julio 2012); *House Budget Committee* (victoria republicana, marzo 2012); *The National Commission on Fiscal Responsibility and Reform* (escenario comisión bipartidista, diciembre 2010) y *Office of Management and Budget*.

- a No se tienen en cuenta los efectos indirectos sobre el déficit público asociados a la menor actividad económica.
- b AMT = *Alternative Minimum Tax*.
- c Las líneas punteadas son las previsiones de las distintas propuestas.
- d Las diferentes propuestas han sido actualizadas con los datos de deuda pública publicados por el OMB para los años fiscales 2011 y 2012.

*Minimum Tax (AMT)*<sup>2</sup> y la posibilidad de amortizar de forma acelerada la inversión en capital fijo. Esta expiración coincide con la introducción de las medidas tributarias en el marco de la reforma sanitaria, que suponen un incremento de la presión fiscal a los asalariados, empresas y rentas de capital. Por el lado de los gastos, destaca la entrada en vigor de los recortes automáticos establecidos por la Ley de Control Presupuestario de 2011 (conocidos como *Sequester* y que ascienden a 1,2 billones de dólares durante diez años), que formaron parte del acuerdo para elevar el techo de la deuda en agosto de 2011, una vez que el supercomité creado para reducir el déficit público a medio plazo no fuera capaz de llegar a ningún acuerdo. Estos recortes implican que la mayor parte de los programas de defensa se reducirán en cerca de un 10 % y que casi todas las demás partidas, exceptuando los programas sociales, disminuirán en un 8,2 % (el *Medicare*, un 2 %). Por otro lado, desaparecerá la ampliación de las prestaciones por desempleo decretada con carácter de emergencia y se reducirán un 27 % los pagos a facultativos dentro del programa *Medicare*.

En total, el *precipicio fiscal* supondría una restricción presupuestaria de cerca de 610 mm de dólares (alrededor de un 4 % del PIB) en el año fiscal 2013 (de octubre de 2012 a septiembre de 2013). Teniendo en cuenta el efecto negativo sobre el producto, este ajuste reduciría el déficit público en algo más de tres puntos del PIB durante el año fiscal 2013, de acuerdo con los cálculos de la CBO. Solo ha habido un cambio en la política fiscal estadounidense de un tamaño parecido desde el final de la Segunda Guerra Mundial: en el año fiscal 1969, cuando la restricción fiscal ascendió al 3 % del PIB.

En los últimos meses se han publicado numerosos estudios sobre las implicaciones que tendría el *precipicio fiscal* para el crecimiento. Las estimaciones dependen de los multiplicadores fiscales aplicados a las diversas medidas que entrarían en vigor en enero de 2013 y de los efectos adversos de la incertidumbre en torno a la senda futura de la política fiscal, tanto sobre la confianza de los consumidores y empresas como sobre los mercados financieros, que ya habrían comenzado a apreciarse. La mayor parte de los estudios<sup>3</sup> apuntan a que el ajuste fiscal provocaría una fuerte desaceleración de la economía estadounidense (entre 1,3 pp y 4 pp, dependiendo del estudio), que podría incluso propiciar una nueva recesión<sup>4</sup>. Adicionalmente, la contracción podría ser incluso mayor si el Congreso no aumentara el techo de la deuda pública cuando se alcance su actual límite en los próximos meses, una situación de riesgo que ya se vivió en el verano de 2011.

2 El AMT es un impuesto con un tipo impositivo lineal y un mínimo exento. Cada año los contribuyentes deben liquidar tanto el AMT como el impuesto regular sobre la renta y pagar solo el valor máximo de las dos liquidaciones.

3 Véanse, por ejemplo, el mencionado estudio de la CBO, el capítulo 8 del *FMI 2012 Spillover Report* (julio 2012) o el *Boletín Mensual* del BCE (septiembre de 2012).

4 La CBO compara el escenario de que se mantenga la legislación actual (acontece el *precipicio fiscal* en su totalidad) con otro en el que solo se permiten la expiración de la rebaja en las cotizaciones sociales y la extensión del seguro de desempleo, que es el escenario considerado como central por la mayor parte de los analistas.

Por lo tanto, las autoridades políticas tienen fuertes incentivos para evitar el *precipicio fiscal*. No obstante, la resolución de este problema debe realizarse en un contexto en el que la crisis financiera ha supuesto un aumento de los gastos y una reducción de los ingresos hasta niveles desconocidos en los últimos cincuenta años (véase gráfico superior del panel derecho), lo que se ha traducido en una ampliación sustancial del déficit público y en un incremento de la deuda pública en más de 35 puntos del PIB desde 2007. Esta frágil situación fiscal implica que las decisiones que se adopten tendrán implicaciones importantes para los desafíos fiscales a los que se enfrenta Estados Unidos: si se evita el *precipicio fiscal*, mejoran las perspectivas de crecimiento a corto plazo, pero se deterioran las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública a medio y largo plazo, y viceversa. En la parte inferior del gráfico adjunto se representa la evolución de la deuda pública, según la CBO, bajo dos supuestos: la línea azul supone el mantenimiento de la normativa actual — es decir, que las medidas previstas entran en vigor en su totalidad —, y la línea morada, que solo lo hacen parcialmente: en particular, se asume que casi todas las rebajas de impuestos temporales se extienden y que la reducción automática del gasto no tiene lugar; en este caso, la deuda pública sigue aumentando. Asimismo, se añade un tercer escenario (línea verde), propuesto por la comisión bipartidista (Bowles-Simpson), creada por el presidente en 2010, que hubiera iniciado un ajuste gradual en 2011, propiciando una senda descendente de la deuda<sup>5</sup>.

Sea cual sea la resolución del *precipicio fiscal*, la próxima administración deberá adoptar medidas que aseguren la sostenibilidad de la deuda pública, en un contexto de envejecimiento de la población, que llevará aparejado un incremento sustancial de los gastos sociales. A día de hoy, existe una notable incertidumbre sobre la naturaleza de las medidas que podrían adoptarse para alcanzar ese objetivo, pues ello dependerá, en gran medida, de los resultados de las elecciones presidenciales y legislativas del próximo 6 de noviembre. En uno de los paneles del gráfico se presentan cuatro escenarios de evolución de la deuda pública, suponiendo en todos ellos que el *precipicio fiscal* solo se produce en una versión atenuada. Con ese punto de partida, se representa un escenario de referencia, que supone la ausencia de reformas fiscales y una tendencia al alza de la deuda en el medio plazo. Los otros tres escenarios —altamente especulativos— se corresponden con tres posibles resultados electorales y están basados en las propuestas de los dos principales partidos. En el primero (representado por la línea azul clara), que asume que tanto el poder ejecutivo (presidente) como el legislativo (Cámara de Representantes y Senado) quedan en manos del Partido Demócrata, el gasto público se situaría en diez años un punto por debajo del nivel de 2012 —resultado de recortes del gasto discrecional y de optimización de los gastos sociales—, y los ingresos públicos, 4,5 pp por encima —aumento de impuestos para contribuyentes de renta

5 Esta comisión propuso que el gasto público se redujera en 1,5 pp hasta 2020, mediante medidas como la fijación de límites al gasto discrecional, la contención de gastos de salud, reformas en la Seguridad Social y cambios en el proceso presupuestario. Los ingresos aumentarían más de 4 pp tras una reforma sustancial del sistema impositivo.

alta y empresas—. En el segundo escenario (línea roja), tanto el poder ejecutivo como todo el poder legislativo pasan a manos del Partido Republicano. El gasto público a diez años vista se reduce 3,5 pp respecto a su nivel en 2012 —techos para el gasto discrecional y reforma de los programas sociales utilizando para ello seguros privados y *vouchers*— y los ingresos aumentan 3 pp, a pesar de la reducción de tipos impositivos, que queda compensada por la eliminación de deducciones fiscales. Finalmente, en el escenario de mantenimiento de la situación actual, esto es, presidente y Senado en manos del Partido Demócrata y Cámara de Representantes en manos del Partido Republicano (línea verde), se aplica la propuesta de la Comisión Bowles-Simpson del gráfico anterior, actualizada con el incremento de deuda de los últimos

dos años. En estos tres casos, la deuda empieza a reducirse a partir de 2014, aunque a ritmos diferentes.

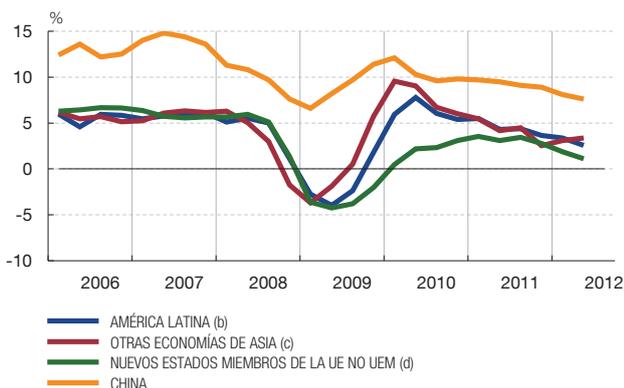
Cabe señalar que es poco probable que, tras las elecciones, se llegue inmediatamente a un acuerdo sobre el *precipicio fiscal* entre los dos partidos, de forma que el proceso de decisión podría extenderse hasta el nuevo año, con el consiguiente aumento de la incertidumbre, incluyendo la posibilidad de aprobación de legislación con carácter retroactivo. Además, es posible que solo se alcance un acuerdo pragmático de mínimos, que limite la restricción fiscal, pero sin llegar a compromisos que supongan un avance real en el reforzamiento de la sostenibilidad de las cuentas públicas estadounidenses a medio plazo.

llamativa resistencia, en contraste con el debilitamiento de la actividad: en los tres meses hasta agosto, el empleo creció notablemente y la tasa de paro se redujo dos décimas, hasta el 7,9%. La inflación mantiene un perfil descendente y en septiembre cayó tres décimas, hasta el 2,2%, mientras que la tasa subyacente se situó en el 2,1%. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial (0,5%) y el saldo previsto de su programa de compra de activos (375 mm de libras) en octubre, siendo todavía inciertos los efectos de su programa de apoyo al crédito iniciado en agosto.

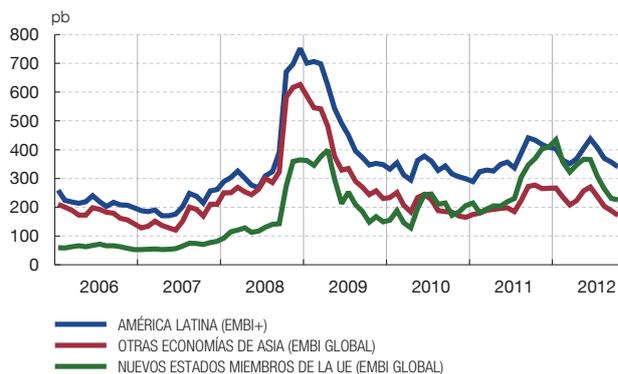
En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se moderó hasta el 1,1% interanual en el segundo trimestre de 2012, frente al 1,8% del trimestre anterior. La desaceleración fue generalizada, destacando las caídas intertrimestrales del PIB en Hungría y en la República Checa y la desaceleración de Polonia. Los indicadores del tercer trimestre reflejan una continua debilidad de la producción industrial y las exportaciones, afectadas por la inestabilidad en el área del euro. Asimismo, el proceso de consolidación fiscal, el deterioro de la confianza y la atonía del crédito privado obstaculizan la recuperación de la demanda interna. La inflación en promedio se elevó hasta el 4,3% en septiembre, impulsada por el incremento de los precios de los alimentos, si bien mantuvo un comportamiento heterogéneo entre países. La creciente preocupación por la debilidad de la actividad ha propiciado nuevas bajadas de tipos de interés oficiales en la República Checa (del 0,5% al 0,25%) y en Hungría, en dos ocasiones (del 6,75% al 6,25%). Por último, en el ámbito fiscal Hungría aprobó nuevas medidas de consolidación para mantener el déficit público por debajo del 3% del PIB en 2013.

En China, el PIB del tercer trimestre aumentó un 7,4% interanual, tras el 7,6% interanual del segundo trimestre, en línea con la evolución de los indicadores de mayor frecuencia, que, no obstante, mejoraron en la parte final del mismo. Así, la confianza empresarial y la producción industrial y las ventas minoristas se han deteriorado levemente en el tercer trimestre, con una recuperación en septiembre. El sector exterior, que mostraba un mejor comportamiento hasta junio, se ha debilitado posteriormente. La inflación se ha moderado hasta el 1,9% en septiembre, influida por el precio de los alimentos, lo que permitió que en julio el banco central redujera el tipo de interés de referencia para los préstamos, hasta el 6%. En el plano fiscal, el Gobierno aprobó la ejecución de proyectos de inversión pública en infraestructuras, por un importe equivalente al 2,1% del PIB. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB aumentó tres décimas en el segundo trimestre,

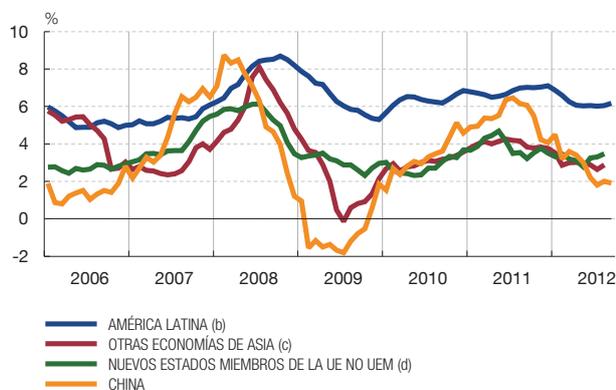
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



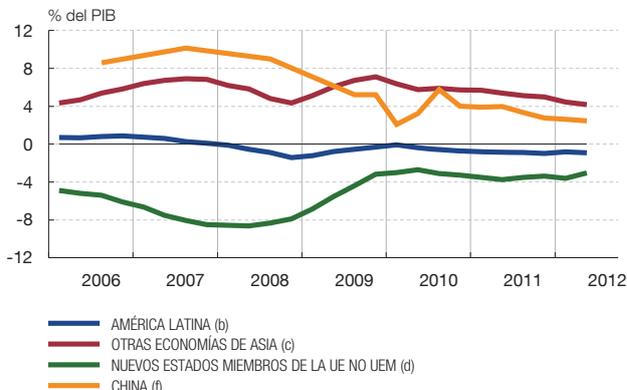
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia.
- f Datos anuales hasta 2009.

hasta el 4,7 %, impulsado por el avance de las demandas internas, que contrarrestó, en general, el menor aumento de las exportaciones. En el tercer trimestre, la actividad se desaceleró de forma gradual: en julio y agosto, la producción industrial se debilitó en la gran mayoría de los países, al tiempo que las exportaciones redujeron su ritmo de expansión. Las tasas de inflación tendieron a estabilizarse a lo largo del verano, aunque en varios países mostraron todavía un perfil ligeramente alcista, ante lo cual las políticas monetarias se mantuvieron sin cambios, con la excepción del recorte de 25 pb en Corea.

En América Latina, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se moderó hasta el 0,5 % intertrimestral (2,6 % interanual). Esta desaceleración refleja en gran medida el menor crecimiento registrado en Argentina, México y Venezuela —si bien los dos últimos mantienen tasas interanuales elevadas—, y el mantenimiento de un bajo ritmo de crecimiento en Brasil. Los indicadores de alta frecuencia disponibles apuntan, sin embargo, hacia una recuperación en el tercer trimestre, en el promedio de la región, que vendría impulsada por Brasil y Argentina. La inflación se mantiene relativamente elevada (6 % in-

teranual en agosto), constatándose un aumento en los precios de los alimentos. Los bancos centrales no han realizado movimientos de tipos de interés, salvo en Colombia, donde se redujeron 25 pb, hasta el 4,75 %, y en Brasil, donde ha continuado el ciclo bajista, con un recorte adicional de 75 pb, hasta el 7,25 %. Por otra parte, en Brasil se tomaron ciertas medidas —modificaciones de los requerimientos de reserva— para relajar las condiciones monetarias, y en Brasil, Perú, y Colombia se llevaron a cabo intervenciones cambiarias. En el plano fiscal, Brasil presentó un plan plurianual de inversión en infraestructuras. Finalmente, en México se aprobó una reforma laboral que permite la subcontratación, si bien se recortó la exigencia de transparencia a los sindicatos respecto al proyecto original; y en Venezuela se celebraron elecciones presidenciales, con la victoria del actual presidente. En este mismo Boletín se publica el «Informe semestral de economía latinoamericana», donde se analizan estas tendencias con mayor detenimiento.

### 3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Tras los episodios de severa inestabilidad financiera que afectaron al área del euro, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales de política monetaria en el tercer trimestre de 2012. Así, a finales de julio, el presidente Draghi señaló que, dentro de los límites de su mandato y desde el ejercicio de su independencia, el BCE estaba preparado para hacer lo que fuera necesario para preservar el euro. Esta declaración fue refrendada por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de agosto con el anuncio de un programa de intervenciones en los mercados secundarios de deuda soberana (véase recuadro 2). El programa, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), tiene como objetivo restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria única y contrarrestar los temores injustificados sobre la reversibilidad del euro, que está induciendo a la renacionalización de los flujos financieros dentro del área y afectando de forma muy negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de los Gobiernos y de los sistemas bancarios de las economías más vulnerables, crecientemente dependientes del Eurosistema. En septiembre y octubre el Consejo clarificó algunos aspectos del programa, que está diseñado para no debilitar los incentivos de los países a perseverar en las medidas de consolidación fiscal y de reformas estructurales.

La actuación del BCE propició de inmediato un evidente alivio de la inestabilidad, aunque dentro de un marco que continúa caracterizado por una notable volatilidad. Así, en el tramo final de septiembre y los primeros días de octubre tuvo lugar un cierto rebrote de la incertidumbre asociado, entre otros factores, a algunas dudas sobre la continuidad de la voluntad política que habían mostrado en la cumbre de junio los jefes de Estado y de Gobierno de los países del área para seguir avanzando de forma decidida en la construcción de una unión monetaria más cohesionada e integrada en los ámbitos financiero, fiscal, económico y, eventualmente, político. Mas recientemente, en la cumbre del 18 y 19 de octubre, se han renovado estos compromisos y se ha clarificado el calendario para el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión, lo que debería ayudar a despejar esas dudas.

Este cambio de tendencia en los mercados financieros no ha venido acompañado todavía de una mejora de las perspectivas económicas. Los indicadores más recientes no muestran señales que permitan asegurar una estabilización a corto plazo de la actividad económica y las previsiones disponibles para la segunda mitad de 2012, sucesivamente revisadas a la baja en los últimos meses, sugieren la persistencia de un tono de debilidad. Más a medio plazo, el deterioro de la coyuntura en el área del euro y a nivel global, junto con el impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre la demanda doméstica y los efectos que la crisis de deuda soberana está teniendo sobre las condiciones de financiación y la confianza, están llevando a organismos internacionales y a analistas privados a corregir también a la baja sus perspectivas sobre el crecimiento para 2013.

El entorno de debilidad económica dominante en el conjunto del área no permite anticipar en el horizonte temporal relevante para la política monetaria el surgimiento de tensiones inflacionistas subyacentes en un contexto en el que las expectativas de inflación a largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios. No obstante, la inflación es probable que se mantenga por encima del 2 % hasta principios de 2013, impulsada, principalmente, por el aumento de los precios de la energía y las subidas de impuestos indirectos y precios administrados en los países inmersos en procesos de consolidación fiscal más exigentes.

Las decisiones adoptadas por el BCE y las conclusiones alcanzadas en la última cumbre de los países del área de euro han abierto una ventana de oportunidad para progresar en la resolución de la crisis. Los países más vulnerables deben aprovecharla para continuar en las estrategias de consolidación fiscal y reformas estructurales, que permitan absorber los desequilibrios acumulados. Asimismo, a nivel del área del euro, es primordial que no se debilite el impulso para avanzar hacia una unión económica más integrada, sobre la base del informe de los cuatro presidentes (véase recuadro 3 para más detalle sobre los avances en la unión bancaria), y resolver la incertidumbre sobre los programas que están en marcha y sobre la capacidad de actuación del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Este último entró en funcionamiento en octubre, si bien quedan algunos aspectos pendientes de decidir, como la posibilidad de apalancamiento o la capacidad de recapitalizar directamente las entidades bancarias.

### 3.1 Evolución económica

Según la tercera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2012, el PIB del área del euro disminuyó un 0,2 % intertrimestral, tras el crecimiento nulo registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). El retroceso del producto obedeció, en gran medida, al empeoramiento del consumo privado y de la inversión, mientras que las exportaciones mostraron una evolución favorable (véase gráfico 8). Así, la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB (-0,5 pp) fue contrarrestada parcialmente por la correspondiente de la demanda externa (0,3 pp). El desglose por ramas de actividad mostró un deterioro generalizado, excepto en los servicios de no mercado. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el -0,4 %.

Por países, cabe destacar el crecimiento positivo del PIB alemán en el segundo trimestre, del 0,3 %, por el dinamismo mostrado por el consumo y las exportaciones. En Francia, la actividad se mantuvo constante por tercer trimestre consecutivo, ya que el mejor comportamiento de la inversión se vio contrarrestado por la aceleración de las importaciones. Finalmente, en Italia el producto volvió a retroceder intensamente, un 0,8 %, por la fuerte contracción de todos sus componentes, salvo el consumo público.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados en la UEM permaneció constante en el segundo trimestre, tras la contracción registrada en los tres anteriores, y la tasa interanual disminuyó en una décima, hasta el -0,6 %. Este comportamiento viene explicado por la moderación de la destrucción de empleo en España y el repunte registrado en Italia, que, no obstante, obedece, en gran medida, a razones estadísticas. Por otro lado, los costes laborales unitarios crecieron a un menor ritmo en el período de abril-junio, por una desaceleración de la remuneración por asalariado más intensa que la de la productividad aparente del trabajo. Este menor dinamismo de los costes laborales, unido a la ligera aceleración del deflactor del PIB, permitió una pequeña ampliación de los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente sugiere una continuación del tono de debilidad de la actividad en el tercer trimestre del año, que es más apreciable en los indicadores de opinión o cualitativos, frente a la mejoría observada en los cuantitativos (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, en julio y agosto la producción industrial y la de la rama de la construcción aumentaron en relación con el segundo trimestre. No obstante, esta evolución hay que valorarla con cautela, ya que estos indicadores muestran una elevada volatilidad durante los meses de verano. La confianza empresarial de la encuesta de la Comisión Europea de la industria y de los servicios, así como el índice PMI de gestores de compras de los servicios, se situó en septiembre por debajo de los

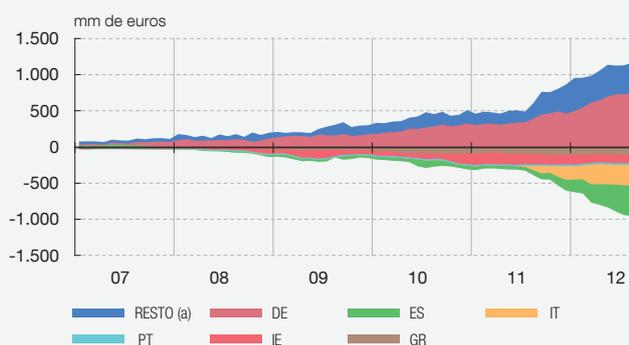
Desde el inicio de la crisis en el verano de 2007, el BCE<sup>1</sup> ha venido adoptando un amplio abanico de medidas extraordinarias destinadas a preservar el correcto funcionamiento de los canales de transmisión de su política monetaria. De forma natural, la acción del BCE en este terreno ha tenido que irse adaptando a las distintas fases de la crisis y al contexto macroeconómico que prevalecía en cada momento. Así, mientras las actuaciones buscaron inicialmente combatir el bloqueo de los mercados interbancarios que se produjo al comienzo de la crisis, el devenir de esta en una crisis de deuda soberana ha obligado progresivamente a ampliar el foco de atención hacia aspectos tales como la creciente divergencia en las condiciones financieras nacionales y la segmentación de los flujos financieros dentro de la zona del euro (véanse gráficos 1 y 2). Este último aspecto ha afectado de forma muy

negativa a la capacidad de financiarse en el exterior de las economías más vulnerables y las ha hecho crecientemente dependientes de la financiación del Eurosistema.

La agudización de la crisis de la deuda pública en el verano de 2012 supuso un incremento excepcional de las primas de riesgo soberanas en algunos países sistémicos, que fue especialmente intenso en los plazos más cortos (véase gráfico 3), y llegó a introducir dudas sobre la irreversibilidad del euro. Esta nueva fase de la crisis, que se producía en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas de la zona del euro, representaba un desafío sin precedentes al concepto mismo de política monetaria única, cuya efectividad quedaba muy mermada. En estas circunstancias, para evitar la materialización de escenarios extremadamente desfavorables, atajar los temores infundados de reversibilidad del euro y contribuir a restaurar la eficacia y la unicidad de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE acordó en su reunión del 6 de septiembre los detalles del nuevo programa de compra de deuda pública, que ya había sido anunciado en agosto,

1 Para un resumen, véase, por ejemplo, E. Fabian, M. Carmona, S. Iacobelli y M. Rubens, *The use of the eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*, Occasional Paper n.º 135, agosto, Banco Central Europeo.

1 SALDOS TARGET2



2 TIPOS BANCARIOS DE NUEVOS PRÉSTAMOS POR PAÍSES  
Desviación típica



3 DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA A TRES AÑOS



4 EMISIONES DE DEUDA PRIVADA EN LA UEM (b)



FUENTES: Dealogic, Banco Central Europeo y Bancos Centrales Nacionales.

a Incluye Austria, Bélgica, Holanda, Finlandia, Francia y Luxemburgo.

b Los datos trimestrales representan la media mensual del trimestre. Excluye covered bonds y titulizaciones.

denominado Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC, u OMT por sus siglas en inglés). Con esta medida se dio por concluido el anterior Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), con el que el BCE había realizado compras de deuda pública entre mayo de 2010 y febrero de 2012 cuyo saldo vivo asciende a algo más de 200 mm de euros.

La principal finalidad del programa de OMC es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en el conjunto del área del euro sin que ello conlleve un debilitamiento de los esfuerzos necesarios para resolver la crisis en el plano de las políticas nacionales y europeas. Para ello, el programa de OMC establece la posibilidad de que el BCE adquiera bonos soberanos a corto plazo en los mercados secundarios, respetando la prohibición de financiación monetaria del artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea<sup>2</sup>. Las compras se concentrarán exclusivamente en instrumentos con vida residual entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento del mercado donde las distorsiones habían sido más severas.

Para reforzar su eficacia, la posición acreedora del BCE resultante de las OMC tendrá igualdad de trato con la del resto de tenedores privados. El programa no establece límites cuantitativos *ex ante*, si bien el BCE ha anunciado que —como en el caso del SMP— procederá a esterilizar íntegramente la liquidez que se genere.

Por otra parte, la activación de las OMC estará sujeta al cumplimiento de una condicionalidad estricta, que tiene por objetivo preservar los incentivos de los Gobiernos a mantener la disciplina fiscal y profundizar en las reformas estructurales, pieza clave en el necesario ajuste de los desequilibrios macroeconómicos, en la recuperación de la actividad económica y, en definitiva, en la desaparición de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC estará vinculada a que el Estado miembro afectado haya solicitado previamente asistencia financiera a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) o al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), bien a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o de un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada). El corto plazo de los valores adquiridos facilitará la aplicación de la condicionalidad y contribuirá, también, a limitar la expansión del balance del Eurosistema.

<sup>2</sup> Para más detalles sobre el diseño del programa de OMC y los objetivos de la prohibición de financiación monetaria, puede consultarse el recuadro 1 del *Boletín Mensual* del BCE de octubre de 2012.

Los programas de asistencia —en cuyo diseño y evaluación está previsto que intervenga el Fondo Monetario Internacional— tendrán que incluir la posibilidad de que la FEEF o el MEDE realicen compras en el mercado primario de valores. En el caso de los países que actualmente se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico, las OMC podrán activarse en el momento en que estén recuperando su acceso a los mercados. En cualquier caso, el Consejo de Gobierno del BCE decidirá, tras una evaluación en profundidad de la situación de cada país, el inicio, mantenimiento y finalización de las OMC en la medida en que resulten convenientes desde el punto de vista de la política monetaria, y siempre y cuando la condicionalidad asociada al programa correspondiente sea cumplida estrictamente. Las OMC nunca tendrán lugar durante las revisiones regulares de los programas y se reanudarán cuando sea necesario, siempre después de que la revisión concluya el cumplimiento del programa. El BCE informará semanalmente de sus tenencias de deuda y mensualmente del vencimiento medio de su cartera y del desglose por países.

A falta de conocer todavía algunos detalles del funcionamiento del programa de OMC, los mercados financieros respondieron favorablemente a su anuncio. Los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras, como España e Italia, se relajaron especialmente en los plazos más cortos (véase gráfico 3). El efecto sobre los tipos de interés bancarios debería ser perceptible, probablemente, de forma más progresiva. Las condiciones se han estabilizado también en los mercados de deuda corporativa y bancaria, en los que las emisiones han registrado, desde comienzos de septiembre, una recuperación sustancial, particularmente en los países más afectados por las tensiones (véase gráfico 4). No obstante, las condiciones de los mercados continúan lejos de normalizarse y rodeadas de una gran incertidumbre.

En conclusión, la introducción del programa de las OMC refleja el compromiso del BCE para ejecutar cuantas acciones sean precisas para asegurar la irreversibilidad de la moneda única, recuperar su capacidad de control sobre las condiciones crediticias en el conjunto del área del euro y erradicar la eventualidad de escenarios particularmente adversos para su mandato de mantener la estabilidad de precios. La efectividad de este programa requerirá que las autoridades nacionales no relajen el esfuerzo para cumplir con sus compromisos de consolidación fiscal y de reformas estructurales y que a nivel del área se mantenga el ímpetu para avanzar hacia una genuina unión económica y monetaria.

niveles de junio. Por el contrario, durante este período aumentó el índice PMI de gestores de compras de manufacturas, si bien se mantiene en valores inferiores a 50, cifra por encima de la cual se considera que se está produciendo una expansión de la actividad del sector. En el ámbito laboral, la tasa de paro continuó aumentando, hasta el 11,4 %, y los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo en la industria y en el sector servicios retrocedieron a lo largo de todo el trimestre.

	2011				2012			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2		
Consumo privado	0,0	-0,4	0,2	-0,5	-0,2	-0,4		
Consumo público	-0,2	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0		
Formación bruta de capital fijo	2,0	-0,2	-0,4	-0,5	-1,2	-1,5		
Importaciones	1,2	0,2	0,4	-1,4	-0,2	0,6		
Exportaciones	1,6	0,6	1,5	-0,1	0,7	1,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,3	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,5		
Variación de existencias	0,1	0,4	-0,4	-0,4	-0,1	0,0		
Demanda exterior neta	0,2	0,2	0,5	0,6	0,4	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	2,4	1,6	1,3	0,6	0,0	-0,4		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	1,0	0,3	0,5	-1,9	-0,5	-0,4	1,0	
Sentimiento económico	106,8	105,2	98,4	93,6	94,1	91,1	86,3	
PMI compuesto	57,6	55,6	50,3	47,2	49,6	46,4	46,3	
Empleo	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,3	0,0		
Tasa de paro	9,9	9,9	10,2	10,6	10,9	11,3	11,4	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	2,7	3,0	2,7	2,7	2,4	2,6	
IPRI	6,8	5,9	5,8	4,3	3,5	1,8	2,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	115,4	114,9	114,8	108,7	126,8	95,7	113,2	113,7
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,6	4,4	4,0	4,1	3,3	3,4	2,3	2,3
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,14	-1,30	-2,06	-2,17	-1,12	-1,81	-0,72	-0,57
Tipo de cambio dólar/euro	1,421	1,445	1,350	1,294	1,336	1,259	1,293	1,304
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	3,4	3,7	0,7	-2,1	0,9	-2,4	-2,3	-1,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	4,2	2,0	-22,0	-17,1	6,9	-2,2	5,9	9,7

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

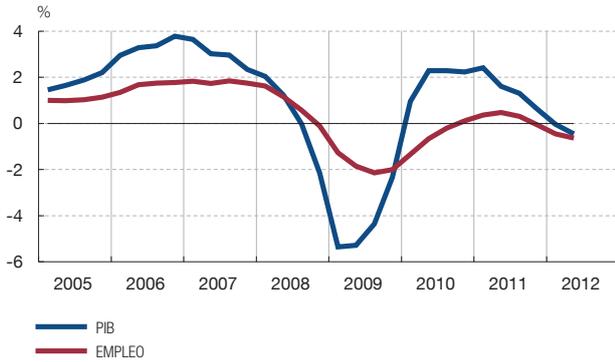
a Información disponible hasta el día 19 de octubre de 2012.

b Variación porcentual acumulada en el año.

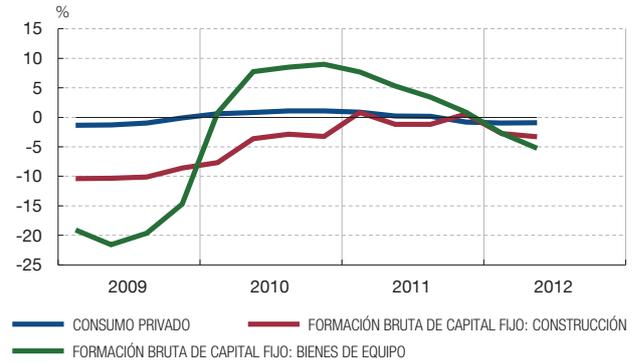
Los indicadores relacionados con la demanda también dieron señales de una cierta debilidad en los meses de verano. Así, las matriculaciones de automóviles cayeron en el tercer trimestre y la confianza de los consumidores retrocedió entre junio y septiembre, situándose en niveles muy inferiores a su media de largo plazo. Sin embargo, las ventas minoristas aumentaron ligeramente en julio y agosto. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria empeoraron en el tercer trimestre. Finalmente, en el promedio de julio y agosto las exportaciones nominales de bienes aumentaron, mientras que tanto las expectativas de exportación como la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoraron durante el trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente indica que la debilidad de la actividad económica ha continuado en los meses de verano (véase cuadro 1). Entre los factores que subyacen en este retroceso del PIB, cabe señalar la ralentización de la demanda procedente

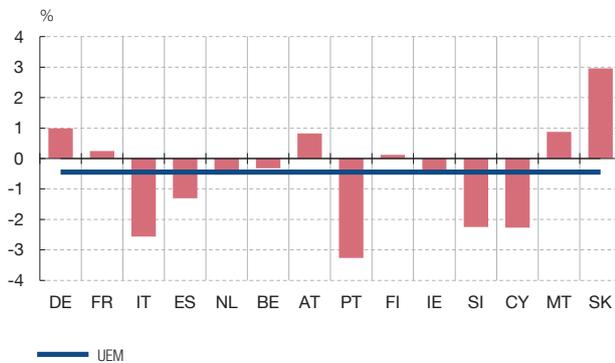
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



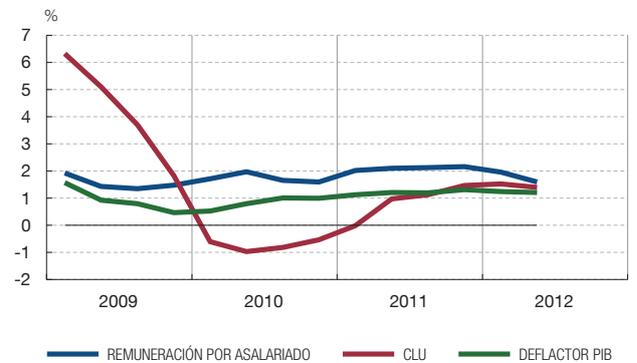
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Segundo trimestre de 2012



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual

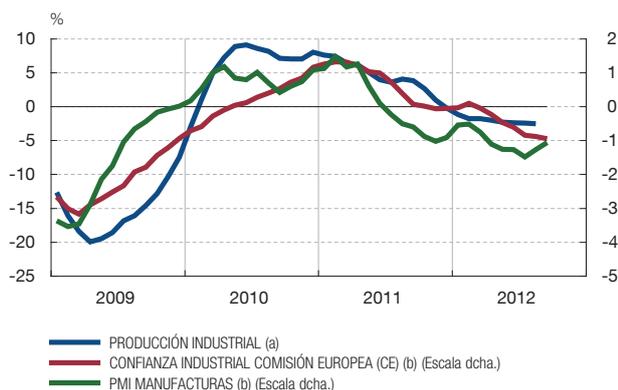


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

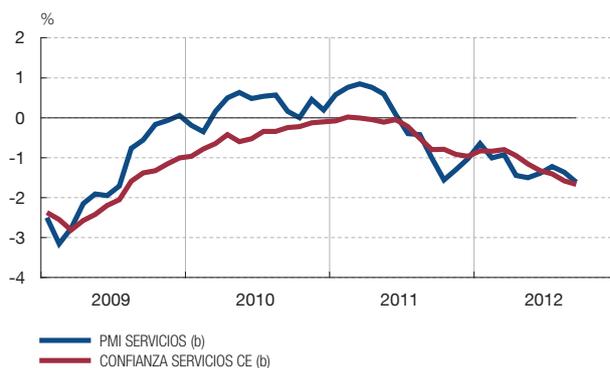
del sector exterior, el aumento de los precios de las materias primas y, sobre todo, el impacto de las medidas de consolidación fiscal. Por todo ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para la segunda parte de 2012 y 2013, retrasando la recuperación de la actividad en el área del euro a principios del año próximo (véase cuadro 2). Este escenario, además, aparece rodeado de una elevada incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja. Los más relevantes están relacionados con una nueva agudización de las tensiones financieras del área del euro, así como con un impacto más pronunciado de estas sobre las decisiones de gasto de los agentes.

La tasa interanual de inflación se situó en el 2,6% en septiembre, dos décimas por encima del registro de junio, impulsada por factores de naturaleza transitoria, como los incrementos de los precios de las materias primas y las subidas de impuestos indirectos en España e Italia. De este modo, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo durante este período en dos décimas, hasta el 1,6% (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales registraron en agosto un ritmo de crecimiento del 2,7%, casi 1 pp superior al del mes de junio, por el repunte de los precios de la energía. A medio plazo se espera que la tasa de inflación se sitúe por debajo del 2% a principios de 2013. Sobre este escenario central, los riesgos estarían equilibrados, ya que los posibles incrementos en los impuestos indirectos y los precios administrados derivados del ajuste fiscal se compensan con los riesgos a la baja procedentes de la debilidad del crecimiento de la actividad en el área del

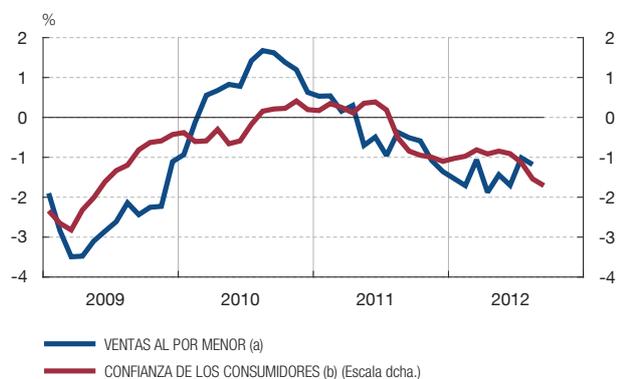
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



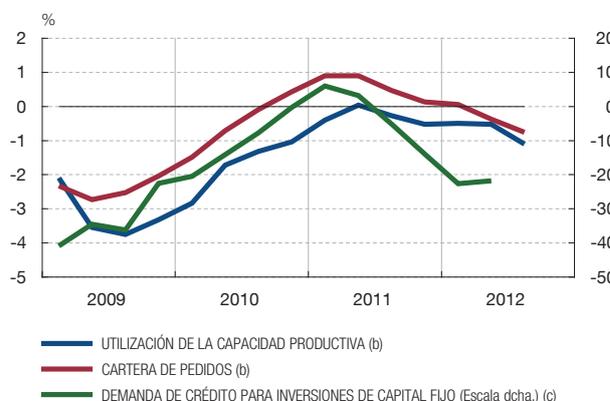
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



INDICADORES DE CONSUMO



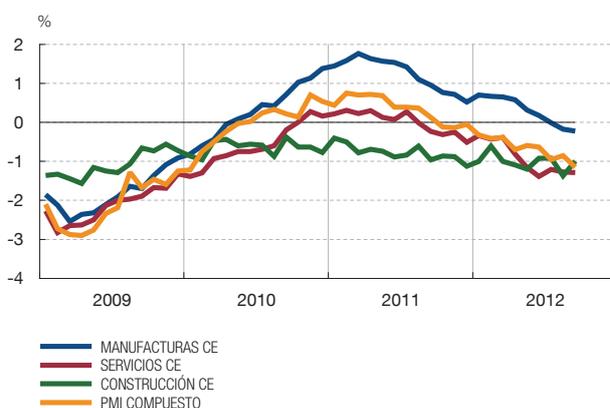
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

- a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
- b Series normalizadas.
- c Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.
- d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

	2012		2013	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Eurosistema (septiembre de 2012)	-0,6(-0,2)	2,4-2,6	-0,4-1,4	1,3-2,5
Comisión Europea (mayo de 2012)	-0,3	2,0	1,0	1,6
FMI (octubre de 2012)	-0,4	2,3	0,2	1,6
OCDE (mayo de 2012)	-0,1	2,4	0,9	1,9
Consensus Forecast (octubre de 2011)	-0,5	2,4	0,2	1,9
Eurobarómetro (octubre de 2012)	-0,5	2,4	0,2	1,9

FUENTES: BCE, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

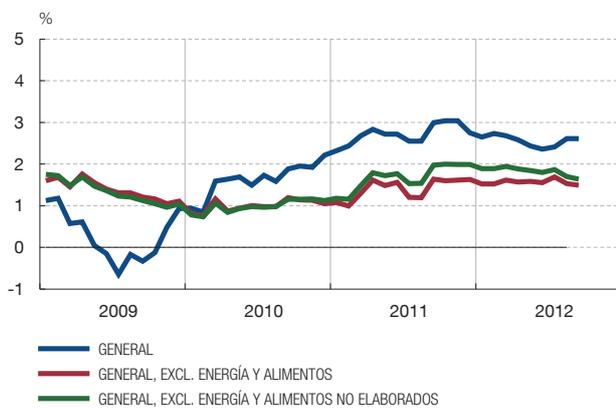
a Tasas de variación anual.

## UEM. INDICADORES DE PRECIOS

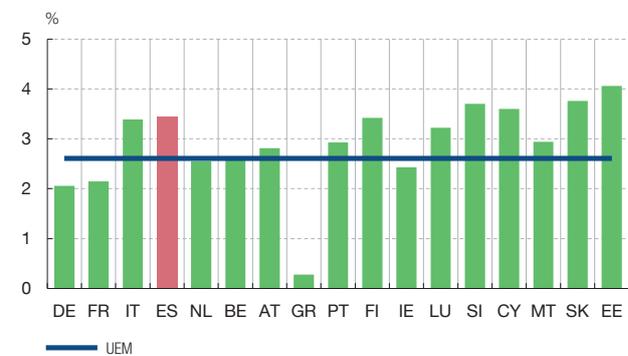
### Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

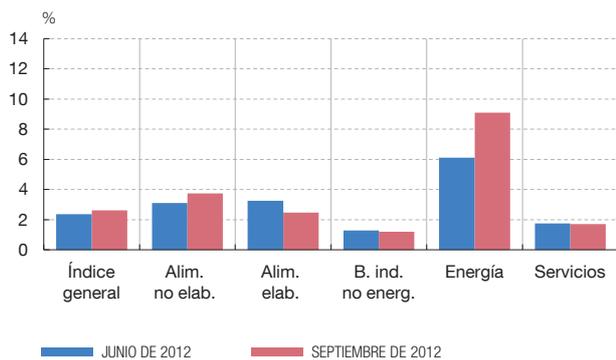
#### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



#### IAPC GENERAL (Septiembre 2012)



#### IAPC Y SUS COMPONENTES



#### OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

euro. En este contexto, las expectativas de inflación se mantienen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y agosto de 2012 un superávit de 33,3 mm de euros (un 0,5 % del

Una de las fisuras de la unión monetaria que se ha puesto de manifiesto durante la actual crisis ha sido la vulnerabilidad que genera la coexistencia de una política monetaria única y sistemas financieros donde la responsabilidad última de la supervisión y resolución de las dificultades en que puedan incurrir las entidades recae en los Gobiernos nacionales. Ello ha potenciado la existencia de canales de retroalimentación entre el riesgo soberano y el bancario que fueron la base del recrudecimiento de las tensiones financieras que se observó en la primera mitad de 2012. Por ello, a finales de junio, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro dotaron de una nueva dimensión al proceso de revisión de la gobernanza europea, que hasta ahora había concentrado sus esfuerzos en subsanar las deficiencias detectadas en los procesos de supervisión y coordinación de las políticas macroeconómicas y en la creación de mecanismos de asistencia financiera. En esta cumbre se marcó el inicio del camino hacia un nuevo modelo de unión monetaria a medio y largo plazo que puede llegar a suponer avances sustanciales en la integración financiera, fiscal y económica de los países de la UEM. Según el acuerdo alcanzado, el proceso hacia esta «unión económica y monetaria genuina» debería comenzar por el diseño de una «unión bancaria» a la que se dotará de los siguientes elementos: un sistema único e integrado de supervisión de las entidades bancarias, un marco único de gestión y resolución de las entidades con dificultades y un esquema común de garantía de depósitos para armonizar los niveles de protección de los consumidores. Además, los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM consensuaron que el primero de estos elementos, el sistema de supervisión integrada, se tramitaría con carácter de urgencia, con el propósito de poner en marcha un marco institucional capaz de romper el vínculo desestabilizador entre el riesgo financiero y el soberano y frenar el proceso de pérdida de confianza que está fragmentando los mercados financieros y bancarios europeos. La posibilidad de recapitalización directa de los bancos por parte del MEDE —que entró en funcionamiento a principios de octubre— quedó supeditada a la creación de un mecanismo de esa naturaleza que contase con la participación del BCE.

En este sentido, el 12 de septiembre la Comisión Europea hizo pública una propuesta de establecimiento de un Mecanismo Único de Supervisión (MSU) de entidades financieras, para la que solicita aprobación antes de finales de 2012, junto con una hoja de ruta en la que establece los pasos que se han de seguir para lograr una completa unión bancaria. La propuesta, consistente con el artículo 127(6) del Tratado de Funcionamiento de la UE, asigna al BCE la responsabilidad última de determinadas tareas fundamentales en el ámbito de la supervisión de todas las entidades financieras de la zona del euro (excluidas las agencias de seguros), y también de aquellos países de la Unión Europea no pertenecientes a la zona del euro que alcancen un acuerdo de cooperación con el BCE. Con ello se pretende garantizar que los riesgos que la actividad bancaria pueda representar para la estabilidad financiera del área del euro en su conjunto son tenidos en cuenta de la forma adecuada y evitar que pueda primar la protección de los intereses nacionales. Entre las competencias transferidas, destacan

la concesión y la retirada de la autorización para operar a las entidades de crédito, la comprobación del cumplimiento de los requisitos prudenciales fijados en la normativa bancaria de la Unión Europea (UE), la realización de pruebas de resistencia como herramienta supervisora para evaluar la estabilidad de entidades bancarias concretas, la comprobación de que los bancos disponen de procedimientos y mecanismos internos de gobernanza sólidos que garanticen su solvencia, la participación en la intervención de aquellos bancos que presenten riesgos en su viabilidad —en coordinación con las autoridades competentes en materia de resolución bancaria—, y la valoración, junto con la Comisión, de posibles procesos de recapitalización con fondos públicos.

El Mecanismo integrará también a los supervisores nacionales que intervendrán en la preparación y aplicación de las decisiones que les asigne el BCE en las tareas que se hallen bajo la responsabilidad de este, lo que permitirá aprovechar su experiencia y conocimiento de los mercados bancarios nacionales. Los supervisores nacionales también mantendrán aquellas funciones que no sean expresamente transferidas al BCE, como la supervisión de los sistemas de pagos, la protección de los consumidores y la prevención del blanqueo de capitales.

Con el propósito de eliminar posibles conflictos de interés entre las funciones del BCE como responsable de la política monetaria y de la supervisión, se mantendrá una separación estricta, dentro del BCE, entre los órganos administrativos encargados de cada función, y se creará el denominado Consejo de Supervisión, en el cual el Consejo de Gobierno podrá delegar la toma de decisiones en el ámbito supervisor y que se mantendrá ajeno a las decisiones de política monetaria.

La reunión del Consejo Europeo de 18 y 19 de octubre acordó que la legislación sobre el Mecanismo debería estar consensuada a finales de 2012, de modo que pueda estar operativo a lo largo de 2013. Según la propuesta de la Comisión Europea, el BCE podrá asumir primero la responsabilidad supervisora de aquellos bancos que hayan recibido o solicitado apoyo público, asumiendo posteriormente la correspondiente a las entidades de mayor importancia sistémica y de la totalidad de los restantes bancos.

El MSU estará representado en la Autoridad Bancaria Europea (ABE), el organismo establecido en 2011 con el objeto, entre otros, de fortalecer la coordinación de las prácticas supervisoras nacionales en la UE y asegurar que las mismas reglas se aplican a las mismas actividades en todos los países miembros, evitando así un posible arbitraje regulatorio. En la actualidad, la ABE está contribuyendo a la elaboración de un código normativo único (*Single Rulebook*) para la prestación de servicios financieros en la UE, que, una vez concluido, deberá ser aplicado por el BCE en su tarea supervisora. Su finalización resulta crucial para evitar el riesgo de segmentación del mercado único entre los Estados miembros de la UEM —que se encontrarán bajo el ámbito supervisor del BCE— y los restantes, donde las autoridades nacionales mantendrán las competencias. Para contribuir a ello, la Comisión Europea pide en

la hoja de ruta que antes de que finalice 2012 se alcance un acuerdo entre el Parlamento Europeo y el Consejo respecto a la Directiva de Requerimientos de Capital IV, que establece los requerimientos de capital y liquidez y el marco prudencial que regirán en la UE en su conjunto.

La hoja de ruta de la Comisión señala que la unión bancaria debe incorporar, como extensión natural del sistema único de supervisión, un mecanismo común y centralizado para acometer de forma ordenada la resolución de aquellas entidades bancarias no viables que eventualmente lo requieran. También menciona la necesidad de disponer de un sistema armonizado de protección de los depositantes. Mientras tanto, como paso previo a la creación de esos mecanismos, la Comisión pide al Parlamento Europeo y al Consejo que lleguen a un acuerdo antes de finales de 2012 sobre las propuestas de directiva ya existentes en este campo: la propuesta de directiva sobre recuperación y resolución de bancos, y la propuesta de directiva de fondos de garantía de depósitos. La primera propuesta, que se presentó en junio de 2012, aboga por una armonización de los procedimientos nacionales aplicados en caso de quiebra bancaria y por la creación de fondos nacionales de resolución *ex ante* financiados con contribuciones de los bancos, que asumirían, junto con

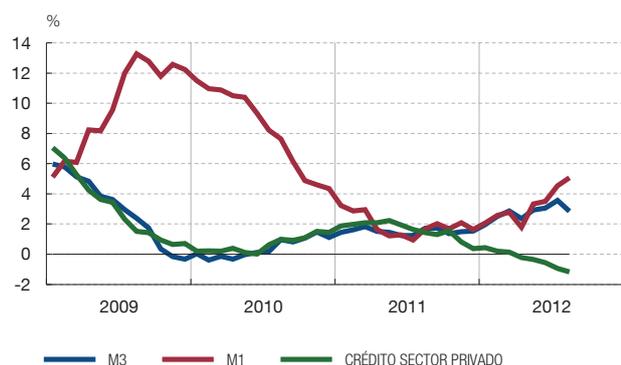
sus accionistas y acreedores, los costes de la reestructuración, de forma previa a la concesión de financiación pública. La segunda, hecha pública en julio de 2010, defiende avanzar en la armonización de los fondos nacionales de protección de depósitos, más allá de la fijación de una cobertura máxima común de 100.000 euros por depositante e institución, ya vigente desde diciembre de 2010.

La superación de los vínculos entre el riesgo soberano y bancario requiere no solo avanzar con urgencia hacia el establecimiento del mecanismo de supervisión única, sino también afrontar de manera decidida la creación de un marco integrado de garantía de depósitos y de gestión y resolución de crisis. El progreso en estos frentes depende de la voluntad política para afrontar las implicaciones fiscales que todo mecanismo de mutualización de riesgos puede conllevar. Por ello, resulta necesario que no se diluya el compromiso político de avanzar con decisión hacia una unión monetaria más cohesionada que los jefes de Estado y de Gobierno articularon en la cumbre de junio, y que ha sido puesto en duda por las interpretaciones divergentes surgidas con posterioridad sobre la posibilidad de recapitalización directa de bancos en dificultades por parte del MEDE una vez que entre en vigor el Mecanismo Único de Supervisión.

PIB), frente al déficit de 37,9 mm (un 0,6 % del PIB) del mismo periodo del año anterior. Esta mejora obedeció principalmente a que el saldo de la balanza de bienes se tornó positivo y a que la balanza de servicios y la de rentas ampliaron su superávit. En relación con la cuenta financiera, las salidas netas de capitales en forma de inversión directa se moderaron hasta 31,5 mm de euros entre enero y agosto, frente a los 84,8 mm de euros del mismo periodo del año anterior, mientras que las entradas netas de capital en forma de inversión de cartera para el mismo periodo se redujeron en 229,5 mm de euros, hasta los 47,8 mm. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 49,6 mm de euros entre enero y agosto de 2012, muy inferior a los 154,6 mm registrados en el mismo periodo del año anterior (véase gráfico 11).

La información disponible sobre la ejecución presupuestaria y las estimaciones de los Gobiernos de la UEM muestran que todos los países han avanzado en la corrección de los desequilibrios presupuestarios, de modo que, en el conjunto de la zona del euro, el déficit podría situarse próximo al 3 % del PIB en 2012, en línea con las estimaciones publicadas por la Comisión Europea en primavera (véase cuadro 3). En un contexto en el que los ingresos presupuestarios del conjunto del área se han visto mermados por el deterioro de la situación económica y los pagos por intereses han aumentado notablemente, la consecución de este objetivo ha sido posible por dos hechos muy diferenciados. En primer lugar, porque en algunos países, como Alemania y Austria, la ejecución presupuestaria está avanzando mejor de lo esperado —aunque en el caso alemán las ayudas al sector bancario pueden tener un impacto significativo de carácter transitorio sobre las cuentas públicas en la segunda mitad del año—. En

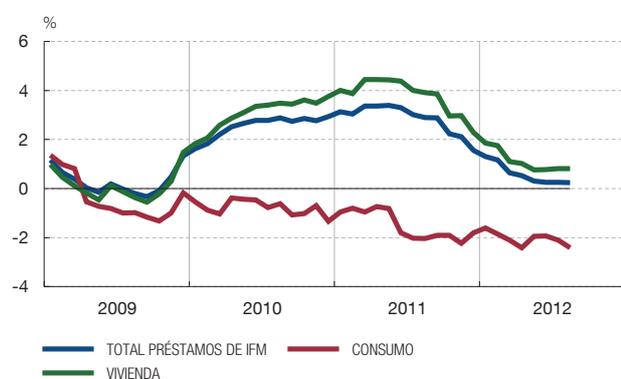
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES  
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS  
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

segundo lugar, porque en la mayor parte del resto de las economías, donde los efectos sobre el gasto de la crisis son notables, se han implementado medidas de consolidación adicionales para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para 2012 y 2013. En este sentido, cabe destacar el proyecto de presupuestos de Francia para 2013, que incorpora un incremento de impuestos para las empresas y familias, junto con nuevos recortes del gasto. Recientemente, Portugal también ha anunciado una subida impositiva generalizada para 2013, especialmente significativa en el caso del impuesto sobre la renta y sobre la propiedad, junto con la creación de un nuevo impuesto sobre transacciones financieras. A su vez, el Gobierno italiano aprobó los presupuestos para 2013 que incorporan una subida del IVA y un recorte de impuestos sobre las rentas más bajas. Finalmente, en Grecia, los ingresos presupuestarios se mantuvieron sustancialmente por debajo de lo presupuestado, debido a la recesión económica y a los escasos avances en la implementación de algunos compromisos, como las privatizaciones. No obstante, la troika continúa negociando las medidas de consolidación para 2013, que esta economía se comprometió a implementar en el momento de concesión del segundo programa de ayuda (5,5 % del PIB).

% del PIB

	2010	2011		2012		2013	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,8	-3,7	-3,0	-3,0	-2,8	-3,3	-2,3
Alemania	-4,3	-1,0	-0,9	-0,4	-0,9	-0,7	-0,4
Estonia	0,2	1,0	-2,4	-2,0	-2,2	-1,3	-0,4
Irlanda	-31,2	-13,1	-8,3	-8,3	-8,2	-7,5	-7,5
Grecia	-10,3	-9,1	-7,3	-7,5	-6,7	-8,4	-4,7
España	-9,3	-8,5	-6,4	-7,0	-5,3	-6,3	-5,7
Francia	-7,1	-5,2	-4,5	-4,7	-4,4	-4,2	-3,5
Italia	-4,6	-3,9	-2,0	-2,7	-1,7	-1,1	-1,8
Chipre	-5,3	-6,3	-3,4	-4,8	-2,6	-2,5	-5,6
Luxemburgo	-0,9	-0,6	-1,8	-2,5	-1,8	-2,2	-1,8
Malta	-3,7	-2,7	-2,6	-2,5	-2,2	-2,9	-2,2
Holanda	-5,1	-4,7	-4,4	-3,7	-4,6	-4,6	-3,2
Austria	-4,5	-2,6	-3,0	-2,9	-3,0	-1,9	-2,1
Portugal	-9,8	-4,2	-4,7	-5,0	-4,5	-3,1	-4,5
Eslovenia	-6,0	-6,4	-4,3	-4,6	-3,5	-3,8	-4,4
Eslovaquia	-7,7	-4,8	-4,7	-4,8	-4,6	-4,9	-2,9
Finlandia	-2,5	-0,5	-0,7	-1,4	-1,2	-0,4	-0,9
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-3,4	-1,1	0,0	-0,5		0,3	0,2
Saldo total	-6,2	-4,1	-3,2	-3,3	-3,0	-2,9	-2,6
Deuda pública	85,6	88,0	91,8	93,6	91,1	92,6	94,9

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.  
b Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2012.  
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2012.  
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2012.

A pesar de la contención de los déficits públicos, se espera que en 2012 la ratio de deuda registre un incremento superior al observado el año anterior, situándose próxima al 92 %, debido, entre otros factores, a la contabilización de las ayudas al sector bancario.

En el ámbito de la gobernanza fiscal, continúa la discusión de las dos propuestas de regulación que hizo la Comisión Europea a finales del año pasado, el denominado «two-pack». Estas medidas persiguen fortalecer los mecanismos de supervisión fiscal para los países sujetos a procedimiento de déficit excesivo e introducen la figura de la «supervisión reforzada» para los que experimenten dificultades financieras. En junio, el Parlamento Europeo introdujo enmiendas significativas a estas propuestas, añadiendo algunos elementos que supondrían avances hacia una mayor corresponsabilidad fiscal y mutualización de riesgos en el conjunto de la UEM, en línea con lo acordado en la cumbre europea de finales de junio.

La cumbre europea de octubre reiteró el compromiso de explorar las posibles alternativas para avanzar hacia una unión monetaria más integrada, con capacidad fiscal suficiente para hacer frente a perturbaciones de carácter específico que pueden registrar algunos países del área, además de mecanismos contractuales e incentivos financieros que promuevan la

implementación de reformas estructurales consistentes con el buen funcionamiento de la UEM. El informe final que se presentará en diciembre contendrá una propuesta concreta y un calendario para avanzar hacia este objetivo.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Tras la fuerte inestabilidad de julio, la situación financiera experimentó cierta mejoría como respuesta a las declaraciones del presidente Draghi del 26 de julio, cuando afirmó que el BCE estaba preparado para hacer lo que fuera necesario para preservar el euro, y al anuncio el 2 de agosto por parte del Consejo del BCE de nuevas medidas no convencionales de política monetaria. Asimismo, la resolución de algunas incertidumbres políticas, como el respaldo del Tribunal Constitucional alemán al Mecanismo Europeo de Estabilidad que permite que esté operativo el 8 de octubre, contribuyeron a la estabilización de la situación financiera.

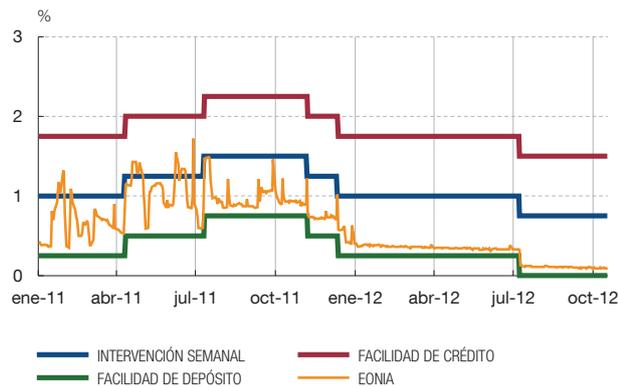
En este sentido, el Consejo de Gobierno del BCE comunicó en su reunión de septiembre algunos detalles del programa de compra de bonos soberanos en el mercado secundario, denominado Operaciones Monetarias de Compraventa, a la vez que dio por concluido el anterior Programa para los Mercados de Valores (SMP, por sus siglas en inglés) (véase recuadro 2 para más detalles). El objetivo de las OMC es restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la UEM y contrarrestar los temores infundados sobre la reversibilidad del euro, sin reducir los incentivos de los Gobiernos a continuar avanzando en las políticas nacionales. Estas compras se llevarán a cabo bajo una condicionalidad estricta y efectiva establecida en un programa completo de ajuste macroeconómico o en un programa precautorio (Línea de Crédito con Condicionalidad Reforzada de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera o del Mecanismo Europeo de Estabilidad, siempre que incluyan la posibilidad de que estas instituciones realicen compras en el mercado primario). En estas operaciones el BCE recibirá el mismo trato (*pari passu*) que el de los acreedores privados y se continuará esterilizando íntegramente la liquidez generada. En octubre, el Consejo anunció que estaba preparado para implementar las OMC, en cuanto se cumpliera la condicionalidad estricta antes mencionada, y que las compras de bonos se suspenderán durante los períodos en los que se evalúe el cumplimiento de dichos programas. Finalmente, el Consejo también adoptó medidas adicionales para preservar la disponibilidad de activos de garantía para las entidades de contrapartida, a fin de mantener su acceso a las operaciones de provisión de liquidez del Eurosistema.

En lo que respecta a la política monetaria convencional, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,75 % para las operaciones principales de financiación y en el 0 % y el 1,5 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 12).

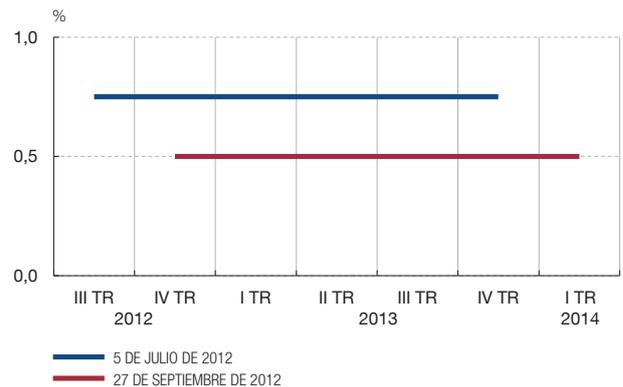
En los mercados de deuda soberana, el anuncio de las medidas del BCE inició una tendencia a la baja de los diferenciales de los países sometidos a tensiones financieras desde los máximos alcanzados en el mes de julio que se corrigió parcialmente hacia finales de septiembre y principios de octubre (véase gráfico 12). Por su parte, las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y Estados Unidos oscilaron ligeramente durante los meses de verano, situándose en la actualidad en torno a sus mínimos históricos, del 1,4 % y del 1,6 %, respectivamente.

En el mercado bursátil, la evolución fue similar, de forma que desde finales de julio el índice EUROSTOXX 50 acumula un crecimiento del 9,3 %. En este mismo periodo, el tipo de

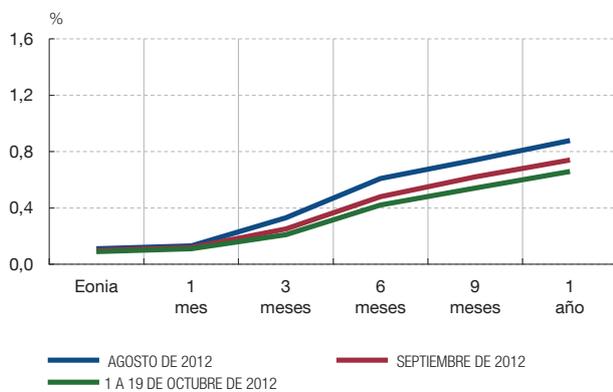
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



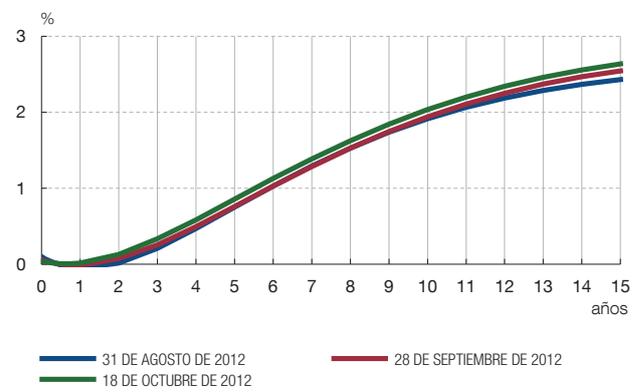
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



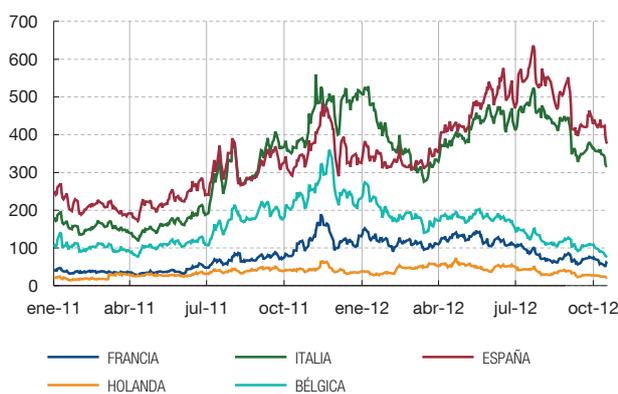
MERCADO INTERBANCARIO



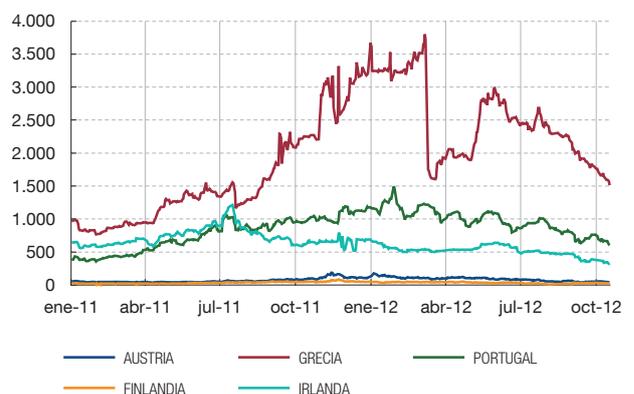
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



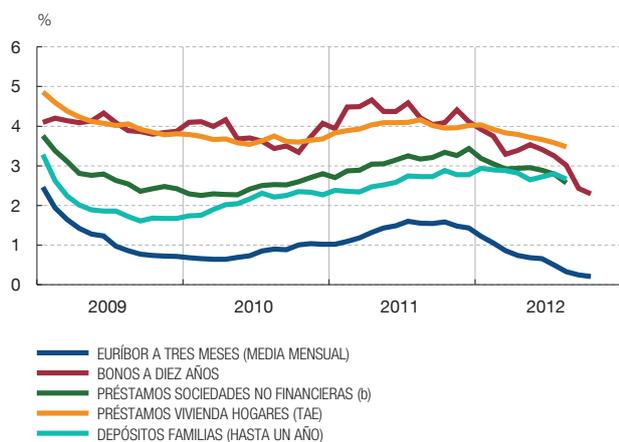
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

cambio del euro se apreció un 6,1 % respecto al dólar y un 3,4 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 13).

La mayor estabilidad financiera también se manifestó en el mercado interbancario, donde los tipos de intereses de los depósitos se redujeron en todos los plazos, hasta situarse el euríbor a tres meses y a un año en el entorno del 0,2 % y el 0,6 %, respectivamente, en

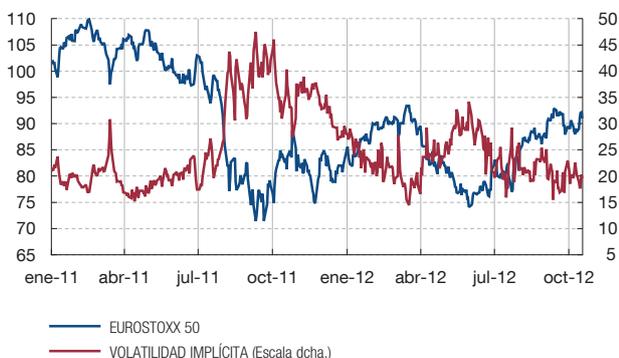
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Correspondientes a nuevas operaciones.
- b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

la fecha de cierre del boletín. Sin embargo, al caer en menor medida los tipos de las operaciones con garantías —*europos*—, los diferenciales entre ambos se redujeron considerablemente, alcanzando los 58 pb en el euríbor a un año, cifra no observada desde mediados de 2011.

Las condiciones de financiación a empresas y familias no mostraron síntomas de recuperación a lo largo del trimestre, en un contexto de amplias divergencias por países en la evolución del crédito. De acuerdo con las previsiones de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a las sociedades y hogares mantuvieron un carácter restrictivo en el segundo trimestre, al tiempo que el actual contexto económico no permitió que la demanda de financiación bancaria se recuperara. De este modo, los préstamos bancarios a sociedades disminuyeron en agosto un 0,5 % en términos interanuales. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras continuaron creciendo a tasas relativamente elevadas, por encima del 10 % interanual en julio, apuntando la información provisional más reciente a una cierta reactivación de las emisiones de empresas, especialmente en los países sujetos a mayores tensiones financieras (véase gráfico 11). En el caso del crédito a hogares, el crecimiento se mantuvo en

el 1 %, impulsado por la adquisición de vivienda, mientras que la caída interanual de los préstamos para consumo alcanzó el 2,4 %.

Finalmente, el coste de los préstamos bancarios otorgados al sector privado continuó reduciéndose en el caso de la financiación a hogares y a empresas, excepto en el caso de las operaciones de las sociedades no financieras de menor tamaño —inferiores a 250.000 euros—, que se mantuvieron estables (véase gráfico 13). Este comportamiento esconde, no obstante, amplias divergencias por países en los niveles de los tipos bancarios.

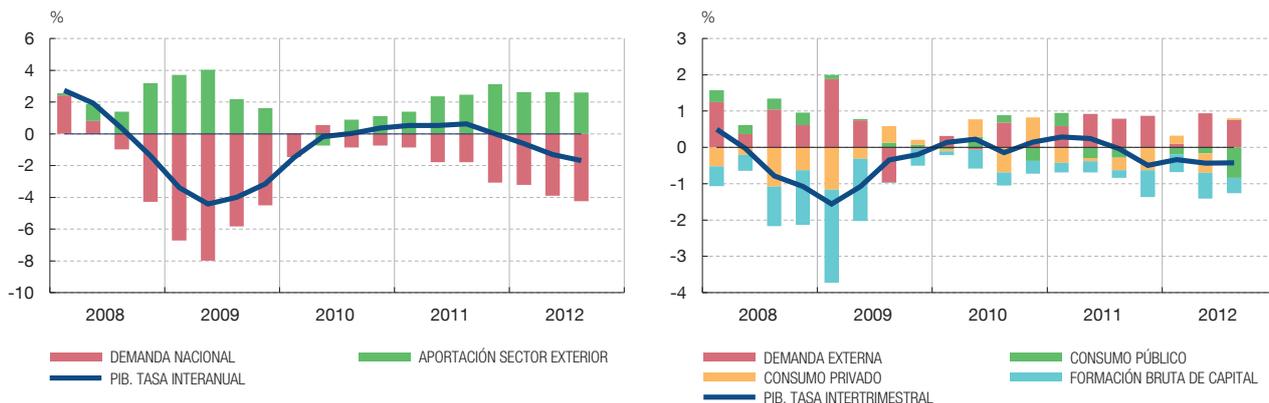
## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La información disponible acerca de la evolución de la economía en el tercer trimestre de 2012 apunta a que la actividad se contrajo a un ritmo intertrimestral del 0,4 %, similar al observado en el período comprendido entre abril y junio (véase gráfico 14). La demanda nacional mantuvo un tono de notable debilidad, si bien la tasa de variación estimada (-1,2 %) fue algo menos negativa que la del trimestre anterior, en parte como consecuencia del impulso que el consumo privado recibió de modo transitorio por el adelantamiento de compras que tuvo lugar entre el anuncio del aumento de los tipos del IVA y su entrada en vigor. Por lo que respecta a los intercambios con el resto del mundo, el continuado empuje de las exportaciones se vio compensado, en parte, por el repunte de las importaciones, de manera que la contribución positiva del saldo neto exterior al crecimiento del PIB se redujo ligeramente, hasta 0,8 pp.

En términos interanuales, el producto intensificó su caída en cuatro décimas, hasta el -1,7 %, mientras que el número de ocupados continuó disminuyendo con intensidad, a un ritmo similar al del segundo trimestre (-4,5 %). En consecuencia, se estima que la productividad aparente mantuvo un elevado dinamismo, aunque su crecimiento fue algo inferior al del período anterior. Este comportamiento, unido a la ralentización del ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, se habría traducido en un nuevo descenso de los costes laborales unitarios del conjunto de la economía. En cuanto a la evolución de los precios, en septiembre la tasa de variación interanual del IPC fue del 3,4 %, 1,5 pp por encima de la de junio. Junto con algunos aumentos de precios administrados, esta mayor inflación se explica por el impacto del incremento de los tipos del IVA, si bien la marcada debilidad de la demanda ha supuesto que su traslación a los precios finales haya sido incompleta, tal como se analiza en el recuadro 4. Debido a este repunte de la inflación, el diferencial frente al conjunto del área del euro en términos del IAPC pasó a ser positivo y se situó en septiembre en 0,9 pp, su mayor nivel desde febrero de 2011.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2012, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH mostró una pequeña recuperación, que, a tenor de la información disponible, cabría atribuir al efecto inducido por el aumento de los tipos impositivos del IVA a partir del 1 de septiembre, que condujo a que las familias adelantaran a los meses de julio y agosto algunas decisiones de compra (en especial, de bienes de consumo duradero) que, en caso contrario, habrían llevado a cabo en meses posteriores. Como consecuencia, se estima que este componente de la demanda experimentó un aumento intertrimestral del 0,1 %, frente a la caída del 0,9 % del segundo trimestre (véase gráfico 15). Diferentes indicadores cuantitativos reflejaron esta recuperación transitoria del consumo. Así, las matriculaciones de automóviles particulares experimentaron un notable incremento intertrimestral, del 13,5 %, calculado sobre la serie corregida de variaciones estacionales. Esa tasa fue el resultado de un fuerte repunte en julio y, sobre todo, en agosto, seguido de un retroceso igualmente pronunciado en septiembre, tras el aumento impositivo. Asimismo, las ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas, indicador elaborado por la Agencia Tributaria, ralentizaron su ritmo de descenso interanual en el promedio de julio y agosto hasta el -0,8 %, frente al retroceso del 6,4 % del segundo trimestre. Por su parte, la información del índice de comercio al por menor arroja una evolución similar, con una caída en el promedio de julio y agosto menos acusada que la observada en el trimestre anterior.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El hecho de que las familias hayan adelantado a los meses de julio y agosto una parte de las decisiones de consumo que pensaban acometer en los últimos meses del año lleva a esperar que la recuperación de este componente de la demanda en el tercer trimestre sea transitoria y vaya seguida de un retroceso en el cuarto. La evolución reciente de los indicadores de confianza apunta en esta dirección. En particular, en el tercer trimestre se produjo un descenso de la confianza tanto de los comerciantes minoristas como, sobre todo, de los consumidores, que, al cierre del trimestre, se situó en su nivel más bajo desde abril de 2009.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, en el segundo trimestre de 2012 tuvo lugar una intensificación del ritmo de descenso interanual de la renta nominal de las familias, hasta el  $-1,3\%$ , calculado como media móvil de cuatro trimestres. Esta evolución vino determinada por una contribución más negativa de la remuneración de asalariados y por una reducción de la aportación positiva del excedente bruto. En cambio, la magnitud de la contribución de las AAPP a la renta de las familias fue mayor que en el trimestre anterior, con un aumento de la aportación de las prestaciones sociales y una menor detracción por el lado de los impuestos. La mayor caída de la renta de las familias en el segundo trimestre se plasmó, a pesar de la debilidad del consumo, en un nuevo descenso de la tasa de ahorro, que se situó en el  $9,6\%$  de la renta bruta disponible, unos 8 pp por debajo del nivel máximo alcanzado en el cuarto trimestre de 2009. También la capacidad de financiación de los hogares experimentó una nueva reducción en el segundo trimestre, hasta el  $1,8\%$  del PIB, por el mayor ritmo de descenso del ahorro en comparación con el de la inversión. A corto plazo, cabe esperar que la renta de los hogares mantenga una trayectoria descendente, en un contexto de debilidad del mercado de trabajo y de repunte de la inflación, lo que se traduciría en caídas adicionales del consumo en los próximos trimestres, dado el escaso margen existente para que la tasa de ahorro siga suavizando el patrón de gasto de las familias.

Se estima que la inversión en bienes de equipo se estabilizó en el tercer trimestre, tras las caídas intertrimestrales observadas en la primera mitad del año (véase gráfico 16). En el período julio-agosto, la producción industrial de este tipo de bienes registró un significativo impulso, al tiempo que las importaciones aumentaron levemente. También las matriculaciones de vehículos de carga aminoraron su retroceso en el tercer trimestre. No obstante, la confianza empresarial continuó deteriorándose tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo, lo que, al igual que en el caso del consumo

En los últimos meses, la inflación en España, aproximada por la tasa de crecimiento de los precios de consumo, ha experimentado un aumento sustancial. En concreto, en el mes de septiembre la tasa interanual del IPC se situó en el 3,4 % y la del IPSEBENE en el 2,1 %, 1,5 pp y 0,8 pp, respectivamente, por encima de los niveles de junio. En parte, esta aceleración se debe al encarecimiento del petróleo, que, por sí solo, explica algo más de la mitad del aumento de la tasa interanual del IPC entre junio y septiembre (véase gráfico 1). Pero, además, el repunte obedece, fundamentalmente, al impacto de distintas medidas orientadas a corregir los desequilibrios presupuestarios de las distintas AAPP. En particular, en el marco de este proceso se ha llevado a cabo en los últimos meses una reducción de las subvenciones que reciben los medicamentos del Sistema Nacional de Salud y se han encarecido diversos precios determinados por las AAPP —como los del transporte público urbano, las matrículas de las universidades públicas o las tasas de recogida de basuras y alcantarillado—. Además, el 1 de septiembre se incrementaron los tipos del IVA<sup>1</sup>.

La determinación del impacto sobre el IPC de las modificaciones en los precios administrados o en las subvenciones a determinados artículos es sencilla, dado que su efecto es completo e inmediato. Por el contrario, la magnitud de la traslación a los precios finales de las variaciones de la imposición indirecta es mucho más compleja, ya que depende de numerosos factores, que, además, inciden de manera diferente en los distintos mercados de productos. De forma tentativa puede estimarse el efecto de la subida de tipos del IVA sobre los precios de consumo en septiembre, siguiendo los mismos procedimientos utilizados en el *Boletín Económico* de octubre de 2010<sup>2</sup>. Esta estimación tiene un carácter necesariamente muy preliminar, pues cabe esperar que tengan

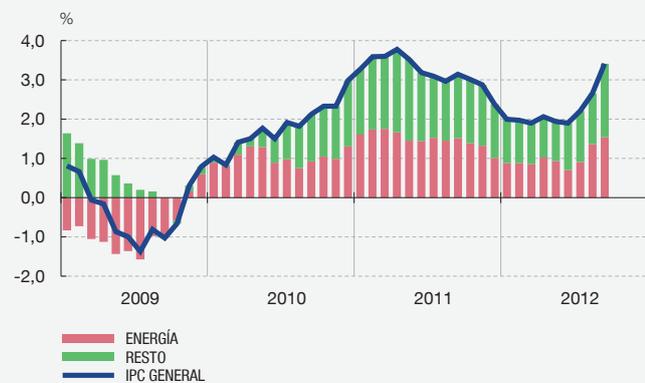
lugar ciertos efectos adicionales en los próximos meses —aunque probablemente de cuantía reducida—, conforme haya más empresas que procedan a revisar sus precios. De acuerdo con esas estimaciones, el aumento del IVA explicaría alrededor de seis décimas del aumento del IPC en septiembre, de modo que el grado de traslación estimado estaría en torno a un tercio del potencial impacto total. Esta repercusión es similar a la calculada tras la subida del IVA en 2010, pero claramente inferior a la que se produjo en 1992 y 1995, lo que sugiere que la acusada debilidad del gasto de los hogares en el contexto actual habría llevado, de nuevo, a muchas empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo.

El gráfico 2, que presenta una descomposición contable de la tasa interanual del IPSEBENE en la que se aíslan las contribuciones del aumento de tipos del IVA y del incremento de los precios de artículos subvencionados o fijados por las AAPP, pone de manifiesto la importancia cuantitativa de estos efectos. En particular, se estima que el alza de los precios regulados y la de los tipos del IVA habrían contribuido, respectivamente, en cinco y seis décimas al repunte de 0,8 pp del IPSEBENE entre junio y septiembre, de modo que, en ausencia de estas medidas, la tasa de variación de este indicador se habría desacelerado en 0,3 pp.

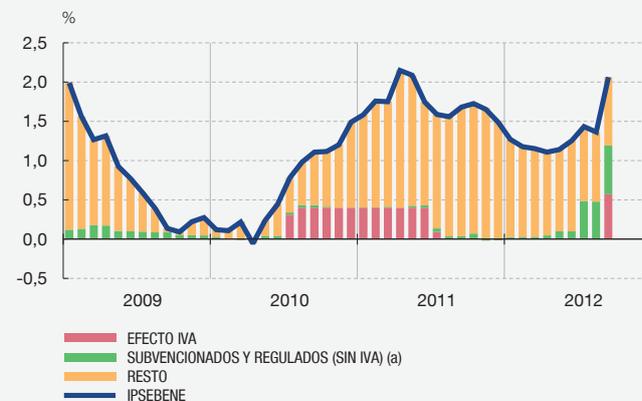
Debido a estos factores, la evolución de la variación interanual de la inflación durante el resto de este año y buena parte del siguiente se verá afectada por un efecto puramente estadístico, al igual que ocurrió tras el aumento del IVA de 2010. Este efecto se deriva del hecho de que la inflación interanual en un mes dado depende, por construcción, del comportamiento de los precios no solo en ese mes, sino también en los once anteriores. De esta manera, medidas como las mencionadas tienen un efecto directo sobre el nivel de precios que afecta a la tasa de inflación interanual durante doce meses, al cabo de los cuales, si no se transmite hacia otros precios, desaparece automática-

1 El tipo general del IVA aumentó 3 pp, hasta el 21 %, y el reducido 2 pp, hasta el 10 %. El tipo superreducido ha permanecido en el 4 %.  
2 Véase recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española».

1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC GENERAL



2 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPSEBENE



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Partidas incluidas: distribución de agua, medicamentos, recogida de basura, alcantarillado, transporte por carretera y por ferrocarril, otros servicios de transporte, servicios postales y enseñanza superior.

mente. Esa traslación, conocida como «efectos de segunda vuelta», tiene lugar cuando el alza inicial de precios induce una revisión de las expectativas de inflación que se traslada a los precios finales de forma permanente, debido a la reacción de empresas y trabajadores para preservar sus márgenes y salarios en términos reales<sup>3</sup>. Las perspectivas de la economía española

descansan de forma crucial en la continuación del proceso de mejora de la competitividad, por lo que los agentes sociales deberían evitar que esos efectos de segunda vuelta puedan llegar a producirse, asumiendo el ajuste implícito de su renta real, lo que aseguraría que este repunte de la inflación fuera meramente transitorio.

<sup>3</sup> Puesto que las empresas se desgravan el IVA, los efectos indirectos de su aumento —los asociados a la repercusión sobre sus propios precios

del encarecimiento de los *inputs* que se han encarecido— son muy limitados.

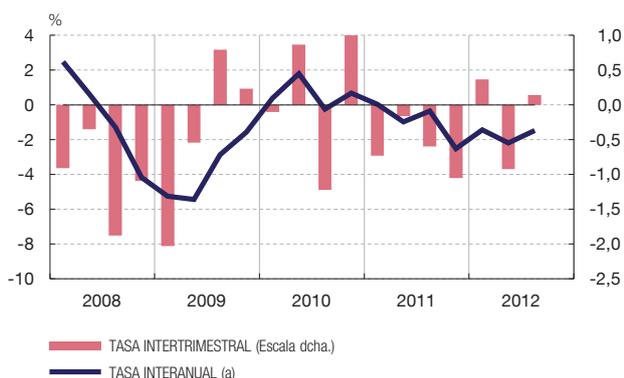
privado, apunta a que el comportamiento menos desfavorable de los indicadores cuantitativos en los meses de verano habría tenido un carácter transitorio, probablemente ligado a la mejora de los balances empresariales tras la aplicación del programa de pago a proveedores por parte de las Administraciones Territoriales puesto en marcha en mayo y junio de este año. Este programa podría haber aliviado la situación financiera de algunas sociedades y empresarios individuales, pero difícilmente habrá supuesto una mejora permanente en el clima de incertidumbre que rodea a la inversión empresarial.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras continuó su senda de mejora en el segundo trimestre de 2012, hasta situarse en el 2,2 % del PIB con datos acumulados de cuatro trimestres (0,2 pp más que en el primer trimestre). Este avance estaría reflejando los esfuerzos de las empresas por sanear sus balances y fortalecer su capacidad de autofinanciación ante las dificultades para obtener recursos ajenos.

La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva de los últimos trimestres, asociada al proceso de ajuste en el segmento residencial y a la consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). La información más reciente de los indicadores del conjunto del sector relativos tanto al empleo como a la utilización de consumos intermedios muestra retrocesos intertrimestrales similares a los observados por término medio en el primer semestre. Por lo que respecta al segmento de la vivienda, la inversión residencial siguió cayendo, en un contexto en que continuó produciéndose una disminución gradual del número de viviendas iniciadas. En relación con las transacciones realizadas, en el segundo trimestre de 2012 se vendieron en torno a 80.000 viviendas (cifra inferior a la observada un año antes), de las cuales un 30 % eran viviendas nuevas. Por su parte, la superficie visada en edificación no residencial siguió registrando una fuerte contracción, con datos hasta julio, al igual que la licitación oficial de obra civil.

Junto con la caída de la inversión pública, el retroceso del consumo de las AAPP contribuyó a que la aportación directa de este sector a la demanda nacional fuera más negativa en el tercer trimestre que en la primera mitad del año. En concreto, el gasto nominal en consumo final no salarial del Estado, medido en términos de Contabilidad Nacional, se contrajo algo más de un 13 % interanual en el período enero-agosto, frente a la reducción del 10 % acumulada en el primer semestre, a lo que contribuyó la mayor contracción del gasto farmacéutico. En cuanto al empleo, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP intensificaron su ritmo de caída en el tercer trimestre.

CONSUMO PRIVADO (CNTR)



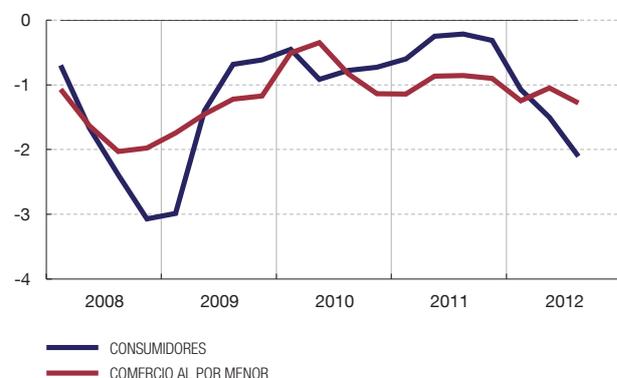
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



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

- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Se estima que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB se atenuó hasta 0,8 pp, una décima menos que en el trimestre anterior. Esta moderación, que se produce a pesar del avance de las exportaciones, podría estar reflejando la recuperación transitoria de las importaciones por el adelanto de compras ante la subida del IVA (véase gráfico 17). En términos interanuales, la contribución de la demanda exterior neta se mantuvo estable en un nivel elevado (2,6 pp).

Las ventas al exterior continuaron viéndose favorecidas por las ganancias de los indicadores de competitividad como consecuencia de la evolución favorable de los diferenciales de costes tanto frente a la zona del euro como frente al conjunto de países desarrollados, proceso que, en este último caso, se vio favorecido además por la depreciación del euro. En concreto, las exportaciones de bienes en términos reales intensificaron su crecimiento en los meses de julio y agosto de acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, con un avance del 5,3% en tasa interanual, tras el incremento del 2,7% en el segundo trimestre de 2012 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, destacó el impulso de las ventas reales de bienes intermedios y de alimentos. Por el contrario, las ventas de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero continuaron registrando tasas negativas. Por destino geográfico, las exportaciones dirigidas a la zona del euro mostraron una leve mejora en esos dos meses (2% interanual), que contrasta con el notable dinamismo de las

BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

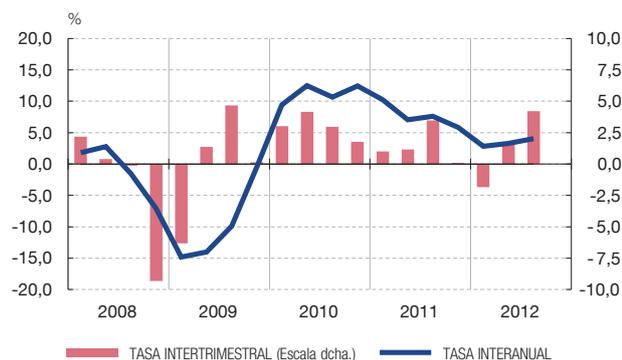
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

ventas al resto del mundo (17,2%). El aumento de las exportaciones al área del euro se explica por la fortaleza de las ventas a Alemania y el mejor comportamiento de las exportaciones a Italia, dado que se moderaron las exportaciones a Francia y a Portugal, y en la vertiente no comunitaria destacaron las ventas a Japón, Estados Unidos, China, países de la OPEP y América Latina.

En el caso de las exportaciones de servicios turísticos, el dinamismo observado durante la primavera se habría acrecentado en el período julio-agosto, según se desprende de la información disponible. En concreto, en ese bimestre las entradas de turistas y las pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 4,7% y del 3,9%, respectivamente, frente al 3,1% y 1,1% del segundo trimestre. Respecto al gasto nominal de los turistas, el incremento interanual en el período julio-agosto fue del 7,2%, casi 3 pp más que en el segundo trimestre. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos aumentaron sus ya elevadas tasas en el tercer trimestre.

En la vertiente importadora, las compras de bienes procedentes del exterior se redujeron en el conjunto de julio y agosto un 2,2% en términos interanuales, frente a la caída del 7% del segundo trimestre, de acuerdo con la información de Aduanas. Por grupos de productos, ese menor descenso se debió al avance de las compras de bienes intermedios —fundamentalmente, energéticos y los destinados a la fabricación de medios de transporte y a la

EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

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

industria alimentaria— y de bienes de consumo no alimenticio, que moderaron algo su ritmo de caída. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo continuaron descendiendo a un ritmo similar al del primer semestre. Por último, las importaciones reales de servicios continuaron descendiendo en el tercer trimestre del año.

## 4.2 Producción y empleo

Dentro del contexto de debilidad que sigue presentando el conjunto de ramas de producción de la economía de mercado, los distintos indicadores cuantitativos sectoriales disponibles sugieren la posibilidad de que en el tercer trimestre se hubiera producido una leve moderación del ritmo de descenso del valor añadido bruto. En concreto, se estima que esta variable retrocedió un 0,3 % intertrimestral.

En el caso de la industria, algunas ramas de producción de bienes duraderos y de equipo pueden haberse visto favorecidas transitoriamente por el adelantamiento de decisiones de gasto en bienes de consumo, previo a la subida de tipos del IVA. En un contexto de reducida acumulación de existencias, algunas industrias habrían tenido que incrementar su producción para hacer frente al aumento transitorio de los pedidos motivado por el cambio impositivo. De cara al tramo final del año, la evolución más reciente de los indicadores cualitativos aporta información divergente, pues el indicador de confianza de la industria manufacturera elaborado por la Comisión Europea experimentó un deterioro adi-

cional en el tercer trimestre, mientras que el índice PMI registró una modesta mejoría, si bien permanece claramente por debajo del nivel compatible con una expansión de la actividad del sector. Por otro lado, cabe esperar que la puesta en marcha del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE), que entró en vigor el 1 de octubre, proporcione un nuevo impulso transitorio al sector del automóvil.

Por su parte, los indicadores de actividad del sector de la construcción siguieron presentando un tono contractivo durante el trimestre. En cuanto a los servicios de mercado, el indicador de actividad del sector moderó su descenso interanual en los meses de julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. Cabe destacar la mejora, en agosto, del indicador correspondiente al sector del comercio, que, como en el caso de muchos otros indicadores del trimestre, cabría asociar al adelantamiento de compras previo a la subida de tipos del IVA. Por su parte, las encuestas de opinión no permiten anticipar una mejoría de las perspectivas a corto plazo.

En cuanto al mercado de trabajo, las afiliaciones a la Seguridad Social acentuaron su caída interanual en tres décimas en el tercer trimestre, hasta el  $-3,5\%$ . El retroceso intertrimestral, calculado sobre la serie ajustada de estacionalidad, fue del  $-0,8\%$ , descenso ligeramente menos acusado que el observado en los tres trimestres precedentes. En términos interanuales, la intensificación del descenso de la afiliación en el conjunto del período julio-septiembre fue generalizada por ramas de actividad. Cabe resaltar el comportamiento de los afiliados en los servicios no de mercado<sup>1</sup>, cuya disminución interanual se acentuó en casi 2 pp, hasta el  $-3,2\%$ . Dentro de la economía de mercado cabe destacar la aceleración de las caídas en la industria y en la construcción (en 0,7 pp y 0,5 pp, respectivamente, hasta el  $-5,9\%$  y el  $-17,7\%$ ). Esta evolución de los afiliados del conjunto de la economía en el tercer trimestre sería compatible con una reducción interanual del empleo en términos de Contabilidad Nacional similar a la del trimestre anterior.

Por su parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) experimentó una contracción interanual del 5 % en el tercer trimestre, levemente superior a la del período precedente. Esto se debió a la aceleración de la caída de los contratos temporales, hasta el  $-5,1\%$ , mientras que los indefinidos atenuaron su disminución en casi 2 pp. Dentro de esta última modalidad destaca el abultado crecimiento que registraron los contratos ordinarios (un 17,3 %), entre los que se encuentra el nuevo contrato de emprendedores<sup>2</sup>, aprobado en febrero de este año por el Real Decreto Ley 3/2012, aunque no se dispone de información desagregada que permita una valoración más detallada sobre su utilización por parte de las empresas.

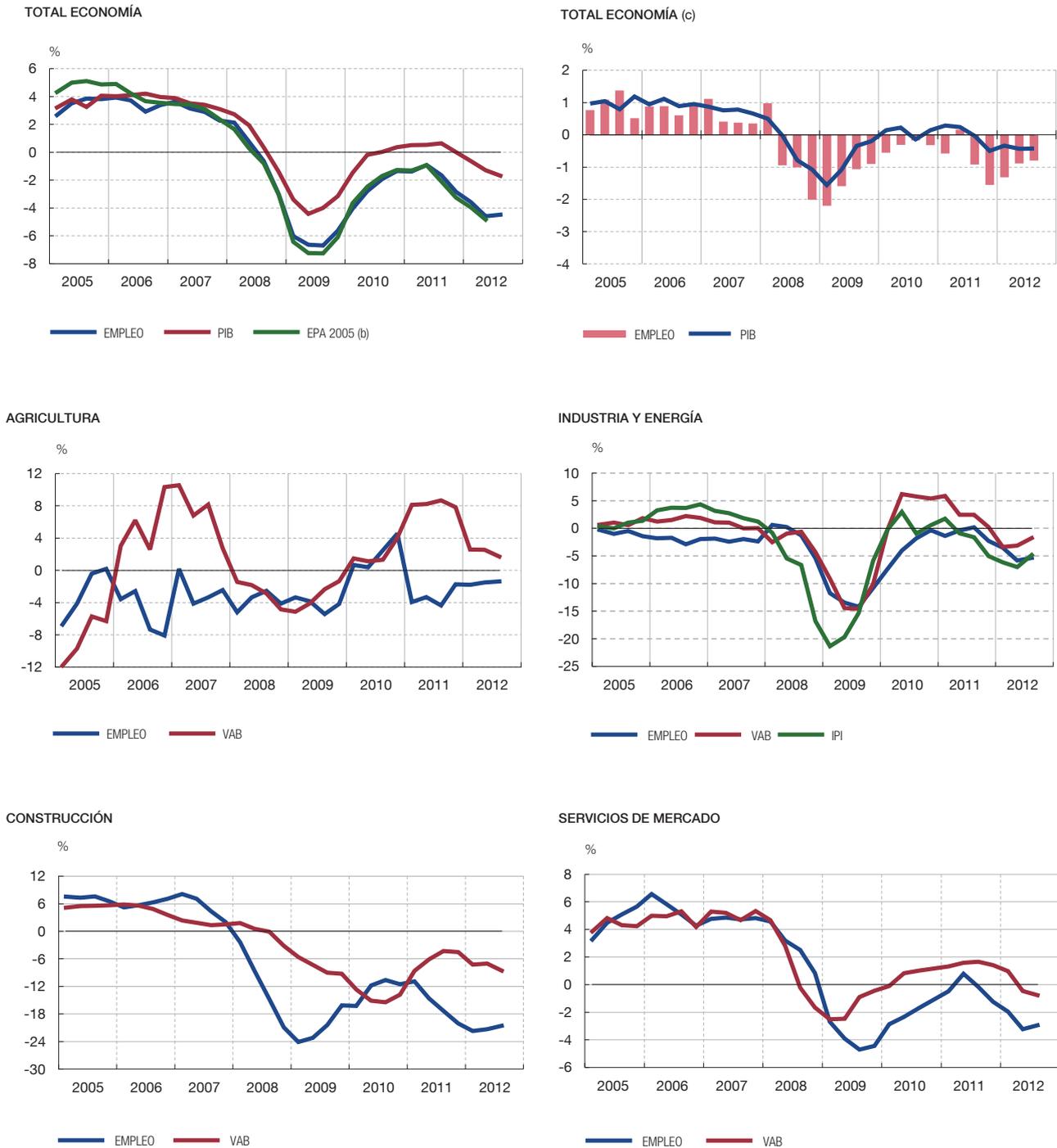
En el tercer trimestre, el crecimiento interanual del desempleo se mantuvo estable en torno al 12 %, de acuerdo con la información más reciente del paro registrado. En conjunto, el comportamiento de los indicadores coyunturales referidos al mercado de trabajo en el tercer trimestre apuntaría a un ligero incremento en la tasa de paro, desde el 24,6 % alcanzado en el tercer trimestre.

### 4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados hasta el mes de septiembre recogen un incremento de las tarifas salariales del 1,3 % para 2012, lo que implica una moderación de algo más

<sup>1</sup> Los servicios de no mercado se aproximan a través de la agregación de las secciones de AAPP, Defensa, Educación y Sanidad de los regímenes general y autónomo.

<sup>2</sup> Dirigido a pequeñas y medianas empresas, con diferentes incentivos fiscales y bonificaciones, únicamente se diferencia del ordinario general por tener un período de prueba de un año.

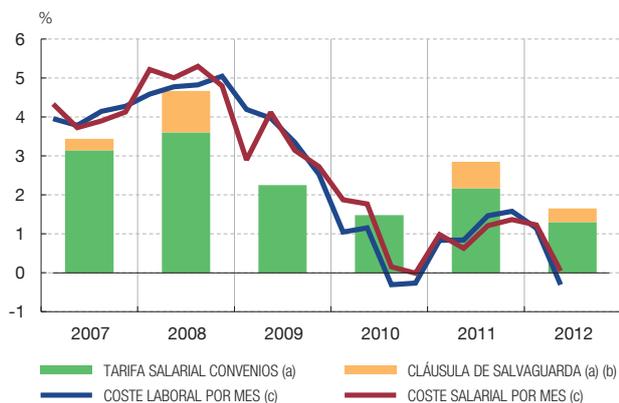


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

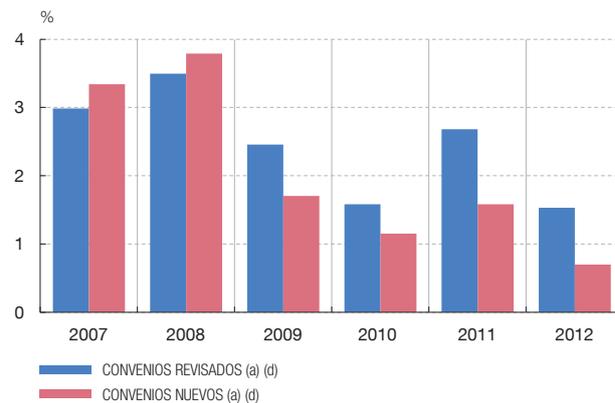
- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
- b Series enlazadas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

de 0,4 pp con respecto al aumento observado en los convenios firmados hasta junio. Este menor crecimiento salarial se ha observado tanto en los convenios de nueva firma (aquellos cuyo primer año de vigencia es el actual), en los que el crecimiento medio pactado de las tarifas se sitúa en la actualidad en el 0,7 %, como en los revisados —acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores—, con un aumento acordado del 1,5 % en

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2012.  
 b Cláusula de salvaguarda del año anterior.  
 c ETCL. Tasas de variación interanuales.  
 d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

promedio (véase gráfico 19). En todo caso, la negociación acumula un importante retraso, de modo que el número de trabajadores asalariados con convenio cerrado es, por el momento, notablemente inferior al observado otros años. Dada la situación del mercado de trabajo, sería deseable que los convenios pendientes de firma cumplieran de modo estricto con las recomendaciones salariales del AENC, pues esto contribuiría a que el ajuste de las empresas recayera de forma menos intensiva sobre el empleo.

Según la CNTR, la remuneración por asalariado en la economía de mercado no agrícola experimentó en el segundo trimestre del año un crecimiento interanual del 1,9 %, lo que contrasta con el retroceso del 0,7 % recogido posteriormente en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) correspondiente al mismo período. La información de esta encuesta, junto con la evolución de otros indicadores coyunturales, como la remuneración bruta media que se desprende de los datos de grandes empresas que proporciona la Agencia Tributaria, debería reflejarse en una desaceleración significativa de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el tercer trimestre del año (véase gráfico 20).

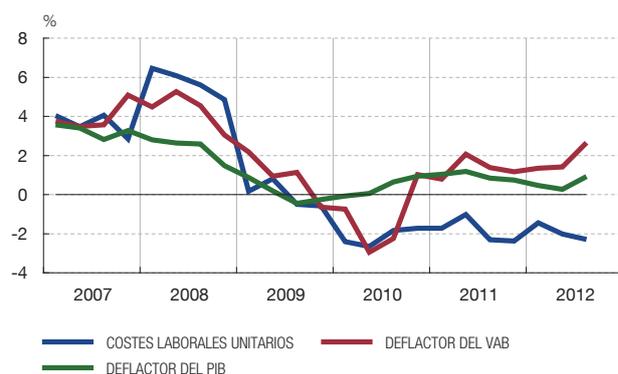
La tasa de variación interanual del deflactor del PIB mostró, en el tercer trimestre de 2012, una aceleración de 0,6 pp, hasta el 0,9 %. El deflactor de los bienes y servicios importados mostró un ritmo de avance inferior al del trimestre anterior, al tiempo que el incremento de la imposición indirecta impulsó los precios de consumo.

En efecto, los principales indicadores de precios de consumo mostraron una acusada aceleración durante el tercer trimestre del año. En concreto, la tasa interanual del IPC en septiembre fue del 3,4 %, 1,5 pp por encima de la de junio (véase gráfico 21). Esta evolución reflejó un conjunto de factores de distinta naturaleza, que incluyeron el incremento de algunos precios regulados, el alza del precio del petróleo y, ya en septiembre, el aumento de los tipos del IVA. En relación con este último factor, las estimaciones preliminares disponibles, que se describen en el recuadro 4, apuntan, en todo caso, a una traslación parcial del cambio impositivo a los precios finales. El ritmo de crecimiento del IPSEBENE

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)

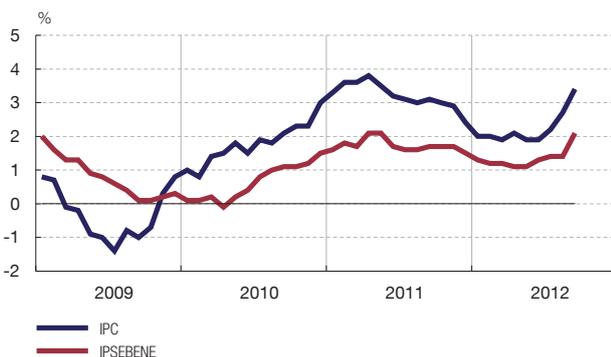


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE PRECIOS (a)  
España

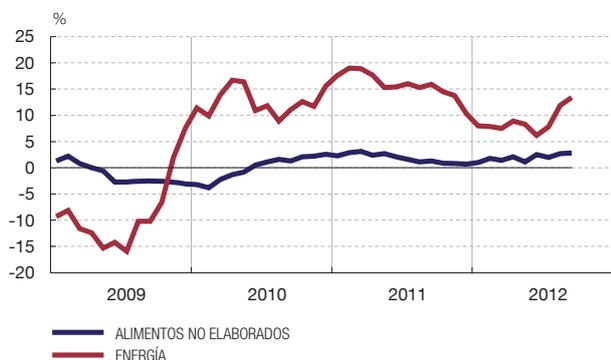
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



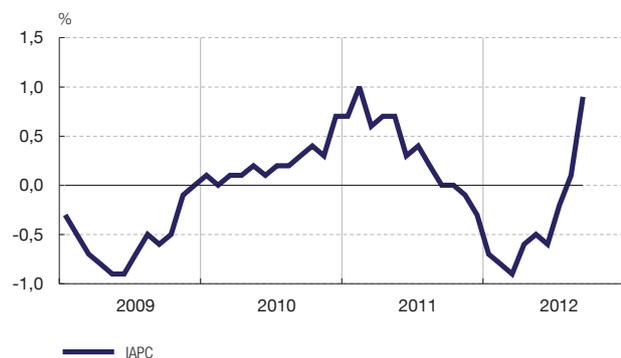
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



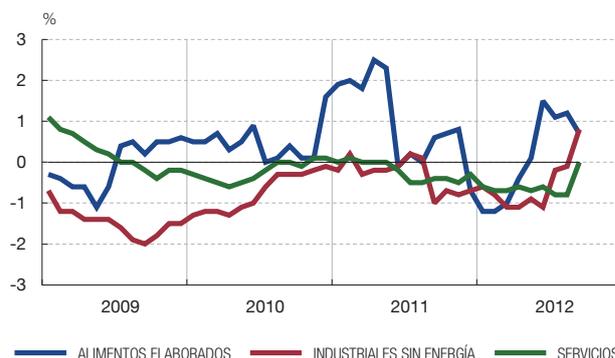
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



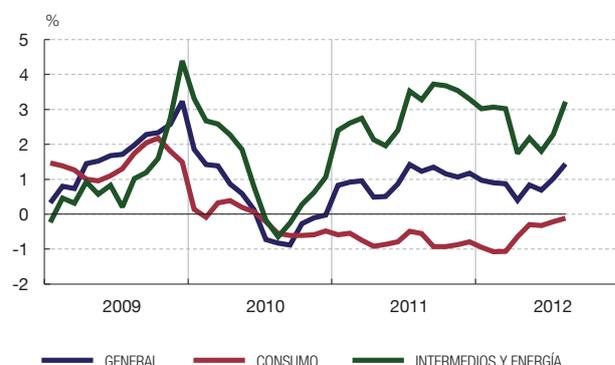
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

—índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— fue en septiembre del 2,1 %, ocho décimas por encima del registrado al final del segundo trimestre. Entre los componentes de este índice destaca la aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuyo ritmo de avance aumentó a lo largo del trimestre en 1,9 pp, hasta el 2 %, como consecuencia del impacto del aumento de tipos del IVA y del encarecimiento de los medicamentos. La tasa de variación interanual de los precios de los servicios repuntó en seis décimas, hasta el 1,8 %, reflejando igualmente el impacto del cambio impositivo y el del alza de algunos precios determinados por las AAPP, como los de la enseñanza universitaria pública. Por el contrario, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados se redujo 0,9 pp en el tercer trimestre del año, hasta el 2,9 %, en parte debido a la desaparición del impacto sobre la tasa interanual del encarecimiento del tabaco en septiembre del ejercicio pasado. Por su parte, el componente energético del IPC registró un repunte notable, debido al encarecimiento del crudo en los mercados internacionales, incrementando su ritmo de avance en 7,2 pp entre junio y septiembre, hasta el 13,4 %. Por último, los precios de los alimentos no elaborados se aceleraron ligeramente en el tercer trimestre.

A lo largo de este período, la inflación en España, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), aumentó en mayor medida que la de la zona del euro, de modo que el diferencial entre ambas, que había sido negativo durante el primer semestre, cambió

**ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CUENTA NO FINANCIERA EN TÉRMINOS DE CONTABILIDAD NACIONAL**
**CUADRO 4**

Millones de euros y %

	Liquidación					Govierno 2012 (a)
	2011	2011 ene-jun	2012 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011 ene-mar	Variación porcentual 2012/2011 ene-jun	Variación porcentual 2012/2011
	1	2	3	4	5=3/2	6
<b>1 RECURSOS TOTALES</b>	379.671	176.969	173.320	-3,9	-2,1	1,3
Recursos corrientes	380.323	179.120	174.363	-2,9	-2,7	1,6
Impuestos sobre producción e importaciones	104.956	53.774	49.721	-6,1	-7,5	-0,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	101.626	41.289	42.616	2,0	3,2	9,2
Cotizaciones sociales	140.035	69.498	68.218	-2,6	-1,8	-2,7
Otros recursos corrientes	33.706	14.559	13.808	-5,9	-5,2	2,1
Recursos de capital	-652	-2.151	-1.043	-37,4	51,5	-97,6
<b>2 EMPLEOS TOTALES</b>	480.111	220.090	218.570	-3,5	-0,7	-4,8
Empleos corrientes	435.514	199.919	199.915	-0,3	-0,0	-1,7
Remuneración de asalariados	123.550	61.124	59.747	-2,0	-2,3	-8,1
Otros gastos en consumo final (b)	92.448	41.311	38.069	-11,1	-7,8	-11,5
Prestaciones sociales (no en especie)	163.809	72.682	75.325	3,3	3,6	3,4
Intereses efectivos pagados	26.120	12.376	14.906	20,8	20,4	31,7
Subvenciones	11.820	4.870	4.501	-8,3	-7,6	-10,2
Otros empleos y transferencias corrientes	17.767	7.556	7.367	2,2	-2,5	-7,4
Empleos de capital	44.597	20.171	18.655	-33,3	-7,5	-33,2
Formación bruta de capital	30.022	16.905	11.221	-33,1	-33,6	-36,5
Otros gastos de capital (c)	14.575	3.266	7.434	-34,0	127,6	-34,1
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras (d)	5.136	0	5.418	—	—	—
<b>3 CAP. (+) O NEC. (-) DE FINANCIACIÓN (3 = 1 - 2)</b>	-100.440	-43.121	-45.250	—	—	—
(en porcentaje del PIB nominal anual)	-9,4	-4,1	-4,3	—	—	—
Administración Central	-3,3	—	-4,5	—	—	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras (d)	-0,5	—	-0,5	—	—	—
Seguridad Social	-0,1	—	0,9	—	—	—
CCAA	-5,1	—	-0,8	—	—	—
CCLL	-0,8	—	0,1	—	—	—
<b>PRO MEMORIA :</b>						
Saldo primario	-74.320	-30.745	-30.344	—	—	—
Empleos totales, excl. ayudas a instituc. financieras	474.975	220.090	213.152	—	-3,2	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado.

**a Plan Presupuestario BIANUAL (PPB) 2012-2014:**

En el Plan se presentan los objetivos en porcentajes del PIB y, a partir de ellos y del PIB nominal del PPB, se ha recuperado el nivel de las variables.

Las tasas de variación para el caso de las rúbricas de Recursos (Empleos) totales se han calculado sobre la suma de las partidas presupuestarias así calculadas.

Si la tasa correspondiente a los Recursos totales se computara sobre el total agregado implícito en el PPB, entonces la misma diferiría de la mostrada en el cuadro y ascendería al 1,9%, mientras que la de los Empleos totales se mantendría en la misma cuantía (-4,8%).

**b** Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.

**c** Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

**d** La cifra relativa a 2011 se extrae de la Contabilidad Nacional Anual y se introduce el supuesto de que afecta únicamente al segundo semestre de dicho año. Para 2012, la cifra se extrae de la Contabilidad Nacional Trimestral y, de acuerdo con ella, se computa en el primer semestre del año.

de signo con posterioridad, hasta alcanzar 0,9 pp en septiembre (véase gráfico 22). Esta evolución se explica fundamentalmente por los aumentos impositivos y de precios regulados en España ya descritos. En términos del IPSEBENE, la brecha entre la inflación de nuestro país y la del área del euro pasó de -0,5 pp en junio a 0,4 pp en septiembre, con un aumento de casi 2 pp en el diferencial de los bienes industriales no energéticos (hasta 0,8 pp) y de 0,6 pp en el diferencial de servicios (que se anuló en septiembre). Por el contrario, el diferencial positivo de los precios de los alimentos elaborados se redujo modestamente. Fuera del IPSEBENE, los diferenciales de inflación de los bienes energéticos y los

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Avance liquidación	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación			Presupuestos Generales del Estado 2013
					2011 ene-ago	2012 ene-ago	Variación porcentual	
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5	8
1 Ingresos no financieros	104.145	-18,2	120.921	16,1	63.062	66.825	6,0	4,0
Impuestos directos	53.382	-9,9	53.915	1,0	32.273	22.288	-30,9	17,9
IRPF	33.545	-14,7	28.478	-15,1	19.384	11.477	-40,8	44,5
Sociedades	16.611	2,5	19.581	17,9	10.016	8.794	-12,2	-2,8
Otros directos (a)	3.227	-13,7	5.856	81,5	2.873	2.017	-29,8	-44,2
Impuestos indirectos	34.644	-33,2	21.805	-37,1	22.360	5.762	—	87,7
IVA	25.355	-34,1	14.235	-43,9	16.216	2.566	—	107,4
Especiales	6.325	-38,8	4.605	-27,2	4.277	1.367	—	87,4
Otros indirectos (b)	2.965	-1,2	2.965	0,0	1.867	1.830	-2,0	-2,6
Otros ingresos (c)	16.118	-0,8	45.201	180,4	8.430	38.775	360,0	-54,2
2 Pagos no financieros	151.095	-15,9	149.209	-1,2	97.345	106.015	8,9	6,2
Personal	27.420	1,7	27.138	-1,0	17.689	17.728	0,2	1,2
Compras	4.319	-6,8	3.404	-21,2	2.318	1.738	-25,0	-12,0
Intereses	22.204	13,1	26.572	19,7	17.492	20.312	16,1	33,7
Transferencias corrientes	79.892	-23,7	80.084	0,2	49.586	60.821	22,7	1,6
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	0	—	—	—	—	8,4
Inversiones reales	6.895	-21,5	7.238	5,0	4.216	2.885	-31,6	-13,9
Transferencias de capital	10.365	-30,4	4.773	-53,9	6.045	2.532	-58,1	-17,9
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-46.950	—	-28.288	—	-34.283	-39.190	—	—
PRO MEMORIA: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
TOTAL	138.079	1,7	139.409	2,8	89.086	86.417	-3,0	6,9
IRPF	69.803	4,2	72.588	4,0	44.079	44.730	1,5	1,5
IVA	49.302	0,5	48.293	-2,0	32.302	29.590	-8,4	14,6
Impuestos especiales	18.974	-4,2	18.528	-2,3	12.705	12.097	-4,8	8,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

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

alimentos no elaborados repuntaron en septiembre en más de 4 pp y en 1,5 pp, respectivamente, en comparación con los registros de junio.

El índice de precios industriales se aceleró durante el tercer trimestre, alcanzando un ritmo de variación interanual del 4,1 % en agosto, 1,6 pp por encima de la tasa de junio. Esta evolución se explica fundamentalmente por el acusado incremento de los precios de los productos energéticos. Por su parte, los índices de precios de importación de productos industriales registraron un aumento del 3,8 % en agosto, 1,4 pp más que en junio, mientras que los de exportación incrementaron en una décima su ritmo de avance en ese período, hasta el 2,8 %. En ambos casos, los precios de los productos energéticos mostraron una sustancial aceleración.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

Los últimos datos relativos a la actuación de las AAPP corresponden al segundo trimestre de 2012 (véase cuadro 4). Asimismo, se dispone de información parcial para el tercer trimestre, en particular la relativa a la ejecución presupuestaria del Estado y de la Seguridad

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación			Presupuestos Generales del Estado 2013
					2011 ene-ago	2012 ene-ago	Variación porcentual	
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7 = 6 / 5	8
1 Ingresos no financieros	117.965	-0,4	125.681	6,5	79.016	79.168	0,2	4,8
Cotizaciones sociales	106.229	-0,4	107.140	0,9	70.345	68.886	-2,1	-0,5
Transferencias corrientes	8.337	-3,9	15.598	87,1	6.141	7.582	23,5	74,7
Otros ingresos	3.399	8,0	2.943	-13,4	2.530	2.700	6,7	-8,8
2 Pagos no financieros	118.495	2,2	125.799	6,2	75.107	76.932	2,4	5,0
Personal	2.357	-2,1	2.313	-1,9	1.522	1.505	-1,1	-1,9
Compras	1.560	-8,8	1.561	0,0	958	877	-8,5	1,3
Transferencias corrientes	114.304	2,5	121.697	6,5	72.513	74.520	2,8	5,2
Pensiones contributivas	99.528	4,0	106.350	6,9	63.501	66.225	4,3	4,3
Incapacidad temporal	6.295	-8,0	5.831	-7,4	3.184	2.854	-10,4	0,5
Resto	8.481	-5,4	9.517	12,2	5.828	5.440	-6,7	20,3
Otros gastos	274	-24,6	227	-17,1	113	30	-73,3	-24,3
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-530	—	-117	—	3.909	2.236	—	—
PRO MEMORIA								
Servicio Público de Empleo Estatal								
Cotizaciones sociales	20.486	1,4	20.330	-0,8	13.183	13.020	-1,2	-3,8
Prestaciones desempleo	30.000	-7,0	28.503	-5,0	20.112	21.025	4,5	-6,3
Sistema Seguridad Social y SEPE								
Cotizaciones sociales	126.715	-0,1	128.055	1,1	83.528	81.907	-1,9	-1,1

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Banco de España.

Social hasta agosto (véanse cuadros 5 y 6, respectivamente). La información disponible para las CCAA, en términos de caja y de Contabilidad Nacional, se refiere al primer semestre del año (véase cuadro 7). De acuerdo con esta información, el conjunto de las AAPP registró en el primer semestre un saldo de -45,2 mm de euros (-4,3 % del PIB anual), en torno a medio punto porcentual de PIB superior al registrado en el mismo período del año anterior, aunque debe tenerse en cuenta que incluye el impacto derivado de determinadas ayudas a instituciones financieras realizadas en el segundo trimestre de 2012, por una cuantía del 0,5 % del PIB. Este resultado del primer semestre implica que el logro del objetivo anual de déficit requeriría un considerable esfuerzo de ajuste en la segunda mitad del año.

Los ingresos de las AAPP muestran una caída acumulada del 2,1 % en el primer semestre en términos de Contabilidad Nacional. Se dispone de información más adelantada relativa al total de impuestos (Estado y participación de las AATT) hasta agosto, en términos de contabilidad presupuestaria, que permitiría anticipar una ligera mejoría en el tercer trimestre, dado que el agregado de dichas figuras de ingresos pasó de registrar una caída ligeramente superior al 3,7 % en el primer semestre a una reducción en el entorno del 3 % en el período enero-agosto (véase cuadro 5). Estos datos están todavía por debajo de la previsión proporcionada por el Gobierno en el Avance de Liquidación para 2012, que en el caso particular de los impuestos compartidos por Estado y AATT supondría una sustancial aceleración en el período septiembre-diciembre, hasta alcanzar un aumento del 2,8 %

Millones de euros y %

	Liquidación 2011	Variación porcentual 2011/2010	Presupuesto inicial 2012	Variación porcentual 2012/2011	Liquidación		
					2011 ene-jun	2012 ene-jun	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7 = 6/5
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	126.110	-6,1	137.004	8,6	60.966	62.380	2,3
Impuestos corrientes	120.457	-5,3	129.054	7,1	59.198	61.113	3,2
Impuestos directos	39.873	35,3	38.740	-2,8	20.211	19.258	-4,7
Impuestos indirectos	46.882	39,0	50.765	8,3	23.797	22.506	-5,4
Tasas, precios y otros ingresos	4.769	-14,1	4.578	-4,0	2.206	2.079	-5,7
Transferencias corrientes	28.228	-51,3	34.159	21,0	12.762	17.003	33,2
Ingresos patrimoniales	705	70,7	811	15,0	222	267	20,3
Ingresos de capital	5.653	-21,3	7.950	40,6	1.768	1.267	-28,3
Enajenación de inversiones reales	178	-38,1	1.546	769,9	89	75	-15,5
Transferencias de capital	5.475	-20,6	6.404	17,0	1.679	1.192	-29,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	150.211	-4,4	150.654	0,3	74.032	68.148	-7,9
Pagos corrientes	132.490	-1,7	131.187	-1,0	65.933	63.206	-4,1
Gastos de personal	57.377	-2,4	56.219	-2,0	28.474	27.468	-3,5
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.344	-2,4	26.931	-1,5	13.788	13.043	-5,4
Gastos financieros	4.555	51,9	6.381	40,1	2.019	2.974	47,3
Transferencias corrientes	43.213	-4,0	41.287	-4,5	21.652	19.721	-8,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	369	—	—	—	—
Pagos de capital	17.721	-20,8	19.466	9,8	8.100	4.942	-39,0
Inversiones reales	7.661	-20,9	8.708	13,7	3.538	2.279	-35,6
Transferencias de capital	10.060	-20,7	10.758	6,9	4.562	2.663	-41,6
3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)	-24.101	—	-13.649	—	-13.066	-5.768	—

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

en el conjunto del año. En general, el cumplimiento de la previsión oficial de ingresos viene condicionado por que el impacto en el último trimestre del ejercicio del conjunto de medidas impositivas adoptadas (entre las que destacan la subida del IVA y los cambios normativos en IRPF y Sociedades) coincide con la estimación oficial de 14,8 mm de euros. Por su parte, hay que destacar que los ingresos agregados por cotizaciones sociales del Sistema de la Seguridad Social y del SEPE continúan la tendencia a la baja de los últimos trimestres, con tasas de variación negativas (-2,1 % hasta agosto, en términos de caja), frente al aumento del 1,1 % proyectado para el año completo.

Por el lado del gasto, el ajuste producido habría sido significativo, con una reducción de los empleos totales de las AAPP superior al 3 % (excluyendo el efecto derivado de las ayudas al sector financiero), que tendría no obstante que profundizarse en el segundo semestre para que se alcanzasen los objetivos anuales oficiales. En este sentido, los indicadores parciales disponibles correspondientes al tercer trimestre manifiestan una contracción más intensa en los gastos en consumo final y en la inversión pública, que, en el primer caso, se acentuará en el cuarto trimestre por la supresión de la paga extra de diciembre. En dirección contraria, las prestaciones sociales se habrían acelerado en el tercer trimestre, tanto las relacionadas con el desempleo como las pensiones contributivas, y podrían hacerlo aún más en el segundo caso en lo que resta de año. En lo referente al pago de intereses, los datos disponibles de Contabilidad Nacional para el conjunto de las

El 29 de septiembre, el Gobierno hizo público el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2013. Los PGE plantean como objetivo de déficit público para el conjunto de las Administraciones Públicas en el próximo año un 4,5 % del PIB en términos de Contabilidad Nacional. Por subsectores, se espera que el agregado de Administración Central (AC) y Seguridad Social (SS) reduzca su déficit hasta el 3,8 % del PIB, frente al objetivo del 4,5 % del PIB para 2012. Por su parte, las CCAA deberían alcanzar un déficit del 0,7 %, frente a la meta del 1,5 % en este año; y las Corporaciones Locales, un equilibrio presupuestario (0,3 % del PIB de déficit previsto para 2012).

Por el lado de los ingresos, los PGE prevén un incremento en 2013 del 3,7 % de los ingresos tributarios totales (Estado más participación de las AATT), lo que supone un aumento de algo más de 6 mm de euros con respecto al Avance de Liquidación para 2012 incluido en el proyecto de Presupuestos. Este incremento incorpora un impacto de 7,2 mm de euros de medidas impositivas, que incluyen, además del efecto residual de las modificaciones legislativas ya aprobadas durante 2011 y 2012, un conjunto de nuevas medidas definidas en los PGE que entrarán en vigor a lo largo de 2013, por valor de unos 4,7 mm. Excluyendo el impacto previsto de los cambios impositivos, la recaudación tributaria caería un 0,6 %, frente a una previsión oficial de reducción de la demanda nacional en términos nominales del 1,1 %.

Entre las nuevas modificaciones impositivas incluidas en los PGE destaca, en el caso del IRPF, la supresión de la deducción por inversión en vivienda habitual, el incremento de la tributación de las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales que hubieran permanecido un año o menos en el patrimonio del contribuyente y la creación de un gravamen del 20 % sobre los premios de mayor cuantía de las loterías. En el caso del impuesto sobre sociedades, durante los ejercicios 2013 y 2014 se establece un límite a la deducibilidad fiscal de las amortizaciones del inmovilizado material, así como la posibilidad de que las empresas se acojan a la actualización del valor de su inmovilizado material, estableciéndose un gravamen del 5 % sobre la revalorización. Finalmente, se finaliza la aplicación del régimen de tipo impositivo cero sobre los biocarburantes.

Por el lado del gasto, los PGE prevén un incremento del 8,6 % de los gastos no financieros del Estado respecto al Avance de Liquidación para 2012, que se encuentra dominado por los aumentos proyectados para los pagos por intereses (un 45 %, 12 mm de euros) y transferencias corrientes al Sistema de la Seguridad Social (un 72 %, 6,5 mm de euros). Para el gasto neto de la variación de la carga de intereses y de estas transferencias, se proyecta una caída del 5 % (5,6 mm de euros). Destaca el ajuste de las inversiones reales (con una reducción prevista del 46 %, alrededor de 3,3 mm de euros) y de las transferencias al SEPE (-20 %, alrededor de 2,8 mm de euros, en este caso en relación con los presupuestos iniciales para 2012). Por su parte, los gastos de personal en activo se estabilizan en el nivel estimado para 2012, dado que se implementa una congelación salarial y se asume que los empleados públicos recibirán las dos pagas extraordinarias en 2013. Por último, se prevé un aumento del 4,3 % en las pensiones contributivas y una reducción del 6,3 % en las prestaciones por desempleo, en ambos casos con respecto a la cuantía presupuestada para 2012.

Por otra parte, en septiembre se ha publicado también la revisión de la cuentas de las AAPP correspondientes a 2010 y 2011. Según estos datos, el déficit de las AAPP en 2011 se habría revisado al alza, hasta alcanzar el 9,4 % del PIB, frente al 8,5 % de la notificación a Eurostat de primavera. La revisión se debería principalmente a un incremento de las transferencias de capital (derivado de la contabilización de diversas medidas de apoyo a instituciones financieras) y de los gastos en consumo final no salarial (asociado al reconocimiento de pagos anteriores al 31 de diciembre de 2011 no computados previamente, en el marco de los incentivos al afloramiento de facturas generado por el Plan de Pago a Proveedores).

Respecto al año 2012, el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado mantiene el objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en el 6,3 % del PIB, que se elevaría hasta el 7,3 % si se incorpora el impacto de las medidas de apoyo al sector financiero. Por su parte, la previsión para la ratio de deuda pública se elevaría hasta el 85,3 % del PIB (el recuadro 6 describe los principales elementos que se encuentran detrás del aumento previsto en esta variable).

AAPP en el primer semestre y para el Estado hasta agosto muestran un crecimiento elevado, aunque más moderado que el implícito en las previsiones oficiales para 2012.

En resumen, la información disponible muestra riesgos de desviación al alza del déficit del conjunto de las AAPP en 2012 respecto al objetivo del 6,3 % del PIB, sin incluir el posible impacto de las ayudas a instituciones financieras. El cumplimiento de este objetivo dependerá de que las medidas de consolidación fiscal aprobadas generen los efectos esperados, teniendo en cuenta que gran parte de los impactos previstos se concentra en el segundo semestre del año.

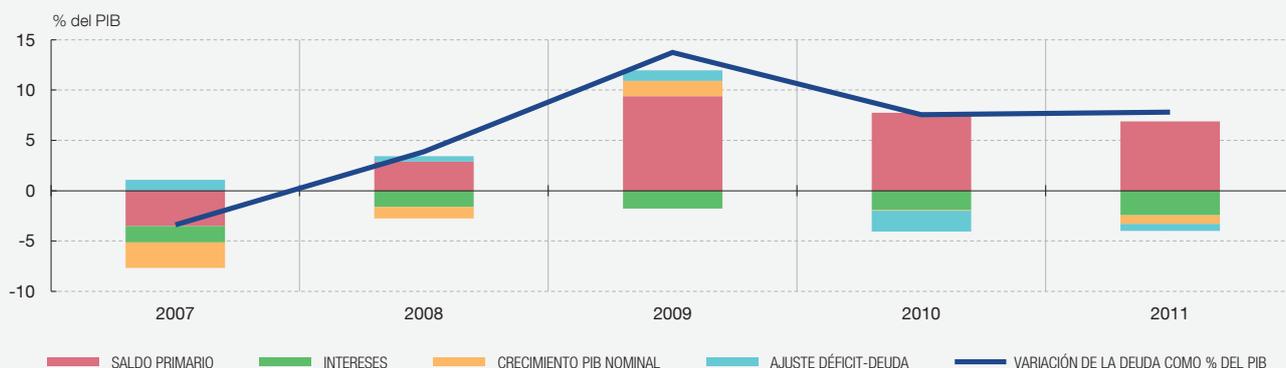
De acuerdo con la información proporcionada por el Gobierno español a Eurostat el pasado mes de septiembre en el marco del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), la ratio de deuda pública sobre el PIB alcanzará en España el 85,3 % en 2012, cifra que implica un incremento de 16 puntos del PIB con respecto a la deuda registrada en 2011 (69,3 % del PIB). Este recuadro describe los principales elementos que se encuentran detrás del aumento previsto.

La variación de la deuda pública sobre el PIB entre dos años consecutivos depende de cuatro factores fundamentales: a) el nivel del saldo público primario (es decir, descontada la carga de intereses): un saldo negativo de esta variable se traduce en un incremento de la deuda de la misma cuantía; b) el crecimiento nominal del PIB: un crecimiento (disminución) genera una reducción (incremento) de la ratio de deuda; c) los pagos por intereses generados por la deuda pública, que deben también ser financiados, y d) el ajuste déficit-deuda, que refleja, entre otros aspectos, la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros y, en general, todas aquellas operaciones y flujos que no tienen reflejo en el déficit pero sí en la deuda pública, de acuerdo con la normativa estadística europea.

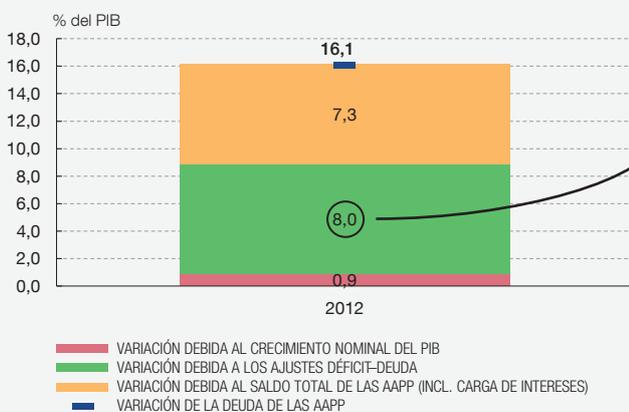
La ratio de deuda pública sobre el PIB se incrementó en 33 puntos del PIB desde el mínimo alcanzado en 2007 (36,3 % del PIB) hasta 2011 (en que se situó en el 69,3 % del PIB), como resultado esencialmente de los déficits primarios acumulados, que aportaron 27 puntos; la carga de intereses, por su parte, aportó 7,8 puntos a dicho incremento, mientras que el crecimiento nominal del PIB, aunque reducido en un contexto de crisis económica, permitió una ligera reducción, de 0,5 puntos del PIB (gráfico 1). Los ajustes déficit-deuda, por su parte, han variado entre el +1 % y el -2,1 % del PIB a lo largo de los años 2007 a 2011, de tal forma que su aportación acumulada al incremento de la deuda fue de -1,2 puntos del PIB en el conjunto del período.

En relación con 2012, lo más destacable es que casi la mitad del incremento de deuda previsto se deberá al ajuste déficit-deuda, que aportará 8 puntos del PIB, mientras que el déficit público (incluida la carga de intereses) provocará un incremento de 7,3 puntos del PIB, de acuerdo con las previsiones del Gobierno, dado que al objetivo inicial de déficit público, del 6,3 % del PIB, se le añadirá el impacto, estimado en 1 punto del PIB adicional, de algunas ayudas al sector financiero (gráfico 2). Por su parte, dado

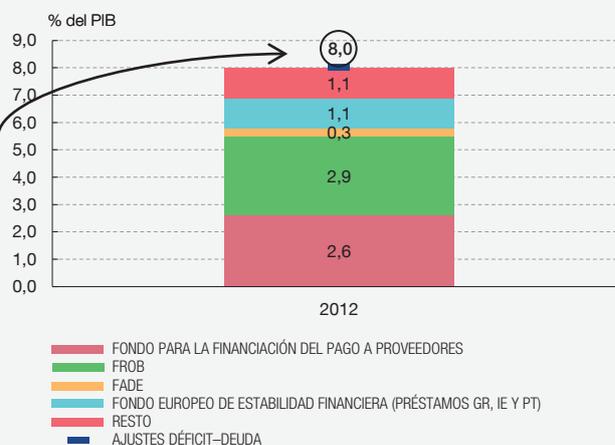
1 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA 2007-2011



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA 2012



3 DETERMINANTES DEL AJUSTE DÉFICIT-DEUDA EN ESPAÑA 2012



FUENTE: Banco de España.

que se prevé una caída del PIB nominal de alrededor del -1,2 %, este factor generará un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB de casi 1 punto porcentual.

Como se aprecia en el gráfico 3, son varios los elementos que componen el ajuste déficit-deuda previsto para 2012. En primer lugar, el Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores (FFPP) contribuirá a un incremento de la ratio de deuda pública de 2,6 puntos del PIB. Debe recordarse que el FFPP se creó como un instrumento para facilitar el pago de las deudas pendientes de las Administraciones Territoriales con sus proveedores<sup>1</sup>. Con la implantación del mecanismo, al que se adhirieron más de 3.700 CCLL y 14 CCAA, se procedió al pago de facturas por un importe total de 26.982 millones de euros. Estas deudas comerciales, de acuerdo con la metodología europea del PDE, no formaban parte de la deuda pública a efectos del PDE, pero se encontraban registradas como pasivos de las AAPP, como se puede comprobar en las publicaciones estadísticas del Banco de España, en las que se presentan tanto la deuda del PDE como el total de pasivos de las AAPP. El pago de estas deudas comerciales ha requerido obtener financiación para dotar al FFPP con los fondos necesarios, lo que ha producido una transformación de los pasivos comerciales en deuda del PDE. Este incremento de la deuda PDE, y la reducción paralela de los pasivos comerciales, fue, de hecho, ya contabilizado en el segundo trimestre de 2012, y explica 2,6 puntos del incremento de 3,1 puntos del PIB de la deuda del PDE de las AAPP registrado en el segundo trimestre de 2012 en relación con el primer trimestre del año (del 72,9 % al 76 % del PIB).

Un segundo aspecto es el relativo al denominado «*factoring* sin recurso», o deuda comercial en la que ha intervenido una institución financiera<sup>2</sup>, que se espera incremente la deuda del PDE en

1 Para una descripción detallada de este fondo, véase el recuadro 4 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España.

2 Deuda comercial cuyo pago satisfacen las instituciones financieras a los proveedores, quedando estos completamente desvinculados de dicha deuda. Con ello se rompe la relación proveedor-cliente propia de las

aproximadamente 0,9 puntos del PIB en 2012. Eurostat publicó el 31 de julio de 2012 una decisión que obligará a incluir, ya en los datos de 2012, estas operaciones en la deuda del PDE. Este factor supone un cambio de composición de los pasivos de las AAPP entre deuda comercial (no incluida en el PDE) y deuda financiera (que forma parte de la deuda del PDE). En España, al igual que en el resto de países, la deuda con estas características se venía contabilizando en los otros pasivos de las AAPP.

Por otra parte, debe destacarse también que las imputaciones a España de los préstamos concedidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) a Grecia, Irlanda y Portugal supondrán un incremento de la deuda pública española en 2012, a través del ajuste déficit-deuda, de 1,1 puntos del PIB. Asimismo, las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), que forma parte de las AAPP y está encargado de titular los derechos reconocidos a las compañías eléctricas por los déficits tarifarios acumulados en el pasado, generarán un incremento de la deuda pública de 0,3 puntos del PIB en 2012 (3.209 millones de euros). Esta cuantía se une a las titulaciones efectuadas en 2011, de forma que, a 31 de diciembre de 2012, se prevé que se haya titulado una cuantía total de 13.114 millones de euros de los déficits tarifarios pasados. Finalmente, se estima tentativamente que el endeudamiento del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) aportará 2,9 puntos del PIB al incremento de la deuda en 2012, aunque dependerá de la cuantía exacta y del momento en que se reciban los fondos europeos para la recapitalización bancaria.

Por último, conviene subrayar que la creación del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), cuyo contenido se detalla en el texto principal de este informe, no debería suponer, en principio, un aumento adicional de la deuda de las AAPP, puesto que se prevé que los recursos de este fondo se destinen a financiar las amortizaciones de deuda viva de las CCAA, así como las necesidades de financiación del déficit público.

operaciones comerciales y surge una deuda financiera entre la entidad de crédito y la administración pública correspondiente.

Finalmente, debe destacarse que, en un contexto de dificultades crecientes de acceso a los mercados de capitales de determinadas CCAA, el pasado 13 de julio el Gobierno aprobó el Real Decreto Ley por el que se creaba el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), gestionado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), para facilitar la financiación de las CCAA. En concreto, estas podrán acudir al FLA para cubrir vencimientos de valores emitidos, vencimientos de préstamos concedidos por instituciones europeas de las que España sea miembro, operaciones que no puedan ser refinanciadas y necesidades de financiación del déficit público. El FLA estará dotado con 18 mm de euros, con aportaciones del Tesoro y del Organismo Loterías y Apuestas del Estado de 4 mm y 6 mm de euros, respectivamente, mientras que los 8 mm restantes procederán de las entidades financieras. La adhesión a este mecanismo, que implica la aceptación de una serie de condiciones financieras y fiscales, ha sido solicitada, hasta la fecha de cierre de este boletín, por seis

Millones de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2011	2012	2012/2011(b)
Ingresos	Cuenta corriente	220.034	224.093	1,8
	Mercancías	130.059	134.189	3,2
	Servicios	57.040	60.293	5,7
	Turismo	23.722	23.877	0,7
	Otros servicios	33.317	36.416	9,3
	Rentas	24.453	20.764	-15,1
	Transferencias corrientes	8.482	8.847	4,3
	Cuenta de capital	4.000	3.226	-19,4
	Cuentas corriente + capital	224.034	227.318	1,5
Pagos	Cuenta corriente	245.485	241.476	-1,6
	Mercancías	152.107	150.962	-0,8
	Servicios	38.914	39.758	2,2
	Turismo	6.569	6.418	-2,3
	Otros servicios	32.345	33.340	3,1
	Rentas	39.772	35.716	-10,2
	Transferencias corrientes	14.692	15.040	2,4
	Cuenta de capital	743	735	-1,1
	Cuentas corriente + capital	246.228	242.210	-1,6
Saldos	Cuenta corriente	-25.451	-17.383	8.068
	Mercancías	-22.048	-16.773	5.275
	Servicios	18.126	20.535	2.409
	Turismo	17.153	17.459	306
	Otros servicios	972	3.076	2.103
	Rentas	-15.320	-14.953	367
	Transferencias corrientes	-6.210	-6.193	17
	Cuenta de capital	3.257	2.491	-766
	Cuentas corriente + capital	-22.194	-14.892	7.302

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

CCAA (Comunidad Valenciana, Cataluña, Murcia, Andalucía, Castilla-La Mancha y Canarias), por un importe agregado de algo más de 16,6 mm de euros. En conjunto, la creación de este fondo, como ocurrió en el caso del Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores, puede resultar muy efectiva para dotar de liquidez a las CCAA, si bien el cumplimiento estricto de la condicionalidad es un requisito que se ha de cumplir para evitar que se generen incentivos inadecuados.

#### 4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En los siete primeros meses de 2012, la necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose. El saldo negativo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 14,9 mm de euros, lo que representa una tercera parte menos de lo registrado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 8). Por componentes, esta mejora se explica fundamentalmente por la caída del saldo negativo de la balanza comercial y por la ampliación del superávit de servicios. Los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias disminuyeron de forma muy leve, mientras que el superávit de la cuenta de capital se redujo.

El déficit de la balanza comercial disminuyó un 24 % en los primeros siete meses del año, hasta situarse en 16,8 mm de euros, lo que se debió a la notable corrección del saldo no energético, que registró un superávit, compensando el incremento de la factura energética. El saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 13 %, hasta 20,5 mm de euros, gracias a la mejora del saldo con superávit de servicios no turísticos y, en menor medida, a la ampliación del saldo turístico. Asimismo, el déficit de la balanza de rentas se redujo ligeramente, hasta situarse en 15 mm de euros, y el déficit de la balanza de transferencias corrientes se mantuvo estable, en torno a 6 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital retrocedió un 24 %, hasta 2,5 mm de euros.

## 5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

### 5.1 Rasgos más destacados

Las fuertes tensiones experimentadas en los mercados financieros en el segundo trimestre de 2012 se exacerbaron en julio, plasmándose en un repunte de las rentabilidades de la deuda pública española, que en el plazo de diez años superó puntualmente el 7,5 %, y en su diferencial respecto a la alemana, que llegó a rebasar los 630 puntos básicos (pb) para ese mismo horizonte. Ambas cifras representan los valores máximos desde la creación del euro (véase gráfico 23). Asimismo, se registraron caídas de los índices bursátiles y un aumento de las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por el sector público y el privado. Posteriormente, la actuación del Banco Central Europeo (BCE) —y, en particular, la aprobación ya comentada del programa de compra ilimitada en los mercados secundarios de bonos soberanos (Operaciones Monetarias de Compraventa u OMT, en sus siglas en inglés)— relajó esas tensiones. En paralelo, se ha seguido avanzando en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario. Así, el 20 de julio se firmó el Memorando de Entendimiento (MoU, por sus siglas en inglés) que establece las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de las entidades. El 31 de agosto se aprobó el Real Decreto Ley 24/2012, que incorpora cambios en el marco jurídico para la gestión de situaciones de crisis de las entidades de crédito, así como otras novedades, tales como la creación de la Sociedad de Gestión de Activos, cuyo fin es la adquisición de activos dañados del sector financiero, dando cumplimiento a una parte de los compromisos del MoU. Por último, a finales de septiembre, y también en el marco del MoU, se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por la consultora Oliver Wyman.

En este contexto, en el conjunto del tercer trimestre, las rentabilidades de la deuda española a diez años y su diferencial respecto al bono alemán se redujeron en torno a 50 pb y 30 pb, cerrando alrededor del 6 % y los 460 pb, respectivamente. En los plazos más cortos los descensos han sido más pronunciados (85 pb en la referencia a dos años). En las bolsas, los índices han repuntado, ganando el IBEX 35 un 8,2 % entre julio y septiembre, revalorización superior a la del EURO STOXX 50 (7,1 %) y a la del S&P 500 (5,5 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés han seguido reduciéndose durante este período en todos los plazos, descendiendo el euríbor a un año 53 pb hasta alcanzar el 0,68 %.

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública a diez años y su diferencial con el bono alemán se han reducido respecto al final del mes anterior, situándose en la fecha de cierre de este informe en torno al 5,4 % y los 380 pb, respectivamente. El IBEX 35 ha registrado una revalorización del 5,1 %, similar a la del EUROSTOXX 50 (4,9 %) y superior a la del S&P 500 (1,2 %). Durante este período, la agencia S&P ha reducido en dos escalones la calificación de la deuda soberana española a largo plazo, hasta BBB-, nivel mínimo dentro de la categoría de grado de inversión.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda libre continuó descendiendo durante el tercer trimestre de 2012. La tasa de disminución interanual se situó en septiembre en el 9,5 %, cifra superior al 8,3 % de junio (véase gráfico 23). En términos intertrimestrales, el retroceso registrado en el tercer trimestre (2,5 %) fue similar al del segundo (2,6 %).

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación bancaria del sector privado, correspondiente al mes de agosto, muestra que el descenso de las

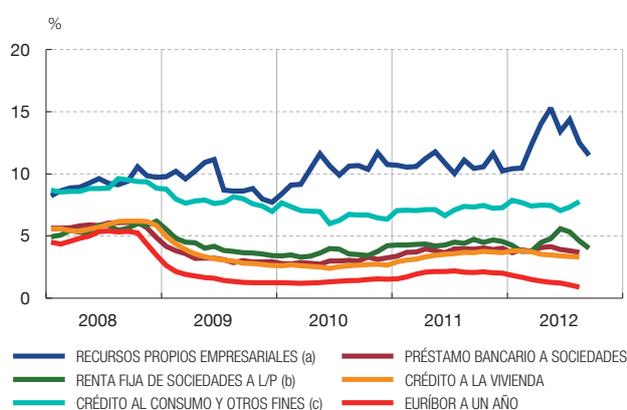
## ÍNDICES BURSÁTILES



## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



## PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Fomento y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.  
 b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.  
 c En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, pudiendo ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito al consumo y otros fines como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito.  
 d Base 2001 hasta diciembre de 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

rentabilidades interbancarias sigue sin reflejarse completamente en los tipos de interés del crédito, experimentado estos un comportamiento diferencial dependiendo de la finalidad y de la cuantía del préstamo. En cambio, descendió el coste de las emisiones de valores de renta fija y variable de las sociedades no financieras como resultado de la caída de las primas de riesgo.

La financiación del sector privado ha seguido mostrando una tendencia contractiva. La información más reciente disponible, correspondiente a agosto, muestra que la reducción de los pasivos de los hogares fue, en términos interanuales, de un 3,2 %, cifra similar a la del cierre del trimestre anterior, consecuencia del mayor retroceso del crédito para adquisición de vivienda y de la moderación de la caída del destinado a consumo y otros fines. Por su parte, la deuda de las sociedades disminuyó un 3,8 %, acentuándose el recorte en comparación con el mes de junio. Las tasas intertrimestrales anualizadas evidencian descensos algo superiores a los obtenidos en términos interanuales, especialmente en el caso de las empresas. Los datos más recientes del crédito por finalidades, referidos al

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011			2012	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,4	-3,2	-3,2	-3,1	-2,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-13,4	-6,5	5,5	5,0	4,8	4,8	4,2	4,1	4,0
Sociedades no financieras	-11,5	-6,7	-0,4	1,6	2,4	1,7	1,1	0,5	0,5
Hogares e ISFLSH	-1,9	0,2	5,9	3,4	2,4	3,1	3,1	3,6	3,5
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	1,0	1,0	2,0	2,2	3,1
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,2	-9,0	-9,4	-9,4	-9,7
<b>PRO MEMORIA</b>									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (a)	-17,9	-11,6	-1,4	-2,3	-0,7	0,1	0,6	0,6	0,0

FUENTE: Banco de España.

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

segundo trimestre de 2012, ponen de manifiesto que durante este período el saldo vivo de la financiación bancaria siguió reduciéndose en todas las ramas productivas.

A pesar de la ligera contracción de los pasivos de las familias durante el segundo trimestre de 2012, las ratios de endeudamiento y carga financiera apenas variaron debido al descenso de los ingresos. Se observó, además, una caída del patrimonio neto de los hogares, como consecuencia principalmente del descenso de la riqueza inmobiliaria. En el caso de las sociedades, la reducción de la deuda, unida al moderado aumento de sus rentas según la Contabilidad Nacional, hizo que retrocediera algo tanto la ratio de endeudamiento como la carga financiera de este sector. En cambio, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan una caída de los beneficios en este período, debido tanto a la evolución negativa de la actividad ordinaria como al comportamiento adverso de los gastos e ingresos financieros. Concretamente, el resultado ordinario neto de estas compañías disminuyó un 25,4 % durante el primer semestre del año en relación con el mismo período del año anterior. La información de avance del tercer trimestre apunta a ligeros descensos de las ratios de deuda y carga financiera tanto de los hogares como de las empresas.

El volumen de créditos dudosos ha continuado creciendo, lo que, unido a la disminución de la deuda, ha llevado a que la ratio de morosidad haya seguido aumentando. En concreto, para el conjunto de los otros sectores residentes (en el que se incluyen empresas y familias), dicho indicador alcanzó en agosto el 10,5 %, 0,9 pp (puntos porcentuales) superior al dato de junio.

En el caso de las Administraciones Públicas (AAPP), se registró una aceleración de la deuda. Así, en agosto el crecimiento de estos pasivos fue, en términos interanuales, del 14,8 %, 0,7 pp más que en junio. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento y en la carga financiera, que en junio alcanzaron el 75,9 % y el 2,8 % del PIB, respectivamente.

Por otra parte, según la información más reciente de las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2012 continuó la senda descendente de las necesidades de financiación

de la economía nacional, que se situaron en el 2,6 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 9). Esta evolución fue consecuencia del incremento del saldo acreedor de las instituciones financieras, que se vio parcialmente compensado por el incremento del saldo deudor de las AAPP, al tiempo que el ahorro financiero neto del resto de sectores apenas varió. El detalle por instrumentos muestra que en este período la mayor parte de las entradas de capital del exterior se volvió a canalizar a través del incremento del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo, mientras que los flujos netos captados por otras vías volvieron a ser negativos y por un importe elevado, continuando con la pauta de los trimestres anteriores. La información más reciente del balance del Banco de España apunta a que durante los últimos meses se habría registrado una moderación en el avance de su posición deudora frente al exterior. En septiembre, incluso, habría llegado a descender.

En resumen, durante los últimos meses se han suavizado las tensiones en los mercados financieros, debido en gran parte al anuncio de compra de bonos soberanos por parte del BCE. Ello se ha traducido en una mejora de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas, aunque el diferencial de rentabilidad de la deuda pública española respecto de la alemana permanece en niveles históricamente altos y la incertidumbre sigue siendo elevada. Estos desarrollos se han producido en un contexto en el que la evolución desfavorable de las rentas ha seguido limitando el avance en el proceso de desapalancamiento de los hogares y las empresas. La presión financiera sobre estos sectores continúa siendo considerable, si bien el descenso reciente de las rentabilidades interbancarias, que se irá trasladando progresivamente al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos (singularmente, las hipotecas), supondrá un cierto alivio para los agentes con este tipo de pasivos (fundamentalmente, familias). En cambio, el coste del crédito nuevo se está viendo menos beneficiado por esta tendencia debido a los problemas de transmisión de la política monetaria.

## 5.2 El sector hogares

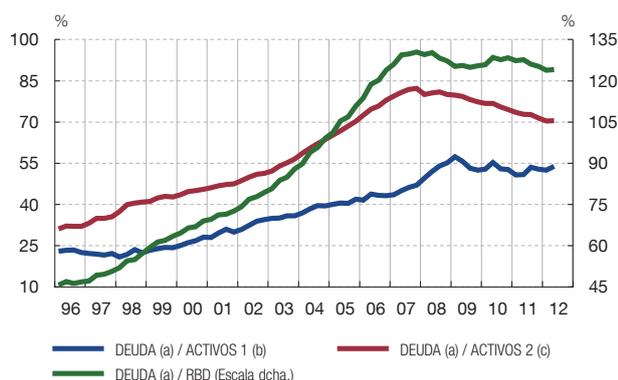
Entre junio y agosto el tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujo en 9 pb, hasta alcanzar el 3,3 %, mientras que el coste de los créditos para consumo y otros fines, que presenta mayor variabilidad (en parte ligada a factores estacionales), aumentó en 72 pb, situándose en el 7,8 %.

La deuda de las familias siguió disminuyendo. La reducción de sus pasivos fue, en términos interanuales, de un 3,2 % en agosto, cifra similar a la del cierre del segundo trimestre (3,1 %). El desglose por finalidad revela que los préstamos para adquisición de vivienda experimentaron una caída del 3,1 %, 0,2 pp superior a la de junio, mientras que los destinados al consumo y otros fines descendieron un 3,7 %, 0,2 pp menos que en dicho mes.

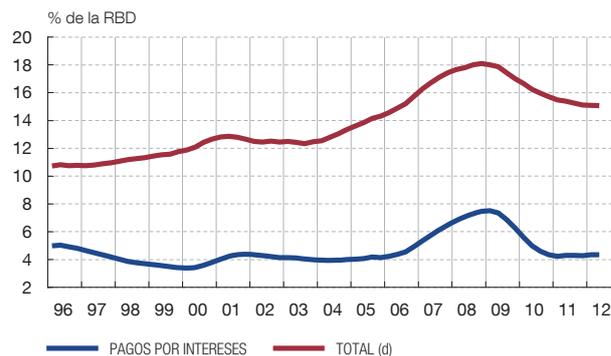
La ligera reducción tanto de los pasivos de las familias como de los pagos por intereses, en el segundo trimestre de 2012, estuvo acompañada por un retroceso de sus ingresos, de forma que las ratios de endeudamiento y de carga financiera sobre la renta bruta disponible de estos agentes apenas variaron (véase gráfico 24). En paralelo, se intensificó la caída de la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro del sector una vez descontados los pagos por amortizaciones. Asimismo, otro factor que contribuyó a debilitar la posición financiera de los hogares en este período fue la contracción de su riqueza neta, que se produjo fundamentalmente como resultado de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios.

De acuerdo con las Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 0,4 pp en el segundo trimestre de 2012, situándose, en términos acumulados de doce meses, en el 2 % del PIB (véase cuadro 10). La materializada en medios de pago

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



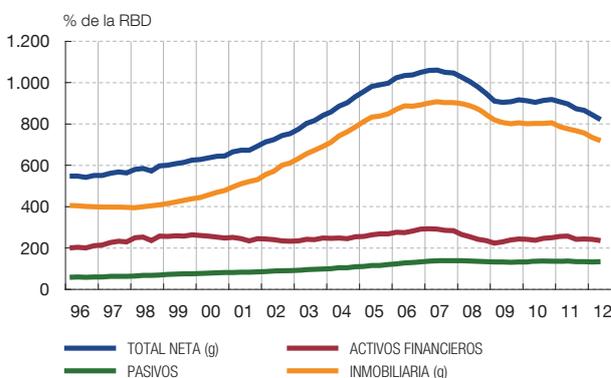
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



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

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

(efectivo y depósitos a la vista) fue positiva, a diferencia de lo ocurrido en períodos previos, alcanzando el 0,7 % del PIB en términos anuales. Por el contrario, la inversión en imposiciones a plazo y valores de renta fija pasó a ser negativa por un importe equivalente al 0,6 % del PIB, mientras que la canalizada a través de acciones y otras participaciones aumentó 1,3 pp, hasta alcanzar el 1,8 % del PIB. En conjunto, el volumen de depósitos bancarios continuó descendiendo en términos interanuales, pasando la tasa de contracción del 1,5 % en marzo al 3 % en junio. Los datos más recientes muestran una caída interanual algo más acusada (3,6 % en agosto). No obstante, si se añaden los valores bancarios en poder de las familias, el descenso es más moderado (1,8 % en agosto), lo que refleja el desplazamiento de la inversión del sector desde unos instrumentos a los otros.

Por último, la ratio de morosidad de los hogares continuó creciendo en el segundo trimestre de 2012, hasta alcanzar el 4 %. Por finalidades, la proporción de préstamos dudosos aumentó tanto en los créditos para adquisición de vivienda (0,2 pp, hasta el 3,2 %) como en aquellos para consumo y otros fines (0,2 pp, hasta el 7,6 %).

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011		2012	
				IV TR	I TR	II TR	
<b>Hogares e ISFLSH</b>							
Operaciones financieras (activos)	2,3	4,6	3,8	2,4	2,4	2,0	
Medios de pago	-0,4	4,2	-0,3	-0,1	-0,4	0,7	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	6,3	-0,8	3,3	1,8	1,3	-0,6	
Acciones y otras participaciones (b)	0,1	1,1	0,9	0,2	0,5	1,8	
Fondos de inversión	-3,5	-0,1	-1,7	-0,4	-0,2	0,0	
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	
<i>De las cuales:</i>							
De vida	0,3	0,6	0,1	0,5	0,4	0,2	
De jubilación	0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	
Resto	-0,7	-0,6	1,1	0,5	1,0	-0,3	
Operaciones financieras (pasivos)	2,1	-1,3	0,4	-0,7	-1,2	-1,5	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	3,4	-0,5	0,0	-2,0	-2,3	-2,7	
Créditos para adquisición de vivienda (c)	2,7	0,1	0,5	-1,1	-1,2	-1,8	
Créditos para consumo y otros fines (c)	0,8	-0,4	-0,3	-0,9	-1,1	-0,8	
Resto	-1,4	-0,7	0,4	1,3	1,1	1,3	
<b>Sociedades no financieras</b>							
Operaciones financieras (activos)	-1,3	-9,7	7,1	-0,5	-1,6	-2,8	
Medios de pago	-1,1	-0,4	0,1	-0,7	-1,2	-0,7	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,2	-0,8	2,0	1,0	0,3	0,0	
Acciones y otras participaciones	3,7	0,5	3,7	-0,1	-0,1	0,5	
<i>De las cuales:</i>							
Frente al resto del mundo	3,5	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,3	
Crédito comercial e interempresas	-6,6	-9,4	0,8	-1,6	-1,8	-2,5	
Resto	0,5	0,3	0,4	1,1	1,2	-0,1	
Operaciones financieras (pasivos)	5,5	-9,3	5,5	-1,6	-2,1	-3,3	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,5	-3,0	-0,9	-3,6	-3,3	-4,3	
Préstamos exteriores	3,0	-0,1	1,0	0,5	0,6	0,1	
Valores de renta fija (d)	0,3	1,3	0,5	0,5	0,7	0,3	
Acciones y otras participaciones	2,4	2,5	3,3	3,0	2,1	2,7	
Crédito comercial e interempresas	-6,4	-9,3	1,2	-1,7	-1,9	-2,3	
Resto	0,7	-0,7	0,4	-0,3	-0,3	0,3	
<b>PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)</b>							
Financiación (e)	6,6	-0,9	0,4	-2,1	-2,0	-3,0	
Hogares e ISFLSH	4,4	-0,3	0,2	-2,4	-2,7	-3,1	
Sociedades no financieras	8,2	-1,4	0,6	-2,0	-1,5	-2,9	

FUENTE: Banco de España.

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

**5.3 El sector de sociedades no financieras**

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron, entre junio y agosto, un comportamiento diferencial dependiendo de la cuantía. Así, el coste de los préstamos para operaciones de hasta un millón de euros aumentó en 23 pb, hasta el 5,8 %, mientras que el asociado a los préstamos de importe superior, que presenta una mayor volatilidad, retrocedió en 62 pb, hasta el 2,7 %. Con respecto al coste de otras fuentes de financiación empresarial, con datos hasta septiembre, el de las emisiones de valores descendió tanto en el caso de los pagarés (43 pb) como en el de las de largo plazo (156 pb), y lo mismo ocurrió en el caso de las de renta variable (193 pb), lo que refleja el descenso de las primas de riesgo.

La deuda de las sociedades siguió contrayéndose, reduciéndose un 3,8 %, en términos interanuales, en agosto, retroceso superior al del trimestre previo, que fue del 2,9 %. Por instrumentos, los préstamos bancarios de entidades residentes disminuyeron un 6,1 %, frente al 5,1 % de junio, mientras que, en los valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor tamaño), se ralentizó algo el avance, creciendo un 8,6 % frente al 9,1 % de dos meses antes. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2012, pone de manifiesto que durante este período el saldo vivo de la financiación bancaria siguió reduciéndose en todas las ramas productivas. Una vez más fue en la construcción donde se observó el mayor retroceso interanual (12,9 %), que fue algo mayor que en marzo. En el sector inmobiliario y en la industria también aumentó el ritmo de contracción, situándose en un 7 % y un 5,8 %, respectivamente. En cambio, en los servicios no financieros ni inmobiliarios, la tasa de disminución continuó siendo más moderada (3,1 %).

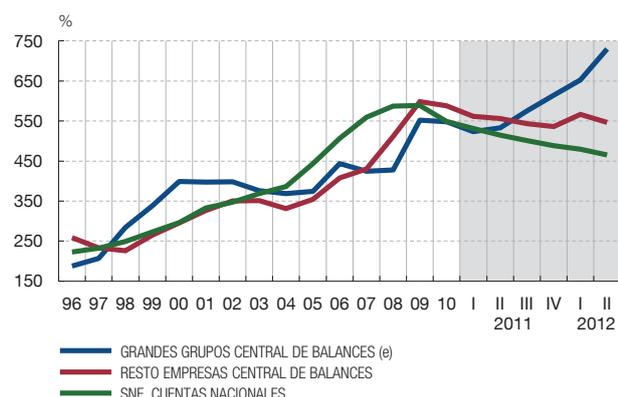
Según los datos más recientes de las Cuentas Financieras, correspondientes al segundo trimestre de 2012, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial se mantuvo en el 0,5 % del PIB (mismo nivel que tres meses antes), en términos acumulados de doce meses. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en un descenso del indicador «brecha de financiación», el cual aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente y el ahorro bruto de las empresas, que pasó del 0,6 % del PIB en marzo a un valor prácticamente nulo en este período.

La reducción de los pasivos de las sociedades, unida al aumento moderado de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2012, hizo que la ratio de endeudamiento del sector continuara disminuyendo lentamente (véase gráfico 25). Como resultado de esta evolución y de la estabilidad del coste medio de la deuda viva, descendió la ratio de carga financiera. En cambio, los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revelan un retroceso de la actividad y de las rentas empresariales en el primer semestre de 2012 en relación con el mismo período del año anterior. Así, el resultado ordinario neto se contrajo un 25,4 %, debido tanto a la evolución negativa de la actividad ordinaria como al comportamiento adverso de los gastos e ingresos financieros. Todo esto implicó un descenso de los niveles de rentabilidad, tanto en relación con el activo neto como con los recursos propios, que se situaron en el 4 % y en el 4,4 %, respectivamente, 0,8 pp y 1,5 pp inferiores a los valores registrados en 2011. Este comportamiento de los excedentes empresariales, unido al moderado incremento de los recursos ajenos con coste y los pagos por intereses, llevó a una elevación de las ratios de deuda y carga financiera sobre resultados para esta muestra de compañías<sup>1</sup>. Como consecuencia de estos desarrollos, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo repuntaron, alcanzando niveles históricamente elevados. Por su parte, los analistas prevén una continuación de las caídas de los beneficios de las empresas cotizadas en el corto plazo, aunque a un ritmo algo más moderado del que anticipaban tres meses antes, mientras que las expectativas correspondientes a horizontes más largos han empeorado algo (véase gráfico 26).

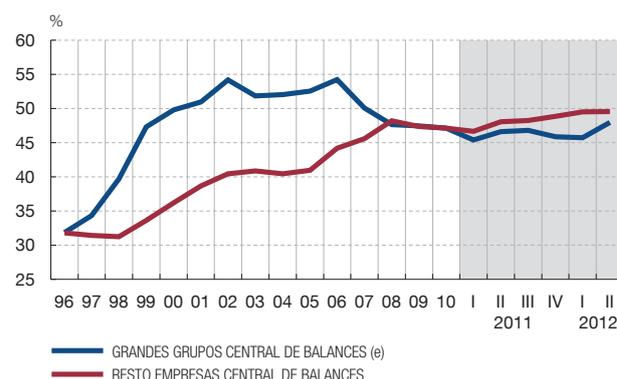
Por último, la ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó aumentando en todas las ramas en el segundo trimestre de 2012. Este incremento fue mayor en la

<sup>1</sup> Esto ha sido compatible con un cierto descenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera en las empresas de esta muestra excluyendo los grandes grupos (Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica), como consecuencia tanto de la reducción de sus pasivos con coste como del aumento de los ingresos financieros, que compensó la caída del resultado económico bruto.

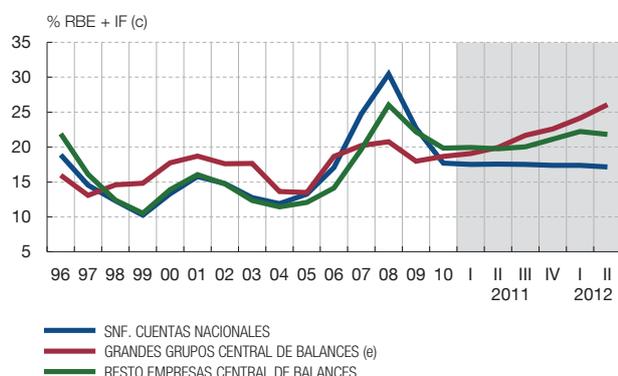
DEUDA (b) / REB + IF (c)



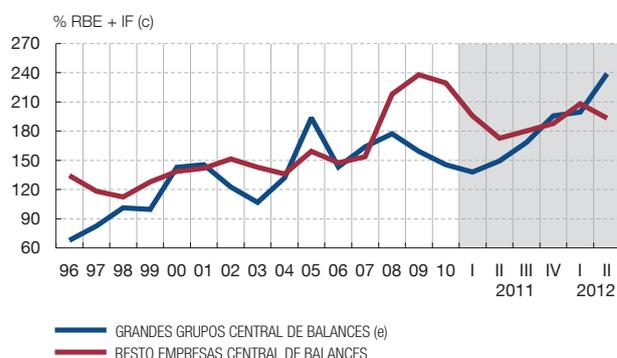
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



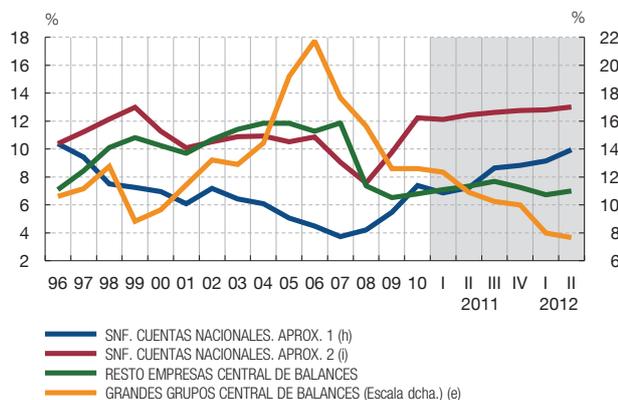
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



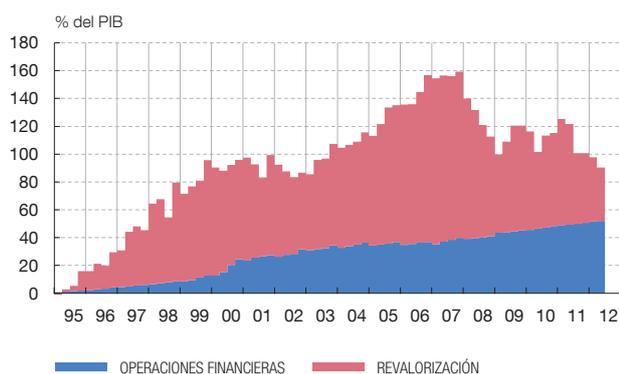
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



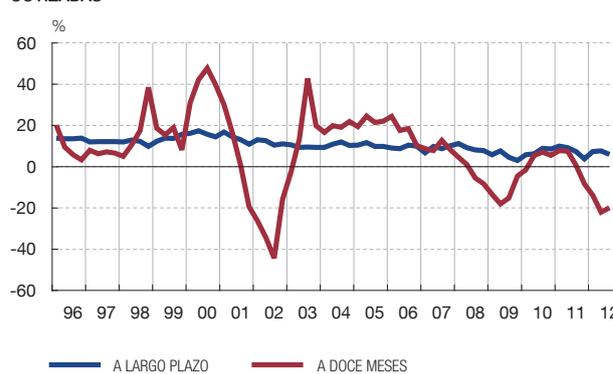
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la Central de Balances pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de las Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j Indicadores estimados a partir de la CBA y de la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

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

construcción y los servicios inmobiliarios (4,4 pp, hasta el 26,5 %) que en el resto de actividades productivas, para las que el ascenso fue más moderado (1,1 pp, hasta el 6,7 %).

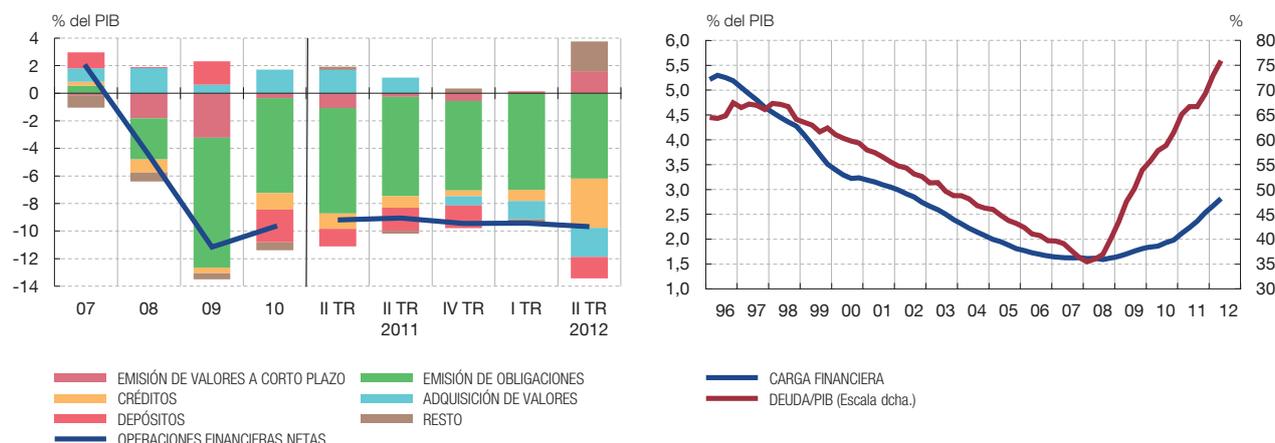
#### 5.4 Las Administraciones Públicas

En el segundo trimestre de 2012, según las Cuentas Financieras, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente (0,3 pp del PIB, en términos acumulados de doce meses), manteniéndose en registros elevados (9,7 % del PIB; véase cuadro 9).

En este período, la principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos fueron los créditos, cuyo flujo supuso el 12 % del PIB trimestral. En términos acumulados de doce meses, estos crecieron 2,8 pp, hasta representar el 3,6 % del PIB (véase gráfico 27). Los recursos obtenidos mediante la emisión de bonos y obligaciones fueron inferiores a los de trimestres anteriores, suponiendo el 1,2 % del PIB del período (6,2 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,8 pp menos que en marzo). Por su parte, el flujo neto de financiación mediante valores a corto plazo fue negativo, por valor del 4,4 % del PIB trimestral (1,6 % del PIB en términos anuales). Por el lado del activo, continuaron reduciéndose las tenencias netas de valores, al tiempo que disminuyó el saldo de los depósitos, que llevó al descenso del saldo en términos acumulados de doce meses, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB.

En conjunto, la tasa de crecimiento de la deuda de las AAPP aumentó 0,7 pp entre junio y agosto, hasta alcanzar el 14,8 %, en términos interanuales. Por instrumentos, continuó el dinamismo de la financiación a largo plazo (creció a una tasa interanual del 14,4 %, 0,3 pp más que en junio). Asimismo, se intensificó el avance de los créditos (42,3 %, frente al 40,9 % de dos meses antes). En cambio, los fondos canalizados a través de títulos con vencimiento a corto plazo siguieron descendiendo en términos interanuales (20,3 %), aunque 1,3 pp menos que en el segundo trimestre. El desglose por tenedores muestra que los hogares y las sociedades y las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito realizaron en julio adquisiciones netas de valores del Estado, mientras que estas últimas y los no residentes llevaron a cabo amortizaciones netas, aunque por unos importes moderados. La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, ha conllevado nuevos aumentos en la ratio de endeudamiento (75,9 % del PIB en junio, 3 pp más que en marzo) y en la carga financiera (2,8 % del PIB, 0,1 pp más que en el trimestre pasado).

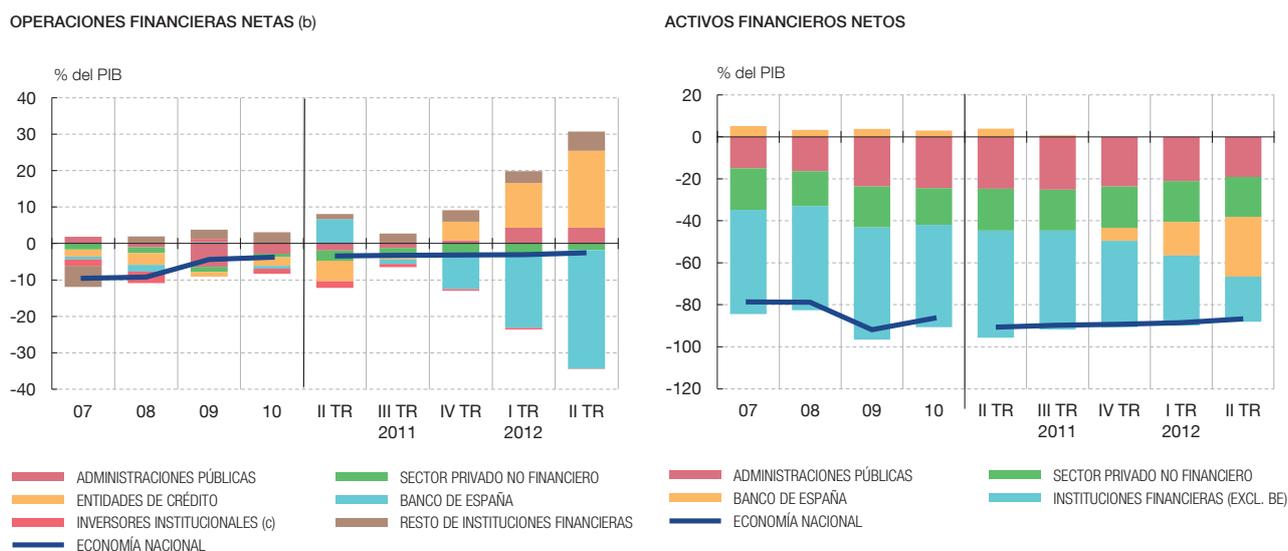
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a) CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a) GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

## 5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2012 continuó la senda descendente de las necesidades de financiación de la economía nacional, situándose en el 2,6% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 0,5 pp menos que en marzo (véase cuadro 9).

Entre abril y junio, los flujos financieros netos captados en el resto del mundo por los sectores residentes distintos del Banco de España volvieron a ser negativos, por lo que el signo

**OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN**  
**Datos acumulados de cuatro trimestres**

CUADRO 11

Porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011	2012	
				IV TR	I TR	II TR
Operaciones financieras netas	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-3,1	-2,6
Operaciones financieras (activos)	1,8	-0,7	-2,6	2,5	2,9	5,1
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,3	-1,4	0,3	0,9	1,7
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,0	0,9	1,2
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-1,2	-0,6	-1,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	0,1	0,3	-0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,6	-1,0	-0,8	-0,6
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,2	0,2	0,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,5	0,2	3,0	0,0	-0,5	0,3
<i>Inversores institucionales</i>	-2,3	0,6	1,0	0,5	0,3	0,3
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,3	1,5	2,6
Operaciones financieras (pasivos)	10,9	3,7	1,2	5,7	5,9	7,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	8,8	14,5	19,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,5	-3,6	-4,6	-6,6
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	2,7	-1,0	-5,2
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	1,9	-0,8	0,2	10,6	21,2	33,7
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,5	-6,6	-11,4	-15,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,2	2,0	-0,8	-4,4	-4,4
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,6	-2,6	-3,6	-5,5
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,7	-2,9	-3,3	-3,3	-5,3
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,6	1,3	2,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,4	2,4	2,6	1,4	2,6
Préstamos	2,9	0,1	1,4	0,8	1,4	1,3
Otros neto (c)	0,2	-1,1	-1,4	-0,8	-0,8	-1,4
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,5	1,4	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	2,0	1,9	2,7

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

de las operaciones financieras netas del Banco de España frente al exterior fue nuevamente deudor (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos muestra que en julio se moderó esta tendencia, registrándose un incremento más reducido de la posición deudora del Banco de España, pauta que habría continuado en agosto y habría revertido en septiembre, de acuerdo con los datos del balance del Banco de España.

El detalle por instrumentos revela, en línea con lo anterior, que en el segundo trimestre de 2012 la mayor parte de la financiación externa se canalizó mediante la posición intrasistema del Banco de España. Los fondos obtenidos por esta vía ascendieron a 134 miles de

millones, lo que, en términos acumulados de doce meses, elevó el porcentaje que estas operaciones representan sobre el PIB hasta el 33,7 %, 12,5 pp más que en marzo (véase cuadro 11). Por el contrario, el flujo de financiación neto captado en los mercados interbancarios (tanto a través de operaciones bilaterales como a través de cámaras de contrapartida central) volvió a ser negativo, por un importe equivalente al 10 % del PIB del trimestre. Asimismo, los no residentes continuaron desinvirtiendo en títulos de renta fija emitidos por las instituciones financieras y las AAPP. En contraposición, la captación de recursos a través de acciones y otras participaciones siguió siendo positiva, por importe equivalente al 1,5 % del PIB (el grueso del cual correspondió a instrumentos emitidos por las sociedades no financieras), aumentando 1,1 pp en términos acumulados de doce meses respecto al valor de marzo. En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España repuntó hasta situarse en el 2,7 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,8 pp más que en el trimestre anterior.

La inversión de los residentes en el exterior aumentó en el segundo trimestre de 2012 hasta alcanzar el 10,6 % del PIB, y también lo hizo en términos acumulados de doce meses hasta el 5,1 % del PIB (2,2 pp más que en marzo). El grueso de este importe se canalizó a través de préstamos. Por su parte, la adquisición neta de valores de renta fija continuó siendo negativa debido a la desinversión tanto de los inversores institucionales como del resto de sectores. Por el contrario, la inversión en acciones y otras participaciones se incrementó ligeramente. En consonancia con ello, se incrementó ligeramente la inversión directa de España en el exterior, pasando a situarse en el 1,6 % del PIB en términos anuales, 0,2 pp más que en marzo.

Como consecuencia de los flujos financieros transfronterizos y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, la posición de inversión internacional neta deudora de la economía española frente al resto del mundo fue del 90,7 % del PIB en junio de 2012, 0,6 pp menos que en marzo. Esta ligera reducción resultó de una disminución de la posición deudora frente a los no residentes del sector financiero (excluido el Banco de España), las AAPP y el sector privado no financiero, en gran parte compensada por el incremento del saldo deudor del Banco de España frente al exterior.

18.10.2012.

## LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2012

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Galán Lucha y César Martín Machuca, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se describen los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2012, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2011 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza su comportamiento por tipos de inversión y por áreas geográficas.

### Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2012: un análisis de datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo disminuyó ligeramente en la primera mitad de 2012, pues las necesidades de financiación de ese período, más reducidas que las de un año antes, se compensaron por el impacto sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de las variaciones en los precios de los distintos instrumentos en los que están materializados y en los tipos de cambio (los denominados *efectos de valoración*)<sup>1</sup> (véase gráfico 1). Lo más destacable del semestre fue la elevada salida de financiación que tuvo lugar y que se compensó a través de un mayor recurso de las entidades de crédito al Eurosistema. Esto se tradujo en una disminución de la posición deudora frente al exterior de todos los sectores, salvo el Banco de España, cuyos pasivos netos exteriores aumentaron significativamente.

A finales de junio de 2012, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 960 mm de euros, el 91 % del PIB, alrededor de 1 punto porcentual (pp) por debajo de su valor al cierre de 2011 (véase cuadro 1). Desde finales de 2011, el valor de los activos aumentó su peso en el PIB cerca de 6 pp, hasta el 136 %, mientras que el de los pasivos se incrementó casi 5 pp, hasta el 227 % del PIB. La deuda externa —que recoge la parte de estos pasivos que es exigible— aumentó 4 pp, hasta, aproximadamente, el 170 % del PIB (véase gráfico 2).

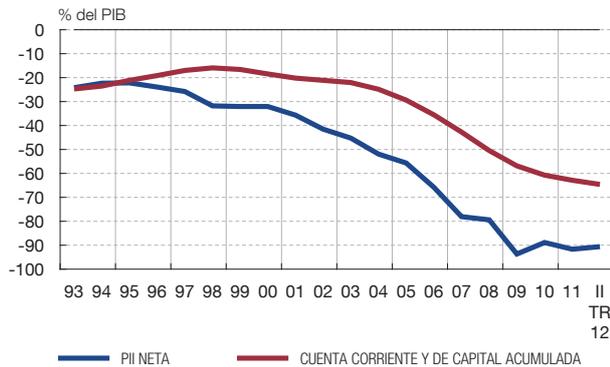
El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros relacionadas con la crisis de deuda soberana en la zona del euro se manifestó en cuantiosas salidas netas de fondos de la economía española durante la primera mitad de 2012. En este período, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública española y el diferencial frente a la deuda soberana alemana aumentaron sensiblemente en comparación con los niveles alcanzados a finales de 2011, y la bolsa española acumuló pérdidas significativas que contrastan con las ganancias o estabilidad de las principales plazas bursátiles (véase cuadro 2). Por otro lado, el tipo de cambio del euro se depreció frente a la libra y al dólar. En este entorno de inestabilidad y de mayor aversión al riesgo, las condiciones de financiación continuaron siendo muy restrictivas. Las grandes dificultades de la banca para acceder a la financiación en los mercados mayoristas se reflejaron en el mayor recurso de las entidades

<sup>1</sup> De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los activos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos (lo que se denomina «efecto de valoración»). Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados «otros ajustes», que afectan ocasionalmente a la PII.

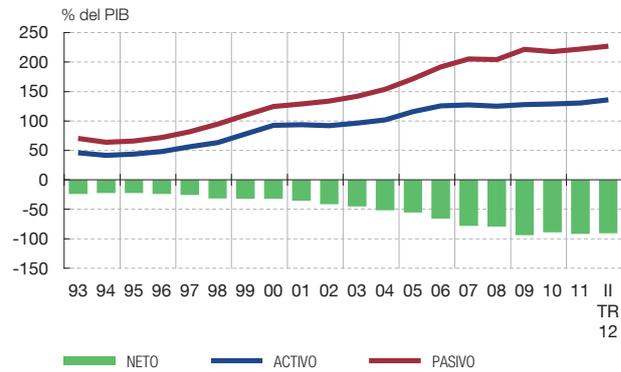
EVOLUCIÓN DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS  
PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

GRÁFICO 1

PII NETA Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ACUMULADA (a)



EVOLUCIÓN DE LA PII



FUENTE: Banco de España.

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

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros

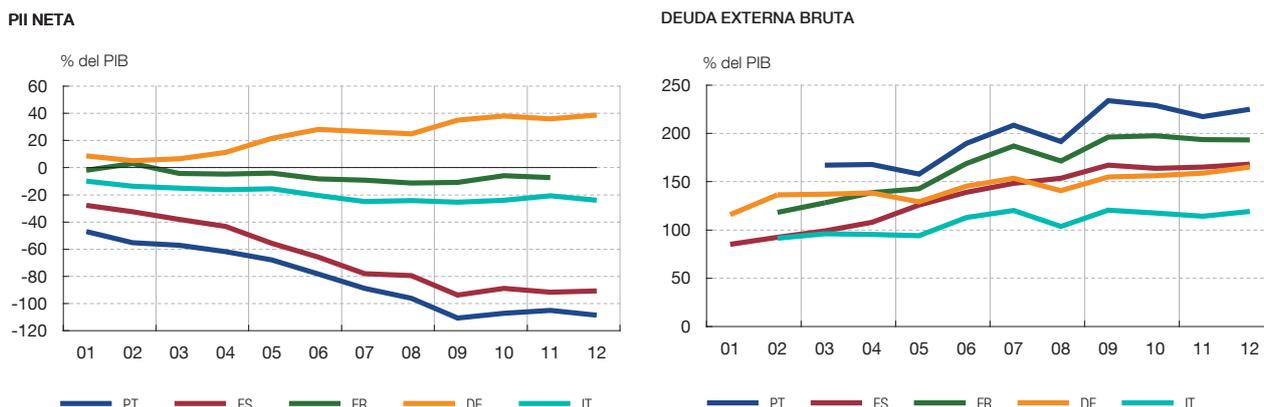
			2011				Porcentaje del PIB	
	2009	2010	2011		2012		2011	2012
			III TR	IV TR	I TR	II TR	IV TR	II TR
Posición de Inversión Internacional Neta (A – P)	-982,2	-932,8	-978,4	-975,3	-970,5	-960,3	-91,7	-90,7
Excluido el Banco de España	-1.026,3	-963,1	-973,2	-894,4	-785,7	-645,5	-84,1	-60,9
Inversiones directas	-4,5	17,5	10,2	15,1	14,2	8,4	1,4	0,8
Inversiones de cartera	-693,7	-637,0	-622,3	-599,4	-543,0	-462,5	-56,4	-43,7
Otras inversiones (a)	-327,1	-346,3	-368,7	-315,9	-259,8	-196,0	-29,7	-18,5
Derivados financieros	-1,0	2,7	7,6	5,9	2,9	4,6	0,6	0,4
Banco de España	44,1	30,3	-5,2	-81,0	-184,8	-314,9	-7,6	-29,7

FUENTE: Banco de España.

a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

españolas al Eurosistema, que aumentó notablemente en el conjunto del semestre. En este entorno financiero, las autoridades españolas decidieron solicitar en junio asistencia financiera a las instituciones europeas con el propósito de recapitalizar las entidades de crédito más débiles.

Las tensiones de los mercados financieros internacionales se relajaron parcialmente desde finales de julio, sobre todo a raíz de la iniciativa del Eurosistema para intervenir en los mercados de deuda soberana de los países que se acojan a un programa de ayuda financiera acordado con las autoridades europeas. En las últimas semanas se ha observado una cierta revalorización de las principales plazas bursátiles y una reducción de los diferenciales de deuda soberana de los países sometidos a tensiones financieras desde los máximos alcanzados en julio, así como una cierta reapertura de los mercados de emisión de valores.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, OCDE, Banco de Pagos Internacionales y fuentes nacionales.

- a En los datos relativos a la Posición de Inversión Internacional se presenta el último dato disponible, que corresponde al cuarto trimestre de 2011 para Francia, al primer trimestre de 2012 para Italia y Alemania, y al segundo trimestre de 2012 para España y Portugal. En cuanto a los datos de deuda externa, el dato del año 2012 se corresponde con el primer trimestre de 2012.
- b Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS  
Precios, tipos de interés y tipos de cambio

CUADRO 2

	Índices bursátiles (a)			Tipo de cambio (b)		Tipo de interés a largo plazo (c)			
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	Dólar	Libra	Alemania	España	EEUU	Reino Unido
2009	29,8	21,1	23,5	3,5	-6,8	3,1	3,8	3,6	3,9
2010	-17,4	-5,8	12,8	-7,2	-3,1	2,9	5,4	3,3	3,5
2011	-13,1	-17,1	0,0	-3,2	-3,0	1,9	5,5	2,0	2,1
III TR 2011	-17,5	-23,5	-14,3	-6,6	-4,0	1,8	5,2	2,0	2,4
IV TR 2011	0,2	6,3	11,2	-4,2	-3,6	1,9	5,5	2,0	2,1
I TR 2012	-6,5	6,9	12,0	3,2	-0,2	1,8	5,2	2,2	2,3
II TR 2012	-11,3	-8,6	-3,3	-5,7	-3,2	1,3	6,6	1,6	1,7
I semestre 2012	-21,3	0,4	9,7	-5,1	-6,1	1,3	6,6	1,6	1,7

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

La reducción de la PII deudora neta de España en la primera mitad de 2012 reflejó el impacto ya mencionado de los efectos de valoración, que ascendió a 31 mm, que compensó las necesidades de financiación acumuladas durante dicho período (15 mm de euros) (véase cuadro 3). En el período analizado, los cambios en los precios de los instrumentos financieros propiciaron una reducción mucho más acusada del valor del *stock* de los pasivos que la correspondiente al de los activos. El retroceso de las cotizaciones bursátiles en España y del precio de los valores de renta fija supuso un descenso del valor del *stock* de las tenencias de títulos españoles en manos de no residentes. Aunque en menor medida, el valor de las tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles

mm de euros

	Neto (a)				Activo				Pasivo			
	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2009	-119,1	-52,0	-67,1	7,8	-17,6	18,6	-36,2	-2,7	101,5	70,6	30,9	1,4
2010	49,4	-43,2	92,6	-9,4	7,8	-31,8	39,6	3,0	-41,6	11,4	-53,0	-2,3
2011	-42,5	-35,8	-6,8	0,7	37,4	34,1	3,2	0,2	79,9	69,9	10,0	0,4
III TR 2011	3,7	-8,3	11,9	-1,2	36,0	-0,6	36,6	2,8	32,4	7,7	24,7	1,1
IV TR 2011	3,1	-10,2	13,3	-1,4	27,0	15,3	11,6	0,9	23,9	25,6	-1,7	-0,1
I TR 2012	4,8	-10,7	15,5	-1,6	19,0	22,8	-3,8	-0,3	14,2	33,5	-19,3	-0,8
II TR 2012	10,1	-5,8	15,9	-1,6	37,0	38,1	-1,2	-0,1	26,8	43,9	-17,1	-0,7
I semestre 2012	15,0	-16,4	31,4	-3,2	56,0	61,0	-5,0	-0,4	41,0	77,4	-36,4	-1,5

FUENTE: Banco de España.

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

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

también se redujo, a pesar del efecto positivo de la depreciación del euro<sup>2</sup>. Por lo que se refiere a la comparación internacional, solo hay datos disponibles del segundo trimestre para un número reducido de países (véase gráfico 2). Con todo, según los datos hasta el primer trimestre de 2012, se aprecia una cierta interrupción del proceso de corrección de las posiciones acreedoras y deudoras en las principales economías avanzadas.

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

En el primer semestre de 2012, la posición deudora frente al resto del mundo de todos los sectores institucionales disminuyó, con la excepción del Banco de España (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Dicha reducción fue más acusada en el caso de las instituciones financieras monetarias (IFM), cuya posición deudora descendió cerca de 16 pp del PIB, hasta el 21 %. Los saldos deudores de los otros sectores residentes (OSR)<sup>3</sup> y de las AAPP se corrigieron en alrededor de 3 pp y 4 pp del PIB, hasta el 21 % y el 19 % del PIB, respectivamente. Esta evolución se explica principalmente por la disminución de los pasivos exteriores, mientras que los activos exteriores no experimentaron variaciones significativas, con la excepción de los correspondientes a las IFM, que se incrementaron en 5 pp del PIB. En sentido contrario, el saldo deudor neto frente al resto del mundo de la autoridad monetaria se amplió en 22 pp del PIB, hasta situarse cerca del 30 %.

La corrección del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica por las salidas netas de financiación (178 mm de euros), ya que el impacto de los efectos de valoración fue muy reducido (10 mm). Las salidas de fondos se materializaron mayoritariamente a través de la otra inversión, pues se redujo la renovación de depósitos a corto plazo y

2 En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. Este es el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 45 % del activo y el 13 % del pasivo estaba denominado en moneda extranjera en junio de 2012), por lo que la depreciación del euro genera un efecto de valoración positivo.

3 Este sector institucional incluye a los hogares, las sociedades no financieras, las instituciones financieras no monetarias y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**  
Desglose por sectores

CUADRO 4

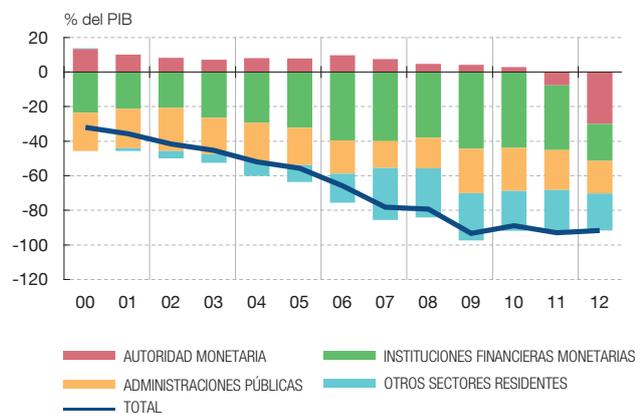
	Autoridad monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
<b>VALOR DEL STOCK (mm de euros)</b>												
Media 2006-2008	75,2	88,2	13,0	-407,5	461,5	869,0	-181,7	34,5	216,2	-264,0	729,1	993,1
2009	44,1	85,6	41,5	-469,5	500,6	970,0	-270,2	29,7	299,9	-286,6	725,6	1.012,2
2010	30,3	81,7	51,4	-460,0	470,3	930,4	-261,4	28,0	289,4	-241,7	769,2	1.010,9
2011	-81,0	94,5	175,5	-392,1	525,8	917,9	-241,7	33,9	275,6	-260,6	732,4	992,9
I TR 2012	-184,8	91,7	276,5	-307,4	546,6	854,0	-222,2	34,5	256,7	-256,0	732,8	988,8
II TR 2012	-314,9	93,8	408,7	-223,9	578,9	802,8	-197,2	40,4	237,6	-224,4	729,4	953,8
<b>PORCENTAJE DEL PIB (%)</b>												
Media 2006-2008	7,2	8,5	1,2	-39,1	44,3	83,4	-17,4	3,3	20,7	-25,3	70,0	95,3
2009	4,2	8,2	4,0	-44,8	47,8	92,6	-25,8	2,8	28,6	-27,3	69,2	96,6
2010	2,9	7,8	4,9	-43,9	44,8	88,7	-24,9	2,7	27,6	-23,0	73,3	96,4
2011	-7,6	8,9	16,5	-36,9	49,4	86,3	-22,7	3,2	25,9	-24,5	68,9	93,4
I TR 2012	-17,4	8,6	26,0	-28,9	51,4	80,4	-20,9	3,2	24,2	-24,1	69,0	93,1
II TR 2012	-29,7	8,9	38,6	-21,1	54,6	75,8	-18,6	3,8	22,4	-21,2	68,9	90,0

FUENTE: Banco de España.

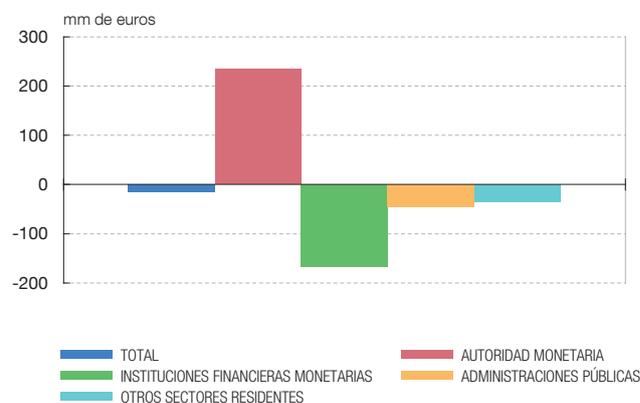
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES**

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2012



VARIACION 2011-II TR 2012



FUENTE: Banco de España.

repos de los no residentes en las entidades españolas, y, en segundo término, a través de la inversión de cartera, como resultado de la reducción de las tenencias de inversores extranjeros de bonos y obligaciones emitidos por las IFM residentes.

La disminución de la posición deudora de los OSR reflejó tanto las operaciones realizadas durante el período, que generaron salidas netas de financiación (13 mm de euros), como, en mayor medida, el impacto favorable de los efectos de valoración (23 mm de euros). Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las salidas netas de fondos se exten-

dieron a todos los instrumentos, con la excepción de la inversión directa. En el caso de la inversión de cartera, dichas salidas fueron el resultado, principalmente, de las ventas por parte de no residentes de bonos y obligaciones emitidos por los OSR. Las salidas acumuladas por la otra inversión fueron de menor cuantía y se explican, sobre todo, por inversiones a corto plazo en el exterior, en parte debido al incremento de los depósitos en el exterior de familias y sociedades no financieras. Por su parte, los efectos de valoración positivos se concentraron en la inversión de cartera, en renta tanto variable como fija. En este contexto, la disminución de la posición deudora neta de los OSR fue especialmente relevante en el caso de la inversión de cartera (en cerca de 4 pp del PIB). El saldo frente al resto del mundo de la otra inversión mejoró en 0,5 pp del PIB, mientras que la posición deudora en inversión directa aumentó en 0,9 pp del PIB.

El descenso de la posición deudora de las AAPP frente al exterior se explicó por el impacto del efecto de valoración (15 mm de euros) y por las salidas netas de fondos (29 mm de euros), que se materializaron básicamente en forma de inversión de cartera, a través de las ventas por parte de los no residentes de títulos de renta fija<sup>4</sup>.

Finalmente, el sustancial incremento de la posición neta deudora del Banco de España frente al resto del mundo reflejó la ampliación del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema (de 22 pp en los seis meses analizados, hasta el 38 % del PIB). En cuanto al resto de rúbricas, los saldos acreedores en otros activos netos y en reservas experimentaron variaciones de signo contrario que se compensaron entre sí (de 0,5 pp en ambos casos), hasta el 4,5 % y el 3,9 % del PIB, respectivamente.

#### La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión

Por instrumentos, la disminución de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, fue consecuencia de la reducción de los saldos deudores de la inversión de cartera y de la otra inversión, mientras que los saldos acreedores de la inversión directa y de los derivados financieros descendieron ligeramente (véanse cuadro 5 y gráfico 4).

Al final del primer semestre de 2012, la posición acreedora neta en inversión exterior directa (IED)<sup>5</sup> se redujo en 0,6 pp del PIB con respecto a su nivel en 2011, hasta situarse en el 0,8 %. Este descenso refleja tanto la disminución del valor del *stock* de la inversión de España en el exterior en términos del PIB (de 0,2 pp), hasta aproximadamente el 47 % del PIB, como el incremento de la inversión del exterior en España (0,4 pp del PIB, hasta cerca del 46 %) (véase gráfico 5). En cuanto al destino de las inversiones españolas, la UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 53 % de los activos totales de IED, con el 32 % en la zona del euro y el 15 % en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la UE, con un 28 % de la IED total. Por lo que se refiere a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (un 77 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67 %).

Como se ha comentado, una parte significativa de la disminución de la posición deudora neta de la economía española correspondió a la inversión de cartera, cuyo saldo deudor

4 El porcentaje de deuda pública no segregada a vencimiento en manos de no residentes se redujo cerca de 4 pp en el primer semestre de 2012, hasta alcanzar el 31 % del total a finales de junio.

5 Cabe recordar que el procedimiento empleado para estimar el *stock* de la IED incorpora, para las participaciones en el capital de los OSR, los datos del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Economía y Competitividad cuando están disponibles; en esta ocasión, hasta 2010. Los datos posteriores, es decir, 2011 y 2012, se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.

**ACTIVOS Y PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO**  
Desglose por instrumentos (a)

CUADRO 5

% sobre el total

	Inversión exterior directa		Inversión de cartera		Otra inversión		Derivados financieros	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Media 2006-2008	31,2	18,8	34,2	48,4	29,6	29,3	5,0	3,5
2009	34,6	19,2	29,8	46,8	29,4	30,5	6,2	3,4
2010	38,4	21,1	24,6	42,6	29,4	32,2	7,5	4,1
2011	38,5	22,1	19,9	39,2	30,8	32,6	10,9	6,1
I TR 2012	37,7	22,9	20,5	38,7	31,6	32,2	10,1	6,2
II TR 2012	36,6	24,3	18,9	36,0	33,1	32,2	11,4	7,5

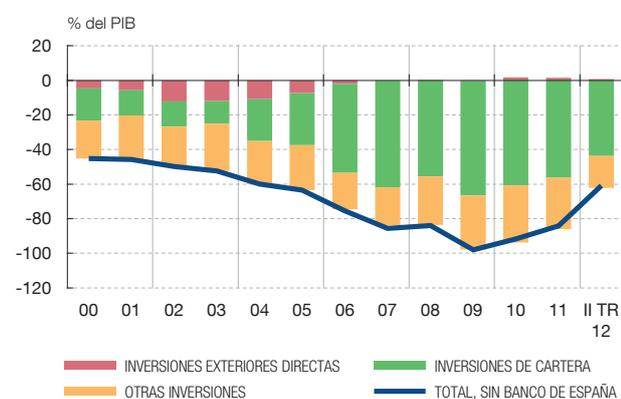
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

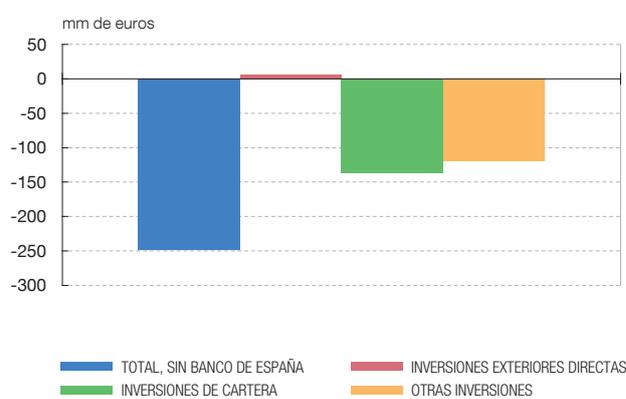
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)**

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2012



VARIACIÓN 2011-II TR 2012



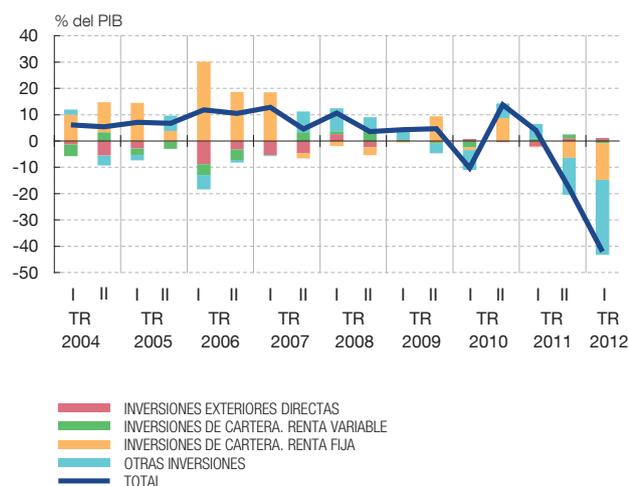
FUENTE: Banco de España.

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

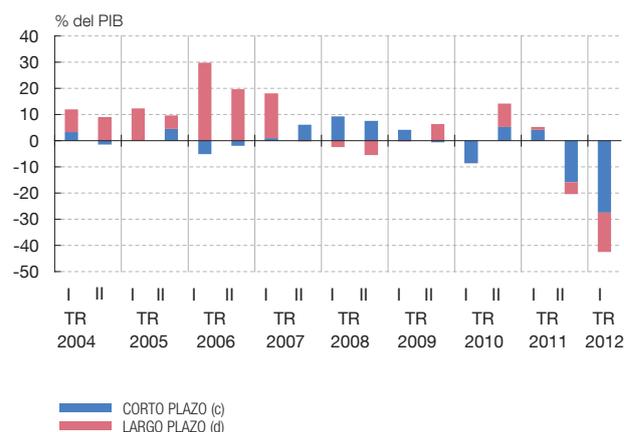
se redujo en 12,7 pp del PIB, hasta el 44 %. Este descenso reflejó el menor valor de los pasivos (de cerca de 13 pp del PIB, hasta aproximarse al 68 %), al que contribuyeron tanto los flujos financieros como los efectos de valoración, mientras que los activos se mantuvieron bastante estables, en torno al 24 %.

Cuando se analiza la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 82 % del total), especialmente de la UEM (72 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos

DETALLE POR INSTRUMENTOS (b)



INVERSIÓN DE CARTERA EN RENTA FIJA Y EN OTRA INVERSIÓN SEGÚN PLAZO



FUENTE: Banco de España.

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

españoles, la PII solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España<sup>6</sup>. Los últimos datos disponibles —aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2010— muestran el predominio de las inversiones procedentes de la UEM, especialmente de Francia y de Alemania como inversores finales (casi un 45 % de la inversión de cartera procedente del exterior), aunque también destaca el peso relativo del Reino Unido y de Estados Unidos (en torno a un 6 % y un 9 % de los pasivos, respectivamente).

Por su parte, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión se redujo en 11,2 pp, hasta el 18,5 % del PIB. El valor del *stock* de los activos creció cerca de 5 pp, hasta el 42 % del PIB, mientras que el de los pasivos cayó algo menos de 7 pp, aproximándose al 61 % del PIB. En el período analizado, las salidas netas de fondos por este concepto se produjeron como consecuencia de la disminución de depósitos y *repos* constituidos por los no residentes en las IFM españolas y, en menor medida, del aumento por parte de estas últimas de sus depósitos y préstamos en el extranjero. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 80 % de los activos y el 95 % de los pasivos), en particular en la zona del euro (del 49 % en los activos y del 70 % en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos financieros exteriores en forma de otra inversión (un 30 % del activo y un 18 % del pasivo). Finalmente, el saldo acreedor en derivados financieros apenas registró variaciones.

10.10.2012.

6 Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI: <http://cpis.imf.org/>.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2012). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2011*.  
— (2012). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, abril.  
— (2012). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.  
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2012). *Quarterly Report*, septiembre.  
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.  
MACÍAS, A., y Á. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.



## DISPERSIÓN SALARIAL EN ESPAÑA: RESULTADOS A PARTIR DE DATOS DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo 1225 y ha sido elaborado por Stéphane Bonhomme, del CEMFI, y Laura Hospido, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La escasa disponibilidad de datos estadísticos adecuados para caracterizar la estructura salarial y su evolución temporal en las décadas recientes ha dificultado tradicionalmente la realización de estudios sobre la dispersión salarial en España. La mayor parte de la evidencia empírica sobre esta cuestión se ha obtenido a partir de información estadística que está disponible cada cuatro años (la Encuesta de Estructura Salarial, del INE, que se inicia en 1995) o que, siendo de frecuencia anual, cubre de manera suficientemente homogénea períodos cortos de tiempo (la Encuesta de Presupuestos Familiares, del INE, o el Panel de Hogares de la Comunidad Europea)<sup>1</sup>. Por ello, la mayoría de los estudios más destacados en la literatura sobre este tema se refieren a Estados Unidos, donde se ha observado un elevado crecimiento de la dispersión salarial, asociado a un incremento de la remuneración de los trabajadores con mayor nivel educativo, que, a su vez, se origina en los avances tecnológicos que han aumentado la demanda relativa de trabajadores más cualificados<sup>2</sup>.

Afortunadamente, desde 2007, la Secretaría de Estado de Seguridad Social pone a disposición de los investigadores datos procedentes de sus registros administrativos, mediante la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL). La riqueza de esta base de datos ha permitido realizar numerosos estudios sobre diversos aspectos del mercado de trabajo español, entre ellos, algunos dirigidos a completar la evidencia disponible sobre las tendencias de largo plazo de la dispersión salarial, así como a sus fluctuaciones cíclicas, desde mediados de los años ochenta.

En este artículo se resumen los resultados principales de un trabajo reciente<sup>3</sup>, que utiliza los datos de la MCVL para documentar la evolución de la dispersión salarial en España durante el período 1988-2010 y encuentra que, entre los hombres, disminuyó durante la expansión y aumentó tanto en la crisis de principios de los años noventa como durante la actual recesión, mientras que, entre las mujeres, tras un notable incremento en la década de los noventa, la evolución ha sido más estable (véase gráfico 1). A continuación se presentan las principales características de los datos y los métodos estadísticos utilizados, se detallan los principales resultados y se identifican los principales factores que los explican.

### Los datos

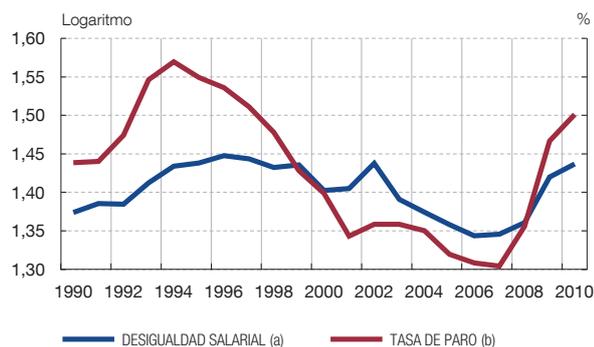
La MCVL se construye a partir de los datos de los registros administrativos de la Seguridad Social, extrayendo de dichos registros una muestra representativa de la población que mantiene algún tipo de relación con tal institución, bien por estar empleada y cotizando, bien por estar desempleada o jubilada y recibiendo prestaciones sociales. Hasta la fecha se dispone de extracciones para los años comprendidos entre 2004 y 2011, ambos inclusive. Dado su diseño longitudinal, se puede acceder a información sobre el historial laboral completo de todos los individuos presentes en la muestra, con información retrospectiva de la situación laboral hasta 1967, y con información salarial a partir de

<sup>1</sup> Algunos de los estudios que utilizan estos datos son Hidalgo (2008), Simón (2009), Pijoan-Mas y Sánchez-Marcos (2010), Carrasco *et al.* (2011) e Izquierdo y Lacuesta (2012).

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Bound y Johnson (1992), Katz y Murphy (1992), Levy y Murnane (1992), Acemoglu (2002) y Autor *et al.* (2008).

<sup>3</sup> Bonhomme y Hospido (2012).

## VARONES



## MUJERES



FUENTES: Muestra Continua de Vidas Laborales y Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

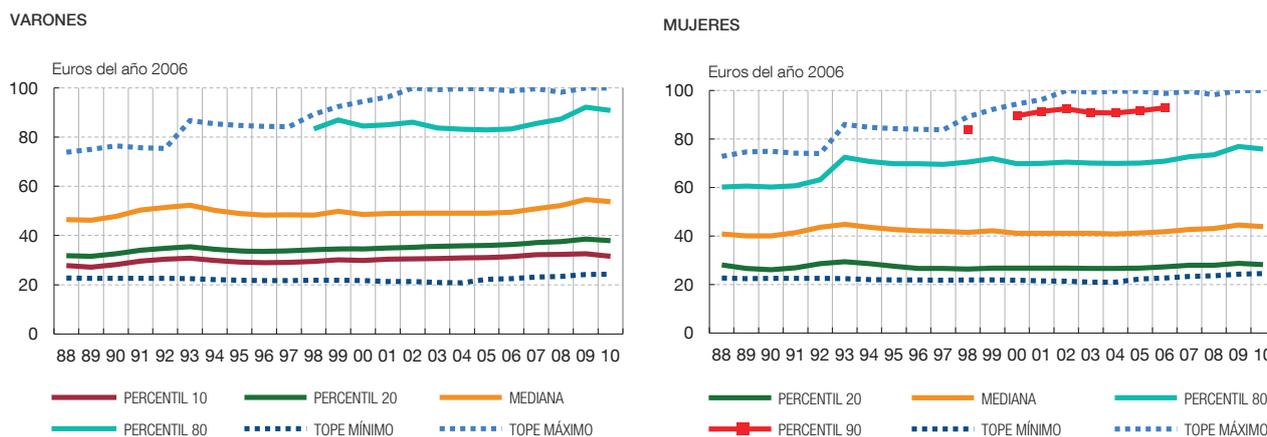
- a El eje de la izquierda se refiere a la dispersión salarial medida como el logaritmo del ratio de percentiles 90 y 10 de los salarios diarios en términos reales por sexos.  
 b El eje de la derecha corresponde a la tasa de paro.

1980<sup>4</sup>. El tamaño de cada muestra es del 4 % de la población registrada, es decir, alrededor de 1,1 millones de individuos para cada año. Para la elaboración de los resultados que se presentan a continuación, se utiliza una submuestra aleatoria del conjunto de individuos presentes en la MCVL entre 2005 y 2010, seleccionándose a los de edad de 25 a 54 años y afiliados al régimen general de la Seguridad Social (se excluye, por tanto, a los trabajadores autónomos). Así, se construye un panel de 93.132 individuos (52.878 hombres y 40.254 mujeres) con más de 12 millones de observaciones mensuales para el período 1988-2010.

La información salarial registrada en la MCVL se refiere a la base de cotización por contingencias comunes y, por tanto, está sometida a los topes establecidos por las bases mínimas y máximas de cotización, que varían entre ocupaciones y a lo largo del tiempo. Resulta, por tanto, necesario realizar una serie de cálculos previos que permitan obtener una aproximación del salario. Dado que en la muestra no se dispone de información sobre horas trabajadas, se computa el salario diario, en términos reales (euros de 2006). En el gráfico 2, que muestra varios percentiles de la distribución de tales salarios, se puede observar que durante el período 1988-2010 la mediana de los salarios reales aumentó un 15,5 % (de 46,5 euros a 54 euros) en el caso de los hombres, mientras que en el caso de las mujeres dicho incremento fue del 7,6 %. También se puede observar que hay una proporción importante de salarios reales que están topados (casi el 20 % en el caso de los hombres, y alrededor del 10 % en el caso de las mujeres). Este hecho complica el análisis de la dispersión salarial y hace necesario recurrir a métodos econométricos para resolver el problema que supone carecer de información para los salarios que se sitúan por encima de los mencionados topes<sup>5</sup>. Una vez aplicados estos procedimientos, en el trabajo que aquí se resume se muestra que los percentiles estimados son muy parecidos a los obtenidos con los datos de rentas salariales procedentes de registros fiscales, que no están sujetos a los topes que afectan a la MCVL. Asimismo para los datos que no están afectados por los topes, los salarios de la MCVL, tanto en niveles como en tasas de crecimiento,

4 A estas olas de la MCVL se les ha añadido información procedente de registros fiscales, disponibles entre 2004 y 2010, lo que permite realizar contrastes de fiabilidad de los datos salariales.

5 Ello se hace con dos métodos, uno basado en un modelo lineal cuantílico [Koenker y Bassett (1978) y Chamberlain (1991)], y un segundo que se basa en regresiones Tobit por celdas. Para más detalles, véase el apéndice C en Bonhomme y Hospido (2012).



FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

COMPARACIÓN DE INFORMACIÓN SALARIAL PROCEDENTE DE LA SEGURIDAD SOCIAL Y REGISTROS FISCALES

CUADRO 1

Grupos	Correlaciones muestrales (a)	
	Niveles	Tasas de crecimiento
Ingenieros, universitarios	0,77	0,81
Técnicos	0,90	0,80
Directores administrativos	0,90	0,81
Asistentes	0,93	0,84
Trabajadores administrativos	0,93	0,86
Trabajadores manuales	0,94	0,85

FUENTES: Muestra Continua de Vidas Laborales y registros fiscales.

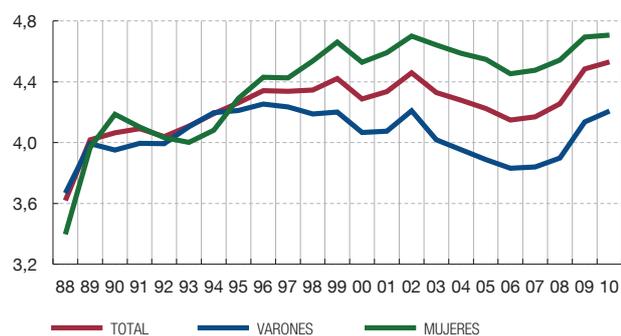
a Los datos procedentes de la MCVL de la Seguridad Social corresponden a observaciones no topadas.

resultan altamente correlacionados con la información fiscal (véase cuadro 1), lo que refuerza la confianza en la calidad de esta base de datos.

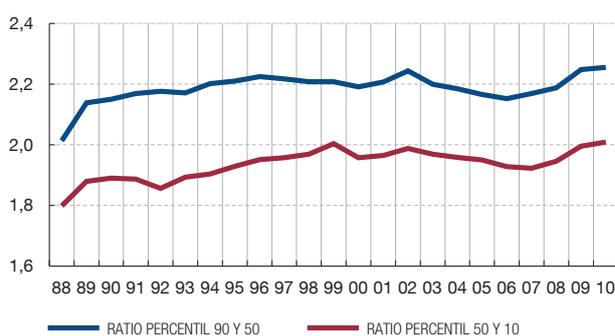
**Principales resultados y su interpretación**

Para medir la dispersión salarial es habitual recurrir a un indicador construido a partir de la ratios entre los percentiles 90 y 10 de la distribución salarial. También se suelen utilizar las ratios entre los percentiles 90 y 50 (la mediana), y entre los percentiles 50 y 10, que permiten observar el grado de desigualdad en la parte alta y baja de la distribución, respectivamente. Para el caso español, estos indicadores muestran un aumento de la desigualdad entre 1988 y 1996, una disminución entre 1997 y 2006, y un rápido aumento durante la crisis actual (véanse gráfico 3 y cuadro 2), lo que sugiere que su evolución está muy relacionada con el ciclo económico. Esta relación no había podido ser previamente documentada por estudios anteriores. No obstante, mientras que el aumento registrado en el período 1988-1996 se produjo fundamentalmente en la parte alta de la distribución, la disminución que se inicia a partir de entonces se dio en ambas partes de la distribución. También cabe resaltar que las fluctuaciones durante este período, que son más amplias entre los hombres, son de una magnitud considerable, incluso comparables a las registradas en Estados Unidos, donde, durante el período 1973-1989, la ratio entre los percentiles 90 y 10 de la distribución de salarios aumentó un 18 %, a un ritmo del 1 % anual, una magnitud similar a la disminución observada en España entre 1997 y 2006.

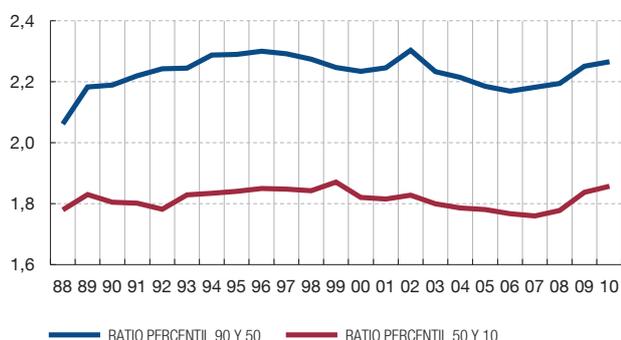
RATIO PERCENTILES 90 Y 10 DE DISTRIBUCIÓN SALARIAL



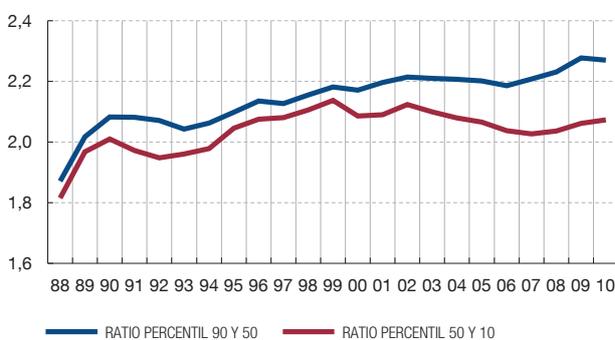
DISPERSIÓN EN PARTE ALTA Y BAJA DE DISTRIBUCIÓN SALARIAL. TOTAL



DISPERSIÓN EN PARTE ALTA Y BAJA DE DISTRIBUCIÓN SALARIAL. VARONES



DISPERSIÓN EN PARTE ALTA Y BAJA DE DISTRIBUCIÓN SALARIAL. MUJERES



FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

A priori, no cabe esperar que el comportamiento cíclico de la dispersión salarial tenga unas pautas determinadas. Dado que sus cambios son el resultado tanto de las variaciones en los salarios relativos de los trabajadores que continúan empleados como de variaciones en la composición de la fuerza laboral, el impacto de, por ejemplo, una recesión depende de qué tipos de salarios y de empleos se vean más afectados. Así, si son los trabajadores de menores salarios los que pierden su empleo en mayor proporción, la distribución tendería a estar más comprimida y, por tanto, la dispersión salarial sería menor. Sin embargo, lo que ha ocurrido en España durante la actual crisis es que la destrucción de empleo ha afectado sobre todo a la parte media de la distribución, y no tanto a su extremo más bajo, del mismo modo que, durante la expansión previa, el mayor crecimiento del empleo también se produjo en este tramo (véase gráfico 4).

Para el análisis de la evolución reciente resulta, pues, imprescindible prestar atención tanto al comportamiento de los salarios relativos entre distintos grupos de trabajadores como a los cambios en la composición del empleo (véanse gráficos 5 y 6). Por lo que respecta a los salarios relativos, lo más destacable es que la prima salarial al trabajo cualificado, tras aumentar durante el período 1988-1997, se ha mantenido relativamente constante desde entonces, mientras que entre 1997 y 2006 las primas salariales a la educación y a la experiencia (medida esta como el cociente entre los salarios medianos de los trabajadores varones de más de 35 años y de menos de dicha edad) disminuyeron. Es este también el período en el que se observa un crecimiento más rápido de los salarios en el sector de la construcción en relación con los del resto de sectores. En cuanto a los

A. PERCENTILES	1988	1997	2007	2010	Tasa de variación (%)		
					1988-1996	1997-2006	2007-2010
<b>Total</b>							
Percentil 10	25,5	24,2	25,5	25,0	-5,0	2,7	-1,7
Mediana	45,8	47,3	49,0	50,3	3,1	1,2	2,7
Percentil 90	92,3	104,9	106,2	113,4	14,0	-1,7	6,8
<b>Varones</b>							
Percentil 10	26,8	27,2	30,1	29,8	1,2	7,3	-1,0
Mediana	47,6	50,3	53,0	55,3	5,2	2,6	4,5
Percentil 90	98,2	115,4	115,6	125,4	17,4	-2,9	8,5
<b>Mujeres</b>							
Percentil 10	22,6	20,1	21,3	21,3	-10,7	3,4	0,2
Mediana	41,0	41,8	43,2	44,2	2,0	1,2	2,5
Percentil 90	76,8	88,9	95,3	100,5	16,4	4,0	5,4
<b>B. RATIOS DE DISPERSIÓN</b>					Tasa de variación (%)		
	1988	1997	2007	2010	1988-1996	1997-2006	2007-2010
<b>Total</b>							
Ratio percentiles 90 y 10	3,6	4,3	4,2	4,5	20,0	-4,4	8,7
Ratio percentiles 90 y 50	2,0	2,2	2,2	2,3	10,5	-2,9	4,0
Ratio percentiles 50 y 10	1,8	2,0	1,9	2,0	8,5	-1,5	4,5
<b>Varones</b>							
Ratio percentiles 90 y 10	3,7	4,2	3,8	4,2	16,0	-9,5	9,6
Ratio percentiles 90 y 50	2,1	2,3	2,2	2,3	11,6	-5,4	3,8
Ratio percentiles 50 y 10	1,8	1,9	1,8	1,9	3,9	-4,4	5,5
<b>Mujeres</b>							
Ratio percentiles 90 y 10	3,4	4,4	4,5	4,7	30,4	0,6	5,2
Ratio percentiles 90 y 50	1,9	2,1	2,2	2,3	14,1	2,8	2,8
Ratio percentiles 50 y 10	1,8	2,1	2,0	2,1	14,3	-2,1	2,3

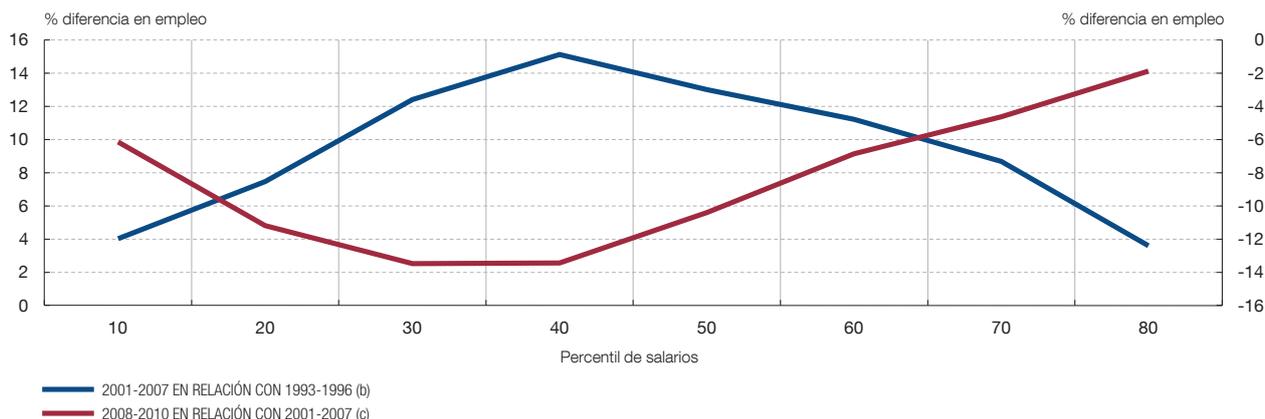
FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

a Los percentiles y ratios de dispersión se calculan a partir de los salarios diarios en términos reales (euros del año 2006).

cambios en la composición del empleo, destacan el aumento del peso del empleo de los trabajadores de mayor nivel educativo, que no se corresponde con un aumento similar del peso de las ocupaciones más cualificadas, y la elevada concentración de recursos en el sector de la construcción durante el período 1996-2007. Tomando todos estos cambios en la composición del empleo conjuntamente, se explica aproximadamente la mitad de la disminución de la dispersión, medida por la ratio entre los percentiles 50 y 10, registrada durante el mismo período y la mayor parte del crecimiento de la dispersión observado desde entonces<sup>6</sup>.

Estos resultados sugieren que un factor a tener especialmente en cuenta en el análisis de la evolución de la dispersión salarial en España en las décadas recientes es la peculiar estructura sectorial de la economía española y, en concreto, el papel crucial que ha

6 En Bonhomme y Hospido (2012) también se analiza el impacto sobre la desigualdad salarial de otros factores, tales como la dualidad del mercado de trabajo, la inmigración y las variaciones en el salario mínimo. Adicionalmente, se analiza la dispersión salarial utilizando diferentes estrategias para contabilizar a los desempleados, imputándoles ingresos bien en forma de salarios potenciales, bien como prestaciones por desempleo.

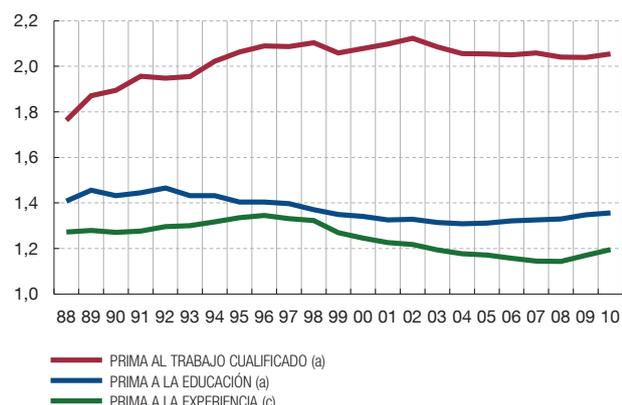


FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

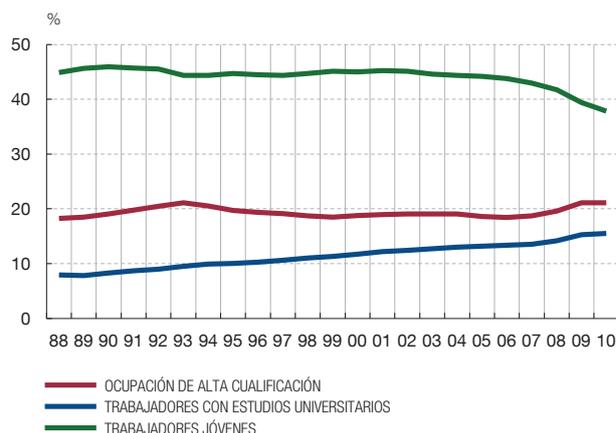
- a Las variaciones o diferencias en el empleo se calculan como la diferencia en el porcentaje de días trabajados en expansion y recesiones para cada percentil de salarios.
- b El eje de la izquierda se refiere a las diferencias en el empleo del período expansivo de 2001 a 2007 con respecto al período recesivo de 1993 a 1996.
- c El eje de la derecha se refiere a las diferencias en el empleo del período recesivo de 2008 a 2010 con respecto al período expansivo de 2001 a 2007.

COMPORTAMIENTO DE LOS SALARIOS RELATIVOS Y COMPOSICIÓN DEL EMPLEO

PRIMAS SALARIALES



PESOS EN EL EMPLEO

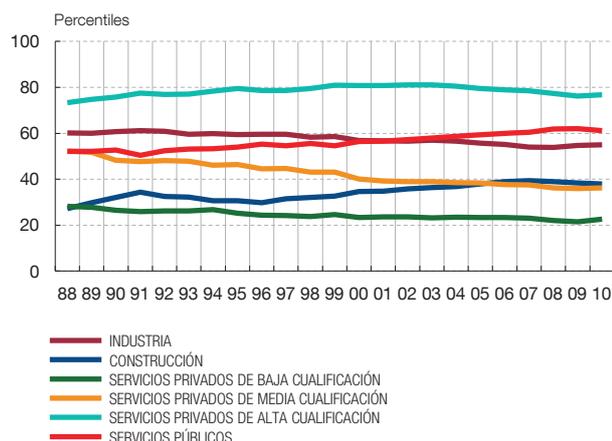


FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

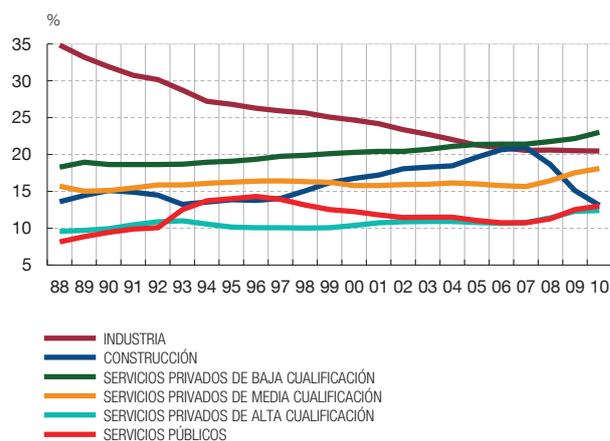
- a La prima salarial al trabajo cualificado se calcula como la ratio de los salarios medianos de los grupos de ocupación 1 a 3 (mayor cualificación) y los grupos 4 a 10 (menor cualificación).
- b La prima salarial al nivel educativo se calcula como la ratio de los salarios medianos de los trabajadores con estudios universitarios y los que carecen de ellos.
- c La prima salarial a la experiencia se calcula como la ratio de los salarios medianos de los trabajadores varones mayores de 35 años y los que tienen 35 años o menos (jóvenes).

desempeñado el sector de la construcción. Así, el empleo relativo en este sector creció enormemente aupado por el *boom* inmobiliario previo a la actual crisis, y cayó bruscamente desde finales de 2007. Los ingresos laborales en ese sector experimentaron durante el período expansivo un crecimiento mayor al de otros sectores, lo que hizo que los trabajadores de la construcción en solo diez años pasaran de ocupar el percentil 30 al percentil 40 en la distribución salarial agregada. Este incremento paralelo del empleo y los salarios en el sector de la construcción respecto a otros sectores responde, pues, a un fuerte impulso por el lado de la demanda, que, al contrario que en otros países, no se dirigió fundamentalmente a trabajadores cualificados, sino a trabajadores jóvenes y con menor nivel educativo.

SALARIOS MEDIANOS (a)



PESOS EN EL EMPLEO



FUENTE: Muestra Continua de Vidas Laborales.

a Se expresan como percentiles en la distribución agregada de salarios diarios en términos reales.

## Comentarios finales

La dispersión salarial en España ha experimentado fluctuaciones considerables en las últimas décadas. Sin embargo, al contrario que en otros países, ha mostrado un comportamiento contracíclico, aumentando en recesiones y disminuyendo en expansiones, en el que el sector de la construcción parece haber desempeñado un papel muy relevante, especialmente en las partes bajas y medias de la distribución salarial. Durante la expansión, el aumento de la demanda de trabajadores jóvenes, con bajo nivel educativo y relativamente poco cualificados acortó las diferencias salariales con respecto a trabajadores más experimentados, educados y cualificados, lo que animó a muchos jóvenes a abandonar el sistema educativo y su formación profesional de forma anticipada. Sin embargo, esas mejoras salariales relativas han desaparecido en la actualidad, al mismo tiempo que las pérdidas de empleo se han concentrado especialmente en ese mismo grupo de trabajadores.

9.10.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACEMOGLU, D. (2002), «Technical Change, Inequality and the Labour Market», *Journal of Economic Literature*, 40, pp. 7-72.
- AUTOR, D. H., L. F. KATZ y M. S. KEARNEY (2008). «Trends in U.S. Wage Inequality: Re-assessing the Revisionists», *Review of Economics and Statistics*, 90, pp. 300-323.
- BONHOMME, S., y L. HOSPIDO (2012). *The Cycle of Earnings Inequality: Evidence from Spanish Social Security Data*, Documentos de Trabajo, n.º 1225, Banco de España.
- BOUND, J., y G. JOHNSON (1992). «Changes in the Structure of Wages in the 1980s: An Evaluation of Alternative Explanations», *American Economic Review*, 82, pp. 371-392.
- CARRASCO, R., J. F. JIMENO y A. CAROLINA ORTEGA (2011). *Accounting for changes in the Spanish Wage Distribution: The Role of Employment Composition Effects*, Documentos de Trabajo, n.º 1120, Banco de España.
- CHAMBERLAIN, G. (1991). «Quantile Regression, Censoring, and the Structure of Wages», en C. A. Sims (ed.), *Advances in Econometrics Sixth World Congress*, vol. 1, capítulo 5, Cambridge University Press, Cambridge.
- HIDALGO, M. (2008). *Wage Inequality in Spain 1980-2000*, Documento de Trabajo 08.08, Economics Department, Universidad Pablo de Olavide.
- IZQUIERDO, M., y A. LACUESTA (2012). «The contribution of changes in employment composition and relative returns to the evolution of wage inequality: the case of Spain», *Journal of Population Economics*, 25, pp. 511-543.
- KATZ, L. F., y K. M. MURPHY (1992). «Changes in Relative Wages, 1963-1987: Supply and Demand Factors», *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 35-78.
- KOENKER, R., y G. BASSETT (1978). «Regression Quantiles», *Econometrica*, 46, pp. 33-50.
- LEVY, F., y R. J. MURNANE (1992). «U.S. Earnings Levels and Earnings Inequality: A Review of Recent Trends and Proposed Explanations», *Journal of Economic Literature*, 30, pp. 1333-1381.
- PIJOAN-MAS, J., y V. SÁNCHEZ-MARCOS (2010). «Spain is Different: Falling Trends of Inequality», *Review of Economic Dynamics*, 13, pp. 154-178.
- SIMÓN, H. (2009). «La desigualdad salarial en España: Una perspectiva internacional y temporal», *Investigaciones Económicas*, 33, pp. 439-471.



Este artículo ha sido elaborado por Cristina Fernández, Coral García, Antonio Rodríguez y Patry Tello, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

## Introducción

La creciente internacionalización de la economía mundial durante las últimas décadas ha sometido a las empresas a fuertes presiones competitivas, pero también les ha ofrecido nuevas oportunidades para mejorar su productividad, aprovechando, por ejemplo, las ventajas de costes y avances tecnológicos que puede suponer la importación de bienes intermedios y servicios para su producción. A pesar del fuerte desarrollo de este tipo de importaciones en el comercio mundial y las diferencias que se observan en la dependencia importadora entre países con un nivel de desarrollo similar, pocos han sido los estudios que analizan los determinantes de que una empresa importe. En este sentido, la base de datos EFIGE<sup>1</sup> —que recoge datos de empresas europeas obtenidos a través de una encuesta realizada en 2008— permite, no solo analizar los factores que favorecen que una empresa importe *inputs* intermedios para su producción, sino también, al haber sido implementada de forma homogénea en los cuatro grandes países de la zona del euro (Alemania, Francia, Italia y España), investigar el origen de las diferencias entre ellos.

En este artículo se revisa brevemente, en primer lugar, la evidencia disponible sobre los diferentes motivos que llevarían a una empresa a importar bienes intermedios y servicios para su producción, así como el impacto esperado sobre su productividad según el tipo de bien importado. A continuación se describe la base de datos empleada en este artículo y se identifican las variables que, según el análisis anterior, condicionan la decisión de importar por parte de las empresas en los cuatro mayores países de la UEM. Si bien EFIGE no permite tener en cuenta el impacto que la crisis iniciada en 2008 ha tenido sobre las importaciones y sobre las propias características de las empresas, cabe esperar que los cambios en las decisiones estratégicas y en la estructura empresarial se produzcan de forma gradual. En la cuarta sección se estima un modelo *probit* para valorar en qué medida la decisión de importar viene determinada por las características específicas de la empresa, del sector o del país en el que esté situada. A continuación se analiza si existen diferencias entre las variables que determinan que una empresa importe distintos tipos de bienes, y finalmente se resumen las principales conclusiones.

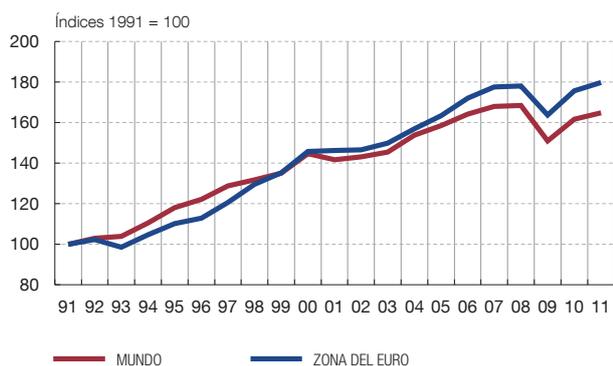
## ¿Por qué las empresas importan?: una revisión de la evidencia disponible

En las últimas décadas, las importaciones de bienes y servicios han crecido a un ritmo muy superior al del PIB mundial (véase gráfico 1). A este aumento ha contribuido, sin duda, la fragmentación internacional de las cadenas de producción, que está permitiendo que las empresas aprovechen las ventajas de costes que ofrecen los nuevos países emergentes, externalizando aquellas partes del proceso productivo más intensivas en factor trabajo y manteniendo bajo control aquellas en las que es más productiva o presenta algún tipo de ventaja comparativa (por ejemplo, I+D, diseño, etc.)<sup>2</sup>. De ahí que la intensidad con la que las empresas de un país estén participando en este proceso incida en el comportamiento agregado de sus importaciones. Con todo, existen otros factores, que tienen que ver con las características específicas de un país, que determinan tam-

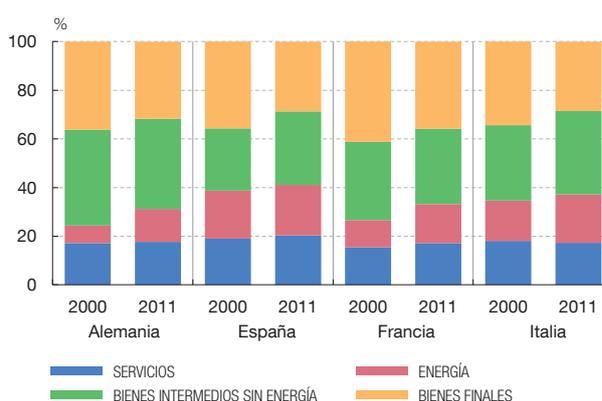
1 EFIGE es un proyecto diseñado para identificar las políticas necesarias para mejorar la competitividad exterior de Europa. Este proyecto ha sido financiado por la Comunidad Europea (FP//2007-2013).

2 Según Amador y Cabral (2009), el contenido importador de las exportaciones podría haber aumentado en torno a un 30 % desde los años ochenta.

RATIO IMPORTACIONES/PIB



ESTRUCTURA DE IMPORTACIONES  
En términos nominales



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Eurostat.

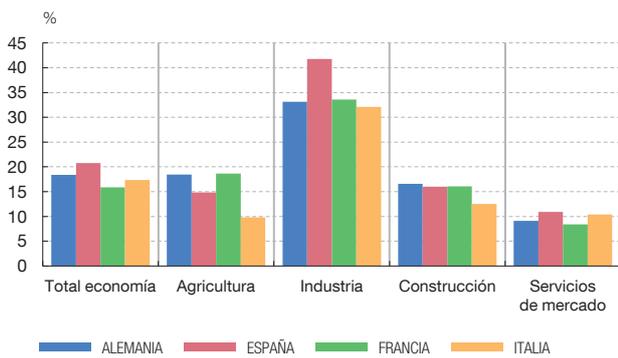
bién su propensión importadora. Entre estos, cabe mencionar el tamaño, su situación geográfica o la disponibilidad de recursos naturales, que condicionan, por ejemplo, su dependencia de materias primas. Además, existen aspectos institucionales (como el grado de competencia en determinados sectores) o decisiones de política económica (como el apoyo a la innovación o la política energética) que inciden en la evolución de las importaciones. Todos estos factores contribuyen a explicar la diferente posición que las empresas mantienen dentro de la cadena de valor de la producción y también el tipo de bien o servicio importado.

Las tablas *input-output* —que proporcionan información sobre los consumos intermedios importados— confirman que existen diferencias notables en el contenido importador de la producción manufacturera en las cuatro mayores economías de la zona del euro. Según el gráfico 2, en 2007 —último año para el que se dispone de información de esas tablas—, el contenido importador de la producción española era significativamente superior al observado en el resto de países, concentrándose estas diferencias en las ramas de mayor contenido tecnológico. Estos datos sugieren que la mayor dependencia importadora de España no solo se explica por su ya conocida dependencia energética, sino también por la necesidad de importar bienes de elevado contenido tecnológico que no se producen internamente<sup>3</sup>. A pesar de que la actual crisis financiera y económica no está afectando a los países de la UEM con la misma intensidad, los cambios en la estructura productiva de un país tienen lugar de forma lenta, por lo que no cabría esperar que en los últimos años se hubieran producido cambios significativos en la dependencia importadora de los países analizados en este artículo. Por tanto, un volumen de importación elevado puede estar indicando la existencia de problemas estructurales en una economía —por ejemplo, si presenta escasa dotación de capital tecnológico o de capital humano cualificado, o un sistema energético ineficiente—, pero también la capacidad de las empresas de aprovechar las ventajas de costes que ofrecen los nuevos mercados —lo que reduciría sus costes de producción—, así como el acceso a una mayor variedad y calidad de *inputs* o la adquisición de tecnología puntera<sup>4</sup>. En los últimos casos,

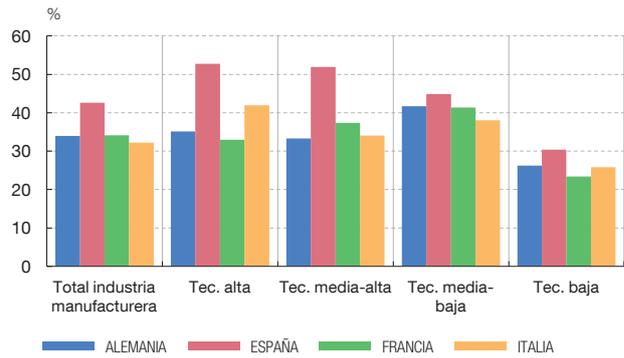
3 Véase Cabrero y Tiana (2012).

4 Augier *et al.* (2009), utilizando datos de la Encuesta de Estrategias Empresariales, encuentran que las importaciones de bienes intermedios en España ejercen un efecto positivo sobre la productividad a través de la difusión de tecnología. En la misma dirección, Keller (2002) demuestra que el comercio en bienes intermedios diferencia-dos constituye un canal para la difusión tecnológica.

SECTORES DE ACTIVIDAD



SECTOR MANUFACTURERO POR INTENSIDAD TECNOLÓGICA



FUENTE: Cabrero y Tiana (2012).

a Información basada en tablas *input-output* (TIO) de 2007 para Alemania, España y Francia, y TIO de 2005 para Italia.

las importaciones tendrían un efecto positivo sobre la productividad de la empresa y, por tanto, sobre su competitividad<sup>5</sup>.

Como ocurre en el caso de las compañías exportadoras, el porcentaje de empresas que adquieren bienes en el exterior es reducido. Este resultado podría explicarse por los costes en los que tienen que incurrir al importar —entre ellos, la obtención de información sobre los suministradores extranjeros, el establecimiento de canales de distribución o la adaptación del producto a las necesidades de la empresa— y que solo las empresas más productivas pueden sufragar<sup>6</sup>. Además, para poder internalizar los beneficios de importar, la empresa necesita disponer de los recursos técnicos y humanos que le permitan integrar los *inputs* adquiridos en el exterior en su proceso productivo. Cabría esperar, por tanto, que la probabilidad de que una empresa importe venga condicionada por su capacidad para afrontar esos costes, así como por su habilidad para internalizar sus beneficios.

En cuanto a los costes, todas aquellas características de las empresas que favorezcan el acceso a los fondos necesarios para importar —por ejemplo, el tamaño, la antigüedad o la disponibilidad de distintas fuentes de financiación— o que reduzcan los problemas de información, relacionados con la búsqueda de suministradores adecuados —por ejemplo, la pertenencia a un grupo multinacional—, facilitarán que una empresa importe. Por otro lado, el hecho de que parte de estos costes sean hundidos explica que exista cierta histeresis en el comportamiento de la importación, de manera que el hecho de importar un año eleve la probabilidad de importar al año siguiente (según EFIGE, en torno a un 64 % de las empresas que importaron en 2008 lo hicieron de forma regular en años anteriores). Un aspecto adicional que se aborda en este artículo es el impacto que tiene sobre la probabilidad de importar de la empresa el hecho de que otras empresas de su misma región y/o sector compren también bienes intermedios y servicios en el exterior, facilitando así el

5 Amity y Konings (2007) y Kasahara y Rodríguez (2008) encuentran que las importaciones aumentan la productividad de las empresas. Véanse también Altomonte y Békés (2009) y Halpern *et al.* (2005). Este último trabajo encuentra evidencia de que las importaciones afectan a la productividad de las empresas mediante el aumento de la variedad y calidad de los *inputs* importados. Según Broda *et al.* (2006), el aumento de las importaciones de un país en relación con el PIB se explica principalmente por la importación de nuevas variedades de un bien.

6 Muuls y Pisu (2007), para las empresas belgas, Altomonte y Békés (2009), para las húngaras, Vogel y Wagner (2008), para las francesas, y Aristei *et al.* (2011), para los países del Europa del Este y Asia Central, encuentran que las empresas importadoras tienen un nivel de productividad superior que aquellas que no comercializan internacionalmente.

acceso a la información sobre los suministradores extranjeros, la calidad del bien adquirido o el grado de cumplimiento de los contratos.

Las variables que inciden sobre la probabilidad de que una empresa importe también condicionan el tipo de bienes que adquieren en el exterior. Este aspecto es relevante ya que el impacto de la importación sobre la evolución de la productividad de la empresa guarda una relación estrecha con las características del producto importado. En general, los trabajos empíricos con datos a nivel de empresa encuentran una relación positiva entre la evolución de la productividad y el grado de desarrollo del país del que procede la importación<sup>7</sup>. Asimismo, la importación de bienes diferenciados o de mayor calidad influye positivamente sobre la productividad de la empresa. Teniendo en cuenta esta evidencia, resulta interesante investigar no solo si existen diferencias en la propensión importadora entre los grandes países de la zona del euro, sino también si existen diferencias en el tipo de bienes que importan las empresas —materias primas, bienes estandarizados (componentes disponibles habitualmente en el mercado) o bienes personalizados (componentes fabricados y adaptados de forma exclusiva para cada empresa)— y cuáles son las variables que condicionan el tipo de importación que se realiza.

#### Descripción de la base de datos y hechos estilizados

La base de datos empleada en el presente artículo procede de la encuesta EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit, que se enmarca dentro del proyecto denominado «EFIGE: Las empresas europeas en una economía global, políticas internas para una competitividad externa». Esta base de datos contiene información homogénea sobre un número amplio de variables —en torno a 150— que caracterizan a las empresas manufactureras de siete países de la UE<sup>8</sup>. Con EFIGE se solventan algunos de los problemas que limitaban la realización de estudios comparativos entre países sobre el reciente proceso de internacionalización de las empresas: distintos períodos de realización de las encuestas, diferente definición y/o selección de las variables o distintas metodologías de selección de muestras, entre otros. Sin embargo, a pesar de ello, esta encuesta presenta algunas limitaciones. En primer lugar, el ámbito de la encuesta se restringe a las empresas del sector manufacturero, lo que deja fuera a las empresas del sector servicios, actividad que está adquiriendo un peso creciente en el comercio internacional. Además, en la muestra solo se incluyen las empresas de más de diez trabajadores, con lo que las empresas de mayor tamaño están sobrerrepresentadas en relación con el conjunto del tejido empresarial. Este sesgo es mayor en los países en los que las empresas de menor tamaño son más frecuentes, como en Italia y España. Por otro lado, el hecho de que, de momento, solo se haya realizado una ola de la encuesta limita la riqueza de los ejercicios que pueden realizarse —la información de las variables solo está disponible para el año 2008 y, en algunos casos, con el objetivo de medir los efectos de la crisis, para el año 2009—. A pesar de estas limitaciones, la encuesta EFIGE contiene información que permite profundizar en el análisis de los factores que podrían explicar el diferente comportamiento importador que se observa en los países de la UEM.

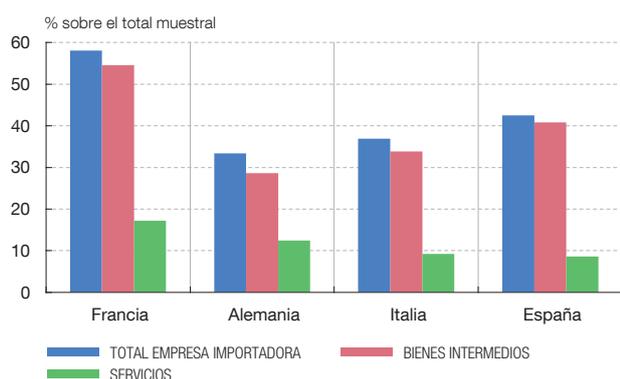
En este artículo se consideran empresas importadoras las que en la encuesta afirman haber realizado compras al exterior de bienes intermedios y/o servicios en 2008 o en los años anteriores de forma regular<sup>9</sup>. El gráfico 3 recoge el porcentaje de empresas importadoras en

7 Lööf y Andersson (2010) encuentran que las importaciones procedentes de países desarrollados, concretamente del G 7, tienen un impacto sobre la productividad de las empresas suecas más positivo que sobre la del resto de los países.

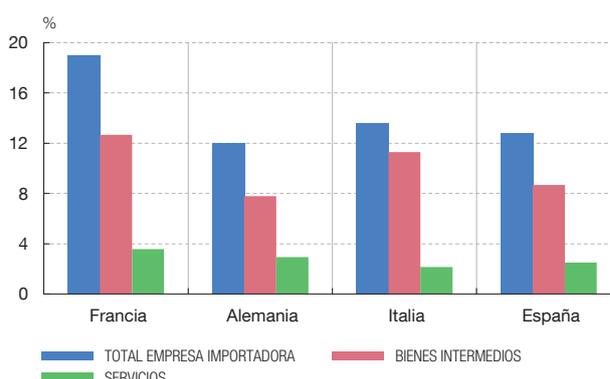
8 El número de empresas de la muestra asciende a 15.000: 3.000 en el caso de Francia, Alemania, Italia y España; 2.200 en el caso del Reino Unido, y unas 500, en el de Austria y Hungría. Las variables de la encuesta se han completado con información contable proporcionada por AMADEUS. Véase para una mayor información [www.efige.org](http://www.efige.org).

9 Con esta definición amplia de empresa importadora se pretende mitigar el impacto del colapso del comercio mundial en 2008 sobre la base de empresas importadoras, y no excluir por ello a empresas que habitualmente importaban.

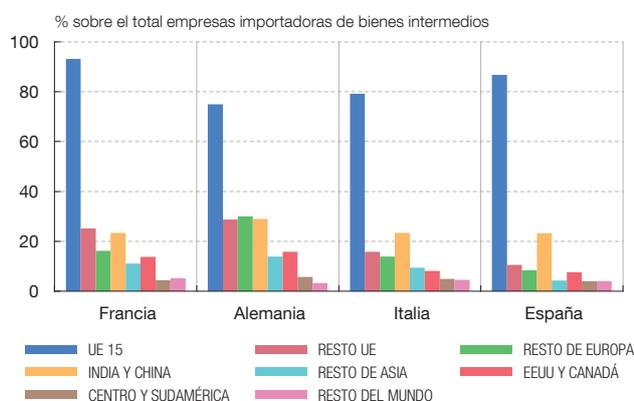
PESO DE LA EMPRESA IMPORTADORA (a)



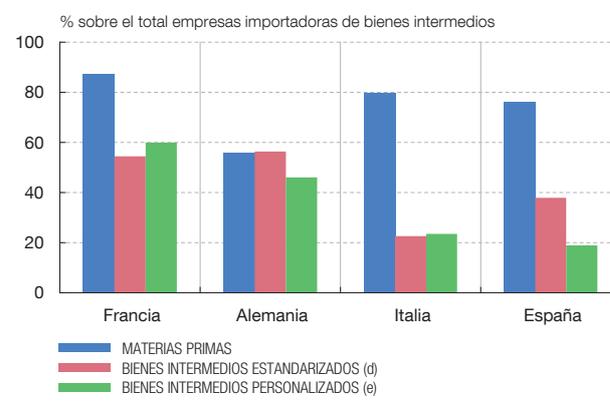
INTENSIDAD IMPORTADORA (b)



DESGLOSE GEOGRÁFICO DE LOS BIENES INTERMEDIOS IMPORTADOS (c)



DESGLOSE DE LOS BIENES INTERMEDIOS IMPORTADOS POR COMPONENTES (c)



FUENTE: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit.

- a Se debe tener en cuenta que una misma empresa puede importar tanto bienes intermedios como servicios. Se considera empresa importadora aquella que importó bienes intermedios y/o servicios en 2008 y/o en años anteriores de forma regular.
- b Calculada como el porcentaje de las compras al exterior de bienes intermedios y/o servicios sobre el importe neto de la cifra de negocios. Cifras promedio relativas al año 2008.
- c Información relativa exclusivamente al año 2008.
- d Se definen como aquellos componentes disponibles habitualmente en el mercado (p. ej., tornillos de acero estándar).
- e Se definen como aquellos componentes fabricados de forma exclusiva para cada empresa (p. ej., tornillos de acero adaptados a un diseño específico).

los cuatro grandes países de la zona del euro, distinguiendo si se trata de bienes intermedios o servicios, así como la intensidad importadora correspondiente. Los datos muestran que en el caso de Alemania tanto el peso de las empresas importadoras como su intensidad importadora son menores que en el resto de países considerados, mientras que las empresas francesas no solo tienen una mayor propensión importadora, sino que, además, son más numerosas. Por su parte, las empresas italianas y españolas presentan porcentajes similares en número e intensidad importadora, en ambos casos ligeramente superiores a las empresas alemanas y significativamente inferiores a las francesas. Dependiendo del país, también se identifican diferencias tanto en el origen geográfico de las importaciones como en el tipo de producto adquirido. Con relación al país de procedencia de las compras, destaca el alto porcentaje de empresas que importan desde la zona comunitaria y, en menor medida, desde las áreas más próximas cultural y geográficamente —el resto de la UE—, o que ofrecen ventajas de costes —India y China—. Las empresas francesas y alemanas presentan, en líneas generales, mayor diversificación geográfica en sus compras al exterior que España e Italia. Respecto al tipo de producto importado, se identifican diferencias notables entre los países. Así, en el caso de Italia y España sobresale el

	Descripción	Impacto previsto
Empleo	Número de empleados	+
Productividad	Ventas por empleado en 2008 (la variable ventas procede de AMADEUS)	+
Ratio intensidad/capital fijo	Porcentaje de los activos fijos materiales sobre el total activo (AMADEUS, año 2008)	+
Antigüedad empresa	Antigüedad de la empresa (2009-año de constitución)	+
Ratio universitarios	Porcentaje de empleados con estudios universitarios	+
Innovación producto	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa llevó a cabo innovación de producto en el período 2007-2009	+
Innovación proceso	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa llevó a cabo innovación de proceso en el período 2007-2009	+
Pertenencia a un grupo	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa pertenece a un grupo empresarial	+
Pertenencia a un grupo extranjero	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa pertenece a un grupo empresarial extranjero	+
IED	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa lleva a cabo parte de su producción mediante IED	+
<i>Outsourcing</i> internacional	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa lleva a cabo parte de su producción mediante contratos o acuerdos ( <i>arms length agreements</i> )	+
Exportadora	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa exportó bienes y/o servicios en 2008 y/o anteriormente de forma regular	+
Cotiza en bolsa	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa cotiza en un mercado de valores	+
<i>Spillovers</i> sector-región	<i>Spillover</i> misma industria-región [(Número de importadores en la misma industria y región - 1) / (Número de empresas en la misma industria y región - 1)]	+
<i>Spillovers</i> sector	<i>Spillover</i> misma industria pero diferente región [(Número de importadores de la misma industria pero diferente región) / (Número de empresas de la misma industria pero diferente región)]	+
<i>Spillovers</i> región	<i>Spillover</i> diferente industria pero misma región [(Número de importadores de la misma región pero diferente industria) / (Número de empresas de la misma región pero diferente industria)]	+
Histéresis importación	<i>Dummy</i> que vale 1 si la empresa importó bienes intermedios con anterioridad al año 2008	+

FUENTE: Banco de España, a partir de la base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit y AMADEUS.

elevado porcentaje de empresas que importan materias primas, mientras que en Alemania y en Francia el peso de las empresas que también importan bienes intermedios, ya sean estandarizados o personalizados, es mucho mayor.

En los cuadros 1 y 2 se resumen las principales variables disponibles en la encuesta de EFIGE que, según la evidencia teórica y empírica revisada en la sección anterior, condicionan la propensión a importar de una empresa<sup>10</sup>. Los datos revelan que las empresas importadoras son más grandes, se constituyeron hace más tiempo, y tienen una productividad superior y una mejor dotación de capital humano y tecnológico —aproximada en el primer caso por el porcentaje de universitarios y en el segundo por la innovación de procesos o de productos—. Estos resultados son generalizados entre los países analizados, aunque cabe destacar algunos rasgos diferenciadores, como el mayor tamaño relativo de las empresas importadoras en Francia y en España, o la mayor productividad en el caso de las importadoras italianas. En cuanto a las variables que aproximan la participación de la empresa en el

<sup>10</sup> En el cuadro A1 del anejo se presentan los test de equidad de medias calculadas para el total muestral y el conjunto de variables analizadas en el cuadro 2, siendo significativas las diferencias entre las empresas importadoras y las no importadoras en todos los casos.

	Total muestral		España		Italia		Francia		Alemania	
	Importadora (b)	No importadora								
Empleo	89,4	40,3	67,3	30,2	63,3	30,4	107,4	35,0	112,6	60,4
Productividad	209,6	164,8	173,4	131,1	281,9	183,4	176,4	145,0	222,9	192,6
Ratio intensidad/capital fijo	29,5	32,5	36,9	37,4	31,1	32,2	23,6	27,4	29,9	32,8
Antigüedad empresa	36,9	33,4	28,9	24,5	30,2	28,0	40,3	36,2	47,1	43,3
Ratio universitarios	10,4	7,7	12,0	9,0	7,8	5,2	9,8	6,2	12,6	10,2
Innovación producto (c)	57,8	39,1	56,7	37,3	59,5	40,6	55,0	35,2	61,9	41,3
Innovación proceso (c)	47,5	37,9	58,3	46,1	49,0	40,3	40,6	29,6	45,9	34,9
Pertenencia a un grupo (c)	25,7	12,1	20,9	10,1	20,0	10,5	36,3	22,5	19,4	8,7
Pertenencia a un grupo extranjero (c)	9,8	2,4	8,1	1,4	5,4	1,4	14,4	3,5	8,7	3,4
IED (c)	6,9	1,3	5,4	0,8	4,5	1,2	6,2	0,3	12,2	2,4
Outsourcing internacional (c)	6,8	1,6	2,8	1,1	7,7	2,1	8,5	1,0	7,4	1,7
Exportadora (c) (d)	76,8	43,8	77,3	41,1	85,9	57,4	68,4	33,0	80,0	39,1
Cotiza en bolsa (c)	1,9	0,7	1,7	0,5	0,6	0,4	2,7	0,8	2,4	1,0
Spillovers sector-región (c)	45,1	29,3	43,4	30,9	39,6	27,1	57,8	41,9	31,7	22,6
Spillovers sector (c)	44,7	40,3	41,8	41,3	38,1	37,2	58,7	57,2	31,7	32,1
Spillovers región (c)	42,5	39,7	43,1	39,0	37,8	35,4	59,0	53,5	32,3	29,5
PRO MEMORIA										
Número de empresas	4.904	6.048	1.061	1.329	1.167	1.804	1.622	1.078	1.054	1.837

FUENTES: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit y AMADEUS.

- a La definición de las variables, junto con su impacto previsto sobre la probabilidad de importar, se encuentra en el cuadro 1. La cobertura de la información para las diferentes variables es, en líneas generales, muy completa (superior al 80% de las empresas de la muestra), siendo menor en el caso de la productividad de Alemania (alrededor del 55%).
- b Se considera empresa importadora aquella que adquirió en el extranjero bienes intermedios y/o servicios en 2008 y/o en años anteriores de forma regular.
- c El valor de esta variable indica el porcentaje de empresas que presentan la característica considerada.
- d Se considera empresa exportadora aquella que vendió en el extranjero bienes y/o servicios en 2008 y/o en años anteriores de forma regular.

proceso de internacionalización, se observa entre las empresas importadoras una mayor incidencia de la pertenencia a un grupo empresarial extranjero, así como una mayor propensión a deslocalizar parte de su producción hacia otros países, ya sea en forma de inversión extranjera directa (IED), o del denominado «*outsourcing* internacional»<sup>11</sup>. También es más frecuente que las empresas importadoras sean, al mismo tiempo, exportadoras. Estos resultados sugieren que las empresas internacionalizadas, con un mayor conocimiento de los mercados y, por tanto, con unos costes menores de entrada tienen potencialmente una probabilidad de importar bienes intermedios y servicios superior al resto. En la misma dirección, el acceso a distintas fuentes de financiación, que se aproxima por el hecho de que la empresa cotice o no en bolsa, es más frecuente en las empresas importadoras, especialmente en Francia y Alemania. Por último, las empresas que importan bienes intermedios y servicios parecen estar situadas en zonas geográficas en las que se localizan empresas del mismo sector que también adquieren parte de sus *inputs* en el extranjero.

11 En el caso de la IED, la externalización de la producción se realiza con una empresa del grupo, de la que la empresa que externaliza posee al menos el 10% del capital, mientras que, en el caso del *outsourcing* internacional, la externalización de la producción se realiza con una tercera empresa a la que se subcontrata.

El análisis de los datos a nivel de empresa de la encuesta EFIGE confirma, en general, la evidencia obtenida a partir de los datos macroeconómicos agregados presentada en la sección anterior, esto es, que existen diferencias en el recurso a la importación entre las empresas dependiendo de su localización en uno u otro país. Sin embargo, los mensajes obtenidos del análisis de fuentes de información disponibles a diferente nivel de agregación no siempre son fáciles de conciliar y existen algunas discrepancias. A modo de ejemplo, como ya se comentó en el apartado anterior, el contenido importador de la producción manufacturera, según se desprende de las tablas *input-output*, es superior en España que en el resto de los principales países de la zona del euro, mientras que en la muestra analizada las mayores ratios de importación se dan entre las empresas francesas. Existen diversos factores que podrían explicar esta discrepancia, como el diseño de la muestra, que, al excluir las empresas con menos de diez trabajadores, estaría sesgando a la baja el contenido importador de aquellos países en los que el tamaño de su tejido empresarial es reducido, como España e Italia. Además, en el caso de España, dada su elevada dependencia energética, la no inclusión en la muestra de las grandes empresas energéticas estaría reduciendo su ratio de dependencia importadora. Asimismo, otros factores relacionados con el diferente modelo de internacionalización de las empresas estarían sesgando también los resultados de la encuesta. En este sentido, cabe señalar que el proceso de deslocalización de la producción entre las empresas alemanas y españolas de la muestra se realiza principalmente a través de la IED, mientras que las empresas francesas e italianas recurren, sobre todo, al *outsourcing* internacional. Esta última modalidad conlleva, en general, la reimportación de una parte mayor de la producción externalizada hacia el país de origen y, por tanto, cabría esperar un mayor valor en la encuesta de las ratios de dependencia importadora de Francia e Italia. Todos estos factores, unidos a una diferente distribución de las características de las empresas en el tejido empresarial, contribuirían a explicar las diferencias entre los datos a nivel de empresa y los datos agregados<sup>12</sup>.

#### Determinantes de la decisión de importar

Una vez identificadas las variables que pueden incidir sobre la probabilidad de que una empresa importe bienes intermedios y/o servicios para su producción, se pretende valorar si las diferencias observadas a nivel agregado entre países responden a una distinta caracterización de su tejido empresarial o a factores idiosincrásicos del país (como la dotación de recursos naturales o factores institucionales). Para ello, se estima el siguiente modelo *probit*:

$$\Pr (M_{isc} = 1) = \phi (\alpha + \beta X_{isc} + \Upsilon_s + \delta_1 fra_{is} + \delta_2 ita_{is} + \delta_3 esp_{is} + \varepsilon_{isc} )$$

donde  $M_{isc}$  toma valor uno si la empresa es importadora de bienes intermedios y/o servicios y toma valor cero en el caso contrario;  $X_{isc}$  recoge el conjunto de características de la empresa  $i$  que opera en el sector  $s$  y está localizada en el país  $c$ <sup>13</sup>;  $\Upsilon_s$  recoge las *dummies* que identifican las catorce ramas manufactureras consideradas; y  $fra_{is}$ ,  $ita_{is}$  y  $esp_{is}$  son las *dummies* que toman valor uno si la empresa es francesa, italiana o española,

<sup>12</sup> Véase Navaretti *et al.* (2011).

<sup>13</sup> Dentro del vector de características de la empresa se ha incluido su tamaño, medido por el logaritmo del número de empleados; la antigüedad de la empresa, también en logaritmos; el porcentaje de trabajadores con estudios universitarios; dos *dummies* que recogen si la empresa realiza innovación de proceso y de producto; dos *dummies* que identifican la pertenencia de la empresa a un grupo empresarial, en un caso, y si ese grupo es de titularidad nacional o extranjera, en el otro; dos *dummies* que toman valor uno, respectivamente, cuando la empresa realiza inversión extranjera directa o ha realizado *outsourcing* internacional; una variable que toma valor uno cuando la empresa es exportadora, y una *dummy* que recoge si la empresa cotiza en bolsa. Además, al igual que en López y Yadav (2010), se han construido tres *dummies* sectoriales que miden las externalidades positivas que se pueden derivar de operar en una región y en un sector en los que el resto de empresas también importan bienes intermedios y servicios.

Variable dependiente	Empresa importadora						
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7] (b)
Francia (c)	0,238*** (0,015)	0,239*** (0,014)	0,263*** (0,014)	0,243*** (0,014)	0,243*** (0,014)	0,092*** (0,017)	0,042*** (0,012)
Italia (c)	0,039*** (0,013)	0,022 (0,013)	0,074*** (0,013)	0,022* (0,013)	0,022* (0,013)	-0,011 (0,013)	-0,001 (0,009)
España (c)	0,104*** (0,014)	0,104*** (0,014)	0,139*** (0,014)	0,114*** (0,013)	0,114*** (0,013)	0,043*** (0,014)	0,019* (0,011)
Empleo (d)			0,119*** (0,005)	0,063*** (0,006)	0,063*** (0,006)	0,060*** (0,006)	0,018*** (0,004)
Antigüedad empresa (d)			0,026*** (0,006)	0,011* (0,006)	0,011* (0,006)	0,006 (0,006)	-0,014*** (0,005)
Ratio universitarios			0,360*** (0,042)	0,107*** (0,040)	0,108*** (0,040)	0,100** (0,039)	-0,055* (0,028)
Innovación proceso				0,046*** (0,010)	0,045*** (0,010)	0,040*** (0,009)	0,017** (0,007)
Innovación producto				0,074*** (0,010)	0,074*** (0,010)	0,074*** (0,010)	0,036*** (0,007)
Pertenencia a un grupo				0,024 (0,014)	0,024* (0,014)	0,027* (0,014)	-0,005 (0,010)
Pertenencia a un grupo extranjero				0,099*** (0,023)	0,101*** (0,023)	0,079*** (0,023)	0,039*** (0,015)
IED				0,146*** (0,025)	0,146*** (0,025)	0,136*** (0,024)	0,020 (0,016)
Outsourcing internacional				0,199*** (0,026)	0,199*** (0,026)	0,195*** (0,025)	0,050*** (0,016)
Exportadora				0,236*** (0,009)	0,236*** (0,009)	0,216*** (0,010)	0,039*** (0,008)
Cotiza en bolsa					-0,029 (0,040)	-0,021 (0,039)	-0,008 (0,026)
Spillovers sector-región						0,582*** (0,033)	0,346*** (0,024)
Histéresis importación							0,409*** (0,004)
Dummies de sector	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Función de verosimilitud	-7.349,1	-7.143,0	-6.817,7	-6.253,5	-6.253,3	-5.969,6	-3.728,2
Número de observaciones	10.934	10.934	10.934	10.934	10.934	10.934	10.934

FUENTE: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit.

a La definición de las variables, junto con su impacto previsto sobre la probabilidad de importar, se encuentra en el cuadro 1. La variable dependiente —empresa importadora— se define como aquellas empresas que adquirieron en el extranjero bienes intermedios y/o servicios en 2008 y/o en años anteriores de forma regular. Se reportan los efectos marginales medios. Errores estándar entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\* denotan significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.

b En este caso, la variable dependiente se define como aquellas empresas que importaron bienes intermedios y/o servicios en 2008.

c La referencia a la hora de interpretar los coeficientes es Alemania.

d En logaritmo neperiano.

respectivamente. Por tanto, el país de referencia a la hora de interpretar los coeficientes asociados a las variables de cada economía es Alemania<sup>14</sup>.

14 Un coeficiente significativo y positivo (negativo), por ejemplo, en el coeficiente de la *dummy*  $esp_{is}$  significaría que las empresas españolas tienen una mayor (menor) probabilidad de importar bienes intermedios y/o servicios que las empresas alemanas.

Los resultados de la estimación se presentan en el cuadro 3. En la primera columna se han introducido como variables explicativas solamente las *dummies* de país. De acuerdo con estos resultados, las empresas francesas, italianas y españolas muestran una mayor probabilidad de importar bienes y/o servicios intermedios para su producción que las empresas alemanas. Esa mayor dependencia importadora se apreciaba claramente para el caso de las empresas manufactureras españolas en el gráfico 2. En las siguientes columnas, 2 a 6, se han ido introduciendo, de forma secuencial, variables que caracterizan a las empresas con el objetivo de identificar si alguna de ellas es determinante para explicar las diferencias observadas entre países<sup>15</sup>. En la última columna, se busca identificar si hay un efecto de histéresis, para lo que se ha reconstruido la variable dependiente, identificando como empresas importadoras solamente las que importaron bienes intermedios y servicios en el año 2008.

Los efectos que las distintas variables de control tienen sobre la probabilidad de importar están en línea con la evidencia que la literatura empírica ha identificado. Así, cuanto mayor es la empresa, cuanto mayor es su conocimiento del mercado —derivado de su mayor antigüedad—, cuando realiza actividades en el exterior, posee una mejor dotación de capital humano o invierte en desarrollo tecnológico, mayor será la probabilidad de que la empresa decida importar bienes intermedios y servicios para llevar a cabo su producción.

Sin embargo, después de tener en cuenta esas características de las empresas<sup>16</sup>, las diferencias entre países persisten. Así, las empresas localizadas en Francia y en España presentan en torno a un 24 % y un 11 %, respectivamente, más de probabilidad de importar bienes intermedios y servicios que aquellas localizadas en Alemania (véase la columna 5 del cuadro 3). En el caso de Italia, aunque significativo, este porcentaje es mucho menor, en el entorno del 2 %. Además, estas diferencias se mantienen relativamente estables a medida que se introducen las diversas características empresariales. Solamente al considerar el efecto de que la empresa esté rodeada en su sector y región de empresas que también importan bienes intermedios y/o servicios, la prima importadora de las empresas francesas y españolas con respecto a las alemanas desciende a la mitad y, en el caso de las italianas, se torna negativa, lo que sugiere que esos efectos regionales son específicos de cada país.

#### Determinantes del tipo de importación

Puede también analizarse si existen diferencias en el tipo de bienes que importan las empresas de cada país, es decir, si hay países cuyas empresas centran su actividad importadora solamente en las materias primas o si importan otros bienes intermedios, ya sean estandarizados o personalizados. Para ello se ha estimado la probabilidad de importar solamente materias primas<sup>17, 18</sup>, así como la probabilidad de que la importación sea solo de bienes intermedios estandarizados o de bienes intermedios personalizados (véase cuadro 4).

15 El análisis presentado debe interpretarse con cierta cautela, ya que, al disponer de una única ola de datos, no es posible recurrir a las herramientas econométricas que permitirían corregir posibles endogeneidades o características no observables a nivel de empresa. Con todo, cuando el *probit* se estima para un conjunto de empresas españolas de la Central de Balances, para las que se dispone de información en el período 2001-2011, los coeficientes estimados cuando se incluyen las variables contemporáneas o desfasadas en un período son similares.

16 Entre las estimaciones realizadas se ha controlado también por la productividad de la empresa y la ratio intensidad de capital fijo. Ambas variables no proceden directamente de la base de datos EFIGE, sino de su fusión con AMADEUS. Los efectos de ambas variables van en línea con lo esperado por la literatura y no alteran los resultados del resto de variables. Sin embargo, en la estimación final se ha optado por no incluirlas debido a los problemas de medida en algunos países y a que en los contrastes realizados sobre variables comunes la información de AMADEUS no siempre concuerda con la recogida a través de EFIGE.

17 La variable dependiente toma valor 1 en el caso de que las importaciones que realiza la empresa sean solo de materias primas y toma valor 0 en el caso de que la empresa no importe materias primas o que, además de importarlas, recurra también al exterior para comprar bienes intermedios estandarizados o personalizados.

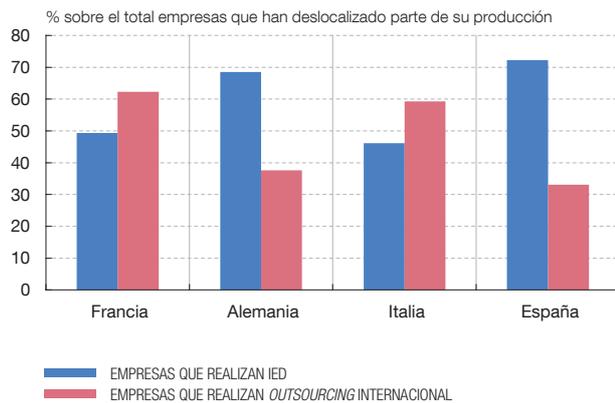
18 Con el objetivo de corregir por el posible sesgo de selección —solo se observa el tipo de bienes intermedios que la empresa importa en aquellas empresas que efectivamente importan—, se realiza una estimación en dos etapas, siguiendo a Heckman (1976).

Variable dependiente	Solo materias primas	Solo bienes intermedios estandarizados	Solo bienes intermedios personalizados
	[1]	[2]	[3]
Francia (b)	-0,054** (0,027)	-0,107*** (0,025)	-0,046*** (0,016)
Italia (b)	0,301*** (0,04)	-0,051*** (0,014)	-0,015* (0,008)
España (b)	0,187*** (0,038)	-0,014 (0,010)	-0,038*** (0,014)
Antigüedad empresa (c)	-0,009 (0,009)	-0,003 (0,004)	-0,002 (0,003)
Ratio universitarios	-0,010 (0,065)	0,061** (0,030)	0,037* (0,022)
Innovación proceso	-0,041*** (0,014)	-0,004 (0,007)	0,002 (0,005)
Innovación producto	-0,085*** (0,015)	0,002 (0,008)	0,009 (0,005)
Pertenencia a un grupo	-0,029 (0,019)	-0,021* (0,012)	-0,002 (0,008)
Pertenencia a un grupo extranjero	-0,026 (0,028)	0,013 (0,014)	0,017* (0,010)
IED	-0,097*** (0,029)	-0,019 (0,015)	0,000 (0,011)
<i>Outsourcing</i> internacional	-0,194*** (0,033)	-0,011 (0,017)	0,028*** (0,010)
Exportadora	-0,096*** (0,026)	-0,010 (0,013)	0,011 (0,008)
Cotiza en bolsa	0,014 (0,048)	-0,010 (0,026)	-0,011 (0,016)
<i>Spillovers</i> sector-región	-0,156** (0,074)	0,065*** (0,021)	0,025 (0,018)
<i>Dummies</i> de sector	Sí	Sí	Sí
Función de verosimilitud	-8.479,0	-7.384,5	-7.192,2
Número de observaciones	11.419	11.419	11.419

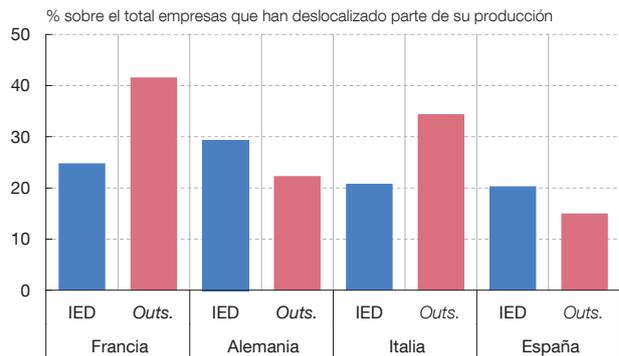
FUENTE: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit.

- a La definición de las variables, junto con su impacto previsto sobre la probabilidad de importar, se encuentra en el cuadro 1. Se reportan los efectos marginales medios. Errores estándar entre paréntesis. \*, \*\*, \*\*\* denotan significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente.
- b La referencia a la hora de interpretar los coeficientes es Alemania.
- c En logaritmo neperiano.

En estos resultados se observa que las variables que caracterizan a las empresas tienen un efecto diferente en la importación de los distintos tipos de bienes. Así, las características que, según el análisis anterior, tienden a aumentar la probabilidad de importar de una empresa en términos agregados tienen un efecto negativo en el caso de la importación de materias primas. En concreto, son las empresas más antiguas las que cuentan con un mayor capital humano, o las que realizan otras actividades de internacionalización las que tienen una menor probabilidad de que sus importaciones sean solo de materias primas. En cambio, estas variables tienden a mostrar un impacto positivo tanto en la importación de bienes intermedios estandarizados como de bienes intermedios personalizados.

MODELO DE DESLOCALIZACIÓN: IED FRENTE A *OUTSOURCING* INTERNACIONAL

% DE EMPRESAS QUE DESTINAN LA PRODUCCIÓN DESLOCALIZADA A CONSUMOS INTERMEDIOS PARA LA PRODUCCIÓN DOMÉSTICA



FUENTE: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit.

En este sentido, la importación de materias primas parece responder más a limitaciones de la *geografía* productiva del país o a la situación más desfavorable de la empresa en la cadena de valor de la producción<sup>19</sup>. Después de considerar sus características, las empresas españolas e italianas aún muestran, respectivamente, un 20 % y un 30 % más de probabilidad que las empresas alemanas de que sus importaciones sean solo de materias primas. En el caso de los otros bienes intermedios, esta prima, aunque en niveles muy bajos, es negativa. Este resultado apunta a que las empresas españolas e italianas se encuentran en una posición en la cadena de valor inferior a la de las empresas alemanas y con un grado de desarrollo tecnológico que dificulta el completo aprovechamiento de las ventajas del comercio internacional.

Por su parte, las empresas francesas, pese a tener una mayor probabilidad que las alemanas de importar bienes y servicios intermedios para su producción, tal y como se desprendería del cuadro 3, presentan, al mismo tiempo, una menor propensión a centrarse exclusivamente en la importación de un solo tipo de bien intermedio. Esa mayor combinación de importaciones de distintos tipos de bienes por parte de las empresas francesas puede estar relacionada con el distinto modelo de deslocalización de la producción, en comparación con Alemania. Como se ve en el gráfico 4, las empresas que optan por el *outsourcing* internacional (opción mayoritaria entre las empresas francesas) parecen tener una mayor propensión a incorporar su producción deslocalizada en su proceso productivo.

## Conclusiones

Durante las últimas décadas, el comercio internacional de bienes intermedios y servicios ha crecido de forma sostenida a un ritmo superior al del PIB. Esta creciente especialización de la producción se ha asociado a ganancias de eficiencia y han sido muchos los estudios que tratan de identificar las características que hacen que una empresa opte por internacionalizar su producción. En este artículo, utilizando la base de datos EFIGE, se compara la propensión a importar de las empresas manufactureras de las cuatro grandes economías del área del euro. Una primera aproximación señala que las empresas francesas recurren con mayor probabilidad que las empresas italianas, españolas y, especialmente, alemanas a

<sup>19</sup> En principio, este último aspecto debería estar recogido en las variables que controlan por el sector en el que la empresa realiza su actividad, pero, dada la amplitud de los sectores considerados, es probable que gran parte de este efecto se esté recogiendo en las *dummies* de país.

la importación de bienes intermedios y servicios para su producción. Además, una vez que se han tenido en cuenta las características de las empresas, la probabilidad de que una compañía francesa importe sigue siendo superior a la alemana.

Sin embargo, cuando se analiza el motivo de la importación, los resultados ofrecen una perspectiva distinta. Así, la dependencia importadora española e italiana parece responder más a la necesidad de adquirir materias primas para la producción o al hecho de que comparativamente sus empresas se encuentren situadas en un peldaño inferior de la cadena de valor. Por su parte, las empresas alemanas parecen ser más propensas a la importación exclusiva de bienes intermedios, ya sean estandarizados o personalizados, mientras que la dependencia importadora francesa está relativamente más diversificada.

Aprovechar las ventajas de costes que pueden ofrecer los mercados internacionales, así como el acceso que otorgan a una mayor calidad y variedad de bienes intermedios, supone una oportunidad para las empresas por cuanto permite no solo reducir sus costes, sino también mejorar la calidad de la producción y aumentar el valor añadido a lo largo del proceso productivo. De ahí que la importación pueda considerarse un canal adicional para mejorar la competitividad de una economía. El análisis microeconómico que se ha realizado en este artículo pone de manifiesto que la economía española debe realizar aún un esfuerzo adicional para que sus empresas se internacionalicen en esa dirección. Así, una mayor dotación de capital humano y tecnológico en las empresas permitiría aumentar su capacidad para internalizar los beneficios de importar bienes, incrementando su productividad y mejorando su posición en la cadena de valor.

10.10.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALTOMONTE, C., y G. BÉKÉS (2009). *Trade complexity and productivity*, IEHAS Discussion Papers 0914, Institute of Economics, Hungarian Academy of Sciences.
- AMADOR, J., y S. CABRAL (2009). «Vertical specialization across the world: a relative measure», *North American Journal of Economics and Finance*.
- AMITI y KONINGS (2007). «Trade liberalization, intermediate inputs, and productivity: Evidence from Indonesia», *American Economic Review*, 97, 5, pp. 1611-1638.
- ARISTEI, D., D. CASTELLANI y C. FRANCO (2011). *Firms' exporting and importing activities: is there a two-way relationship?*, mimeo.
- AUGIER, P., O. CADOT y M. DOVIS (2009). *Imports and TFP at the firm level: the role of Absorptive capacity*, Discussion Papers 7218, CEPR.
- BRODA, C., J. GREENFIELD y D. WEINSTEIN (2006). *From groundnuts to globalization: a structural estimate of trade and growth*, NBER Working Paper Series, n.º 12512.
- CABRERO, A., y M. TIANA (2012). «El contenido importador de las ramas de actividad en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- HALPERN, L., M. KOREN y A. SZEIDL (2005). *Imports and productivity*. Discussion Paper Series, n.º 5139, CEPR.
- HECKMAN, J. J. (1976). «The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection and Limited Dependent Variable, and a Simple Estimator for Such Models», *Annals of Economic Social Measurement*, 5, 4, pp. 475-492.
- KASAHARA, H., y J. RODRÍGUEZ (2008). «Does the use of imported intermediaries increase productivity? Plant-level evidence», *Journal of Development Economics*, 87, 1, pp. 106-118.
- KELLER, W. (2002). «Trade and the transmission of technology», *Journal of Economic Growth*, 7, 1, pp. 5-24.
- LÖÖF, H., y M. ANDERSSON (2010). *Imports, productivity and origin markets: the role of knowledge-intensive economies*, The World Economy.
- LÓPEZ, R. A., y N. YADAV (2010). «Imports of intermediate inputs and Spillovers effects: Evidence from Chilean Plants», *Journal of Development Studies*, 46(8), pp. 1385-1403.
- MUULS, M., y M. PISU (2007). *Imports and Exports at the level firms: Evidence from Belgium*, Discussion Paper n.º 801, CEP.
- NAVARETTI, G., M. BUGAMELLI, F. SCHIVARDI, C. ALTOMONTE, D. HORGOS y D. MAGGIONI (2011). *The global operations of European firms. The second Efige policy report*, Bruegel Blueprint Series, vol. XII.
- VOGEL, A., y J. WAGNER (2008). *Higher productivity in importing German manufacturing firms: self-selection, learning from importing, or both?*, Working Paper Series in Economics 106, Institute of Economics University of Lüneburg.

## TEST DE DIFERENCIAS DE MEDIAS DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS IMPORTADORAS (a)

CUADRO A.1

		Empleo	Productividad	Ratio intensidad/ capital fijo	Antigüedad empresa	Ratio universitarios	Innovación producto	Innovación proceso	Pertenencia a un grupo
Importadoras frente a las no importadoras	Coefficiente	-9,9	-7,0	4,6	-7,2	-12,0	-17,7	-9,7	-18,9
	<i>p-valor</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
		Pertenencia a un grupo extranjero	IED	Outsourcing internacional	Exportadora	Cotiza en bolsa	Spillovers sector-región	Spillovers sector	Spillovers región
Importadoras frente a las no importadoras	Coefficiente	-17,2	-15,1	-12,6	-32,2	-7,1	-34,0	-16,2	-15,7
	<i>p-valor</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

FUENTES: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit y AMADEUS.

a En todos los casos se ha calculado el t-test sobre la equidad de las medias (el estadístico de contraste es una t de Student).

MATRIZ DE CORRELACIONES DE LOS DETERMINANTES DE LA DECISIÓN DE IMPORTAR

CUADRO A.2

	Importadora	Empleo	Productividad	Ratio intensidad/capital fijo	Antigüedad empresa	Ratio universitarios	Innovación producto	Innovación proceso	Pertenencia a un grupo	Pertenencia a un grupo extranjero	IED	Outsourcing internacional	Exportadora	Cotiza en bolsa	Spillovers sector-región	Spillovers sector	Spillovers región
Importadora	1,000																
Empleo	0,105	1,000															
Productividad	0,074	0,038	1,000														
Ratio intensidad/capital fijo	-0,050	0,045	-0,023	1,000													
Antigüedad empresa	0,076	0,122	0,014	-0,022	1,000												
Ratio universitarios	0,125	0,076	0,104	-0,015	0,013	1,000											
Innovación producto	0,183	0,063	-0,003	0,022	0,046	0,165	1,000										
Innovación proceso	0,102	0,046	0,006	0,097	0,001	0,075	0,225	1,000									
Pertenencia a un grupo	0,196	0,185	0,126	-0,002	0,046	0,159	0,065	0,043	1,000								
Pertenencia a un grupo extranjero	0,179	0,147	0,119	-0,002	0,050	0,144	0,071	0,029	0,535	1,000							
IED	0,158	0,242	0,043	0,000	0,112	0,104	0,106	0,025	0,155	0,107	1,000						
Outsourcing internacional	0,132	0,068	0,017	-0,070	0,032	0,065	0,065	-0,013	0,043	0,044	0,114	1,000					
Exportadora	0,321	0,081	0,074	-0,032	0,103	0,141	0,242	0,102	0,143	0,146	0,142	0,099	1,000				
Cotiza en bolsa	0,075	0,249	0,065	0,019	0,068	0,082	0,029	0,012	0,184	0,194	0,116	0,030	0,066	1,000			
Spillovers sector-región	0,338	0,038	0,011	-0,140	0,074	0,066	0,081	0,014	0,145	0,148	0,073	0,070	0,154	0,045	1,000		
Spillovers sector	0,169	0,012	-0,039	-0,167	0,071	-0,027	-0,057	-0,043	0,159	0,099	-0,019	0,018	0,001	0,039	0,454	1,000	
Spillovers región	0,163	0,051	0,028	-0,099	-0,018	0,124	0,159	-0,002	0,087	0,114	0,107	0,098	0,194	0,047	0,319	-0,112	1,000

FUENTES: Base de datos EU-EFIGE/Bruegel-UniCredit y AMADEUS.



## LA EVOLUCIÓN DEL BALANCE AGREGADO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO ESPAÑOLAS A LO LARGO DE LA CRISIS

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

### Introducción

Las favorables condiciones financieras derivadas de la entrada de España en el euro y de la holgura financiera global, que contribuyeron a un largo período de crecimiento económico, favorecieron la expansión de la actividad de intermediación de las entidades de crédito españolas. Ello se tradujo en un aumento significativo del tamaño de sus balances, que afectó a prácticamente todos los epígrafes. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2007 el inicio de la crisis financiera internacional y su posterior agravamiento, que afectaron con especial intensidad a nuestro país, provocaron un cambio radical en el entorno operativo en el que se desarrolla la actividad de las instituciones financieras, que está afectando a la estructura de su negocio y a los flujos financieros de este sector frente al resto de los agentes.

El objetivo de este artículo es revisar cuáles han sido los cambios más importantes en la actividad de intermediación de las entidades españolas observados desde el inicio de la crisis. El período analizado cubre desde dos años antes del inicio de la crisis (2005) hasta 2011. El artículo se divide en cinco epígrafes, además de esta introducción. En el segundo se describen los cambios más notables observados en el balance consolidado total, distinguiendo entre los negocios en el exterior y los negocios en España. El resto del trabajo se centra en estos últimos. Concretamente, en el tercer apartado se revisan los desarrollos más relevantes por el lado del activo; en el cuarto se presta atención a los pasivos; en el quinto, con información obtenida de las cuentas financieras, se muestra cómo han evolucionado los flujos financieros de las entidades de crédito con el resto de sectores. Por último, en el sexto se resumen las principales conclusiones.

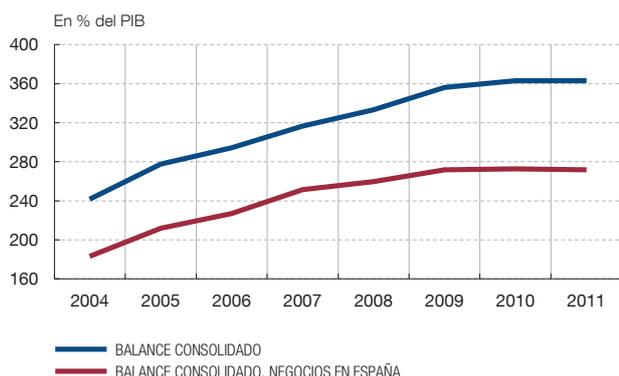
### Evolución del balance consolidado total

En el gráfico 1 se muestra la evolución del balance consolidado total de las entidades de crédito, distinguiendo entre el negocio en España y el negocio en el extranjero<sup>1</sup>. Se observa cómo, durante los años anteriores al inicio de la crisis, se produjo un considerable incremento en el tamaño de los balances, con tasas de crecimiento muy por encima de las del PIB nominal. El mayor dinamismo tuvo lugar en la operativa nacional. A partir de 2008, cuando los efectos de la crisis sobre nuestra economía empezaron a sentirse con mayor intensidad, se inició una etapa de menor dinamismo en la actividad en nuestro país, que llevó a que el peso los activos sobre el PIB se estabilizara en niveles en el entorno del 260 % durante los últimos años.

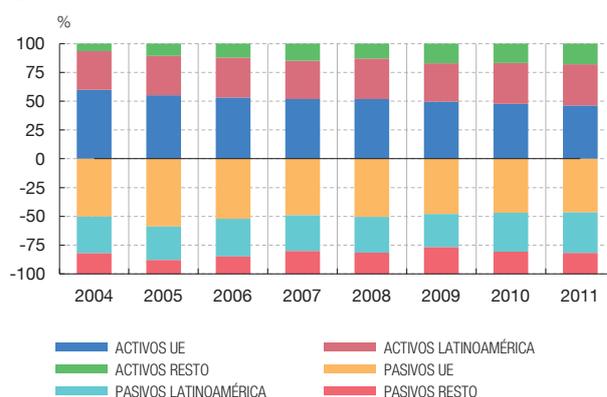
En cambio, el volumen de negocio en el exterior ha seguido aumentando a un ritmo elevado durante los últimos años. De este modo, el peso de la actividad en el extranjero sobre el balance consolidado ha aumentado desde finales de 2007, pasando, en el activo, de valores en torno al 22 % en esa fecha a una cifra ligeramente superior al 28 % en diciembre de 2011; y, en el pasivo y patrimonio neto, del 23 % al 25 % durante el mismo período (véanse paneles inferiores del gráfico 1). Esta evolución es consecuencia de varios factores. Por una parte, la crisis económica ha tenido en nuestro país un impacto mayor en comparación con otras áreas, lo que ha reducido el negocio disponible en España y elevado la necesidad de realizar saneamientos<sup>2</sup>. Adicionalmente, las entidades de mayor dimensión han aprovechado algunas oportunidades que aparecieron como con-

1 La clasificación dependerá de si las operaciones están registradas contablemente en los libros de oficinas operantes en España o de si lo están en los correspondientes a las sucursales y entidades radicadas en el extranjero.  
2 Los saneamientos y otros ajustes por valoración efectuados se restan del saldo del epígrafe correspondiente.

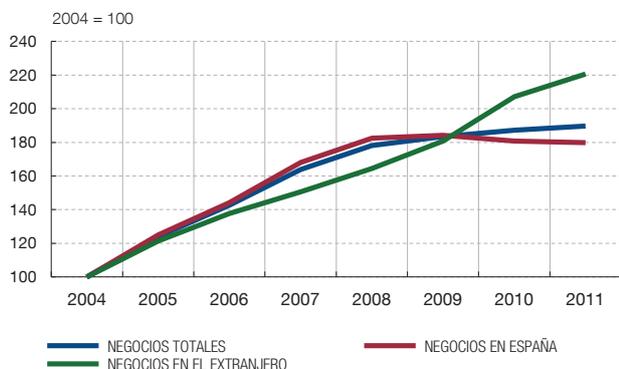
BALANCE CONSOLIDADO. NEGOCIOS TOTALES



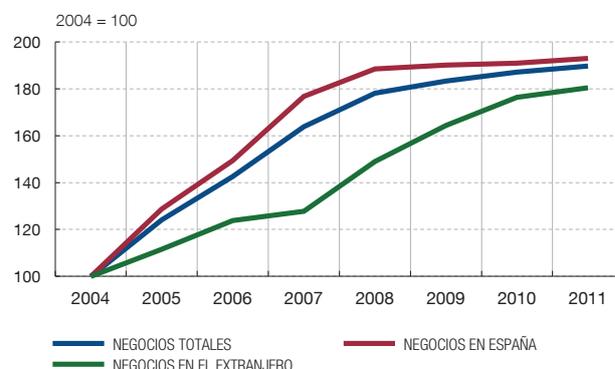
ACTIVOS Y PASIVOS EN EL EXTERIOR: DISTRIBUCIÓN POR ÁREAS GEOGRÁFICAS



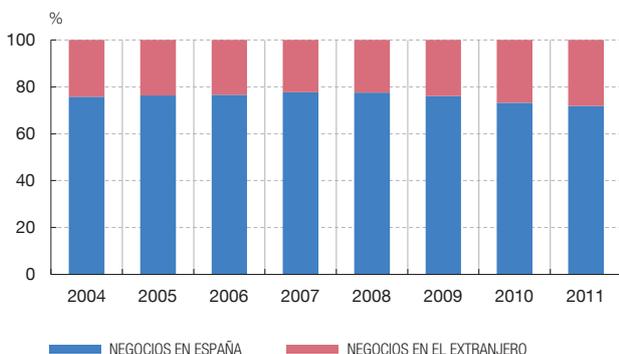
ACTIVOS EN ESPAÑA Y EN EL EXTRANJERO



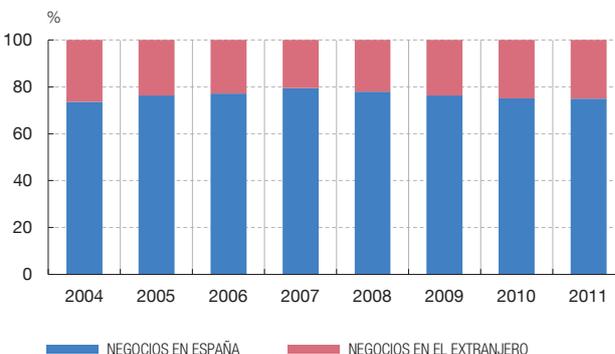
PASIVOS Y PATRIMONIO NETO EN ESPAÑA Y EN EL EXTRANJERO



ESTRUCTURA EN PORCENTAJE DEL TOTAL. ACTIVOS



ESTRUCTURA EN PORCENTAJE DEL TOTAL. PASIVOS Y PATRIMONIO NETO

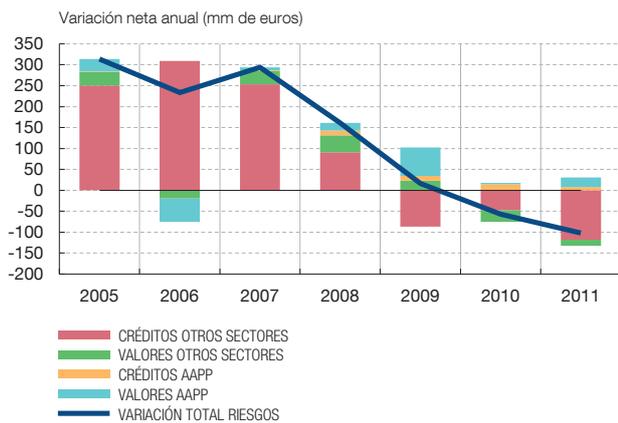


FUENTE: Banco de España.

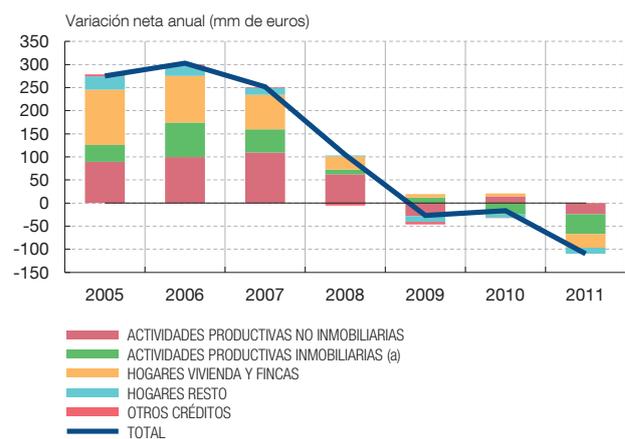
secuencia de la crisis financiera para comprar entidades extranjeras y así aumentar su grado de diversificación geográfica. Por último, la evolución del tipo de cambio del euro, que ha tendido a depreciarse, también ha desempeñado un cierto papel en la misma dirección durante este período.

Por otra parte, el panel superior derecho del gráfico 1 ilustra cómo durante los últimos años se ha incrementado la diversificación por áreas geográficas del negocio de las entidades españolas en el exterior, elevándose el peso de los activos y pasivos fuera de la UE.

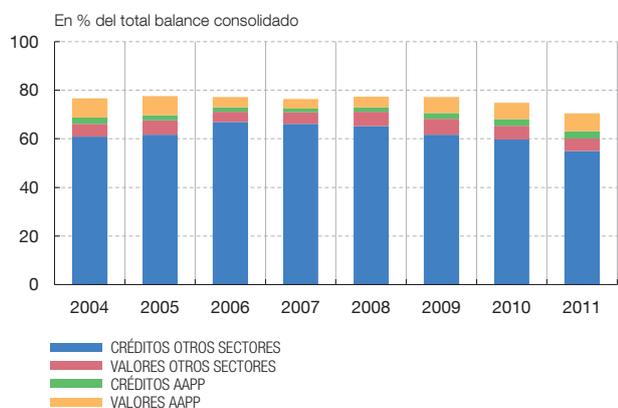
CRÉDITOS Y CARTERA DE TÍTULOS



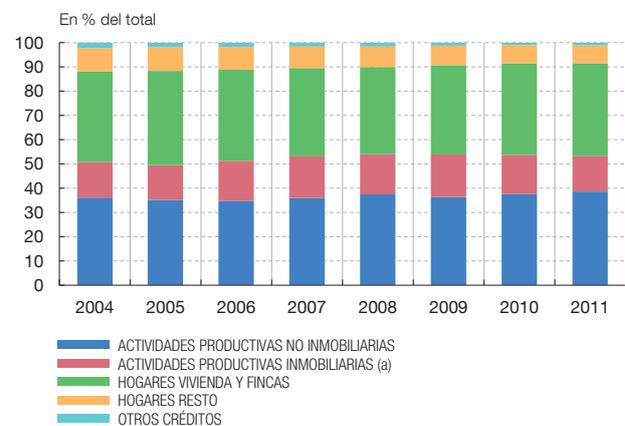
CRÉDITOS A EMPRESAS Y HOGARES: DESGLOSE SECTORIAL



CRÉDITOS Y CARTERA DE TÍTULOS



CRÉDITOS A EMPRESAS Y HOGARES



FUENTE: Banco de España.

a Epígrafes de construcción, salvo infraestructuras, y servicios inmobiliarios.

**Evolución de las inversiones**

El panel superior del gráfico 2 recoge la evolución de la financiación total (créditos, valores representativos de deuda y otros títulos) concedida por las entidades en su negocio en España, mostrándose la variación neta interanual de los saldos. Se observa cómo a partir de 2007 los fondos concedidos al sector privado empezaron a desacelerarse, hasta hacerse los flujos netos negativos a partir de 2009 para algunas rúbricas, intensificándose y generalizándose las caídas en los dos últimos años analizados.

El descenso en el crédito bancario concedido a los hogares y a las empresas durante este período ha sido consecuencia de varios factores, muchos de ellos de naturaleza cíclica. Por una parte, la caída de los ingresos y la mayor incertidumbre sobre el futuro han hecho que los agentes revisen a la baja sus planes de gasto e inversión, disminuyendo así sus peticiones de fondos. Adicionalmente, la necesidad de corregir el exceso de endeudamiento del sector privado no financiero alcanzado en la etapa expansiva anterior a la crisis, y el entorno de menor crecimiento de la actividad económica (que dificulta la generación de rentas suficientes para afrontar los pagos derivados de las deudas adquiridas), han reducido tanto la demanda como la oferta de financiación. El retroceso en el valor de los activos también ha afectado en la misma dirección, ya que ha tendido a reducir las garantías disponibles para las operaciones de crédito, especialmente en el caso de los

préstamos hipotecarios. Al margen de consideraciones cíclicas, otro elemento que ha influido ha sido el endurecimiento de los criterios de concesión, debido a la revaluación al alza de los riesgos que ha acompañado a la crisis, y a las mayores dificultades para la captación de recursos y para incrementar el capital<sup>3</sup>, en un contexto en el que los mercados y los reguladores han elevado los niveles mínimos requeridos. Por último, el saneamiento de los activos asociado a los préstamos fallidos también ha contribuido a la reducción del saldo de crédito, en la medida en que se ve minusvalorado por la cuantía de estas operaciones.

La parte derecha del gráfico 2 recoge las variaciones anuales en el saldo de crédito concedido al sector privado y su estructura con un desglose por finalidades<sup>4</sup>. Se observa cómo las mayores caídas en el segmento de actividades productivas se registraron en los sectores con más necesidad de corregir niveles de endeudamiento excesivos y en los que se han visto más afectados por la crisis, como el de empresas relacionadas con actividades de construcción o servicios inmobiliarios. En los hogares, los préstamos sin garantía empezaron a reducirse antes y lo han hecho en mayor medida que los que cuentan con garantías reales. Esta evolución refleja, por una parte, el menor plazo medio de vencimiento de los préstamos sin garantías frente a otras categorías, que hace que el retroceso en las nuevas operaciones se refleje antes en el saldo. Además, la predisposición de las entidades a conceder nuevos fondos en operaciones con garantías se ha visto seguramente menos afectada por la crisis por su menor riesgo relativo. Por último, los mayores saneamientos en este tipo de financiación tienen un mayor impacto negativo, ya que los préstamos fallidos se dan de baja del balance.

En el caso de la financiación concedida a las AAPP (tanto a través de créditos como especialmente mediante compra de títulos), a diferencia de lo que ocurre con los fondos destinados a los agentes privados, se registraron incrementos continuos en los saldos a partir de 2007. Ello es reflejo principalmente de las mayores necesidades de financiación de este sector, en un contexto de elevado déficit público. Adicionalmente, la mayor liquidez relativa de los valores emitidos por las AAPP, en comparación con el crédito a los agentes privados (principal vía de financiación a este sector), ha podido contribuir también en la mayor predisposición de las entidades por invertir en este tipo de instrumentos, en un contexto de mayor preferencia por activos líquidos, especialmente si se tiene en cuenta, además, que el peso relativo de estas inversiones, considerando créditos y títulos, partía de un nivel reducido (5,4 % del balance total en España, en 2007), tanto desde el punto de vista histórico como en comparación con otros países de nuestro entorno (en el promedio de la UEM excluyendo a España, en esa misma fecha, era más de 3 puntos porcentuales (pp) mayor que la correspondiente cifra en nuestro país<sup>5</sup>).

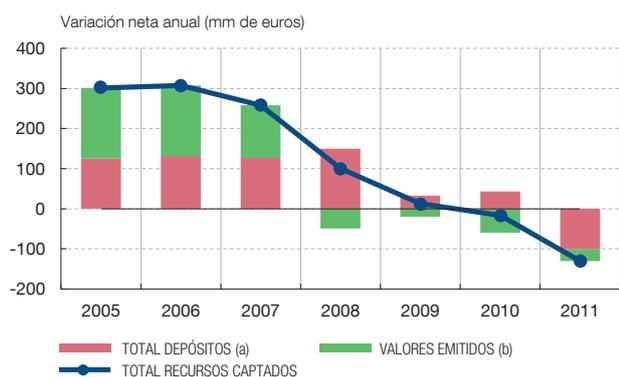
Como consecuencia de esta evolución, el peso del epígrafe que recoge la financiación a los agentes privados en porcentaje del balance total del negocio en España (panel inferior izquierdo del gráfico 2) pasó de valores superiores al 70 % en 2007 a cifras en torno al 60 % en 2011, siendo el segmento más afectado el correspondiente al crédito, que se redujo casi en 12 pp (desde el 67 % al 55 % entre esas dos mismas fechas), mientras que el de valores adquiridos del mismo sector se mantuvo en torno al 5 %-6 %. Por el contrario, la proporción que representan los fondos concedidos a las AAPP ha aumentado más de 5 pp desde 2007, alcanzando el 10,5 % en 2011.

3 Las dificultades para elevar el capital están relacionadas tanto con la menor generación de beneficios por los saneamientos realizados como con las menores posibilidades de acudir al mercado para aumentarlos.

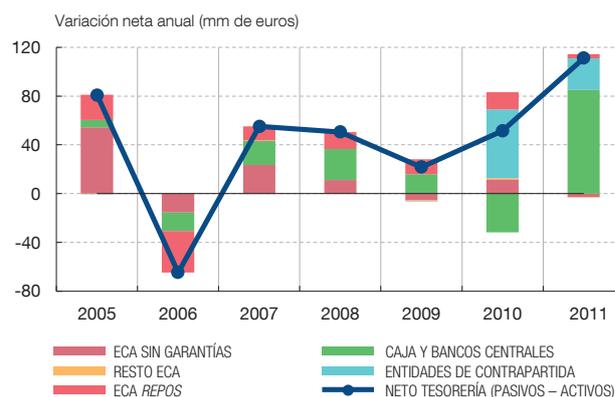
4 En este caso, por no disponerse de esa información en base consolidada, los datos provienen de los estados financieros individuales correspondientes al negocio en España.

5 Según datos obtenidos de los balances agregados de las IMF publicados por el BCE.

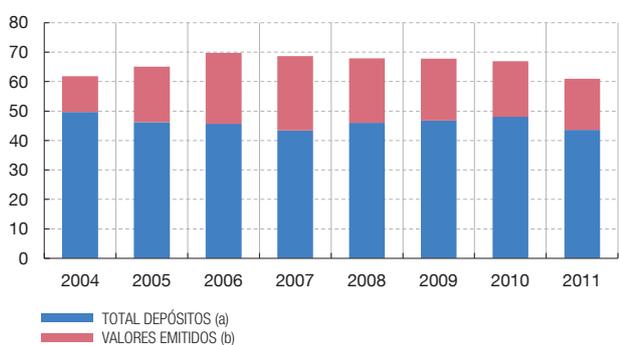
DEPÓSITOS Y DÉBITOS REPRESENTADOS POR VALORES



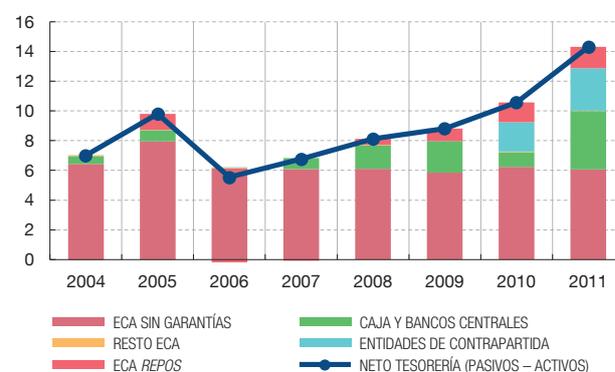
TESORERÍA. PASIVOS – ACTIVOS



Estructura en porcentaje del total balance consolidado



Estructura en porcentaje del total balance consolidado



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye depósitos del sector público, cuentas a la vista a plazo, cesiones temporales de activos, otros depósitos sin clasificar, instrumentos híbridos y ajustes por valoración.
- b Incluye titulaciones netas, descontando las retenidas por la entidad.

**Evolución de los recursos captados**

El gráfico 3 muestra la evolución de los recursos captados por las entidades de crédito para financiar sus inversiones. En los paneles de la izquierda están recogidos los que provienen de los depósitos de clientes y de la emisión de títulos representativos de deuda (incluyendo las titulaciones), y en los de la derecha, los obtenidos de la actividad de tesorería, cuya posición neta ha sido pasiva a lo largo de todo el período analizado, siendo, por tanto, para estos intermediarios, una fuente de financiación.

Como se puede apreciar en los paneles del lado izquierdo del gráfico 3, en los años previos a la crisis la emisión de títulos fue una fuente muy importante de financiación, registrándose unos incrementos claramente superiores a los correspondientes a los de depósitos de la clientela, instrumento tradicional de captación de recursos de la banca española. Esta evolución hizo que el peso de estos valores en el balance total se incrementara notablemente, pasando del 12,1 % en 2004 al 25,3 % en 2007. Pero a partir de esa fecha, como consecuencia de la crisis, el acceso a esta vía de financiación, predominantemente de carácter mayorista, se vio seriamente dificultado. Como consecuencia de ello, en los años siguientes la variación neta del saldo de este epígrafe fue negativa y su peso en el total del balance se redujo en casi 8 pp entre 2007 y 2011.

El saldo de depósitos siguió aumentando, aunque a un ritmo más moderado a partir de 2009, en línea con la menor capacidad para acumular activos financieros del sector privado

no financiero a raíz de la crisis, ligada al débil crecimiento de las rentas y al proceso de desapalancamiento<sup>6</sup>. En 2011, en cambio, se produjo un retroceso de esta partida como consecuencia tanto de una nueva pérdida de dinamismo de la inversión en activos financieros como de una cierta recomposición de carteras desde depósitos a otros instrumentos emitidos por las propias entidades y por otros agentes<sup>7</sup>. En particular, cabe destacar el desplazamiento hacia valores bancarios, impulsado por la penalización introducida el año pasado en los depósitos, y en especial los de elevada remuneración, en los cambios en la normativa sobre las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos. En términos de los pasivos totales, esta partida se ha mantenido a lo largo de todo el período como la más importante, suponiendo al cierre del pasado año alrededor del 44 % del balance consolidado total.

Las entidades han tratado de paliar las dificultades para captar fondos en los mercados de capital con el mayor recurso a la financiación procedente de las operaciones de tesorería. Así, como puede apreciarse en los paneles del lado derecho del gráfico 3, desde el inicio de la crisis, el importe de los recursos netos obtenidos de esta actividad ha registrado una trayectoria creciente, pasando la posición neta pasiva en porcentaje del total balance de negocios en España del 6,8 % en 2007 al 14,3 % en 2011. No obstante, la operativa utilizada para la obtención de fondos por esta vía ha experimentado cambios importantes a raíz de la crisis. Concretamente, el saldo neto de las operaciones de préstamo sin garantía, que eran las más comunes en estos mercados, apenas ha variado durante este período. Por el contrario, los préstamos con garantía, a través tanto de *repos* bilaterales como, sobre todo, de *repos* frente a cámaras de contrapartida central, han presentado una importancia creciente, impulsados por el menor riesgo asociado a ellos para los agentes que proveen fondos. También han adquirido una mayor relevancia los recursos obtenidos del Eurosistema, especialmente en 2011, en que el BCE decidió celebrar dos subastas de liquidez ilimitada a tres años<sup>8</sup>, en el contexto del agravamiento de las tensiones en los mercados financieros europeos, que dificultaban considerablemente la financiación mayorista de las entidades.

Para completar el análisis de la evolución de la captación de recursos, en el gráfico 4 se recoge la evolución de los fondos obtenidos a través de la emisión de acciones y otros títulos de capital. Como se puede apreciar, en los últimos años se han registrado incrementos continuos en el saldo de estos epígrafes (panel superior) y en el peso sobre el balance total (panel inferior). Su evolución responde fundamentalmente a las necesidades de las entidades de crédito de reforzar sus recursos propios como consecuencia de las mayores exigencias de las autoridades y de los mercados.

### Flujos financieros de las entidades de crédito con el resto de sectores

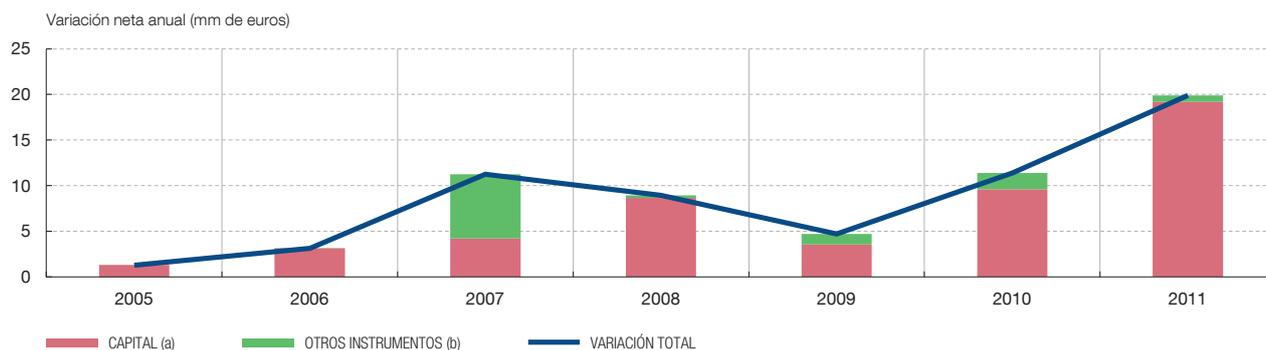
El gráfico 5 recoge la evolución de los flujos financieros de las entidades de crédito frente al resto de los sectores a partir de la información de las cuentas financieras. En el panel superior izquierdo se presentan los ligados a los activos, en el superior derecho los vinculados a los pasivos, en el inferior izquierdo aparece el neto entre ambos y, por último, en el inferior derecho se muestra la posición neta (es decir, en términos de saldos) frente a cada sector. En general, se aprecian las mismas tendencias comentadas

6 Para más detalle sobre la evolución reciente de los depósitos, puede consultarse J. Martínez Pagés (2012), «Análisis de la evolución reciente de los depósitos bancarios en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

7 Nótese que la cifra de depósitos del gráfico 3 no solo incluye los de naturaleza minorista (hogares y sociedades), sino también otros vinculados a la operativa con diferentes intermediarios financieros.

8 Los datos incluidos en este trabajo solo reflejan el efecto de la primera subasta, efectuada a finales de 2011. La otra se hizo en febrero de 2012.

## ACCIONES Y OTROS TÍTULOS DE CAPITAL



## RECURSOS DE CAPITAL CAPTADOS. NEGOCIOS EN ESPAÑA (EN PORCENTAJE DEL TOTAL BALANCE CONSOLIDADO)



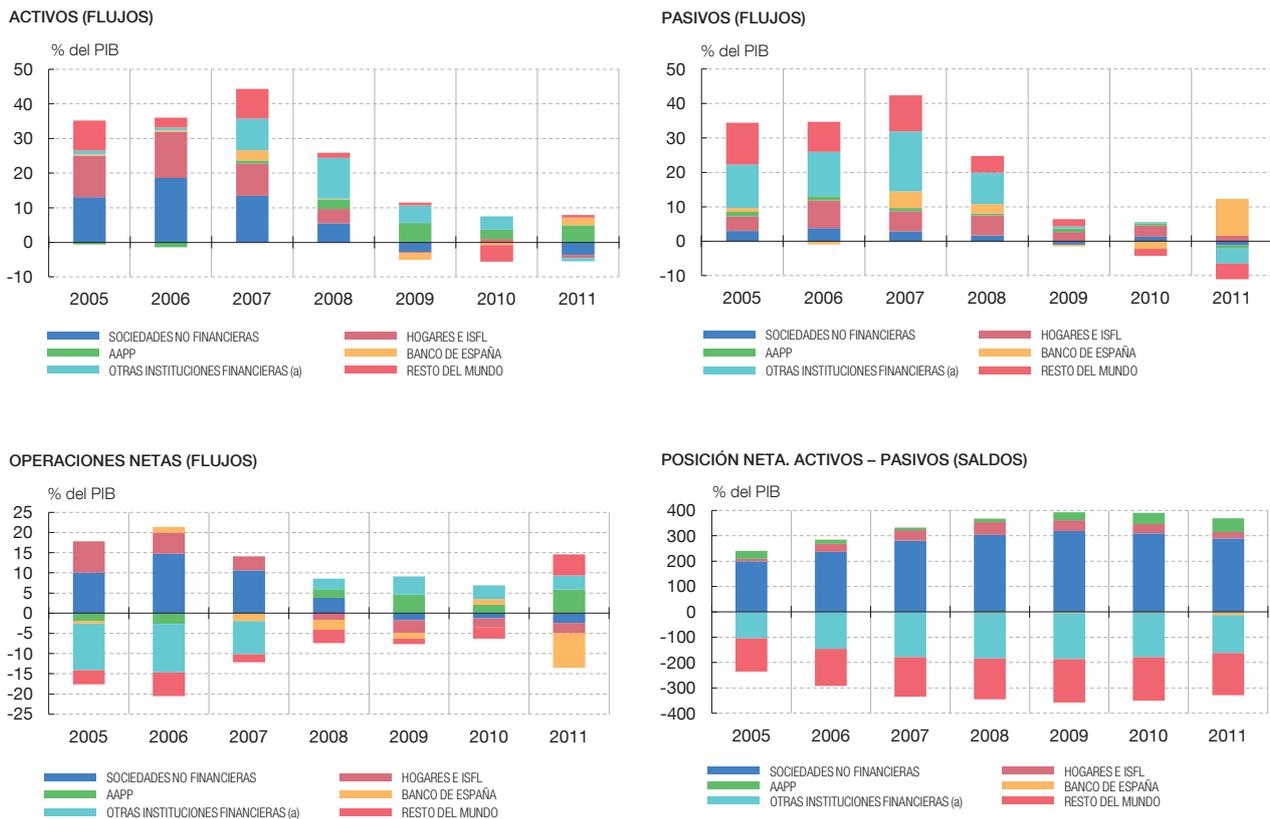
FUENTE: Banco de España.

a Nominal más prima de emisión.

b Cuotas participativas, instrumentos de capital, remuneración de personal y otros con naturaleza de patrimonio neto.

en los epígrafes anteriores, aunque en este caso se pone más claramente de manifiesto el signo de los flujos y de la posición netos de estos intermediarios frente a cada uno de los sectores.

Se detectan cambios importantes tanto en el volumen como en la composición de estos flujos tras el inicio de la crisis. Concretamente, se observa cómo, durante los años previos a esta, las entidades concedieron un importe elevado de fondos a los hogares y a las empresas españolas, financiando estas operaciones mediante los recursos obtenidos de otras instituciones financieras (en particular, los procedentes de los fondos de titulización, que en las cuentas financieras se recogen en esta rúbrica) y del resto del mundo, y también, aunque de modo más moderado, de las propias familias y sociedades. En términos netos, estos dos últimos tipos de agentes obtuvieron financiación, mientras que los no residentes y el resto de instituciones financieras la concedieron. Tras la crisis, tanto la nueva financiación al sector privado no financiero como, en menor medida, los recursos procedentes de estos agentes tendieron a disminuir, lo que llevó a una reducción de la posición acreedora neta frente a las empresas y los hogares, corrigiéndose la tendencia del período anterior a la crisis. Como contrapartida, la posición deudora frente a las otras instituciones financieras y al resto del mundo ha tendido a reducirse, lo que refleja las desinversiones de estos dos tipos de agentes en este período. Por su parte, la posición acreedora frente a las AAPP se ha ido elevando paulatinamente, al tiempo que la deuda neta frente al Banco de España se ha incrementado, especialmente en 2011.



FUENTE: Banco de España.

a Resto de instituciones financieras, excluyendo al Banco de España.

**Conclusiones**

En este artículo se ha ilustrado cómo la crisis ha tenido un impacto muy significativo sobre la actividad de las entidades de crédito españolas. Así, en primer lugar, se ha observado una ganancia de la importancia relativa del negocio en el exterior, que ha venido acompañado de una mayor diversificación por áreas geográficas. Ello parece responder fundamentalmente a las mayores oportunidades de negocio fuera de nuestro país. Dentro de la operativa en España, se detecta durante los últimos años un descenso de la financiación concedida al sector privado, que responde a distintos factores, muchos de ellos de naturaleza cíclica. En cambio, han aumentado los fondos proporcionados a las AAPP, en línea con las mayores necesidades de recursos de estas, vinculadas al elevado déficit público. Por el lado del pasivo, se aprecia una notable disminución de los fondos captados en los mercados de renta fija, lo que revela la desconfianza de los inversores en nuestro sistema financiero. Este recorte se ha visto compensado en parte por la financiación vía *repos* en los mercados interbancarios, aunque más recientemente el acceso a esta vía se ha visto dificultado por el descenso del precio de la deuda pública (principal activo utilizado como garantía en estas operaciones) y por la rebaja en las calificaciones crediticias de estos activos. A ello se ha unido el menor dinamismo de los depósitos bancarios, cuyo saldo se redujo durante 2001, evolución que ha tenido continuidad durante 2012. En este contexto, las entidades españolas han tenido que recurrir a la financiación proporcionada por el Eurosistema, cuyo saldo se ha elevado significativamente durante los últimos meses.

Estos cambios responden en parte a la necesidad de corrección de algunos desequilibrios acumulados por la economía española y por los distintos sectores. En particular, el

excesivo endeudamiento de los hogares y las sociedades significa que estos deben des-apalancarse, lo que tiene lógicamente un reflejo en el balance de las entidades (que son las principales oferentes de fondos de empresas y familias). Pero, para que este proceso sea compatible con la provisión de crédito a los agentes con proyectos solventes, es crucial que se restaure la confianza de los inversores en la economía española y en su sistema financiero.

1.10.2012.



## COMPETITIVIDAD EXTERIOR Y RECUPERACIÓN ECONÓMICA TRAS LA CRISIS: EL CASO DEL REINO UNIDO

Este artículo ha sido elaborado por Fernando López Vicente, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

En este artículo se analiza la evolución del sector exterior del Reino Unido tras la crisis financiera y en qué medida la depreciación de la libra ha contribuido a mejorar su posición exterior y a favorecer el ajuste económico.

Durante la época de expansión previa a la crisis, la economía británica, como muchas otras economías desarrolladas, presentó un patrón de crecimiento sesgado hacia el consumo y la inversión, acompañado de un endeudamiento excesivo del sector privado. La acumulación de desequilibrios —y los factores que los habían alimentado— explica, en buena medida, la magnitud de la crisis y se ha convertido, al mismo tiempo, en el principal lastre para la salida de la misma. En ese contexto, la capacidad de la demanda interna para impulsar el crecimiento es limitada y el reequilibrio tiene que apoyarse en la aportación de la demanda externa. La mejora de la competitividad y la consiguiente expansión del sector exportador se convierten, así, en una prioridad como estrategia de crecimiento sostenido y salida de la crisis.

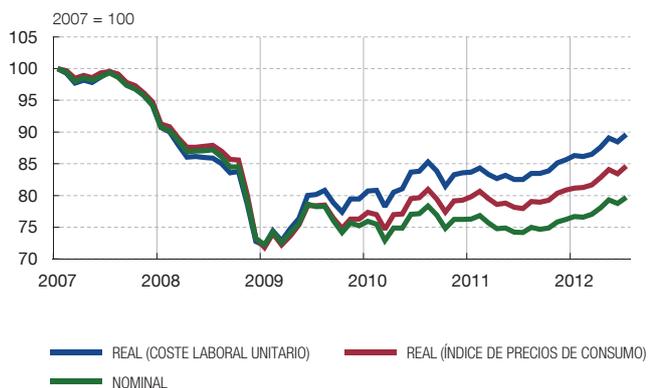
El cambio hacia una mayor aportación de la demanda exterior neta tiende a producirse, en parte, como consecuencia del menor dinamismo de la demanda interna, que reduce las importaciones. Pero, además, dado un determinado avance de los mercados de exportación, la depreciación del tipo de cambio en términos reales y las ganancias de competitividad que ello conlleva —abaratando las exportaciones y encareciendo las importaciones— son un mecanismo adicional de respaldo a ese proceso. La depreciación real se puede producir por una doble vía, bien como resultado de una depreciación del tipo de cambio nominal que no se traslada en su totalidad a los precios y costes internos, bien mediante una variación de los costes y precios relativos.

En este sentido, la experiencia del Reino Unido durante la crisis actual resulta una referencia relevante, pues apunta a que la depreciación cambiaria puede no ser un mecanismo suficientemente eficaz para catalizar un rápido reequilibrio y una recuperación sostenida de la demanda externa. A pesar de la fuerte depreciación de la libra esterlina desde el inicio de la crisis<sup>1</sup>, las exportaciones británicas solo han contribuido moderadamente a la recuperación, poniendo de manifiesto la importancia de otros factores en las mejoras de competitividad que subyacen en el proceso de reequilibrio de una economía por la vía de la demanda externa. Se trata, además, de una experiencia significativa desde el punto de vista de las economías pertenecientes a una unión monetaria, que han renunciado al tipo de cambio nominal como vía de obtener ganancias de competitividad-precio.

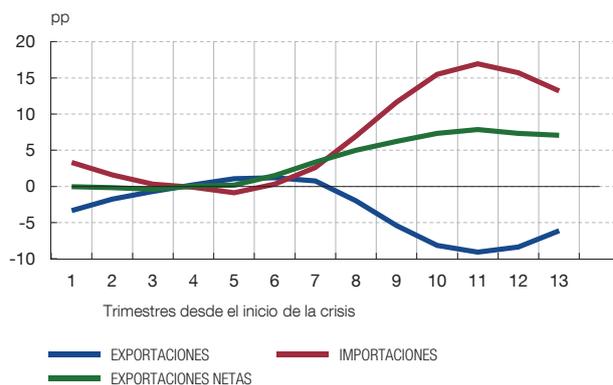
Como se observa en el gráfico 1, entre julio de 2007 y marzo de 2009 el tipo de cambio efectivo nominal de la libra se depreció un 27 %, recuperándose ligeramente desde entonces.

<sup>1</sup> De acuerdo con Astley, Smith y Pain (2009), entre la variedad de causas que determinaron la depreciación de la libra, se incluyen factores reales (debilidad relativa de la economía británica y marcada contracción cíclica) y financieros (elevado riesgo asociado a los activos británicos), amplificados por una grave crisis bancaria. Adicionalmente, la política monetaria expansiva y las medidas no convencionales implementadas por el Banco de Inglaterra durante la crisis han podido favorecer que la libra se mantuviera depreciada con respecto a los niveles previos a la crisis.

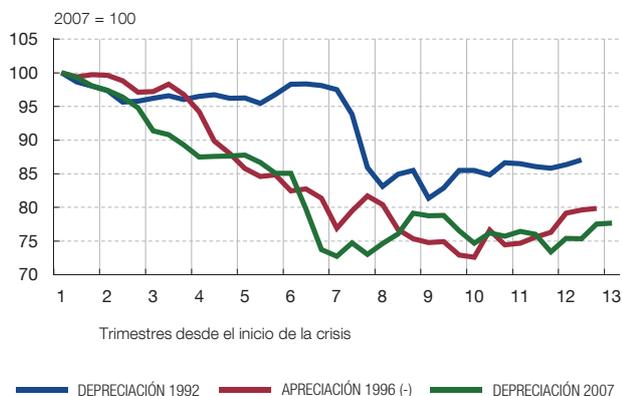
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DE LA LIBRA



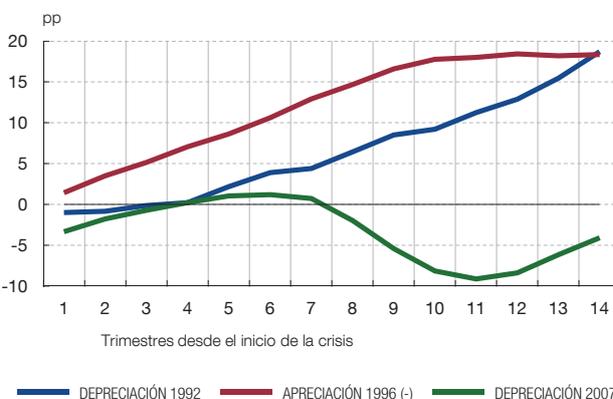
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL (ACUMULADO). DEPRECIACIÓN 2007



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DE LA LIBRA



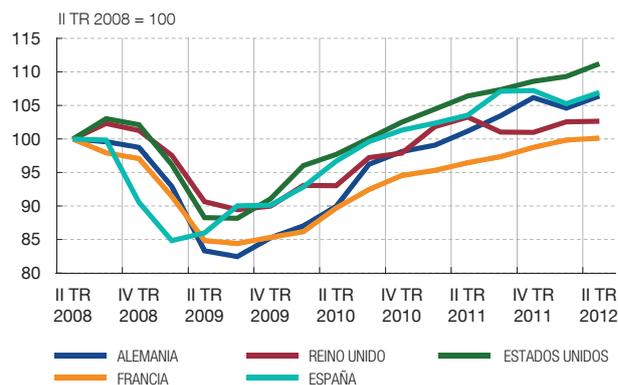
EXPORTACIONES. APORTACIONES AL CRECIMIENTO ACUMULADO



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL

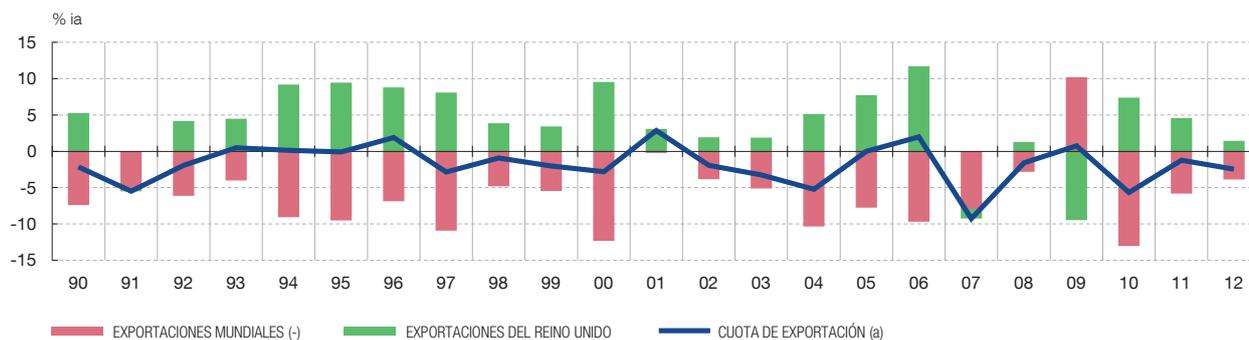


EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES



FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco de España.

A pesar de ello, el sector exportador no ha llegado a convertirse en el motor del crecimiento con la intensidad esperada. Entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto de 2011, la demanda exterior neta tuvo una contribución de 2,3 pp al crecimiento acumulado del PIB (una media anual de 0,6 pp), compensando solo en parte la contracción del consumo y la inversión privados, que en ese período detrajeron casi 8 pp del crecimiento del PIB, en términos acumulados. Esta aportación parece insuficiente, dada la envergadura de la depreciación de la libra, y se ha producido a través de una contracción de las importaciones



FUENTE: Datastream.

a La tasa de variación de la cuota de exportación se calcula como la diferencia entre la tasa de variación de las exportaciones británicas y la de las exportaciones mundiales.

—ligada a la caída de la demanda interna—, más que debido a un resurgir de las exportaciones (véase panel superior derecho del gráfico 1). De hecho, la contribución de las exportaciones al crecimiento del Reino Unido ha sido muy inferior a la registrada en otras experiencias históricas con movimientos similares en el tipo de cambio y su comportamiento se ha aproximado al de otras economías competidoras, como Estados Unidos, Alemania o España, las cuales no han experimentado una depreciación similar de sus monedas (véanse paneles centrales e inferiores del gráfico 1). Adicionalmente, las exportaciones británicas de bienes y servicios continuaron perdiendo cuota de mercado durante la crisis (véase gráfico 2).

En el resto del artículo se analizan los factores que ayudan a explicar este comportamiento de las exportaciones británicas de bienes y servicios<sup>2</sup>. Para ello, en la próxima sección se revisa la evolución de los principales determinantes teóricos de las exportaciones, en concreto, la competitividad-precio y la demanda externa. A continuación, haciendo uso de un modelo econométrico sencillo, se valora en qué medida el comportamiento de las exportaciones británicas ha respondido a la evolución de sus determinantes habituales. El análisis se completa, en la sección siguiente, con una descripción de la estructura sectorial y geográfica de las exportaciones británicas y su posible efecto sobre la evolución de su demanda. En la sección final se exponen las principales conclusiones.

### Los principales determinantes de las exportaciones británicas de bienes y servicios

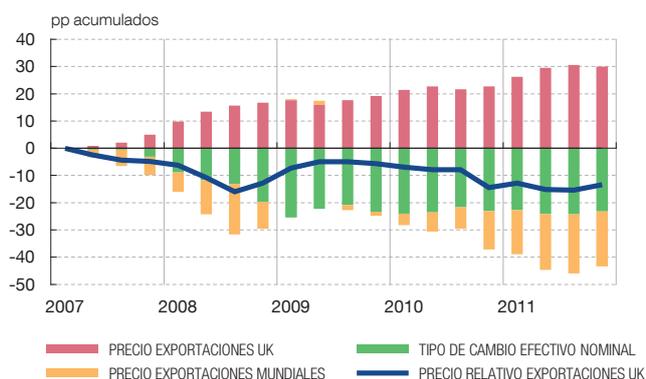
Según los modelos empíricos tradicionales de comercio internacional, el volumen de exportaciones de un país depende del nivel de la demanda externa y del grado de competitividad de sus productos comerciables. Como aproximación a este último factor, se utiliza normalmente una medida del precio relativo de las exportaciones del país en relación con el de los países competidores<sup>3</sup>. Una depreciación de la libra abarata los bienes y servicios británicos en el exterior, favoreciendo un aumento de su demanda externa<sup>4</sup>.

2 Para un análisis de la evolución de las importaciones británicas, puede consultarse Kamath y Paul (2011).

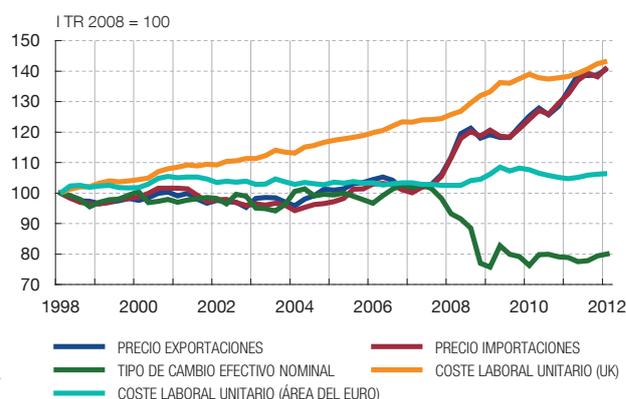
3 Existen factores no relacionados con el precio de las exportaciones que afectan a su competitividad, aunque su medición es difícil y se usan menos en el trabajo empírico. Así, las empresas multinacionales suelen situar parte de sus actividades productivas en países con menores costes de producción, lo que indica que estos podrían ser una medida de competitividad mejor; además, la variedad y calidad de los bienes producidos por una economía también afectan al volumen de comercio. El capítulo 2 del *Informe Anual del Banco de España, 2011* recoge una reflexión sobre el uso exclusivo de medidas de precios y costes como indicadores de competitividad.

4 Sin embargo, este abaratamiento podría ser inferior hoy día al que se producía en el pasado, ya que el fenómeno de la globalización de la producción implica que los países importan buena parte de sus consumos intermedios y estos también se encarecen con la depreciación.

VARIACIÓN PRECIO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES (a)



EVOLUCIÓN DE PRECIOS Y COSTES DE LOS EXPORTADORES



FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco de España.

a El precio relativo de las exportaciones es el precio de las exportaciones británicas en libras dividido por el precio de las exportaciones mundiales en libras. Este último se calcula como el precio de las exportaciones mundiales en moneda extranjera dividido por el índice de tipo de cambio efectivo nominal. Por tanto, un aumento de los precios mundiales o una depreciación de la libra reducen el precio relativo de las exportaciones británicas en libras. La serie de precios de exportación mundiales se calcula con datos de los principales socios comerciales del Reino Unido más el precio del petróleo, ponderados por su peso en el comercio internacional con dicho país.

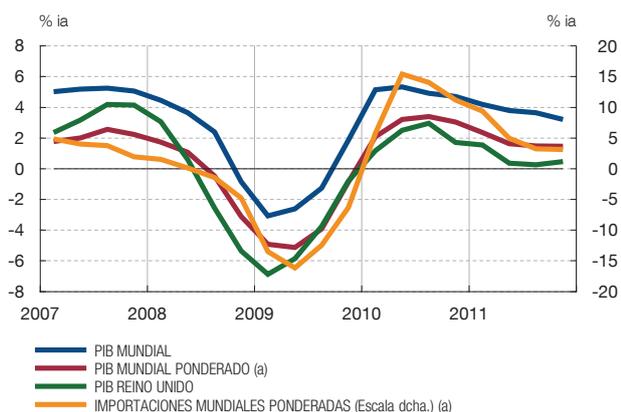
#### COMPETITIVIDAD-PRECIO DE LAS EXPORTACIONES BRITÁNICAS

A pesar de la depreciación nominal de la libra en el entorno del 25 % desde 2007, la ganancia de competitividad, medida a través del precio relativo de las exportaciones, ha sido mucho menor (alrededor del 10 %). En el panel izquierdo del gráfico 3, que muestra la evolución acumulada del precio relativo de las exportaciones británicas de bienes y servicios desagregado por componentes, se observa que la depreciación de la libra fue compensada por un incremento del precio en libras de las exportaciones británicas cercano al 30 %. Este ascenso pudo tener un componente global, ya que el precio de las exportaciones mundiales también se elevó durante el período (+15 %). Sin embargo, el mayor aumento de los precios de exportación en el caso británico sugiere la existencia de factores específicos tras esta evolución.

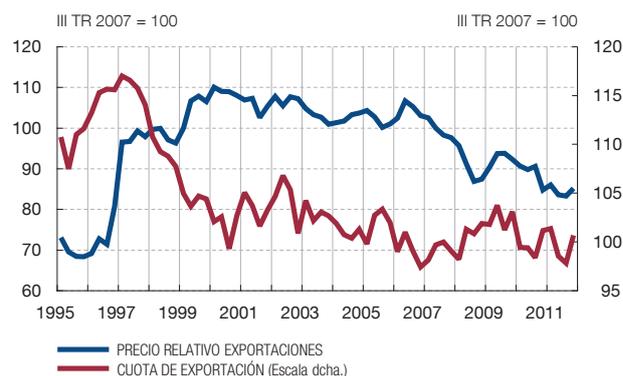
Por un lado, hay indicios de que los exportadores británicos aprovecharon la depreciación para recomponer sus márgenes, deteriorados por el aumento de los costes laborales unitarios (CLU) como consecuencia de la crisis<sup>5</sup>. En paralelo, los costes de producción también se elevaron como consecuencia del encarecimiento de los productos importados, en parte debido a la propia depreciación de la libra. Como se observa en el panel derecho del gráfico 3, los CLU crecieron en el Reino Unido durante gran parte de la crisis; de hecho, lo hicieron a un ritmo superior al del conjunto de la zona del euro. En consonancia, los precios de exportación en libras también crecieron, lo que ayuda a explicar la divergencia entre los precios de las exportaciones mundiales y británicas. Es más, los precios de las exportaciones crecieron en mayor medida que los CLU, lo que apunta a que las empresas respondieron a la depreciación protegiendo sus márgenes, e incluso aumentándolos, a pesar de la caída de la demanda en sus principales mercados en este período. Esta respuesta de los exportadores también podría relacionarse con el deseo de disponer de un colchón de liquidez en un contexto de restricción crediticia e incertidumbre sobre la evolución de la demanda.

5 Véase Comisión Europea (2012).

EVOLUCION DE LA DEMANDA MUNDIAL



CUOTA DE EXPORTACIÓN Y PRECIOS RELATIVOS



FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco de España.

a PIB e importaciones de los principales socios comerciales del Reino Unido ponderados por su peso en el total de exportaciones británicas.

DEMANDA MUNDIAL Y CUOTA DE EXPORTACIÓN

La demanda externa es el principal determinante de la evolución de las exportaciones de un país. Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 4, los principales mercados de exportación británicos se vieron severamente afectados por la crisis económica, lo que tuvo una repercusión negativa en las ventas exteriores de las empresas. El PIB de los socios comerciales del Reino Unido —ponderado por el peso de cada uno de ellos en el comercio con el Reino Unido— retrocedió más del 4 % en términos interanuales (casi dos puntos más que el PIB mundial), aunque se recuperó con mayor fuerza que la economía británica en los años posteriores. En la misma línea, los mercados de exportación británicos —la evolución del volumen de importaciones ponderadas de bienes y servicios de los socios comerciales del Reino Unido— experimentaron un colapso durante la crisis superior al 6 % en términos interanuales, para rebotar con fuerza en 2010 y moderarse en 2011.

La volatilidad de la actividad y del comercio mundial hace difícil aislar el efecto de la depreciación de la libra sobre el comercio exterior británico. La cuota de mercado, en términos reales, de las exportaciones de bienes y servicios del Reino Unido permite una mejor aproximación. Como se aprecia en el panel derecho del gráfico 4, dicha cuota se ha ido reduciendo a lo largo de los últimos años, así como durante las dos últimas décadas (lo que se observa en el gráfico 2). Existen varios factores que explican esta evolución. Por un lado, la irrupción en el mercado mundial de economías emergentes con bajos costes de producción, que han desplazado gran parte del comercio mundial, lo que ha provocado una caída de la cuota exportadora de la mayoría de los países desarrollados. Por otro lado, la fuerte apreciación de la libra esterlina en 1996 propició un aumento brusco de los precios relativos de las exportaciones británicas que, si bien se corrigió lentamente en la siguiente década, no evitó que los exportadores sufriesen pérdidas de competitividad y de cuota de mercado<sup>6</sup>. La depreciación de la libra a partir de 2007 facilitó una ganancia de competitividad que atenuó la pérdida de cuota de los años precedentes, aunque esa mejora ha resultado ser transitoria y se ha revertido recientemente<sup>7</sup>.

6 Véase Wren-Lewis y Driver (1998).

7 Véase Kamath y Paul (2011).

Con el fin de valorar en qué medida el comportamiento reciente de las exportaciones británicas de bienes y servicios ha respondido a la evolución de sus determinantes habituales, a continuación se presentan los resultados de la estimación de un sencillo modelo empírico, en el que las exportaciones reales dependen, fundamentalmente, de la demanda mundial y de la competitividad-precio de los productos de exportación<sup>8</sup>:

$$\text{Exportaciones} = f(\text{Demanda mundial, Competitividad})$$

La especificación empírica considerada para la demanda de exportaciones consiste en un mecanismo de corrección de error que permite estimar la elasticidad-renta y la elasticidad-precio de largo plazo de las exportaciones<sup>9</sup>.

Las exportaciones de bienes y servicios se miden en términos de volumen<sup>10</sup>; la demanda mundial se aproxima, como es habitual en la literatura, por el volumen de importaciones de bienes y servicios de los países compradores, ponderado por el peso de cada país en las exportaciones del Reino Unido; la competitividad-precio se mide por los precios relativos de exportación<sup>11</sup>, es decir, por el cociente entre el precio de las exportaciones del Reino Unido y el de los bienes y servicios sustitutivos, procedentes de los países competidores, también ponderados, expresados en la misma moneda. En la regresión se consideran los retardos en estas variables y se incluye una tendencia lineal que aproxima el progreso tecnológico y la mejora de calidad de los bienes y servicios exportados. El modelo se ha estimado con información trimestral correspondiente al período 1997-2011.

Las estimaciones indican que la elasticidad de las exportaciones de bienes y servicios con respecto a los movimientos de la demanda (la elasticidad-renta es 0,95) es mayor que con respecto a los precios relativos (la elasticidad-precio es -0,26). Estos resultados están en línea con los obtenidos por otros estudios empíricos: la estimación de la elasticidad-renta es cercana a uno, mientras que la elasticidad-precio —que presenta mayor variabilidad en los distintos estudios— toma un valor medio de -0,3; es decir, una reducción del 10 % en el precio relativo, similar a la observada en el Reino Unido desde el inicio de la crisis, debería haber impulsado las exportaciones un 3 %.

Como puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 5, las exportaciones británicas se han comportado en los últimos cuatro años peor de lo predicho por el modelo: tras cinco años de depreciación, el nivel acumulado de las exportaciones de bienes y servicios es un 30 % inferior al pronosticado con el modelo estimado. Como se comenta a continuación, la composición por productos de las exportaciones y su distribución geográfica ayudan a explicar este comportamiento.

8 Otros modelos más elaborados incluyen factores de oferta —como el *stock* de capital productivo—, fuentes de competitividad distintas a los precios relativos —como la calidad de las exportaciones vía inversión en I+D—, o la incidencia de la inversión directa en los flujos comerciales. Wren-Lewis y Driver (1998) y Barrell *et al.* (2006) ofrecen estimaciones de este tipo de modelos para el caso británico.

9 Véase, por ejemplo, García *et al.* (2009) y Wren-Lewis y Driver (1998) para una explicación pormenorizada de este tipo de modelos.

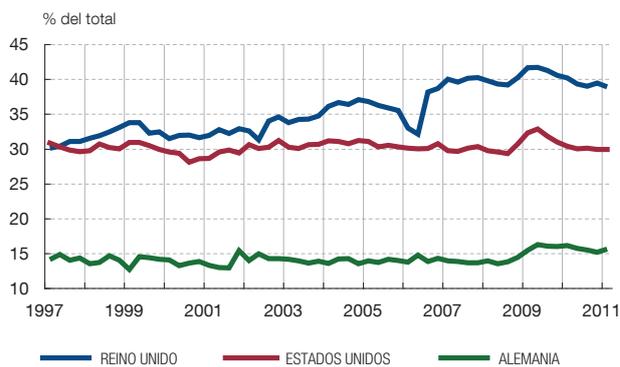
10 Todas las variables están expresadas en logaritmos, por lo que los coeficientes miden elasticidades.

11 Esta es la forma tradicional en la literatura de incorporar la competitividad-precio en este tipo de modelos. No obstante, podría tener ciertas limitaciones si se considera que para una economía relativamente pequeña en el comercio mundial, como la británica, los precios de exportación podrían venir dados. Como alternativa para medir la competitividad podrían utilizarse otras variables como los CLU o los precios industriales. No obstante, estas variables también presentan limitaciones, ya que su medición para el conjunto de la economía no tiene por qué reflejar adecuadamente la evolución de la competitividad para el sector exportador.

DEMANDA DE EXPORTACIONES: AJUSTE DEL MODELO ESTIMADO



EXPORTACIONES DE SERVICIOS



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

### Estructura de las exportaciones británicas y su efecto sobre la demanda externa

#### EL DISTINTO COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS

En términos de comercio internacional, el Reino Unido ha tendido a especializarse en el comercio de servicios, debido en gran parte a su sesgo productivo hacia dicho sector, lo que le ha otorgado un protagonismo especial en el comercio de servicios a nivel mundial. Como se observa en el panel derecho del gráfico 5, el peso de las exportaciones de servicios en el total de exportaciones del Reino Unido pasó del 25 % a principios de los años noventa a cerca del 40 % en la actualidad, comparado con el menor peso y la relativa estabilidad en Alemania (15 %) y en Estados Unidos (29 %). Esto ha tenido una repercusión en las cuotas de exportación desagregadas durante las últimas décadas. Según Kamath y Paul (2011), mientras que el Reino Unido perdía cuota de mercado en las exportaciones de bienes, la ganaba en los servicios. Sin embargo, según los mismos autores, este patrón cambió a raíz de la depreciación de la libra iniciada en 2007: desde entonces, la cuota de las exportaciones de bienes británicos se mantuvo —incluso aumentó ligeramente—, mientras que se redujo en el caso de los servicios. Varios hechos podrían explicar esta evolución.

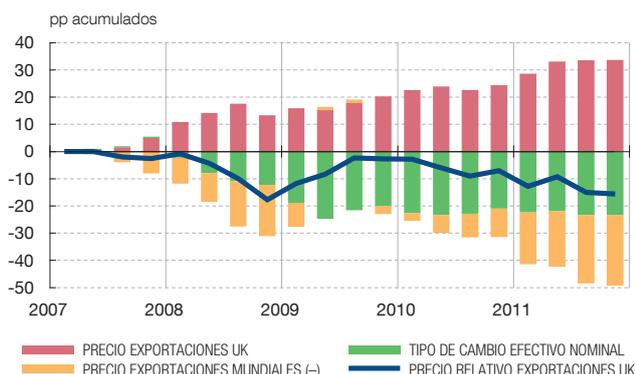
En primer lugar, según diversos trabajos<sup>12</sup>, las exportaciones de bienes tienen una elasticidad-precio mayor que las de servicios, sobre todo porque en este último segmento se compite básicamente en calidad y reputación, más que en precios. De hecho, un aumento de los precios de los servicios en muchos casos refleja mejoras de la calidad. Por este motivo, la depreciación de la libra habría tenido un efecto mayor sobre la cuota de exportaciones de bienes que sobre la de exportaciones de servicios.

Por otro lado, este efecto podría haberse visto amplificado por el hecho de que el precio relativo de las exportaciones de bienes ha experimentado una caída acumulada algo más intensa que el precio relativo de los servicios desde el año 2007 (véase gráfico 6). Y ello a pesar de que los precios de exportación en libras de los bienes aumentaron algo más que los de servicios. De este modo, parece que los exportadores de bienes habrían tratado de aprovechar con más intensidad la ganancia de competitividad-precio proporcionada por la depreciación de la libra.

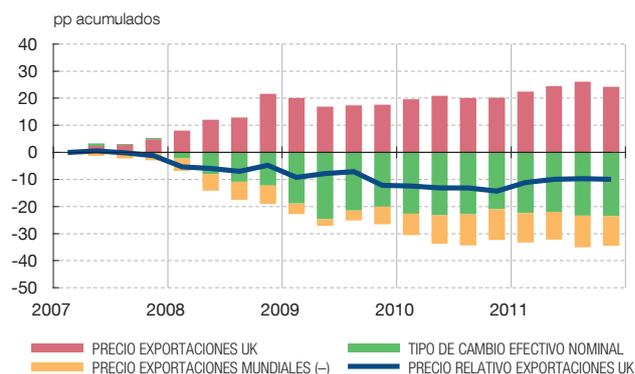
El comportamiento diferencial de las exportaciones de bienes y de servicios se aprecia también si se compara la evolución real observada de ambas series con las predicciones

12 Véanse Pain y Van Welsum (2004), Pain *et al.* (2005) y Wren-Lewis y Driver (1998) para el caso británico.

VARIACIÓN PRECIO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES



VARIACIÓN PRECIO RELATIVO DE LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS



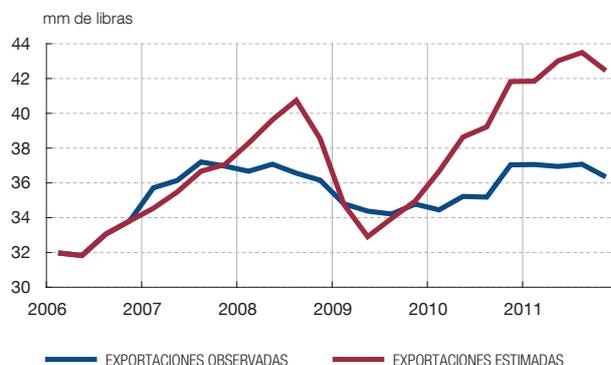
FUENTES: Datastream, Eurostat y Banco de España.

MODELOS DE DEMANDA DE EXPORTACIONES: BIENES Y SERVICIOS

EXPORTACIONES DE BIENES



EXPORTACIONES DE SERVICIOS



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

de sendos modelos empíricos de demanda de exportaciones de bienes y de servicios, contruidos según la metodología expuesta en el epígrafe anterior (véase gráfico 7). En el caso de los bienes, las exportaciones cayeron más de lo que sería consistente con el modelo, si bien desde 2010 su recuperación ha sido también mayor que la proyectada, lo que apunta a que, aunque con retraso, habrían reaccionado positivamente a la depreciación y al ajuste de los precios relativos. Las de servicios, sin embargo, tuvieron un comportamiento claramente peor de lo explicado por el modelo.

Un análisis más detallado de la composición de las exportaciones británicas por tipo de bien y de servicio puede contribuir a explicar este comportamiento más negativo de las exportaciones de servicios. Como muestra el cuadro 1, las exportaciones de bienes del Reino Unido tienen una elevada proporción de bienes con un componente tecnológico alto, que ha tendido a elevarse con el tiempo. Según las estimaciones de Buisán *et al.* (2006), la mayoría de las industrias británicas actúan como precio-aceptantes en el comercio mundial, con una capacidad limitada para trasladar un aumento de costes a los precios de exportación. Esto implicaría que, ante una depreciación de la moneda, las empresas británicas tendrían la posibilidad de reducir el precio relativo de sus exportaciones, ganar cuota de mercado y, al mismo tiempo, aprovechar la depreciación para proteger sus márgenes, como parece que ha ocurrido durante la crisis.

## COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES BRITÁNICAS

CUADRO 1

En porcentaje

Exportaciones por tipo de bien	1990-2000	2001-2010	Exportaciones por tipo de servicio	1990-2000	2001-2010
Productos aliment., bebidas y tabaco	6,8	5,5			
Productos básicos	1,7	2,1	Transporte	18,7	13,0
Petróleo	6,5	9,6	Viajes	22,1	13,2
Carbón, gas y electricidad	0,4	1,0	Comunicación	2,1	2,8
Manufacturas	11,7	9,6	Construcción	0,3	0,5
Vehículos	4,5	5,8	Seguridad	4,0	3,7
Bienes de capital	17,8	16,8	Financieros	18,1	25,3
Navegación aérea y marítima o fluvial	4,0	3,6	Informática	2,0	4,8
Bienes intermedios	20,7	18,1	Patentes y licencias	6,4	5,7
Otros bienes consumibles	8,8	8,0	Otros servicios a empresas	22,9	27,8
Productos químicos	13,5	16,9	Cultura y ocio	1,2	1,7
Metales preciosos	2,1	2,5	Gubernamentales	2,7	1,5
Memo:			Memo:		
Total bienes (% total export.)	72,7	62,4	Total servicios (% total export.)	27,3	37,4

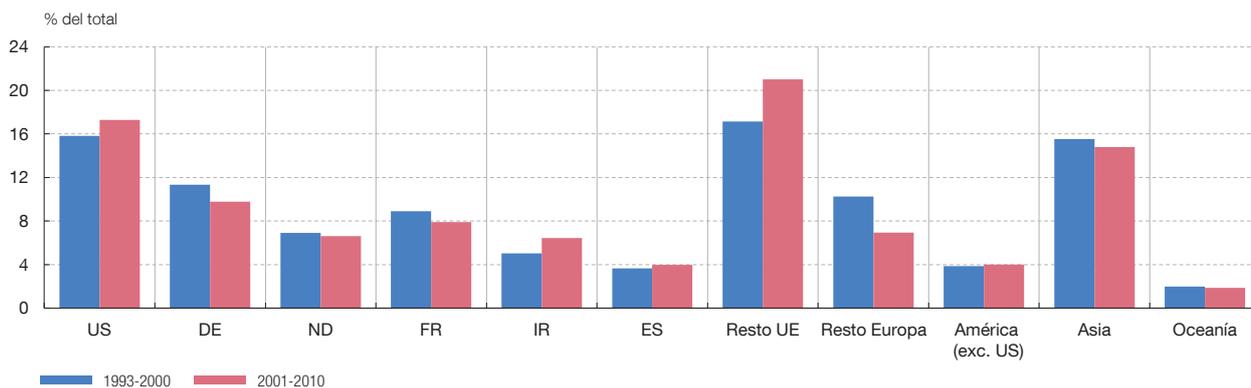
FUENTE: Office for National Statistics.

En el caso de los servicios, la composición está sesgada hacia los servicios financieros —y otros relacionados, como asesoría y contables—, que pasaron de representar el 18 % del total del comercio de servicios a principios de la década al 32 % en 2008, para reducirse al 25 % en 2011. Es decir, las exportaciones de servicios financieros suponen actualmente el 11 % del total de exportaciones británicas de bienes y servicios, frente al 4 % en Estados Unidos y el 1 % en Alemania. Precisamente, la contracción de la actividad en el sector financiero a nivel mundial durante la presente crisis podría ser causa de la debilidad de las exportaciones británicas de servicios y de su pérdida de cuota de mercado, al estar especializadas en un sector que ha perdido peso en el total del comercio mundial<sup>13</sup>. De hecho, mientras que las exportaciones británicas de servicios crecieron un 8 % entre los años 2008 y 2011, las de servicios financieros cayeron sensiblemente (–3,5 %) en el mismo período. Adicionalmente, la propia crisis del sector financiero británico podría haber provocado cierta pérdida de competitividad de dicho sector frente a otros países proveedores de servicios financieros, lo que también explicaría la debilidad de las exportaciones y la reducción de la cuota de mercado.

## DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS

Como ya se comentó anteriormente, otro factor que puede explicar el comportamiento de las exportaciones británicas es que siguen concentradas en mercados tradicionales, como la UE (que representa más del 55 % del total) o Estados Unidos (17 %), tal y como se muestra en el gráfico 8. Mientras, las dirigidas a las economías emergentes con un elevado crecimiento han perdido cierto peso en la última década y suponen menos del 25 % del total. Si bien en los años anteriores a la crisis esta composición geográfica no repercutió significativamente en la evolución de la cuota de exportación, dado el elevado crecimiento general de las economías a nivel mundial, sí lo ha hecho después, puesto que han sido precisamente los principales mercados de exportación británicos los más afectados por la presente crisis (véase gráfico 4), los cuales, además, han perdido peso en el

13 Según datos de la Organización Mundial del Comercio (*International Trade Statistics, 2011*), el peso de los servicios financieros en el total mundial de exportaciones de servicios habría caído desde el 8 % en 2008 al 7 % en 2010.



FUENTES: Office for National Statistics y Banco de Inglaterra.

total del comercio mundial en favor de las economías emergentes. Como la elasticidad-renta de las exportaciones es superior a la elasticidad-precio (véase segundo epígrafe), el sesgo exportador hacia países con reducido crecimiento potencial hace que la recuperación de las exportaciones, tras la depreciación, haya sido modesta.

No obstante, el comportamiento reciente sí parece indicar un cierto reequilibrio hacia mercados más dinámicos, aprovechando la depreciación de la libra, a pesar de que su peso en el total es todavía reducido. Kamath y Paul (2011) analizan la evolución de la cuota de exportación británica de bienes por áreas geográficas y observan cómo la relativa estabilidad de los últimos años, rompiendo la tendencia decreciente observada hasta entonces, se debe al aumento de la cuota en los países no-UE, que compensó la caída de la cuota en los países de la UE. Este comportamiento divergente se ha producido a pesar de que la libra se ha depreciado en una cuantía similar frente a las principales monedas de ambas áreas; sin embargo, los precios relativos de las exportaciones británicas han caído en una proporción mayor en el caso de las regiones fuera de la UE que de la UE, lo que podría explicar en parte esta evolución más favorable. Según estos autores, los exportadores británicos han aprovechado la depreciación de la libra para aumentar sus cuotas de exportación en países de elevado crecimiento, como los de Asia, al tiempo que se han reducido las cuotas de exportación en la UE, debido, en gran parte, a la creciente competencia de las economías emergentes en dichos mercados.

### Conclusiones

Tras la crisis económica y financiera de 2007-2008, la recuperación de las economías que acumularon importantes desequilibrios previos —muchas de ellas, en términos de un excesivo endeudamiento privado— requiere una mayor contribución de su sector exterior. Para ello, la consecución de ganancias de competitividad se convierte en una condición necesaria. La devaluación de la moneda representa una vía potencial para lograr ese objetivo, pero, como ha puesto de manifiesto la evolución de las exportaciones británicas durante la crisis, dista de ser una panacea.

En este artículo se muestra que, ante la fuerte depreciación experimentada por la libra desde el inicio de la crisis, la evolución de las exportaciones ha sido más débil de lo esperado y su contribución al crecimiento ha sido menor que la observada en otros episodios con movimientos similares en el tipo de cambio. Varios factores explican este comportamiento.

Por un lado, ante la depreciación de la libra los exportadores británicos aumentaron sus precios de exportación en libras —tanto en el caso de los exportadores de bienes como

de servicios— con el objetivo, posiblemente, de recomponer sus márgenes, en un entorno de elevados incrementos de los costes laborales unitarios y de los precios de los consumos intermedios. Esta recomposición de márgenes pudo dificultar una ganancia de cuota de mercado, pero mitigó el impacto negativo de la acumulación de los aumentos de costes sobre la viabilidad de las empresas. Ello explica que la ganancia de competitividad-precio fuera menor de la prevista y que las exportaciones crecieran menos de lo que un ajuste total del precio hubiera sugerido.

Por otro lado, incluso teniendo en cuenta que las ganancias de competitividad han sido limitadas, la evolución de las exportaciones ha sido menos favorable de lo que cabría esperar. A ello contribuye la estructura de productos y geográfica de su comercio. Una gran parte de las exportaciones británicas son servicios, cuya elasticidad-precio es menor que la de las exportaciones de bienes, lo que pudo fomentar este comportamiento. Además, dentro de las exportaciones de servicios, los financieros son mayoritarios. Esta especialización —derivada en gran medida de la elevada ventaja comparativa de las empresas del Reino Unido en dicho sector— y la drástica contracción de la demanda a nivel mundial de este tipo de servicios a raíz de la crisis serían factores clave para explicar el comportamiento reciente del sector exterior en dicha economía. Respecto a la orientación geográfica, las exportaciones británicas siguen concentradas en mercados tradicionales, principalmente economías desarrolladas, que han sido especialmente afectadas por la actual crisis, mientras que las dirigidas a mercados emergentes con elevado potencial de crecimiento han venido perdiendo peso en el total hasta muy recientemente.

La plena recuperación de las exportaciones británicas, en especial en el corto plazo, dependerá de una recuperación sólida de la demanda mundial y de la actividad en los mercados financieros, así como de la capacidad de las empresas para aprovechar su mayor competitividad para ganar cuota de mercado, en particular en las economías emergentes, que es donde se concentra el dinamismo del comercio internacional.

16.10.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASTLEY, M., J. SMITH y D. PAIN (2009). «Interpreting recent movements in sterling», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 49, n.º 3, pp. 202-214.
- BANCO DE ESPAÑA (2012). «La competitividad de la economía española», *Informe Anual, 2011*, capítulo 2.
- BARRELL, R., A. CHOY y S. KIRBY (2006). «Globalization and UK trade», *National Institute Economic Review*, vol. 195, pp. 63-67.
- BUISÁN, A., D. LEARMONTH y M. SEBASTIÁ-BARRIEL (2006). «UK performance by industry», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 37, n.º 3, pp. 308-315.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). *In-Depth Review for the United Kingdom in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, Commission Staff Working Document.
- GARCÍA, C., E. GORDO, J. MARTÍNEZ-MARTÍN y P. TELLO (2009). *Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 0905, Banco de España.
- HOOPER, P., K. JOHNSON y J. MÁRQUEZ (2000). «Trade elasticities for the G-7 countries», *Princeton Studies on International Economics*, n.º 87, agosto.
- KAMATH, K., y V. PAUL (2011). «Understanding recent developments in UK external trade», *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 51, n.º 4, pp. 294-304.
- PAIN, N., A. MOURUGANE, F. SEDILLOT y L. LE FOULER (2005). *The new OECD international trade model*, OECD Economics Department Working Paper n.º 440.
- PAIN, N., y D. VAN WELSUM (2004). «International production relocation and exports of services», *OECD Economic Studies*, n.º 38, issue 1, pp. 67-94.
- WREN-LEWIS, S., y R. L. DRIVER (1998). «Real exchange rates for the year 2000», *Policy Analyses in International Economics*, n.º 54, mayo, Institute for International Economics, Washington DC.



## Introducción

En un entorno internacional marcado por las persistentes tensiones en el área del euro, el crecimiento de la economía latinoamericana continuó en la senda de desaceleración progresiva iniciada en 2011, tras un breve paréntesis en el primer trimestre. Así, la tasa de crecimiento del PIB en el promedio de las siete principales economías de la región<sup>1</sup> se situó, en el segundo trimestre de 2012, en el 2,6 % interanual, lo que representa un descenso de casi un punto respecto al cierre de 2011 y el menor crecimiento desde la salida de la crisis en 2009. En tasas trimestrales, la desaceleración se observó principalmente en el segundo trimestre (0,5 %), puesto que el crecimiento del primer trimestre (0,9 %) supuso un registro algo mejor que los de la segunda mitad de 2011. Todo ello apunta a un escenario regional de «aterrizaje suave», con una moderación del crecimiento superior a la esperada a comienzos de año, aunque similar a la experimentada por otras economías emergentes, y centrada especialmente en dos países, Argentina y Brasil (véase gráfico 1).

En estas dos economías, el crecimiento se moderó principalmente por la debilidad de la demanda interna, en particular de la formación bruta de capital. En el caso de Brasil, la debilidad de la inversión en bienes de equipo, en correspondencia con la prolongada atonía del sector industrial, se ha atribuido a factores estructurales y a los efectos retrasados de la apreciación del tipo de cambio, mientras que en Argentina la inversión en bienes de equipo y la construcción se han visto afectadas en los últimos meses por el control de cambios y las restricciones a las importaciones. En cambio, en el resto de los países las tasas de crecimiento del PIB y de la demanda interna fueron notablemente más sólidas, pero se observó un debilitamiento generalizado de la demanda externa, lo que constituye una diferencia importante respecto a la evolución del pasado año. Esta debilidad en las exportaciones constituye un indicio de que la ralentización de los principales socios comerciales que indujo una marcada desaceleración del comercio mundial (gráfico 1), el descenso del precio de algunas de las principales materias primas que exportan los países de la región (petróleo y metales) y, en menor medida, el aumento de la volatilidad en los mercados financieros han incidido de forma sensible en la evolución económica de América Latina en los últimos meses.

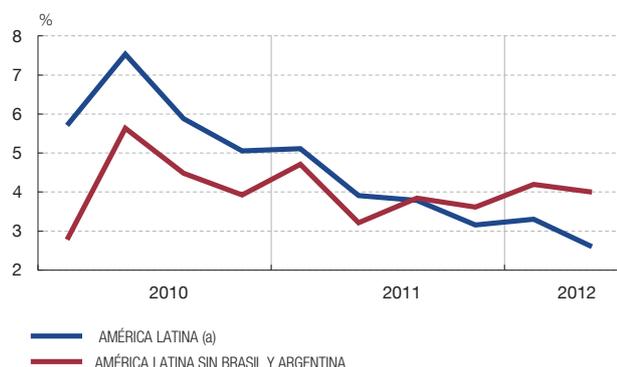
Por el contrario, los precios de consumo experimentaron escasas variaciones en los seis últimos meses. La inflación, medida en promedio regional, se situó en septiembre en el 6,2 % interanual, la misma tasa que en marzo, mostrando cierta rigidez a la baja a pesar de la desaceleración económica. Las expectativas de inflación se mantuvieron estables, o incluso ligeramente al alza en algunos países, situándose, en la mayoría de los países con regímenes de objetivos de inflación, en la parte superior de las bandas de tolerancia. En Brasil, la inflación se estabilizó por encima del 5 % interanual, medio punto por encima del objetivo oficial, pero ello no supuso la interrupción del pronunciado ciclo de recorte de los tipos de interés de referencia, hasta un mínimo histórico del 7,25 %, en un contexto en el que tanto la política fiscal como otras medidas en el ámbito financiero añadieron nuevos estímulos. Entre los restantes países, tan solo Colombia se sumó al ciclo bajista de los tipos de interés en julio y agosto.

En definitiva, aunque los fundamentos económicos de la mayoría de las economías de la región siguen siendo relativamente sólidos y la demanda interna mantiene su dinamismo

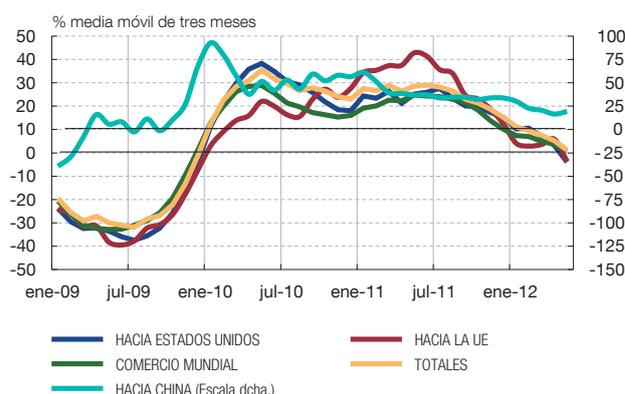
---

1 Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



EXPORTACIONES DE AMERICA LATINA (a) (b)  
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

b Último dato, mayo de 2012.

—salvo alguna excepción destacada, como Brasil y Argentina—, el deterioro del entorno exterior ha afectado significativamente a la región, sobre todo a través del canal comercial. Así, los riesgos procedentes del exterior han seguido estando presentes, aunque los más graves, relacionados con una posible extensión de la crisis soberana en la zona del euro al crecimiento de la economía mundial (e indirectamente a América Latina por los canales comercial, financiero y el de confianza), parecen haberse atenuado tras las iniciativas anunciadas por las autoridades europeas desde el comienzo del verano. Por su parte, los principales bancos centrales de las economías desarrolladas ampliaron su batería de medidas no convencionales para apoyar el crecimiento, lo que debería ser positivo para el conjunto de las economías emergentes, incluidas las latinoamericanas, aunque eventualmente pudiera acentuar los dilemas de política monetaria en algunas de ellas. Por todo ello, aunque los indicadores más recientes apuntan a cierta recuperación sobre todo en los países latinoamericanos que han mostrado un peor desempeño reciente, las políticas económicas se desenvuelven, en general, en un entorno de gran incertidumbre sobre la recuperación global; además, la existencia de posiciones deficitarias en un número de países de la región cada vez mayor plantea un elemento de cautela (véase cuadro 1).

## Entorno exterior

En los últimos meses, la evolución económica y financiera a escala global ha seguido estando condicionada por el desarrollo de la crisis de la deuda soberana en la UEM. Su agravamiento en los meses de primavera, que vino acompañado de una ralentización de la actividad bastante generalizada geográficamente (véase gráfico 2), propició un repunte de la aversión al riesgo, que se tradujo en nuevos episodios de huida hacia la calidad y en retrocesos de las cotizaciones bursátiles. Desde el comienzo del verano, la actuación de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas contribuyó a la configuración de un panorama económico internacional algo paradójico. Así, mientras que los mercados financieros experimentaron una recuperación sustancial —al hilo de la disminución de los riesgos de eventos extremos en el área del euro, y el aumento en el apetito por el riesgo en un contexto de amplia liquidez—, la actividad siguió mostrando una marcada debilidad, y se revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, economías emergentes incluidas.

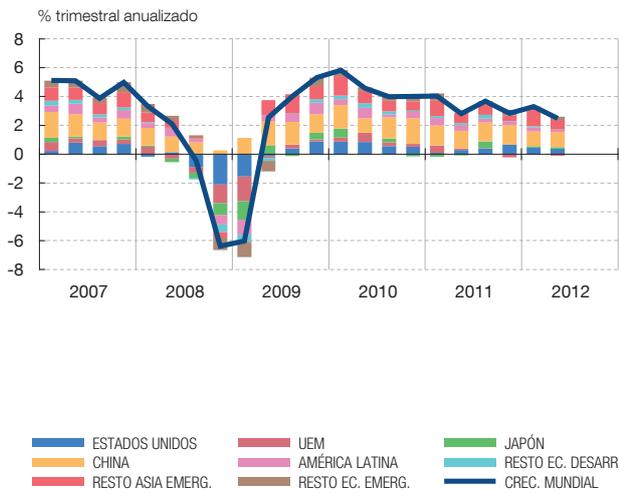
	2009	2010	2011	2010		2011		2012		2012	
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	-1,9	6,3	4,4	6,1	5,4	5,5	4,3	4,4	3,6	3,3	2,6
Argentina (b)	0,9	9,2	8,9	8,6	9,2	9,9	9,1	9,3	7,3	5,2	0,0
Brasil	-0,3	7,5	2,7	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	1,4	0,8	0,5
México	-6,2	5,5	3,9	5,4	4,4	4,4	3,1	4,3	3,9	4,5	4,1
Chile	-1,0	6,1	6,0	7,7	6,7	9,9	6,3	3,7	4,5	5,3	5,5
Colombia (c)	1,7	4,0	5,9	3,0	4,7	5,0	5,1	7,5	6,1	4,7	4,9
Venezuela	-3,2	-1,5	4,2	-0,2	0,5	4,8	2,6	4,4	4,9	5,8	5,4
Perú	0,9	8,8	6,9	9,6	9,2	8,8	6,9	6,7	5,5	6,0	6,1
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
América Latina (a)	6,4	6,4	6,8	6,2	6,6	6,7	6,6	6,9	7,0	6,6	6,0
Argentina (b)	6,3	10,5	9,8	11,1	11,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,7	9,9
Brasil	4,9	5,0	6,6	4,6	5,6	6,1	6,6	7,1	6,7	5,8	5,3
México	5,3	4,2	3,4	3,7	4,2	3,5	3,3	3,4	3,5	3,9	3,9
Chile	0,4	1,4	3,3	2,2	2,5	2,9	3,3	3,1	4,0	4,1	3,1
Colombia	4,2	2,3	3,4	2,3	2,7	3,3	3,0	3,5	3,9	3,5	3,3
Venezuela	28,6	29,0	27,2	29,8	27,3	29,1	24,6	26,5	28,5	25,1	22,3
Perú	2,9	1,5	3,4	2,2	2,1	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2	3,7
<b>Saldo presupuestario (% del PIB) (d)</b>											
América Latina (a) (e)	-2,8	-2,2	-2,0	-2,0	-2,2	-1,8	-1,6	-1,7	-2,0	-2,1	-1,9
Argentina	-0,6	0,2	-1,6	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7
Brasil	-3,3	-2,5	-2,6	-2,3	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6
México	-2,3	-2,9	-2,5	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	-2,7	-2,5
Chile	-4,3	-0,3	1,5	0,0	-0,3	1,0	1,4	2,0	1,5	1,6	1,2
Colombia	-3,8	-3,6	-2,1	-3,6	-3,5	-2,9	-1,5	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0
Venezuela	-5,1	-3,8	—	-3,5	-3,8	—	—	—	—	—	—
Perú	-1,7	0,1	0,9	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,9	0,9	1,3	2,4
<b>Deuda pública (% del PIB)</b>											
América Latina (a)	34,5	33,4	32,1	33,5	33,1	33,0	32,9	32,3	32,1	31,3	—
Argentina	47,9	44,6	40,1	46,1	44,6	44,8	42,9	40,8	40,2	—	—
Brasil	42,1	39,2	36,5	39,4	39,2	38,9	38,6	36,3	36,4	36,5	35,1
México	28,0	27,5	26,5	27,3	26,1	27,1	26,9	27,6	26,5	28,2	28,1
Chile	5,8	8,6	11,2	8,7	9,2	9,0	9,4	10,6	11,2	11,2	11,7
Colombia	35,0	35,0	33,7	34,7	34,7	35,0	33,2	34,1	33,8	33,3	32,8
Venezuela	22,6	28,1	25,1	25,9	28,1	25,1	31,5	34,7	36,6	33,5	—
Perú	27,3	23,4	21,7	23,2	23,4	22,4	21,7	20,9	21,7	20,7	20,0
<b>Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)</b>											
América Latina (a)	-0,3	-0,7	-0,8	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9	-0,7	-0,9
Argentina	3,6	0,8	0,0	1,3	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Brasil	-1,5	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1
México	-0,6	-0,3	-0,8	0,0	-0,3	-0,5	-0,5	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5
Chile	2,0	1,5	-1,3	1,6	1,9	0,8	0,6	-0,4	-1,3	-1,6	-2,7
Colombia	-2,1	-3,1	-3,0	-2,7	-3,1	-3,1	-3,2	-2,9	-3,0	-2,8	-3,1
Venezuela	1,8	5,0	9,2	5,4	5,0	5,8	7,3	8,7	8,6	7,6	5,9
Perú	0,2	-1,7	-1,3	-1,1	-1,7	-2,6	-2,9	-2,0	-1,9	-1,7	-2,0
<b>Deuda externa (% del PIB)</b>											
América Latina (a)	20,6	20,9	19,9	20,4	20,7	20,6	19,9	19,9	19,9	20,0	—
Argentina	37,6	35,0	31,6	34,4	32,4	34,1	28,4	31,1	30,6	32,8	—
Brasil	12,2	12,0	12,0	12,0	12,0	12,3	12,2	12,0	12,0	12,1	16,5
México	18,9	19,0	18,2	18,4	19,0	17,8	18,6	18,0	18,2	18,4	19,1
Chile	42,1	40,1	40,3	40,8	39,9	39,8	39,8	38,6	39,5	39,3	39,8
Colombia	22,7	22,4	22,8	21,5	22,5	20,6	20,9	21,7	22,8	20,6	20,5
Venezuela	22,6	35,5	36,4	33,8	38,8	36,5	36,0	35,2	33,9	31,1	—
Perú	28,1	26,1	24,4	26,6	26,4	28,1	27,9	27,6	26,9	28,5	28,6

FUENTE: Estadísticas nacionales.

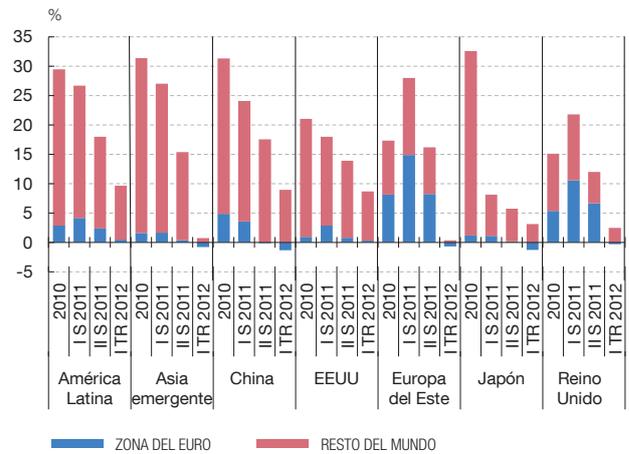
- a Agregado de los siete países representados.  
b Datos oficiales.  
c Ajustado de estacionalidad.  
d Media móvil de cuatro trimestres.  
e Desde el cuarto trimestre de 2010, el agregado del saldo presupuestario no incluye Venezuela.

Tasa trimestral anualizada, puntos básicos, índices y miles de millones de dólares

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



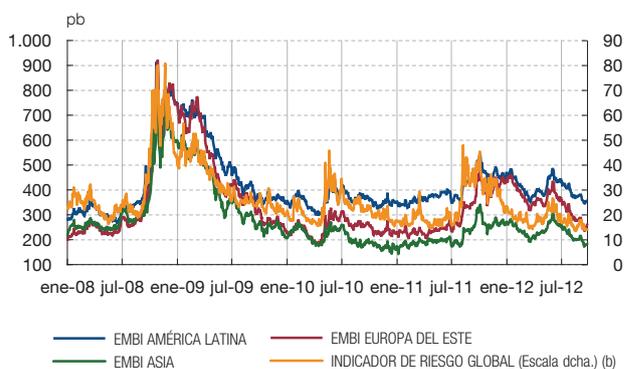
APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES



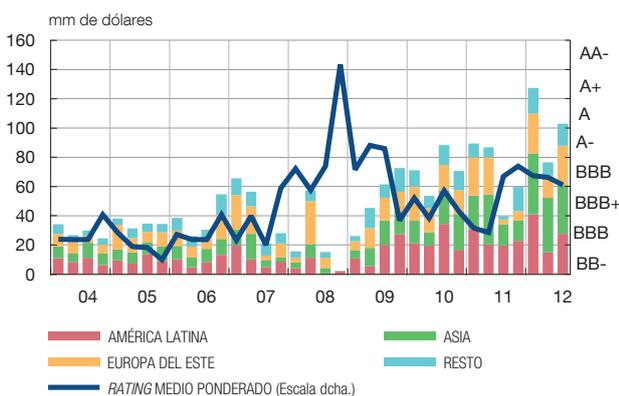
BOLSAS MUNDIALES (a)



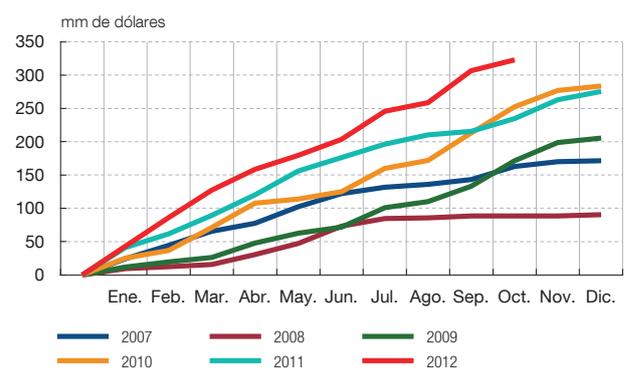
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES (cifras acumuladas)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Dealogic, EPFR y Datastream.

a Índices en dólares.  
b Índice VIX.

En los países desarrollados, tras una cierta reactivación económica en el primer trimestre de 2012, a partir de abril se apreció una desaceleración generalizada, de mayor intensidad en algunas economías, como Japón, la UEM o el Reino Unido, pero también en Estados Unidos, donde el mercado laboral volvió a mostrar síntomas de debilidad. En ese contexto, y con unas tasas de inflación que tendieron a moderarse por la menor presión de los precios de las materias primas, a mediados de año los bancos centrales decidieron poner en marcha nuevas medidas. Destaca la actuación del BCE, que en julio bajó el tipo de interés oficial hasta el 0,75 % y anunció su compromiso de actuar para eliminar el riesgo de redenominación en el área del euro. En septiembre aprobó la introducción de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés), que contempla la compra de bonos soberanos a corto plazo — con vida residual hasta tres años — en el mercado secundario, de manera discrecional, sin límites cuantitativos y bajo una condicionalidad estricta, que estará vinculada a que el país cuyos bonos se adquieran haya solicitado previamente asistencia a los mecanismos europeos. El Consejo Europeo de junio también contribuyó a mitigar las tensiones, al comprometerse en profundizar en los procesos de integración, en particular acelerando la unión bancaria europea.

Por su parte, la Reserva Federal anunció en septiembre un importante conjunto de medidas: el inicio de un nuevo programa de expansión cuantitativa — conocido como *Quantitative Easing 3* —, basado en compras de MBS de agencias con cuantía y extensión ilimitada, y la ampliación de su compromiso de mantener los tipos oficiales en sus niveles actuales hasta mediados de 2015, señalando explícitamente que esto será así aunque la recuperación haya empezado. El Banco de Inglaterra aprobó una nueva facilidad de liquidez a seis meses, amplió su programa de compra de activos y, junto con el Gobierno británico, puso en marcha un esquema con el objetivo de estimular los préstamos al sector privado no financiero. Finalmente, el Banco de Japón expandió el volumen de su programa de compra de activos en sus reuniones de abril y septiembre. En el plano fiscal, continuó siendo intensa la consolidación fiscal en las economías europeas más sometidas al escrutinio de los mercados, mientras crecían las dudas sobre la sostenibilidad en el medio y largo plazo de las finanzas públicas en Japón y Estados Unidos; no obstante, en Estados Unidos el principal riesgo en el corto plazo es de signo contrario: la activación automática de recortes fiscales sustanciales al finalizar este año — el llamado *fiscal cliff* —, que, en caso de que no se llegue a un acuerdo político para evitarlo, tendrá un efecto sobre el crecimiento equivalente a varios puntos del PIB.

Durante este período, las economías emergentes siguieron mostrando una progresiva ralentización de la actividad, que en algunos casos — de modo destacado, en China y la India — fue más intensa de lo esperado. Esta evolución respondió, con algunas diferencias por regiones, a la menor aportación de la demanda externa y, en algunos casos, al progresivo debilitamiento de la demanda interna. El recrudecimiento de la crisis del área del euro incidió de manera destacada en las economías emergentes a través del canal comercial; el impacto fue más acusado en los países de Europa emergente, con unos vínculos comerciales y financieros más estrechos con el área del euro, y en economías como la de China, con un mayor grado de apertura comercial (véase gráfico 2). En general, la inflación experimentó una tendencia a la moderación en el período analizado, si bien en el tercer trimestre los aumentos de los precios de la energía y de algunos alimentos — como resultado en este último caso de las malas cosechas en diversas regiones — propiciaron un cierto repunte de las tasas de inflación. En este contexto, algunos bancos prosiguieron con el ciclo de bajadas de tipos de interés, aunque esta tendencia distó de ser generalizada y predominó más bien una actitud de cautela que se reflejó en un mantenimiento del tono de la política monetaria. En la misma línea, la desaceleración más fuerte de lo anticipado favoreció la aprobación de paquetes de estímulo fiscal en algún caso — China, principalmente —.

## Mercados financieros y financiación exterior

En este contexto, los mercados financieros internacionales se vieron condicionados por el deterioro de las perspectivas de crecimiento económico y por las continuas tensiones asociadas a la evolución de la crisis soberana europea. Sin embargo, las medidas introducidas durante el verano por los bancos centrales de las principales economías avanzadas contribuyeron a estabilizar los mercados financieros, generando ganancias en la mayoría de los índices bursátiles, una disminución de la volatilidad, reducción en las primas de riesgo de deuda de las empresas, cierta mejoría en los mercados de deuda pública de los países europeos en dificultades y una ligera apreciación del euro frente al dólar. Los precios de las materias primas experimentaron ciertas oscilaciones, predominando en general un patrón de descensos en el segundo trimestre que se corrigió desde finales de junio, especialmente en los casos del petróleo y de algunos metales.

La recuperación experimentada por los mercados financieros en los primeros meses de 2012, tras el episodio de inestabilidad del último trimestre de 2011, asociado a la incertidumbre sobre la evolución de la crisis griega, no se consolidó. En el segundo trimestre de 2012, los mercados emergentes volvieron a verse afectados por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en España y en Italia y sobre el futuro del proyecto del euro. Ello se reflejó tanto en los precios de los activos financieros —con descensos en las bolsas, aumento de los diferenciales soberanos y depreciaciones cambiarias— como en las cantidades —salidas de capitales de los fondos de bolsa y caída del ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales, junto con un ligero endurecimiento de las condiciones de emisión— (gráfico 2). No obstante, este episodio de tensión fue también de duración relativamente corta, de modo que, desde finales de mayo, los mercados emergentes comenzaron a recuperarse de nuevo, alcanzando en algún caso niveles previos al verano de 2011. Posteriormente, como se ha mencionado, las medidas de política monetaria adoptadas en los países desarrollados proporcionaron un soporte adicional a estos mercados. La reactivación de los flujos de inversión en bolsa y, sobre todo, deuda, y de las emisiones en los mercados primarios, permitió que, entre enero y octubre, se colocara en los mercados emergentes un volumen superior al del año 2010, que representaba el máximo histórico (gráfico 2).

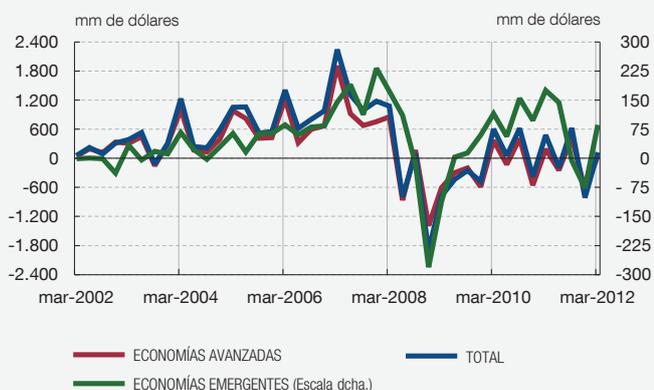
En América Latina, la evolución de los mercados financieros en los seis últimos meses fue paralela a la del resto de los mercados emergentes y estuvo determinada en mayor medida por factores globales que por desarrollos específicos de los países. Entre abril y mayo, los diferenciales soberanos medidos por el EMBI repuntaron en casi 100 puntos básicos (pb), en el momento de mayor tensión, situándose en torno a los 480 pb (gráfico 2). Los países que mostraron un mayor deterioro fueron Argentina y Venezuela (con aumentos de 275 pb y 260 pb, respectivamente), cuyos diferenciales soberanos se vieron afectados también, en el primer caso, por algunas medidas adoptadas por el Ejecutivo para controlar la oferta y la demanda de dólares y, en el segundo, por la cercanía e incertidumbre asociadas a las elecciones presidenciales de octubre. En Chile, en cambio, el aumento del diferencial se limitó a 45 pb, mientras que en Brasil, México, Colombia y Perú se aproximó a los 65 pb.

Dado que la exposición de América Latina a los flujos financieros (inversión directa y capital de la banca extranjera) procedentes de los países más afectados del área del euro, y particularmente de España, es mayor que la de otras regiones emergentes, cabía esperar que los mercados latinoamericanos se hubieran visto afectados más directa e intensamente que otros mercados (véase recuadro 1). Sin embargo, la reacción de los diferenciales soberanos o de las bolsas no fue más intensa que la observada en otras economías emergentes y fue más moderada que la de episodios previos de tensiones

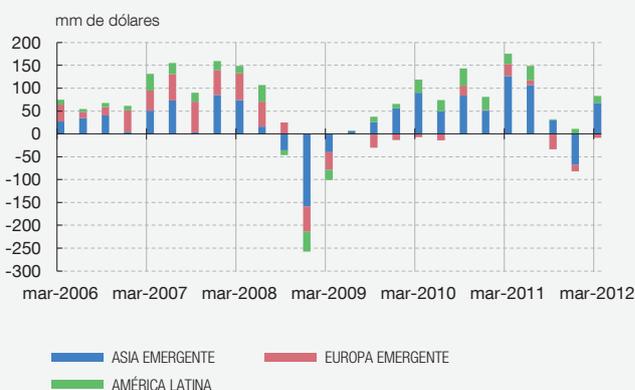
Los principales sistemas bancarios del mundo registraron una intensa expansión internacional en los años previos a la crisis económica y financiera global de 2008. Este proceso de interna-

cionalización tuvo lugar tanto directamente, a través de inversiones transfronterizas —en adelante, flujos bancarios internacionales— como indirectamente, mediante la expansión de la actividad

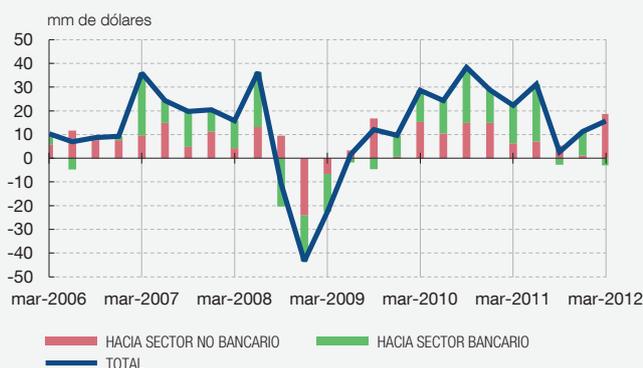
1 FLUJOS BANCARIOS INTERNACIONALES TOTALES



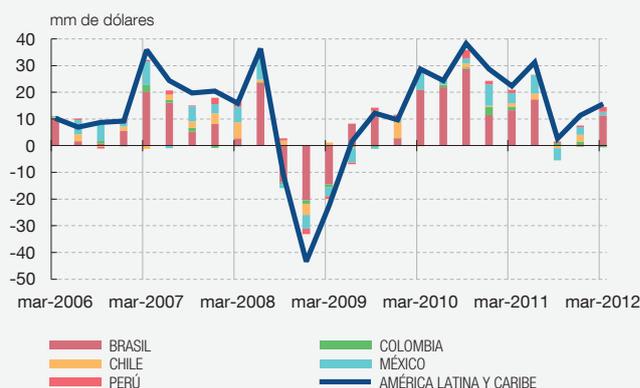
2 FLUJOS BANCARIOS INTERNACIONALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES, POR REGIÓN



3 FLUJOS BANCARIOS HACIA AMÉRICA LATINA, POR SECTOR DE DESTINO



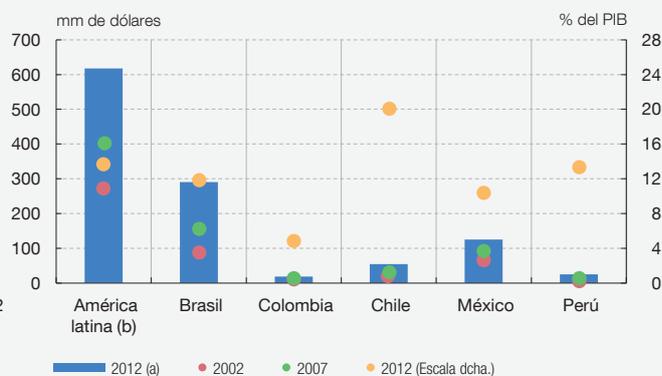
4 FLUJOS BANCARIOS HACIA AMÉRICA LATINA, POR PAÍS DE DESTINO



5 POSICIONES BANCARIAS INTERNACIONALES FRENTE A ECONOMÍAS EMERGENTES



6 POSICIONES BANCARIAS INTERNACIONALES FRENTE A AMÉRICA LATINA



FUENTES: BIS Locational Statistics y Fondo Monetario Internacional.

a Datos hasta el primer trimestre de 2012.  
b Agregado de Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.

bancaria local en los países de destino. La quiebra de Lehman Brothers interrumpió abruptamente dicho proceso, ocasionando un impacto más notable en los flujos bancarios internacionales que en la actividad bancaria local de los bancos extranjeros. Como muestra el gráfico 1, los sucesivos episodios de inestabilidad financiera ocurridos desde 2008 han seguido teniendo un impacto negativo importante sobre la actividad transfronteriza.

En este recuadro se describe la evolución de los flujos bancarios internacionales hacia América Latina en los últimos años, en comparación con los de otras regiones emergentes, utilizando las estadísticas bancarias internacionales del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés). El análisis se realiza con las llamadas *Locational Banking Statistics* (LBS), que resultan más adecuadas para estudiar las tendencias en la integración financiera internacional —por centrarse en los flujos bancarios internacionales desde el país de origen— que las *Consolidated Banking Statistics* (CBS), también publicadas por el BIS —que incluyen tanto la exposición local como aquella a través de inversiones desde el origen— y, por lo tanto, son más indicadas para analizar los riesgos derivados de dicha expansión internacional<sup>1</sup>.

En particular, las LBS permiten analizar si el despalancamiento derivado de la crisis financiera global o, más recientemente, de la crisis de deuda soberana en el área del euro está provocando una restricción de la financiación transfronteriza. El análisis se centra, en este caso, en las economías emergentes, y en particular en las latinoamericanas. Esta evolución tiene importancia, entre otras razones, por su impacto sobre las condiciones financieras de los países receptores de estos flujos.

La recuperación de los flujos bancarios internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers ha sido irregular, con importantes diferencias entre las economías avanzadas y las emergentes. Por una parte, como se observa en el gráfico 1, los flujos bancarios hacia economías avanzadas no han llegado a recuperar los niveles previos a 2008. En cambio, los flujos bancarios internacionales hacia el conjunto de las economías emergentes experimentaron una recuperación notable, superando los anteriores máximos, tras la severa contracción entre 2008 y 2009, aunque, como se observa en el gráfico 2, con un importante cambio de composición por regiones. Así, en Europa del Este registraron una contracción persistente, seguida de una reducción

<sup>1</sup> Hay dos razones que explican el mayor interés de las *Locational Banking Statistics* para el análisis de las tendencias en la integración financiera internacional: i) las LBS incluyen activos y pasivos de los bancos residentes en un país frente al resto del mundo, inclusive frente a bancos no residentes del mismo grupo, mientras que las CBS están diseñadas para estudiar los riesgos derivados de la expansión internacional de los sistemas bancarios, por lo que agregan las posiciones internacionales de los bancos con matriz en un determinado país, con las posiciones de sus filiales o subsidiarias en el extranjero, pero excluyendo las posiciones entre ellas y las matrices, y ii) las LBS, a diferencia de las CBS, presentan variaciones en posiciones ajustadas por tipo de cambio, lo que permite aproximar de manera más precisa la evolución de los flujos bancarios internacionales, corrigiendo de dicho efecto. Para una explicación detallada de las estadísticas bancarias del BIS, y de sus distintos usos, véase BIS, *Guide to the international financial statistics* (2009).

adicional desde el tercer trimestre de 2011, mientras que en Asia emergente y América Latina y el Caribe registraron una tendencia a alza, recuperando, e incluso superando, los niveles previos a 2008.

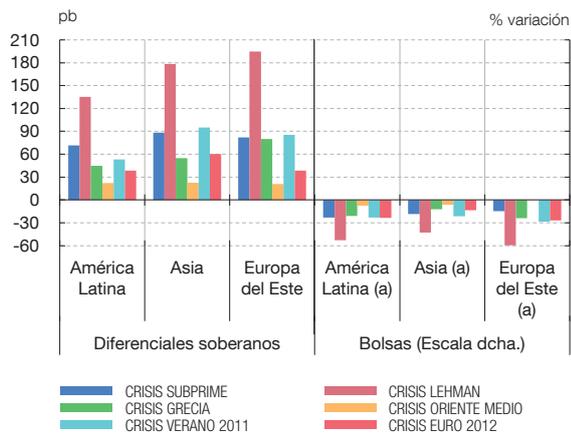
Recientemente, esta evolución ha estado sujeta a importantes oscilaciones por la inestabilidad en la zona del euro, que ha tenido un impacto muy acusado en Asia emergente. Nótese que en el cuarto trimestre de 2011 los flujos bancarios internacionales hacia esta región registraron un saldo negativo de alrededor de 70 mm de dólares, lo que contrasta con las fuertes entradas de los trimestres precedentes. Los flujos bancarios internacionales hacia América Latina y el Caribe experimentaron oscilaciones menores que en otras áreas emergentes, pero con rasgos cualitativamente similares. El desglose por sector de contrapartida (véase gráfico 3) muestra cómo los flujos bancarios internacionales hacia el sector bancario fueron los que registraron mayores fluctuaciones en América Latina —un desarrollo similar al registrado en otras regiones—.

En el desglose por países, destaca la notable reversión de los flujos bancarios internacionales con México en el tercer trimestre de 2011 (véase gráfico 4), y la caída menor en términos absolutos, pero muy significativa, en Chile. En Brasil, un país con un elevado grado de integración financiera en los mercados internacionales, los flujos bancarios internacionales se redujeron durante 2011 hasta ser prácticamente nulos, y registraron incluso un saldo negativo en el cuarto trimestre de 2011. La financiación bancaria internacional al sector no bancario se mostró más resistente que la destinada al bancario, si bien en el último trimestre de 2011 se redujo en Brasil y México.

Estos desarrollos explican que las posiciones bancarias internacionales —es decir, el volumen de los activos transfronterizos medidos por las estadísticas LBS— frente a América Latina y el Caribe y frente a Asia emergente hayan tendido a incrementarse desde la crisis, a diferencia de lo acontecido en Europa emergente, donde se han reducido gradualmente (véase gráfico 5). En todo caso, las posiciones bancarias internacionales frente a América Latina continúan siendo menores, medidas en términos absolutos, que las posiciones frente a otras regiones emergentes. El desglose por países muestra también cómo el aumento en las posiciones bancarias internacionales en América Latina se ha producido de manera bastante generalizada, reflejo del aumento en la integración financiera internacional. El gráfico 6 muestra que en términos absolutos las posiciones son mayores en Brasil y México, pero es Chile el país donde las posiciones relativas, medidas como porcentaje del PIB, son más importantes.

En conjunto, los flujos bancarios internacionales hacia América Latina han sido más estables que los dirigidos hacia las economías avanzadas o hacia otras regiones emergentes. En América Latina se da también la circunstancia de que la banca extranjera ha operado, en mayor medida que en otras regiones, mediante bancos locales, y que este tipo de actividad bancaria se ha visto menos afectada por la crisis. Ambas circunstancias podrían explicar que, en regiones como América Latina, el impacto de los recurrentes episodios de inestabilidad financiera sobre las condiciones financieras locales haya sido, hasta la fecha, relativamente reducido.

VARIACIÓN DE DIFERENCIALES SOBERANOS Y BOLSAS



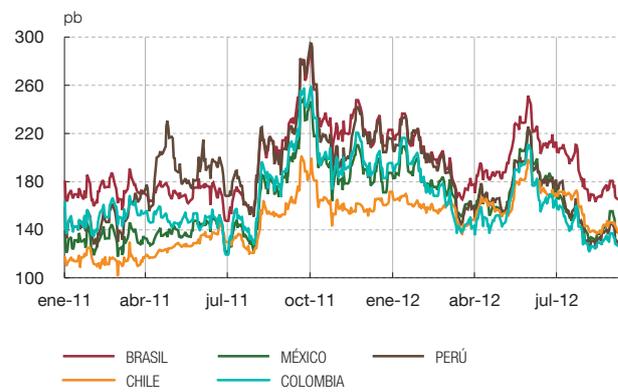
RATINGS SOBERANOS Y RATINGS IMPLÍCITOS EN CDS (b)



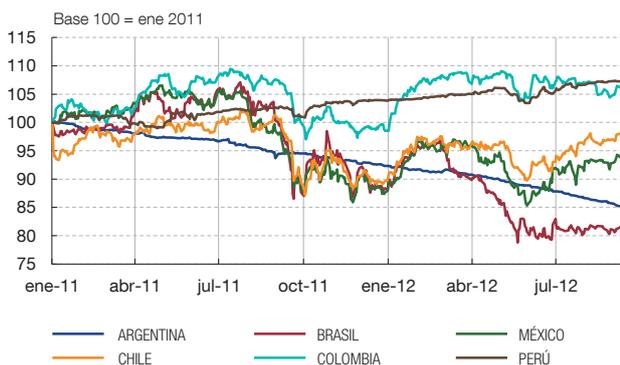
ÍNDICES DE BOLSA



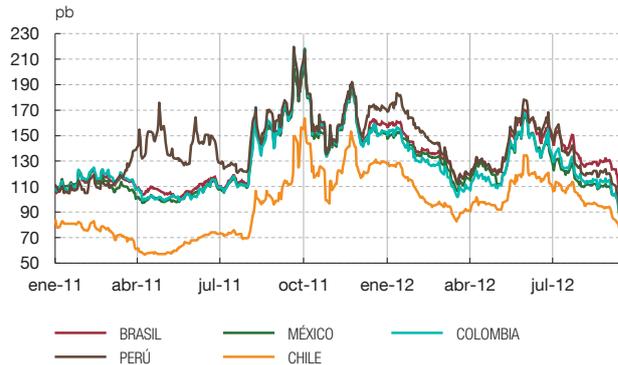
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



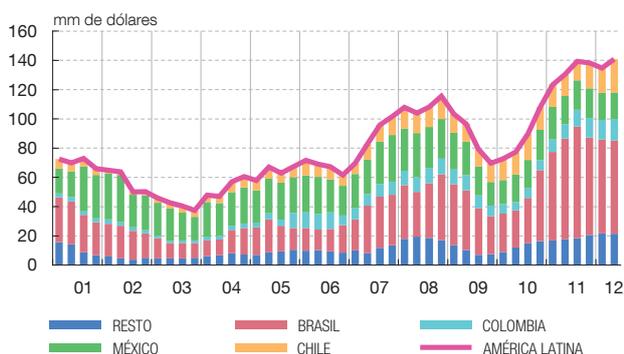
CDS SOBERANOS



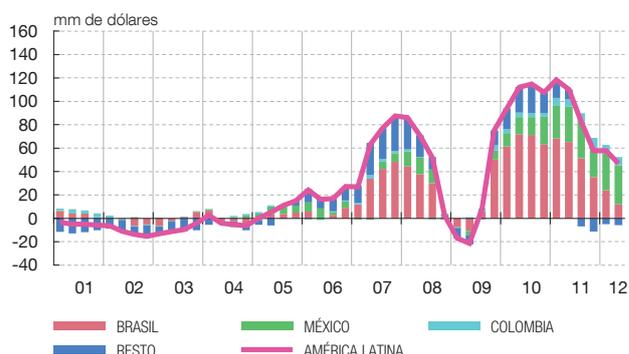
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Índices MSCI en moneda local.
- b Escala de Standard and Poor's. Los ratings implícitos se derivan de una correlación exponencial entre los ratings de Standard and Poor's y los CDS soberanos a cinco años.
- c Índice MSCI América Latina en moneda local.

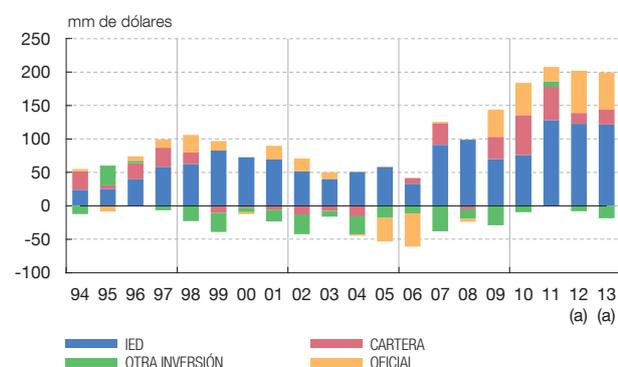
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



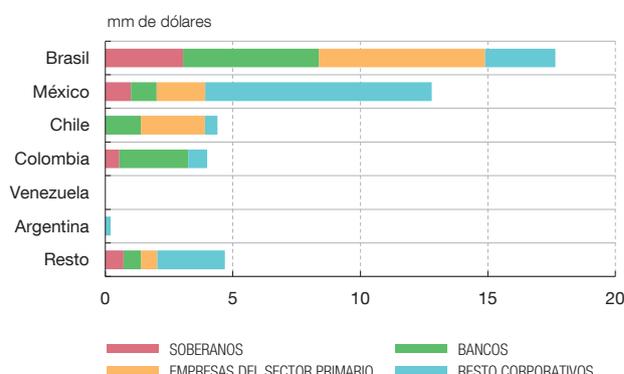
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE CAPITALES RECIBIDOS POR AMÉRICA LATINA



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA:  
DE ABRIL A OCTUBRE DE 2012



FUENTES: Dealogic, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Estimación del Fondo Monetario Internacional.

globales (véase gráfico 3). Esta mayor resistencia se ha producido, además, en un contexto de deterioro de las perspectivas de los principales socios comerciales de América Latina (notablemente, de China) y de mantenimiento de expectativas de bajo crecimiento en Estados Unidos, lo que sugiere que es la mejoría de los fundamentos económicos y financieros de la propia región lo que está apoyando esta mayor autonomía. En este contexto, los *ratings* otorgados por las agencias de calificación han mejorado un escalón desde finales del pasado año para el agregado de América Latina, incluso teniendo en cuenta a Argentina y Venezuela. La evolución de los CDS soberanos a cinco años implicaría un *rating* implícito, obtenido a través de un panel con todos los países disponibles<sup>2</sup>, en el entorno de A (véase gráfico 3), unos tres escalones por encima del concedido por las agencias, y en algunos momentos del segundo trimestre de 2012, por encima incluso del agregado para la zona del euro.

Por su parte, entre abril y mayo la bolsa latinoamericana registró una caída superior al 21 %, medida en dólares, mayor que la de Asia pero algo menor que la de Europa del Este. En el mismo sentido, los tipos de cambio de la región se depreciaron acusadamente, sobre todo los de las economías con tipos de interés más altos y mercados más líquidos,

<sup>2</sup> *Ratings* implícitos calculados por regresión exponencial entre las calificaciones soberanas de Standard and Poor's, transformadas mediante escala lineal (de 21 = AAA a 0 = D/SD), y las primas cotizadas para los CDS soberanos a cinco años.

que elevan el atractivo de las operaciones de *carry trade*, como México (-8,8 %) o Brasil (-5,5 %) (véase gráfico 3). Las tensiones de los mercados financieros globales se reflejaron en una acusada disminución de las entradas de capitales totales a América Latina en el segundo trimestre del año (véase gráfico 4), hasta niveles similares a los de comienzos de 2009 (algo menos de 200 mm de dólares, frente a los más de 250 mm que se alcanzaron a comienzos de 2011). Sin embargo, también se produjo un cambio muy significativo en la composición, puesto que, mientras que las entradas de inversión directa se mantuvieron cercanas a los máximos históricos (en torno a 140 mm de dólares), los flujos de inversión de cartera se redujeron sustancialmente hasta niveles algo inferiores a los 50 mm de dólares (frente a 120 mm a principios de 2011). Esta moderación en la entrada de flujos de cartera viene explicada por Brasil, ya que la entrada de flujos de cartera en México se mantuvo muy dinámica. En cambio, los flujos de inversión directa se mantuvieron robustos en la mayoría de los países: Brasil (56 mm), pero también Chile (22 mm), México y Colombia. De esta forma, las entradas de inversión directa se han situado en el 2,6 % del PIB regional en el segundo trimestre, más que el déficit corriente agregado.

A partir de junio, los indicadores financieros de la región registraron una mejoría significativa, a pesar del contexto de mayor volatilidad. Los diferenciales soberanos descendieron hacia los 350 pb, recuperando los niveles previos a las turbulencias del verano de 2011, con caídas más acusadas en los países más estables, mientras que las bolsas aumentaron un 14 % en dólares, algo más que Asia (10 %). También se recuperaron las emisiones de renta fija en mercados internacionales, si bien los emisores latinoamericanos se mostraron menos activos que en el primer trimestre del año. Así, en los seis meses analizados se han colocado emisiones por más de 37 mm de dólares (véase gráfico 4), frente a los 41 mm de enero-marzo, un 23 % del total de emisiones de economías emergentes, frente al 32 % del primer trimestre. Brasil y México siguen siendo los principales emisores. En México se aprecia un grado de concentración elevado, dado que solo seis empresas han accedido a los mercados en este período —frente a diez de Brasil— y una sola empresa copa el 54 % del total emitido.

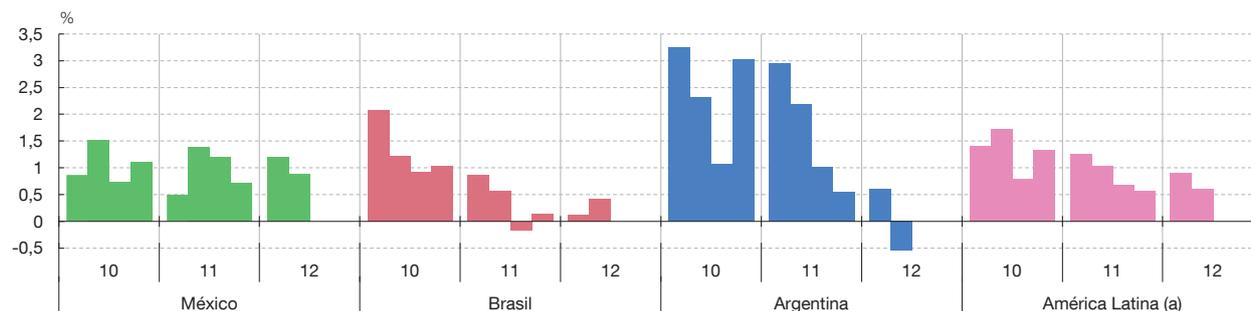
Tras la depreciación registrada por la mayoría de las divisas latinoamericanas desde marzo, el repunte de las entradas de capitales a partir de junio llevó a que los tipos de cambio recuperaran los niveles previos. La excepción notable ha sido el real brasileño, que ha corregido parte de la sobrevaloración previa, en un contexto de deterioro de la relación real de intercambio y con el apoyo de las medidas tomadas por el Banco de Brasil, principalmente la reducción de los tipos de interés oficiales, en un contexto en el que algunos de los controles para moderar las entradas de capital que se utilizaron el pasado año han podido retirarse.

## Actividad y demanda

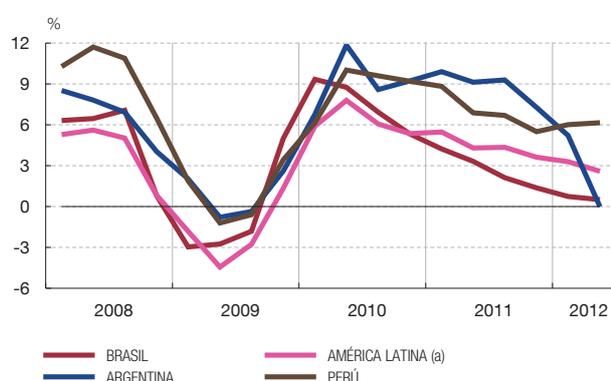
Tras un primer trimestre en el que se confirmó un sólido crecimiento en el promedio de América Latina, del 0,9 % en tasa trimestral, el ritmo de expansión tendió a moderarse en el segundo, hasta tasas del 0,5 %, mientras que la tasa interanual se situaba en el 2,6 %, desde el 3,3 % del primer trimestre. Dicha moderación vino condicionada por la evolución de la actividad en Brasil (0,5 % interanual en el segundo trimestre) y Argentina (0 % interanual), ya que México y Venezuela crecieron por encima del 4 % interanual en el segundo trimestre, aunque reflejaron cierta desaceleración respecto al primer trimestre, mientras que Chile, Colombia y Perú aumentaron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre, con tasas interanuales del 5,5 %, el 4,9 % y el 6,1 %, respectivamente (véase gráfico 5).

En promedio regional, la demanda interna continuó mostrándose como el principal sostén de la actividad, con una aportación de 3,2 puntos al crecimiento del PIB en el segundo trimestre (véase gráfico 6). Sin embargo, fue también el componente del PIB que más se

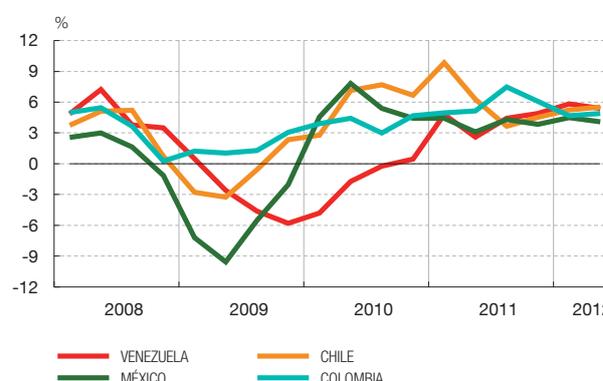
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

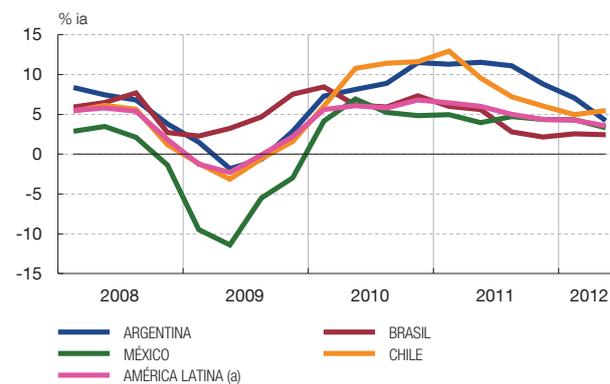
desaceleró (un punto respecto al trimestre previo y dos respecto al promedio de 2011), debido principalmente a la débil evolución de la formación bruta de capital en varios de los principales países. En cambio, el consumo privado mantuvo una mayor resistencia y las existencias contribuyeron algo al crecimiento, tras dos trimestres de aportación negativa.

La formación bruta de capital experimentó una significativa moderación a escala regional, con un aumento del 1,9% interanual en el segundo trimestre (frente a un 5% en el primero), la tasa más baja desde 2009. Sin embargo, se observó una amplia disparidad por países, puesto que en Colombia, Perú y Venezuela la inversión creció a tasas interanuales superiores al 15%, mientras que en Argentina cayó un 15% y en Brasil un 3,5%. Estas divergencias responden tanto a las distintas posiciones cíclicas como a factores específicos. En Colombia y Perú la inversión creció notablemente, en un contexto de expansión de la actividad y fuerte aumento de la inversión exterior directa. En cambio, en Brasil la inversión se resintió a causa de la desaceleración cíclica y de las dificultades del sector industrial, debidas en parte a la sobrevaloración cambiaria, pero también a problemas estructurales. En Argentina, la fuerte contracción se explicaría en gran medida por el control de cambios recientemente aplicado y las restricciones a las importaciones, mientras que en Venezuela el aumento de la inversión fue consecuencia del aumento del gasto y la inversión pública (programas de vivienda), ante la cercanía de las elecciones. Desde el punto de vista de la financiación de la inversión, cabe destacar que el crecimiento del crédito ha seguido

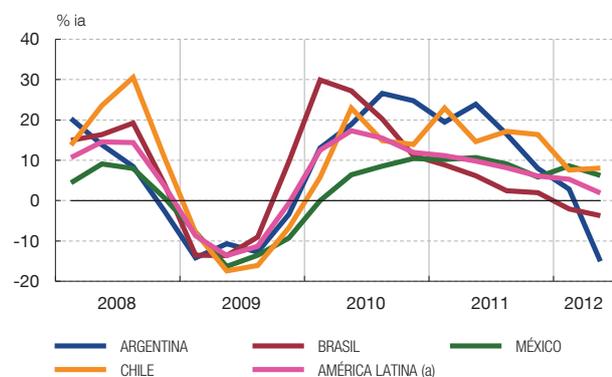
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



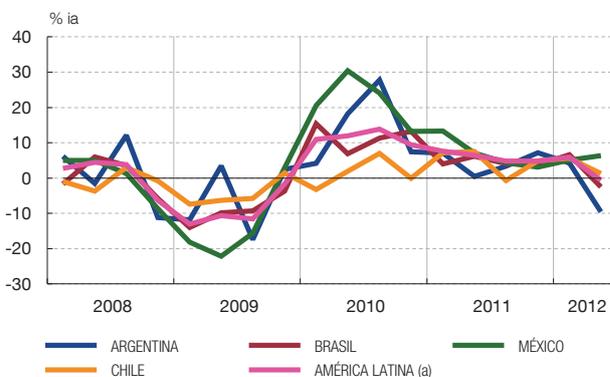
CONSUMO PRIVADO  
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO  
Tasa interanual



EXPORTACIONES  
Tasa interanual



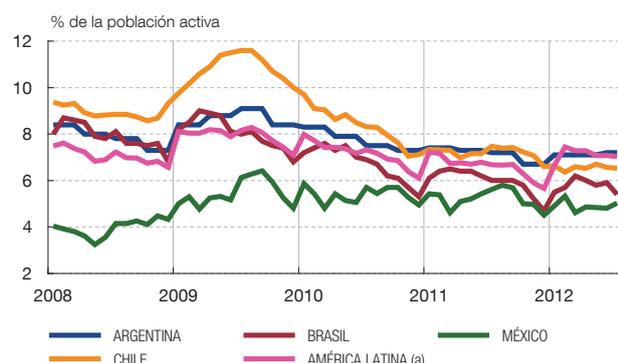
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a. Agregado de las siete principales economías.

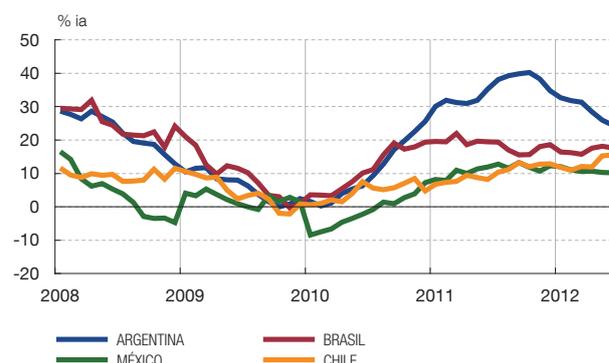
siendo elevado —a pesar de la inestabilidad financiera internacional— y que se ha mantenido un amplio acceso de las empresas a los mercados de financiación en la mayoría de los países.

Por su parte, el consumo privado mostró una mayor resistencia, aunque moderó ligeramente su crecimiento hasta un 3,4 % interanual, en promedio regional, en el segundo trimestre, frente a 4,2 % en el primero o las tasas superiores al 5 % que mantuvo en 2011. La desaceleración se concentró principalmente en dos países (México y Argentina), ya que en el resto se mantuvo en tasas más parecidas a las del año anterior. Determinantes importantes de su evolución, como la situación del mercado de trabajo, la confianza de los agentes o el crédito, siguieron mostrando un buen comportamiento general, sin muchas variaciones respecto a los trimestres previos. En promedio de la región, la tasa de paro se mantuvo en niveles parecidos a los de 2011, en torno al 7,6 % de la población activa, próximos a los mínimos históricos (véase gráfico 7). En Brasil y Chile, el mercado laboral ha mantenido su fortaleza, con tasas de paro en torno al 6 % y al 6,5 % de la población activa, varios puntos por debajo de las registradas en 2008, apreciándose ciertas presiones salariales. En Colombia y Perú la tasa de paro continuó en una senda decreciente, que refleja el dinamismo de la actividad en ambas economías. En México el empleo

TASA DE PARO



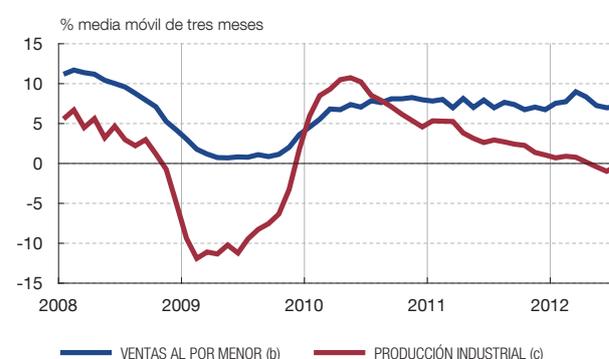
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO  
 Tasa interanual



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA  
 Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Agregado de siete principales economías, más Uruguay.

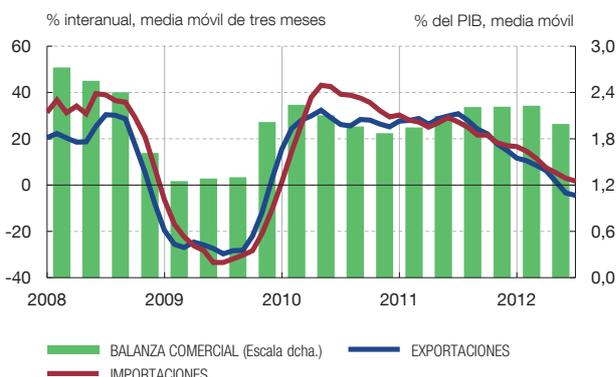
creció a una tasa del 4,1 % en media del primer semestre, si bien el mayor aumento se produjo en los empleos de peor calidad, como ha sucedido desde la crisis de 2008. A pesar de ello, y del descenso del número de desempleados, la tasa de paro se estabilizó en torno al 5 %, que todavía supone en torno a un punto más que antes de la crisis. En Argentina la creación de empleo se redujo en los dos últimos trimestres, por primera vez desde el comienzo del ciclo expansivo en 2002, y la tasa de paro ascendió algunas décimas, hasta el 7,2 %, en el segundo trimestre.

Por su parte, la demanda externa anotó una aportación negativa de 0,9 pp, parecida a la de trimestres previos, pero en esta ocasión explicada por la ralentización de las exportaciones, que llegaron a registrar una variación interanual del -0,6 % en el segundo trimestre (frente al 6,2 % en el primero). En trimestres anteriores, la aportación negativa de la demanda externa había respondido en buena medida al fuerte aumento de las importaciones, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y de dinamismo de las exportaciones. Esta tendencia a la ralentización de las exportaciones fue generalizada por países, con la principal excepción de México —con un ciclo ligado estrechamente al industrial americano—, donde el crecimiento de las exportaciones fue del 6,3 % interanual en el segundo trimestre.

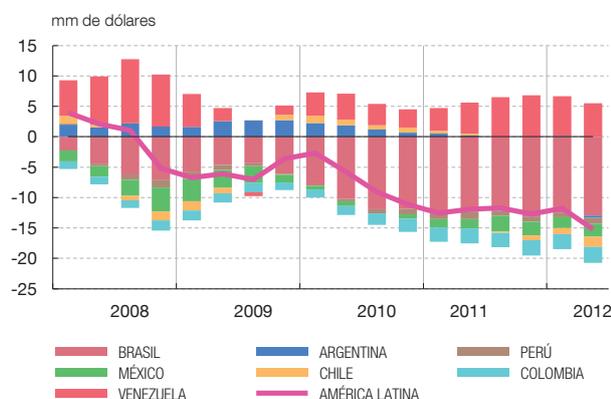
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS  
Índices



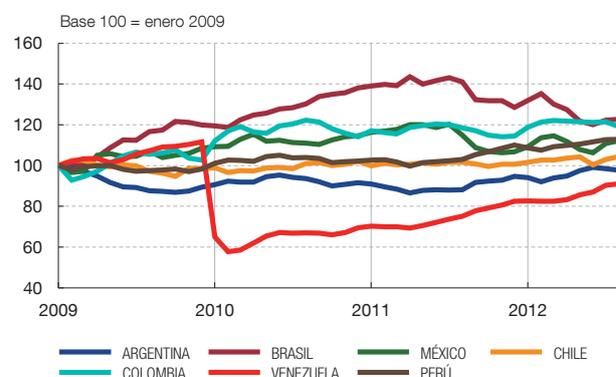
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)  
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

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

En términos nominales, las exportaciones cayeron un  $-4\%$  interanual en julio, en promedio regional (véase gráfico 8), lo que supone la prolongación de la tendencia a la baja que se inició en el segundo semestre de 2011, después de un año con tasas de crecimiento del orden del  $30\%$ . La caída fue más pronunciada en valor que en volumen, debido en algunos países al descenso de los precios de las materias primas en la primera parte del año (principalmente, metales y energía, cuyos precios cayeron en torno a un  $15\%$ - $20\%$ ), y en otros a la depreciación cambiaria. Por destinos, las exportaciones de América del Sur a la UE, su primer socio comercial, cayeron un  $8,3\%$  interanual hasta junio, y en cambio crecieron un  $4,3\%$  las destinadas a Estados Unidos y un  $7,8\%$  las destinadas a China, aunque también se desaceleraron. En México, la desaceleración provino de la contracción de las exportaciones de combustibles y, por el lado de los destinos, de las dirigidas a Estados Unidos y a Brasil, a causa de la suspensión de los acuerdos de complementación económica con México. El comercio exterior entre Brasil y Argentina también se resintió considerablemente como consecuencia de las restricciones a las importaciones en este último país.

Dada su elevada correlación con las exportaciones, las importaciones también se moderaron en los últimos meses, aunque algo menos que las primeras. Ello se tradujo en una

cierta reducción del superávit comercial de la región, por debajo del 2 % del PIB, que se explica principalmente por la evolución en Brasil y en los exportadores de materias primas, Chile y Perú. En Argentina, el superávit comercial se amplió sustancialmente. En este contexto, el déficit corriente medido en porcentaje del PIB regional se mantuvo estable en torno al 1 % del PIB, pero se amplió hasta algo más de 55 mm de dólares, y cambió su distribución, de forma que todas las principales economías de la región (excepto Venezuela) mantienen ahora un déficit por cuenta corriente (cuando a comienzos del pasado año eran solo tres países). La ralentización del crecimiento económico no ha cambiado hasta el momento esta tendencia. La ampliación del déficit corriente ha sido especialmente rápida en Chile, donde se ha situado cerca del 3 % del PIB, a pesar de que los precios del cobre siguen siendo elevados, y la relación real de intercambio, positiva. Dicha ampliación está asociada al fuerte proceso de inversión y a normalización de la tasa de ahorro tras la crisis.

Los indicadores de coyuntura más recientes presentan señales mixtas. Por un lado, el sector industrial parece haber tocado fondo, a juzgar por la reciente recuperación de la producción industrial, y presenta síntomas de revitalización en Brasil y Argentina, dos de los países que habían mostrado hasta la fecha un comportamiento más débil (véase gráfico 7). A ello han contribuido, en el primer caso, el estímulo proporcionado por las políticas económicas y la corrección parcial de la fuerte apreciación que había experimentado el tipo de cambio efectivo del real brasileño en los últimos años, al haberse depreciado casi un 20 % en el transcurso del último año (véase gráfico 8). Por otro lado, los indicadores relacionados con el sector exterior y los de confianza del consumidor y empresarial apuntan a la baja en el resto de países, reflejando en parte la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial y la debilidad de la demanda externa.

## Precios y políticas macroeconómicas

En el conjunto de América Latina, la inflación experimentó pocos cambios en los seis últimos meses. La tasa de inflación promedio de las siete principales economías se situó en septiembre en el 6,2 % interanual, la misma tasa que en marzo (véase gráfico 9). La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 6,1 %, tan solo tres décimas por debajo de los niveles del primer trimestre del año, a pesar de la significativa desaceleración del crecimiento, lo que pone de manifiesto cierta resistencia a la baja de los precios, si bien con importantes diferencias por países. Así, en México la inflación experimentó un sensible aumento (hasta el 4,8 % en septiembre, nueve décimas por encima de la de marzo), que puede explicarse por un *shock* de oferta puntual, derivado de la gripe aviar, que apenas ha afectado a la inflación subyacente o a las expectativas de inflación de largo plazo. En el resto de los países, la inflación se estabilizó (Brasil, 5,3 % interanual) o registró una moderada tendencia a la baja (Colombia y Perú, 3,1 % y 3,7 %, respectivamente, en septiembre), apoyada en la moderación de los precios de los alimentos y de la energía, tendencia que, sin embargo, recientemente se ha visto interrumpida. En Chile la inflación cedió más notablemente, hasta el 2,8 % interanual, por debajo del objetivo del banco central, en parte como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio.

Por su parte, en Argentina y Venezuela las tasas de inflación se mantuvieron muy elevadas. La inflación en Argentina continúa en el entorno del 10 % según las cifras oficiales (aunque las estimaciones privadas más que duplican esta cifra), situación que se ha visto agravada por la creciente financiación monetaria del déficit público. En Venezuela los precios moderaron algo su ritmo de crecimiento, que aun así se sitúa por encima del 19 %.

En este contexto, el repunte experimentado en el tercer trimestre por los precios de los alimentos (véase gráfico 9) ha planteado cierta preocupación, dado el elevado peso de estos bienes en la cesta de consumo en varios países de la región. La depreciación experimentada

País	2011			2012		2013
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,5	Sí	5,3	5,2	5,3
México	3 ± 1	3,8	Sí	4,8	4,0	3,7
Chile	3 ± 1	4,4	No	2,8	2,2	3,1
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	3,1	3,1	3,1
Perú	2 ± 1	4,7	No	3,7	3,0	2,9

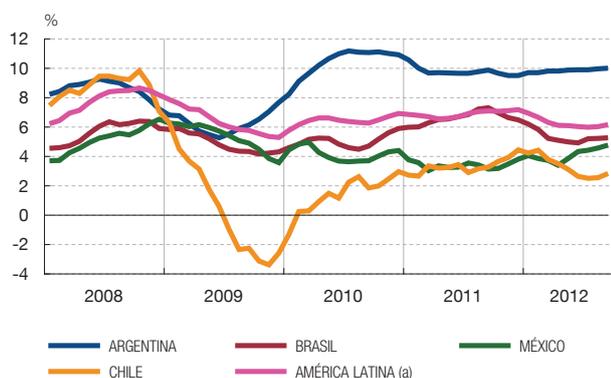
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de septiembre de 2012 para final de año.

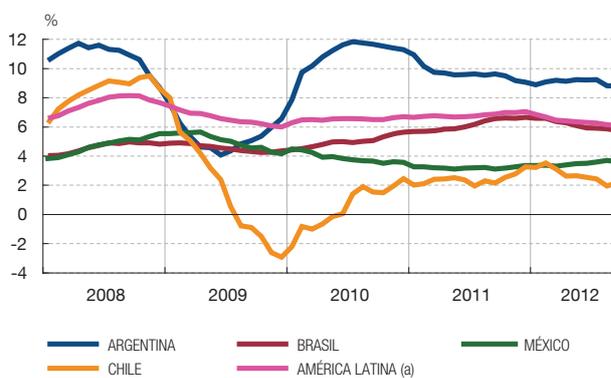
**INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**  
Tasas de variación interanual y porcentaje

GRÁFICO 9

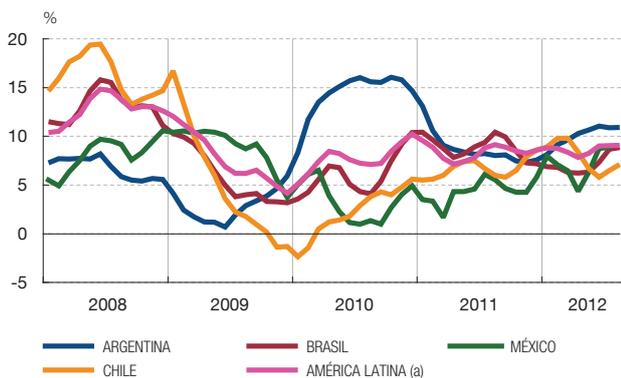
TASA DE INFLACIÓN



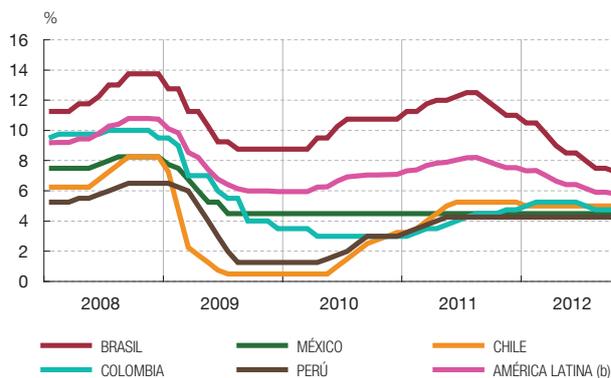
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



TASA DE INFLACIÓN DE ALIMENTOS



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías.

b Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación (véase cuadro 2).

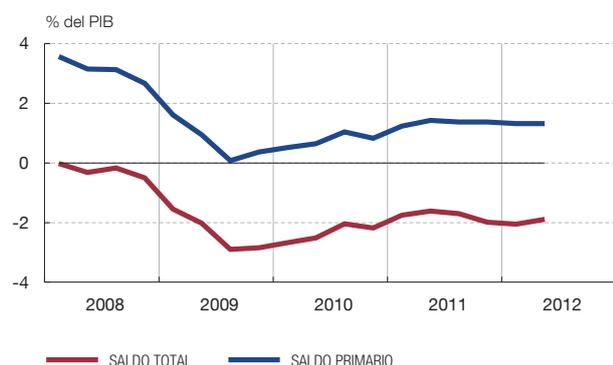
desde principios de año por varias de las divisas latinoamericanas y la estrechez en los mercados de trabajo en varios países constituyen otros factores de riesgo. Sin embargo, el hecho de que dicho repunte no sea tan generalizado por productos como el registrado en 2008, que los precios de la energía no hayan subido en la misma medida y que el entorno de menor dinamismo ha contribuido a mejorar las brechas de producto en algunos países apuntan a que las presiones en los precios de los alimentos podrían transmitirse en esta ocasión a las tasas de inflación y, sobre todo, a las expectativas, en menor medida de lo que lo hicieron entonces. En cualquier caso, este contexto contribuye a explicar que el ciclo bajista de los tipos de interés no se haya generalizado. El banco central de Brasil ha seguido recortando fuertemente su tipo de interés oficial (525 pb desde el inicio del ciclo hasta el 7,25 %); por su parte, el de Colombia los ha bajado en 25 pb en dos ocasiones, en julio y agosto, hasta el 4,75 %. Los restantes bancos centrales en los países con objetivos de inflación se han mantenido en actitud de espera, y acciones adicionales dependerán en gran medida de cómo evolucione el entorno exterior.

Las medidas de estímulo no se han limitado a la política monetaria convencional en Brasil. También se adoptaron una serie de medidas destinadas a abaratar el coste del crédito, como la modificación del límite inferior de los depósitos de ahorro (considerado como un suelo a los tipos de interés oficiales); una reducción —indirecta— de coeficientes de reservas bancarias; el recorte del tipo de interés a largo plazo al que presta el banco público hasta el 5,5 %, y la eliminación del impuesto de transacciones financieras IOF para operaciones con el exterior a más de dos años. En Perú se tomaron una serie de medidas en este ámbito, pero de carácter restrictivo, como la elevación de los encajes en moneda local y extranjera en septiembre y octubre para moderar la entrada de capitales a corto plazo y el crecimiento del crédito, si bien se rebajaron los correspondientes a las operaciones de comercio exterior.

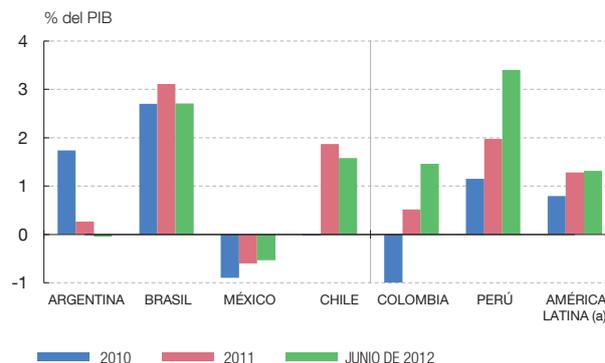
En el plano fiscal, Brasil y Perú fueron los países donde se anunciaron más medidas. En el primero se aprobaron varios paquetes de estímulo que suponen una cierta recomposición del gasto hacia la inversión, aunque sin cambiar el objetivo de superávit primario para 2012 o 2013 (3,1 % del PIB); no obstante, la ejecución hasta agosto apunta a un superávit primario muy inferior en 2012, del 2,5 % del PIB. En el resto de los países las medidas de política fiscal fueron menos significativas. En el promedio de la región (véase gráfico 10), la evolución de los saldos fiscales y primarios en la primera mitad de 2012 experimentó escasas variaciones respecto a 2011, situándose el primero en torno a un -2 % del PIB y el segundo en torno al 1,5 %. Por países, sin embargo, las diferencias fueron marcadas, puesto que, mientras que en Brasil y Chile los superávits primarios se redujeron y en Argentina incluso cambiaron de signo (medidos en términos acumulados de cuatro trimestres), en Colombia y Perú la favorable evolución de los ingresos permitió un sensible aumento de los superávits primarios. En este contexto, las ratios de deuda pública sobre el PIB se estabilizaron, y en algunos países mantuvieron su tendencia a la baja.

Finalmente, la política cambiaria no se ha enfrentado este semestre a las presiones apreciadoras y dilemas que se observaron recurrentemente en 2008, 2010 y 2011, en un contexto en el que las entradas de capital han tendido a moderarse (especialmente, las de cartera). En este sentido, en algunos países el uso activo de controles de cambios y descensos de los tipos de interés parece haber tenido algún efecto en moderar las presiones a la apreciación. Además, los mercados financieros internacionales han atravesado momentos de elevada aversión al riesgo que han restado también presión e incluso provocado la depreciación de las divisas. Con todo, las autoridades de varios países (Perú, Colombia) han continuado interviniendo en los mercados de cambios

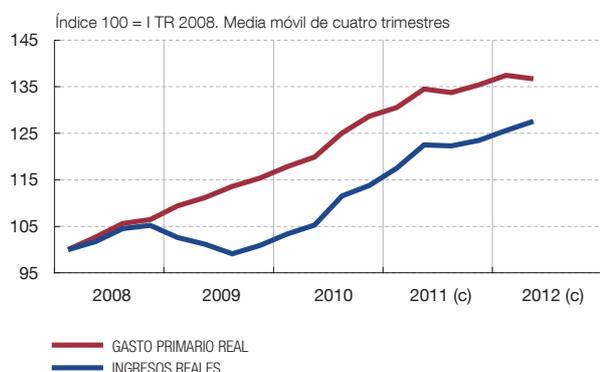
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



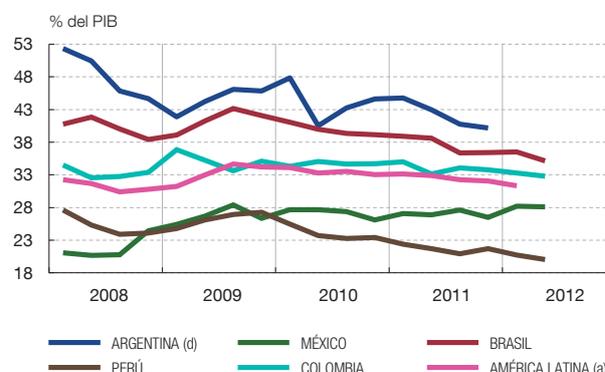
SALDO PRIMARIO



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (a) (b)  
Índice



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

- a Siete mayores economías.
- b Deflactado por el IPC.
- c Agregado sin Venezuela.
- d Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

ante la percepción de un riesgo de sobrevaloración de sus divisas (véase recuadro 2). Incluso en Chile se ha valorado esta posibilidad ante la apreciación del peso, si bien las autoridades han reiterado que no se han traspasado los niveles que justificarían una intervención. En Perú se anunció una nueva política de intervención cambiaria orientada a comprar dólares en menor cuantía y por un importe fijo, tanto si el tipo de cambio del nuevo sol se aprecia como si no, a fin de introducir una mayor variabilidad sobre tipo de cambio y desalentar la especulación y el endeudamiento en dólares. Finalmente, en algunos países, como Brasil, parece intuirse una tolerancia menor a la apreciación del tipo de cambio: tras la depreciación experimentada por el real frente al dólar a lo largo del año, el anuncio de una tercera ronda de estímulo monetario por parte de la Reserva Federal desencadenó una compra de dólares a niveles de apreciación del tipo de cambio muy inferiores a los del año pasado, e incluso ha provocado alguna declaración sobre la posible reintroducción del impuesto sobre transacciones financieras con el exterior para moderar posibles entradas de flujos financieros de corte especulativo. En el conjunto de la región, no obstante, la acumulación de reservas en estos seis últimos meses ha sido mucho más limitada.

Las intervenciones cambiarias consisten en compras o ventas de moneda extranjera realizadas con el fin de influir en el nivel y/o en la volatilidad de la moneda local. Si un banco central considera que el tipo de cambio de su moneda se ha desviado excesivamente de su equilibrio, comprará (venderá) una divisa extranjera en períodos de presiones apreciatorias (depreciatorias). En la actualidad, la práctica totalidad de estas intervenciones, incluidas las realizadas en América Latina, se esterilizan mediante operaciones de mercado abierto para eliminar su efecto en la oferta monetaria interna. Mientras que las intervenciones no esterilizadas tienen un impacto directo en el tipo de cambio a través del canal monetario, las esterilizadas lo hacen por canales indirectos, sobre los que todavía existe un amplio debate teórico y empírico, tanto para países desarrollados como para emergentes<sup>2</sup>.

Así, gran parte de la literatura empírica que analiza esta cuestión alcanza conclusiones desfavorables respecto a su grado de efectividad. Es decir, las intervenciones no tendrían una influencia significativa en el tipo de cambio, e incluso incrementarían la volatilidad cambiaria. Sin embargo, este resultado puede ser fruto de un problema de simultaneidad inherente a los datos, ya que las intervenciones son la respuesta a un exceso de volatilidad cambiaria, por lo que las fechas de ambos suelen coincidir. Es decir, concluir que la mayor volatilidad es el resultado de la intervención podría ser engañoso<sup>3</sup>. Esta evidencia contrasta con la amplia utilización de las intervenciones cambiarias por parte de los bancos centrales. De hecho, según diferentes encuestas realizadas a bancos centrales, estos confían en la utilidad de dichas intervenciones para influir en el nivel del tipo de cambio y en la volatilidad cambiaria.

A esta falta de consenso se añade el hecho de que muy pocos países publican sus intervenciones diarias, que es la frecuencia más empleada para este tipo de análisis. Esto explica que la mayoría de trabajos empíricos se centren en unas pocas economías —Estados Unidos, Japón o Australia—. Por el contrario, los trabajos que han analizado economías de mercados emergentes (EME) son más escasos, en gran medida por la menor disponibilidad de unos datos frecuentemente considerados como confidenciales. Pese a que la difusión de esta información está aumentando gradualmente, solo unas pocas EME (principalmente, de América Latina) publican estas cifras con dicha frecuencia.

Las intervenciones cambiarias en EME tienen una naturaleza diferente a las de los países desarrollados, por lo que, en principio, sus efectos

podrían ser diferentes. Así, este tipo de operaciones es más frecuente en EME que en países desarrollados, incluso cuando las economías siguen un esquema de objetivos de inflación (OI), pese a que teóricamente este esquema debería estar ligado a un tipo de cambio con libre flotación<sup>4</sup>. Esta forma flexible de implementar los OI es muy habitual en las economías emergentes, dada su vulnerabilidad a movimientos bruscos del tipo de cambio, por lo que suelen realizar una gestión cambiaria más activa que las economías desarrolladas<sup>5</sup>. Por otro lado, *a priori*, cabría pensar que el efecto de las intervenciones en EME tendría un mayor impacto en el tipo de cambio que en las economías desarrolladas, dado el mayor tamaño de sus intervenciones en relación con los volúmenes de divisas negociados, por tratarse de mercados menos sofisticados que los desarrollados. No obstante, los trabajos empíricos para EME tampoco son concluyentes.

El estudio en que se basa este recuadro analiza el efecto de las intervenciones en el nivel y la volatilidad cambiarios en las cuatro economías de la región que publican sus datos diarios —Chile, Colombia, México y Perú— mediante diferentes modelos GARCH que permiten tener en cuenta la volatilidad de los datos en la estimación<sup>6</sup>. Estas cuatro economías siguen esquemas de política monetaria basados en el cumplimiento de OI y constituyen una muestra representativa de América Latina, aunque falte el principal país de la región, Brasil<sup>7</sup>. El gráfico 1 representa los tipos de cambio bilaterales frente al dólar del peso chileno, del peso colombiano, del peso mexicano y del nuevo sol peruano, junto con sus correspondientes intervenciones diarias.

El gráfico muestra la variedad de características de las intervenciones cambiarias en términos de frecuencia y tamaño, que difieren considerablemente según el país. Así, estas estrategias de intervención van desde la pura discrecionalidad (Perú) a la utilización de reglas de intervención (Chile y, recientemente, México y Colombia), en las que las autoridades anuncian públicamente la cantidad de moneda extranjera que se ha de comprar o vender durante cierto período, y donde se constata que implican intervenciones más frecuentes y de menor tamaño que las intervenciones puntuales<sup>8</sup>.

1 Basado en C. Broto (2012), *The effectiveness of forex interventions in four Latin American countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1226, Banco de España.

2 Habitualmente se citan tres canales de transmisión teóricos de los efectos de las intervenciones esterilizadas: el canal de la señalización, el del ajuste de balances y el de la coordinación internacional [véase Sarno y Taylor (2001) para más detalles].

3 Los problemas de endogenidad están presentes en la práctica totalidad de las aplicaciones empíricas que analizan la efectividad de las intervenciones cambiarias. Los problemas de simultaneidad también están detrás de algunos resultados poco intuitivos, coherentes con las estrategias de *leaning against the wind* en las que, por ejemplo, las compras de dólares dan lugar a una apreciación del tipo de cambio [Kim et al. (2000)].

4 En principio, bajo el supuesto de movilidad de flujos de capitales, una política monetaria independiente no puede coexistir con un tipo de cambio fijo o vinculado a otra moneda mediante intervenciones cambiarias (dilema de política de la *Impossible Trinity*).

5 Berganza y Broto (2012).

6 Las principales contribuciones empíricas que estudian el impacto de las intervenciones en el tipo de cambio han utilizado variantes de los modelos GARCH (*Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*). Véase, por ejemplo, Domínguez (1998).

7 Brasil no está en la muestra por la no disponibilidad de datos diarios de sus intervenciones cambiarias. Publican los volúmenes diarios de reservas, pero la variación de las reservas internacionales es una mala aproximación de las intervenciones [Adler y Tovar (2011)].

8 Existen dos tipos de reglas: las que tienen como objetivo la moderación de la volatilidad cambiaria (Colombia) y las que buscan un mecanismo de acumulación de reservas (Chile). México también aplica el primer tipo de regla, con variaciones en el sentido de la intervención (compras o ventas de dólares en el mercado al contado o mediante opciones). En la actualidad, y desde noviembre de 2011, se aplica una regla de compra de dólares por hasta 400 millones diarios si el peso se deprecia en más de un 2 % diario frente al dólar.

Esta diversidad de estrategias de los EME contrasta con las de las economías desarrolladas que actualmente realizan intervenciones, como Japón, donde se tiende a intervenir de forma discrecional y únicamente en circunstancias excepcionales.

Otro aspecto relevante es el posible efecto asimétrico de las intervenciones, es decir, si la magnitud del impacto de las ventas de moneda extranjera (intervenciones negativas para evitar la depreciación cambiaria) es diferente en el nivel y la volatilidad del tipo de cambio al de las compras (intervenciones positivas con el fin de mitigar la apreciación). Esta cuestión prácticamente no se había analizado hasta la fecha, pero, tras desencadenarse la crisis económica y financiera global en el verano de 2007, muchos bancos centrales de EME implementaron ventas de reservas, de signo contrario a las predominantes antes de la crisis, lo que facilita el estudio de esta cuestión. El gráfico 1 ilustra que, desde el inicio del período analizado, en Chile, Colombia y Perú han predominado

las intervenciones de compras de dólares, coincidiendo con la apreciación de su tipo de cambio bilateral frente al dólar. Por el contrario, en México las ventas de dólares son más habituales, dada la tendencia a la depreciación del peso mexicano y la estrategia del banco central de suavizar las tendencias presentes en los mercados.

Del trabajo empírico se pueden extraer varias conclusiones. Así, las intervenciones cambiarias parecen tener efectos asimétricos, especialmente sobre la volatilidad cambiaria. Además, al controlar por el signo de las intervenciones se facilita el análisis acerca del tipo de intervención, en términos de frecuencia y tamaño, que resulta más efectiva. Los resultados de las diferentes estimaciones ofrecen un patrón claro: por un lado, el tamaño de las intervenciones parece no desempeñar un papel relevante en la reducción de la volatilidad o en la consecución de un determinado nivel de tipo de cambio. Por el contrario, las intervenciones aisladas, o aquellas

1 CHILE



2 COLOMBIA



3 MÉXICO



4 PERÚ



FUENTES: Datastream y bancos centrales nacionales.

a Un aumento (disminución) del tipo de cambio indica apreciación (depreciación) de la moneda local frente al dólar. Las intervenciones cambiarias tienen signo positivo cuando se trata de compras de dólares y negativo en el caso de ventas de dólares.

que son las primeras de una regla o de una serie de intervenciones, sí que parecen moderar la volatilidad cambiaria en los cuatro países. Los resultados para el nivel del tipo de cambio no son tan robustos.

Dado que las cuatro economías siguen OI, esta evidencia sugiere que las intervenciones puntuales o las iniciales, tras el establecimiento de una regla, proporcionan una señal a los mercados, independientemente de su tamaño, y reducen la volatilidad cambia-

ria. Este resultado podría estar vinculado a la credibilidad del régimen de OI y ofrece soporte empírico adicional a las ventajas de las políticas monetarias instrumentadas mediante OI flexibles. Además, estas conclusiones apoyarían la validez empírica del canal de la señalización en las intervenciones esterilizadas, en la medida en que los bancos centrales estarían indicando a los mercados información acerca de su política monetaria futura o de sus perspectivas de tipo de cambio de equilibrio a largo plazo.

### Procesos de integración y políticas estructurales

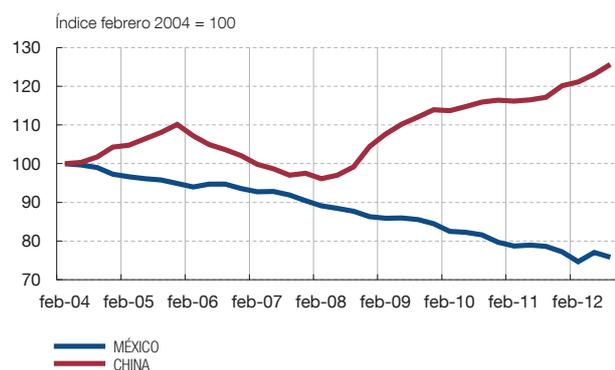
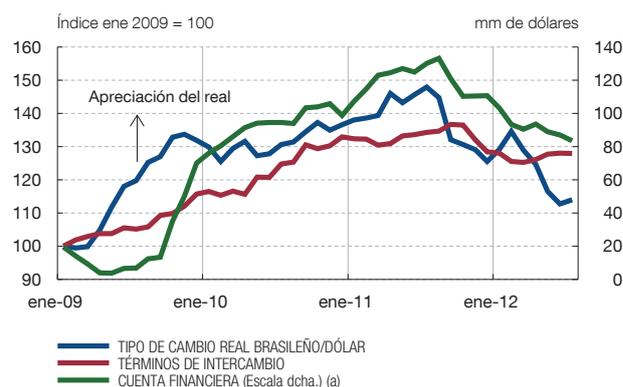
Los procesos de integración comercial en la región siguieron evolucionando de manera diferenciada en los países orientados a la cuenca del Pacífico, que mantuvieron su apuesta por el comercio exterior, y en Mercosur, donde se intensificaron las tensiones proteccionistas entre Argentina y Brasil, con la adopción de medidas que, aunque anunciadas como temporales, han limitado el comercio intrarregional. A este problema se añadieron, además, nuevas tensiones políticas entre los integrantes del bloque y la imposibilidad de avanzar en acuerdos con otros actores del comercio mundial. Así, entre los países de la cuenca del Pacífico, Colombia, Perú, Chile y México crearon la Alianza del Pacífico, para acelerar la integración comercial entre ellos y contrarrestar el proteccionismo de otros bloques de la región, al tiempo que proseguían con la firma o negociación de tratados como el de Colombia con Corea. En sentido contrario, en el seno del Mercosur se multiplicaron las medidas proteccionistas, como nuevos aranceles para la importación de bienes de capital por parte de Argentina o diversas medidas de protección a la industria local en Brasil, entre los que se incluye la restricción del acuerdo de libre comercio de automóviles con México. En la Cumbre de finales de junio se elevó de 100 a 200 la cantidad de partidas arancelarias sobre las que se permite un aumento temporal de tarifas para productos de fuera del bloque, aunque en ella dominaron los temas no comerciales, en particular la oficialización de la entrada de Venezuela como miembro. La apertura a otros grandes actores del comercio mundial, como la Unión Europea o China, no se concretó.

En el ámbito de las reformas estructurales, el nuevo Gobierno mexicano ha apuntado la posibilidad de llevar a cabo una reforma laboral (con un subsidio de desempleo, regulación del trabajo temporal, reforma del papel de los sindicatos e introducción de períodos de prueba en los contratos), la universalización del sistema de seguridad social financiándolo mediante impuestos, una reforma energética (apertura de PEMEX al capital privado manteniendo la propiedad y el control de la compañía) y una reforma fiscal (ampliación de las bases impositivas del IVA). Además, se aprobó una reforma laboral, a propuesta del presidente saliente, aunque con un alcance menor que del planteado inicialmente. En Perú, el Congreso aprobó la reforma del sistema privado de pensiones, con el fin de aumentar en un 40 % la cobertura actual de afiliados, con la introducción de algunas condiciones para la cotización obligatoria (ahora solo participa un 34 % de los trabajadores) y reducir las comisiones que cobran las empresas que administran los fondos de previsión de los trabajadores. También fue aprobada una reforma tributaria que pretende elevar la recaudación en tres puntos del PIB en cinco años, eliminando algunas exenciones y reduciendo la evasión fiscal. En Chile se aprobó igualmente una reforma tributaria con el objetivo de aumentar la recaudación mediante la reducción de la evasión, la subida del

impuesto de sociedades, la eliminación de algunas exenciones y la supresión de vacíos legales que den lugar a arbitrajes tributarios. También se acordó un aumento del impuesto al tabaco, lo que supondrá un 0,2 % del PIB adicional y que se destinará a mejoras en la educación. Además, la mitad de los gastos de las familias en educación serán deducibles. En Venezuela se aprobó una nueva Ley del Trabajo, que eleva los costes laborales y el pago de pensiones, y pretende reducir la informalidad. Finalmente, el Gobierno boliviano decretó la expropiación de Transportadora de Electricidad, filial del grupo español Red Eléctrica, alegando falta de inversiones.

## Evolución económica por países

La actividad económica en *Brasil* mantuvo su atonía en el primer semestre del año, recuperándose más lentamente de lo esperado de la fuerte desaceleración registrada en el segundo semestre de 2011. El PIB creció un 0,4 % intertrimestral en el segundo trimestre de 2012, tras haberse expandido un 0,1 % en el primero, y en tasa interanual se moderó hasta el 0,6 % en el segundo trimestre, desde el 0,8 % del primero. Este comportamiento vino nuevamente explicado por la debilidad de la formación bruta de capital (-3,7 % interanual), mientras que el consumo privado mantuvo un ritmo de avance moderado (2,5 %). La aportación negativa de la demanda externa fue de 0,5 puntos porcentuales (pp), en línea con trimestres previos, si bien, a diferencia de lo sucedido en trimestres anteriores, estuvo asociada a la contracción de las exportaciones, del 3,9 % interanual. El bajo dinamismo de la economía se deriva de la debilidad industrial, que cabe atribuir en parte al efecto retardado de la apreciación cambiaria registrada en los últimos trimestres, que, pese a haberse corregido, podría estar lastrando la competitividad. Otro factor que ha impactado negativamente sobre el crecimiento es la menor demanda externa, en parte asociada a las restricciones impuestas por Argentina y a la debilidad de la zona del euro. Factores como el creciente endeudamiento de las familias también podrían haber moderado el crecimiento del consumo privado respecto al crecimiento más robusto registrado en años anteriores. Junto con ello, el crecimiento queda limitado por factores estructurales, entre los que destacan el elevado coste del capital y el déficit en infraestructuras. Los indicadores de actividad apuntan a cierta reactivación de la economía a finales del segundo trimestre, tanto por el mayor dinamismo de las ventas al por menor como por cierta recuperación de la producción industrial, apoyada en el importante estímulo proporcionado por las políticas económicas. La inflación se ha situado en el 5,3 % interanual en septiembre, prácticamente sin cambios respecto al nivel de hace seis meses. El crédito al sector privado registró tasas de crecimiento elevadas, del 17 % interanual hasta agosto, a pesar del menor crecimiento en los últimos meses. Por su parte, el real brasileño experimentó la mayor tendencia a la depreciación de la región durante los seis últimos meses, situándose en un rango 2-2,1 reales/dólar, en parte por las menores entradas de flujos de cartera (véase gráfico 11). En este contexto, el banco central prolongó la relajación monetaria, recortando los tipos de interés en 175 pb adicionales, hasta situar el tipo de interés oficial en el 7,25 %, lo que supone una reducción desde el inicio del ciclo bajista de 525 pb. El déficit por cuenta corriente se ha mantenido estable en torno al 2,2 % del PIB. En el ámbito fiscal, se ha registrado una reducción en el superávit primario a lo largo del semestre, hasta el 2,5 % del PIB en agosto, por debajo del objetivo establecido del 3,1 % del PIB. Esta reducción del superávit se deriva de unos ingresos inferiores a los previstos, —afectados por la desaceleración cíclica y por los menores ingresos extraordinarios— y del aumento del gasto (en parte, asociado al aumento en el salario mínimo, que entró en vigor a principio de año). En el proyecto de presupuestos de 2013 se mantiene el objetivo de superávit primario en el 3,1 %. En un contexto de persistente debilidad del sector industrial, se introdujeron o prolongaron ciertas desgravaciones y exenciones impositivas para fomentar la industria automovilística y la inversión en bienes de equipo, y se anunció un plan de inversión en infraestructuras, dimensión en la que se

MÉXICO: COSTES SALARIALES  
ÍndiceBRASIL: DEPRECIACIÓN CAMBIARIA, FLUJOS FINANCIEROS  
Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

FUENTES: Banco Central de México, Banco Central de Brasil, Oxford Economics y Datastream.

a Flujos acumulados en doce meses.

estima existe un déficit importante. Este plan, a 25 años, permitirá acometer inversiones en autovías y vías férreas, por un importe del 1,8 % del PIB en los próximos cinco años; incluirá recursos del BNDES, con financiación privada y exenciones impositivas, y ha sido bien valorado al estar orientado a paliar algunas de las limitaciones estructurales al crecimiento de Brasil.

En *México*, la economía registró en el primer semestre un comportamiento mejor de lo esperado, acelerándose levemente respecto al semestre previo. El mayor dinamismo se apreció, especialmente, en el primer trimestre, en el que el PIB creció un 1,2 % trimestral (4,5 % interanual), moderándose el ritmo de expansión en el segundo (0,9 % trimestral y 4,1 % interanual). Por componentes, el crecimiento descansó en el avance robusto de la inversión (un 7,5 % en el conjunto del primer semestre), apoyado en la inversión pública, que creció un 11,1 % en el semestre y compensó cierta desaceleración de la privada (6,6 %), que aun así mantuvo un notable dinamismo; en cambio, el consumo privado se moderó notablemente (3,8 % en el conjunto del semestre). Además, la expansión de las exportaciones, que crecieron el 6,3 % interanual en el segundo trimestre, sobrepasó a la de las importaciones, lo que generó una contribución positiva de la demanda externa. Los datos de mayor frecuencia apuntan al mantenimiento del ritmo de expansión de la actividad, con una mayor contribución de la industria y del sector externo, y algo menor de la demanda interna. El sector externo se estaría beneficiando, entre otros factores, de un progresivo estrechamiento del diferencial de costes salariales con China, uno de los principales competidores en el mercado estadounidense (véase gráfico 11), aunque la brecha se estima que sigue en torno a un 25 %. El consumo privado se apoya en un acceso fluido a la financiación (el crédito al consumo continúa expandiéndose a tasas elevadas, del orden del 19 % en términos reales) y en la mejoría paulatina del mercado laboral, pese a que se siguen creando mayoritariamente empleos de baja calidad. En sentido contrario, las remesas moderaron su ritmo de crecimiento en el primer semestre, y mostraron una variación interanual negativa en julio. La inversión, como se ha señalado, mantuvo ritmos elevados de crecimiento en la medida en que el coste de financiación, tanto interno como externo, se ha reducido, y el crédito aceleró su ritmo de avance en el semestre. La inflación repuntó fuertemente a partir de abril, pasando la tasa desde el 3,4 % al 4,8 % en septiembre, por encima de la banda superior del intervalo objetivo del banco central (3 %±1 %), debido a la escasez de algunos alimentos por problemas puntuales de oferta. La tasa subyacente

se ha mantenido en el 3,6 % y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecen ancladas alrededor del 3,5 %, aunque las de corto plazo repuntaron al hilo de la publicación de las cifras oficiales. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,5 %, nivel en el que permanece desde julio de 2009 y, aunque en septiembre el tono del comunicado fue más restrictivo, aún no se descuenta un endurecimiento de las condiciones monetarias en los próximos trimestres. El peso se depreció entre abril y mayo un 10,2 %, lo que activó en dos ocasiones la subasta de venta de dólares reintroducida en noviembre de 2011, y posteriormente se recuperó hasta niveles similares a los de marzo. En el plano fiscal, el déficit disminuyó al 2,5 % del PIB (considerando la inversión de PEMEX), desde el 2,7 % de finales de 2011, gracias a la mayor aportación de la petrolera estatal a los presupuestos. La balanza por cuenta corriente registró en el segundo trimestre un déficit del 0,5 % del PIB, menor que en trimestres previos, gracias al mantenimiento de un amplio superávit comercial. Se registró un descenso de las entradas de capitales, en especial de las relacionadas con operaciones de *carry trade*. Finalmente, el pasado 1 de julio se celebraron en México elecciones presidenciales y legislativas, en las que resultó vencedor el PRI. El nuevo Gobierno, que asumió el poder el pasado 1 de septiembre, se enfrentará, en primer lugar, a los presupuestos para el año que viene, en los que no se esperan modificaciones de las figuras impositivas.

La actividad en *Argentina*, que ya había perdido dinamismo en la segunda mitad de 2011, profundizó su desaceleración a lo largo del primer semestre del año. Así, en el segundo trimestre el PIB real cayó un 0,8 % intertrimestral (tras un crecimiento del 0,6 % en el primero). En términos interanuales, la economía tuvo un crecimiento nulo en el segundo trimestre (5,2 % en el primero). Los factores idiosincráticos han tenido un mayor peso que los externos en la corrección de la actividad. En este sentido, las restricciones sobre las importaciones han provocado un notable ajuste de las compras al exterior (-14 % anual) y de la formación bruta de capital (-15 %), por el efecto en la inversión de bienes de equipo, mientras que los controles para la adquisición de divisas, entre otras consecuencias, han enfriado el sector de la vivienda, un mercado cuyas transacciones se denominan mayoritariamente en dólares. El consumo, en cambio, se ha mantenido como el principal motor del crecimiento. El componente privado aumentó un 4,2 % interanual en el segundo trimestre (10,7 % en 2011) y el público un 6,8 % (10,9 % en 2011). La aportación de la demanda externa fue positiva, a pesar del descenso de las exportaciones en un 9,5 %, que se atribuye en parte a la debilidad de Brasil. Los indicadores de alta frecuencia evidencian que la economía podría haber comenzado a estabilizarse. De hecho, aunque se mantienen las restricciones sobre el mercado de divisas, otros factores que atenazaban el crecimiento se están disipando. En este sentido, se han suavizado algunas restricciones a las importaciones, se espera una mejor cosecha agrícola (con precios altos) y Brasil, principal socio comercial, parece retomar una senda de mayor dinamismo. La cuenta corriente volvió a registrar un saldo positivo (tras haber sido deficitaria en los tres meses previos) gracias al mayor superávit de la balanza comercial —a pesar del aumento del déficit energético—. Por su parte, las cuentas públicas han empeorado sustancialmente, como consecuencia del aumento del gasto primario y de la caída de los ingresos fiscales, situándose el déficit público en el segundo trimestre en el 1,9 % del PIB en términos anualizados. Todo ello ha aumentado la dependencia del Tesoro de la financiación por parte de entidades públicas, incluyendo la administración de los fondos de pensiones y el banco central, cuyos anticipos al Tesoro se han situado en el nivel más alto desde enero de 2003. El creciente recurso al banco central ha contribuido a perpetuar una inflación elevada, en torno al 10 % en la medida oficial (aunque las estimaciones privadas apuntan a tasas que superan el 20 %). Los tipos de interés reales negativos, junto con el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevalorado, están detrás de la creciente demanda de dólares como activo

ARGENTINA: TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



CHILE: CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Banco Central de Argentina, Banco Central de Chile y Reuters.

refugio y la fuga de capitales, que ha intentado contenerse mediante controles de capital. Estas medidas han conseguido mantener estable el volumen de reservas internacionales, pero han favorecido el resurgimiento del mercado informal, en el que el dólar se cotiza con una prima elevada —en torno al 35 % respecto al tipo de cambio oficial (véase gráfico 12)—. Al mismo tiempo, se ha intensificado la retirada de depósitos en dólares, que supera los 6.500 millones de dólares (45 % del total de depósitos en dólares) desde que se reguló la venta de dólares a finales del año pasado.

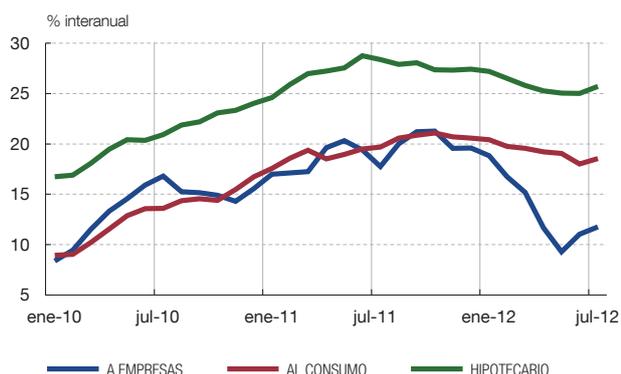
La actividad en *Chile* mostró un notable dinamismo en el primer semestre de 2012, superando las expectativas y mostrando una elevada resistencia al deterioro externo y los vaivenes de los mercados globales. De esta forma, el PIB en el segundo trimestre de 2012 anotó un crecimiento trimestral del 1,7 % (5,5 % interanual), superior incluso al del trimestre previo (1,3 % intertrimestral y 5,3 % interanual). La expansión continúa estando liderada por la demanda interna, que creció un 7,2 % en el segundo trimestre, apoyada por el buen comportamiento del mercado laboral y el efecto transitorio de una fuerte acumulación de existencias. Así, la aportación de la demanda externa, que fue positiva en el primer trimestre (0,6 pp), volvió al terreno negativo en el segundo (1,8 pp), como consecuencia sobre todo de la desaceleración de las exportaciones, especialmente por el menor precio del cobre. El superávit comercial ha caído casi un 67 % en el acumulado del año hasta septiembre, fruto de una caída de las exportaciones del 5,5 % interanual y del aumento del 4,3 % de las importaciones, lo que ha ampliado el déficit por cuenta corriente, que en el segundo trimestre se situó en el 2,7 % del PIB (véase gráfico 12). Los indicadores de alta frecuencia evidencian que ha comenzado cierta desaceleración, especialmente en su componente de inversión. La inflación también ha sorprendido favorablemente a lo largo del año con una marcada evolución a la baja, desde tasas del 4 % en los primeros meses del año al 2,8 % en septiembre, aunque con un marcado contraste en el comportamiento de los precios de bienes comerciables y no comerciables. El avance de los primeros se ha reducido notablemente por el ajuste de precios de energía y alimentos, y por la tendencia apreciadora del peso, que, pese a episodios de volatilidad, se ha fortalecido en torno a un 10 % desde principios de año. En cambio, el avance de los precios de los no comerciables permanece elevado, con presiones asociadas a la estrechez del mercado laboral (tasa de paro del 6,4 % en el trimestre junio-agosto y crecimiento de los salarios reales en torno al 3 % en los últimos meses). De cara al futuro, la inflación podría revertir su tendencia en vista del reciente repunte en los precios internacionales de alimentos, pero las expectativas de inflación de más largo plazo permanecen ancladas en el 3 %. En este contexto, el

banco central ha mantenido el tipo de interés oficial en el 5 % desde enero, cuando lo redujo en 25 pb. La curva de tipos de interés no descuenta descensos a corto plazo. Por su parte, ha disminuido ligeramente el ritmo de expansión del crédito bancario, aunque sigue creciendo más de un 10 % en términos reales. En el plano fiscal, el superávit acumulado en el primer semestre fue del 2 % del PIB, un poco por encima de lo previsto gracias al buen desempeño de la recaudación. De esta forma, aunque el estímulo aplicado en 2009 y 2010 no se ha retirado en su totalidad, se prevé alcanzar un déficit estructural del 1,4 % a finales de año, siendo el objetivo del Gobierno situarlo en el 1 % en 2014. Ante un agravamiento del escenario externo, Chile no solo posee cierto espacio para flexibilizar las políticas monetaria y fiscal, sino que cuenta también con más de 39 mm de dólares en reservas y con el fondo de riqueza soberano, que en agosto suponía casi 15 mm de dólares, mientras que el Fondo de Reserva de Pensiones sumaba más de 5,7 mm de dólares.

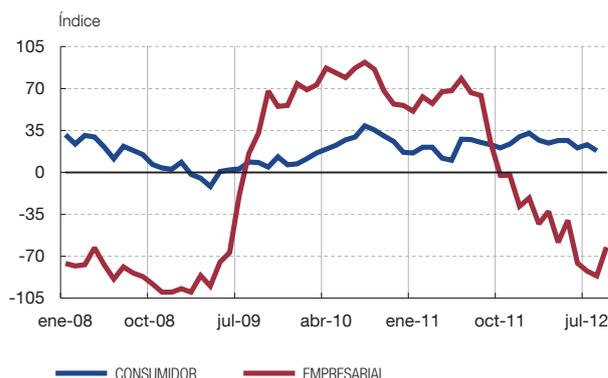
En *Colombia*, tras el fuerte dinamismo de 2011, la actividad mostró una notable desaceleración a lo largo del primer trimestre de 2012, aunque recuperó un mayor impulso en el segundo. Así, el crecimiento trimestral fue de un 1,6 % en el segundo trimestre (0,3 % en el primero), mientras que la tasa interanual se situó en el 4,9 % en el segundo trimestre (4,7 % en el primero). Este comportamiento se explica por la evolución de la inversión bruta fija, que durante el primer trimestre moderó su expansión interanual hasta el 7,8 %, mientras que en el segundo creció un 15,5 %, debido sobre todo a la aceleración en la ejecución de obras civiles. Por su parte, el consumo privado, que venía creciendo con fuerza, apoyado en la reducción progresiva de la tasa de desempleo, moderó su expansión hasta el 4,2 % en el segundo trimestre por el menor soporte del mercado laboral, con una tasa de paro estabilizada en los últimos meses en el 10,9 %. Asimismo, la aportación de la demanda externa fue negativa después de que las importaciones aumentasen un 9,5 % y las exportaciones cayesen un 2 %. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una cierta desaceleración, a la que contribuyen tanto la demanda externa como la local, especialmente en el sector manufacturero, afectado también por la apreciación de la moneda. De hecho, la confianza empresarial ha mostrado un continuo deterioro desde el inicio del año (véase gráfico 13). La inflación se ha ido corrigiendo, pasando del 3,6 % en enero al 3,1 % en septiembre. Además, el crédito ha pasado de aumentar a tasas reales del 24 %, a comienzos de 2012, a ritmos inferiores al 18 %, lo que mitiga los riesgos asociados. En este contexto, el banco central mantuvo los tipos de interés oficiales sin cambios hasta las reuniones de julio y agosto, cuando adoptó sendas bajadas de 25 pb, dejando el tipo de interés oficial en el 4,75 % en septiembre. Asimismo, para controlar las presiones apreciatorias sobre el peso colombiano, el banco central amplió hasta marzo del próximo año su programa de compra diaria de dólares, al tiempo que el Tesoro público también realizó compras puntuales. El déficit del Gobierno central continúa su moderación como consecuencia del aumento de los ingresos tributarios (sobre todo, los relacionados con el petróleo), que están ampliando el superávit primario, lo que ha permitido revisar a la baja la previsión de déficit fiscal para 2012 en 4 décimas, hasta el 2,4 %.

En *Perú*, si bien la economía mantiene el mayor dinamismo de la región, se ha producido cierta desaceleración a lo largo del año. En el segundo trimestre el PIB aumentó un 1,4 % en tasa intertrimestral, por debajo del 2,1 % registrado en el primero. En tasa interanual, el PIB aumentó un 6,1 %, la misma tasa que el trimestre anterior. La demanda interna continúa ejerciendo de soporte, manteniendo su fortaleza tanto el consumo privado (5,6 % interanual en el segundo trimestre y 5 % en el primero) como la formación bruta de capital (16,1 % en el segundo trimestre y 15,4 % en el primero). En cambio, la demanda externa pasó a tener en el segundo trimestre una aportación negativa al PIB de 1,6 pp (+0,1 pp en el primer trimestre), como consecuencia de la extraordinaria moderación de las exportaciones,

PERÚ: VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO

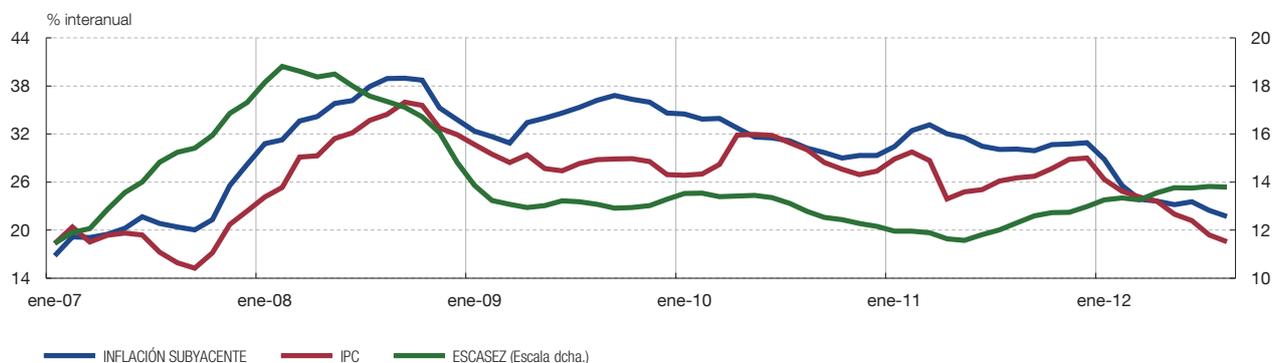


COLOMBIA: ÍNDICES DE CONFIANZA



VENEZUELA: TASAS DE INFLACIÓN E ÍNDICE DE ESCASEZ

Variación interanual



FUENTES: Fuentes nacionales y Fedesarrollo en Colombia.

especialmente las mineras, lo que obedece tanto a la desaceleración de la demanda como a problemas de oferta de carácter transitorio. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una desaceleración solo gradual, que previsiblemente se verá mitigada por el gasto y la inversión pública, debido a la aplicación del segundo paquete de estímulo económico, acordado en junio, equivalente al 0,4 % del PIB (con el fin de agilizar la inversión y el gasto público, ampliar programas sociales, mejorar las infraestructuras y apoyar las exportaciones). El déficit de la cuenta corriente aumentó en el segundo trimestre al 2 % del PIB, debido a la fuerte reducción del superávit comercial (véase gráfico 13). Por su parte, se amplió el superávit de la cuenta financiera hasta el 7,5 % del PIB, gracias a los mayores flujos de capitales de largo plazo al sector privado. La inflación ha mostrado una tendencia decreciente a lo largo del año, resultante de la moderación en los precios de alimentos y energía, aunque en septiembre se situó en el 3,7 %, todavía por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central, afectada por el repunte en los precios internacionales de los alimentos. El banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,25 %, nivel que está vigente desde mayo de 2011. A pesar del complicado entorno externo, el nuevo sol se ha apreciado en torno a un 4 % en el año, una apreciación que hubiese sido mayor sin la acumulación de reservas internacionales de 10 mm de dólares, un incremento del *stock* de más del 20 %. Asimismo, el banco central elevó los encajes medios en moneda nacional y extranjera en 100 pb, con el fin de moderar la entrada de capitales extranjeros de corto plazo y el crecimiento del crédito, que a lo largo del año ha mantenido una tendencia decreciente, aunque aún a tasas altas (véase gráfico 13). Por el lado fiscal, el sector público

no financiero alcanzó en el segundo trimestre un superávit equivalente al 3,4 % del PIB gracias al incremento de los ingresos corrientes, reflejo del dinamismo de la demanda interna. El Gobierno prevé cerrar el déficit fiscal estructural a partir de 2013.

La economía de *Venezuela* mostró un fuerte repunte del crecimiento en el primer trimestre de 2012, con una expansión del PIB del 4,3 % intertrimestral y del 5,8 % interanual, y una desaceleración posterior, hasta el 5,4 % interanual. La demanda interna se expandió un 16,4 % interanual en el primer trimestre del año y un 13,1 % el segundo, gracias a la aceleración del consumo público y privado y, sobre todo, de la inversión. La aportación de la demanda externa al crecimiento fue muy negativa (-14 pp en el primer trimestre y -11,3 pp en el segundo), debido tanto al mayor dinamismo de las importaciones —por la mayor disponibilidad de divisas en la economía— como por la debilidad de las exportaciones, que incluso presentaron una caída interanual en el segundo trimestre. Por su parte, la inflación se ha ido moderando a lo largo del año, desde el 29 % de finales de 2011 al 19 % de septiembre, si bien el aumento del índice de escasez elaborado por el Banco Central de Venezuela apuntaría a la presencia de cierta inflación reprimida (véase gráfico 13). Además, en julio entró en vigor una disposición del Gobierno que pretende elevar la cantidad de dólares en circulación en el país; en concreto, en el mercado paralelo del tipo de cambio (SITME), al autorizar la apertura de cuentas en moneda extranjera a ciertos agentes —cuentas que en todo caso se liquidarían en moneda local al tipo de cambio oficial—, sobre las que se aplicarían encajes en dólares, y a las empresas exportadoras a negociar en el SITME el 5 % de sus ingresos en divisas. En cuanto las cuentas públicas, según cifras del banco central, el año 2011 se cerró con un déficit de la Administración Central del 3,4 % del PIB, una décima menos que en 2010, gracias a un aumento de los ingresos no petroleros de 3,2 puntos del PIB, que financió un incremento de los gastos corrientes de 2,6 puntos (fundamentalmente, incremento del pago de intereses de la deuda). Utilizando otras fuentes, como la CEPAL, el déficit del sector público se habría situado cerca del 6,5 % del PIB en 2011, lo que, unido a una deuda pública creciente (que ha pasado del 13,6 % del PIB en 2008 al 35,5 % en marzo de 2012), plantea dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. El año electoral ha generado, además, un fuerte aumento del gasto (por encima del 36 % interanual en términos reales en el primer trimestre de 2012). El superávit por cuenta corriente se situó en el segundo trimestre en el 6 % del PIB, en términos anualizados, y la inversión exterior directa en el 1,3 % del PIB. Tras las elecciones presidenciales del 7 de octubre, en las que resultó ganador el actual presidente, el diferencial soberano se estabilizó en torno a los 900 pb.

15.10.2012.



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

## Introducción

Las nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas durante el tercer trimestre de 2012 han sido relativamente numerosas en relación con años anteriores.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado tres disposiciones: el establecimiento de medidas temporales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de nuevos activos de garantía en las operaciones de política monetaria; la actualización de la normativa sobre TARGET2-Securities, y la introducción de un sistema de intercambio de información para las operaciones de efectivo en el Eurosistema.

En el ámbito de las entidades de crédito, se han publicado cuatro normas de cierta relevancia: la regulación de un nuevo marco de reestructuración y resolución de entidades, junto con nuevas competencias que se atribuyen al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB); el desarrollo normativo sobre la política de remuneraciones en las entidades que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración; la actualización de la normativa sobre transparencia y protección del cliente de servicios bancarios; la modificación de determinadas normas financieras para otorgar nuevas facultades a las Autoridades Europeas de Supervisión (AES).

En el campo de la deuda del Estado, se ha actualizado la normativa de los creadores de mercado.

En el área del mercado de valores, se han promulgado dos disposiciones: la actualización del reglamento de las instituciones de inversión colectiva (IIC), conforme a las últimas modificaciones introducidas en la ley que regula su normativa, y la modificación de la normativa sobre operaciones con instrumentos derivados de las IIC.

En relación con la normativa comunitaria, se han publicado: por un lado, dos reglamentos que desarrollan determinados aspectos de la normativa sobre las posiciones cortas. Por otro, un reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central (ECC) y los registros de operaciones.

Finalmente, se resumen las novedades de carácter financiero y fiscal de dos reales decretos leyes: uno, sobre la aprobación de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y el fomento de la competitividad, y el otro, relativo a la adopción de medidas de liquidez para las Comunidades Autónomas.

En el cuadro 1 se detallan los contenidos de este artículo.

### **Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria**

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto* (DOUE del 15), sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía, por la que se modifica la *Orientación BCE/2007/9, del BCE, de 1 de agosto*, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

1	Introducción
2	Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria
2.1	Opción de terminar o modificar las operaciones de financiación a plazo más largo
2.2	Activos de garantía
2.2.1	Admisión de determinados bonos de titulización
2.2.2	Admisión de determinados créditos
2.2.3	Aceptación de determinadas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado
3	TARGET2-Securities: modificación de su normativa
4	Banco Central Europeo: intercambio de información de las operaciones de efectivo en el Eurosistema
5	Nuevo marco de reestructuración y resolución de entidades de crédito
5.1	Gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito
5.1.1	Medidas de actuación temprana
5.1.2	Medidas de reestructuración
5.1.3	Resolución ordenada de entidades
5.2	Refuerzo de las competencias del FROB
5.3	Sistema de reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades de crédito
5.4	Sociedad de Gestión de Activos
5.5	Refuerzo de la protección a los inversores minoristas
5.6	Nuevos requerimientos del capital principal
5.7	Traspaso de competencias al Banco de España
5.8	Retribuciones de directivos
5.9	Nuevas funciones del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito
5.10	Otras novedades
6	Política de remuneraciones en las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración
6.1	Ámbito de aplicación
6.2	Límites a las retribuciones máximas en entidades participadas mayoritariamente por el FROB
6.3	Límites a las retribuciones máximas en entidades que reciban apoyo financiero del FROB
6.4	Reglas para el cálculo de los límites de las retribuciones
6.5	Indemnizaciones
6.6	Reglas aplicables en los procesos de integración de entidades
7	Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios: actualización de la normativa
7.1	Ámbito de aplicación
7.2	Mayores obligaciones de información de los servicios bancarios
7.2.1	Comisiones y tipos de interés
7.2.2	Mayor diligencia en la información de los servicios bancarios
7.2.3	Información precontractual
7.2.4	Información contractual
7.2.5	Comunicaciones al cliente
7.3	Mejoras en las prácticas bancarias de concesión de préstamos y créditos
7.4	Información sobre la tasa anual equivalente (TAE) y su fórmula de cálculo
7.5	Tipos de interés oficiales
7.6	Información al Banco de España

8	Nuevas facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión: modificación de determinadas normas financieras
8.1	Sistema bancario
8.2	Mercado de valores
8.3	Conglomerados financieros
9	Creadores de mercado de la deuda del Estado: nueva normativa
10	Instituciones de inversión colectiva: nuevo reglamento
10.1	Nuevo régimen de recursos propios de las SGIC
10.2	Armonización de políticas de gestión de riesgos y de conflictos de intereses
10.3	Refuerzo de la protección del inversor
10.4	Modificación de la actividad transfronteriza
10.4.1	Gestión transfronteriza
10.4.2	Comercialización transfronteriza
10.5	Avances en la armonización comunitaria
10.6	Otras novedades de la norma
11	Instituciones de inversión colectiva: modificación de la normativa sobre operaciones con instrumentos derivados y de otros aspectos operativos
11.1	Novedades en la Circular 6/2010
11.2	Novedades en la Circular 4/2008
11.3	Novedades en la Circular 3/2006
11.4	Otras novedades
12	Posiciones cortas netas en acciones, deuda soberana y permutas de cobertura por impago soberano descubiertas: desarrollo reglamentario de la normativa europea
13	Reglamento comunitario relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones
13.1	Derivados extrabursátiles
13.2	Autorización y supervisión de las ECC
13.3	Los registros de operaciones
14	Medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad
14.1	Medidas en el ámbito financiero
14.2	Medidas fiscales
15	Medidas de liquidez para las Comunidades Autónomas y en el ámbito financiero
15.1	Asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades financieras españolas
15.2	Avales para garantizar emisiones de bonos y obligaciones de las entidades de crédito
15.3	Medidas de liquidez para las Comunidades Autónomas

Las medidas establecidas se deben aplicar temporalmente hasta que el Consejo de Gobierno del BCE considere que ya no son necesarias, para asegurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

OPCIÓN DE TERMINAR  
O MODIFICAR LAS OPERACIONES  
DE FINANCIACIÓN A PLAZO  
MÁS LARGO

El Eurosistema puede decidir que las entidades de contrapartida reduzcan el importe o poner fin a determinadas operaciones de financiación a largo plazo antes de su vencimiento. Dichas condiciones se publicarán en el anuncio de la subasta correspondiente.

ACTIVOS DE GARANTÍA

La norma introduce nuevos activos que serán admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, que se reseñan a continuación:

Admisión de determinados bonos de titulización

Serán admisibles los bonos de titulización que, sin cumplir los requisitos de evaluación de la calidad crediticia previstos en la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre<sup>1</sup>, cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B<sup>2</sup> en su fecha de emisión y en cualquier momento posterior, y cumplan ciertos requisitos adicionales<sup>3</sup>. Asimismo, estarán sujetos a los siguientes recortes de valoración: los bonos de titulización garantizados por hipotecas comerciales estarán sujetos a un recorte del 32 %, y todos los demás, a uno del 26 %<sup>4</sup>.

Por su parte, los bancos centrales nacionales (BCN) podrán aceptar como activos de garantía para las operaciones de política monetaria del Eurosistema los bonos de titulización cuyos activos subyacentes incluyan préstamos hipotecarios<sup>5</sup>, préstamos a pymes<sup>6</sup> o ambos, exigiendo que solo cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B (sin necesidad de que cumplan otro tipo de requisitos). Dichos bonos deberán limitarse a los emitidos antes del 20 de junio de 2012 y estarán sujetos a un recorte de valoración del 32 %.

Como ya estaba establecido, una entidad de contrapartida no podrá presentar como garantía un activo emitido o garantizado por ella o por cualquier otra entidad con la que tenga vínculos estrechos<sup>7</sup>.

Admisión de determinados créditos

Serán admisibles los créditos que no cumplan los criterios de admisión del Eurosistema, especificados en la Orientación BCE/2011/14. En este caso, los bancos centrales nacionales (BCN) que decidan aceptar dichos créditos deberán establecer los criterios de admisión y las medidas de control del riesgo conforme a las leyes que rigen en el Estado miembro. Tales criterios y medidas de control estarán sujetos a la autorización previa del Consejo de Gobierno del BCE.

- 1 Para los bonos de titulización emitidos a partir del 1 de marzo de 2010, el Eurosistema requiere, al menos, dos evaluaciones de calidad crediticia de la emisión por ECAI aceptadas. Para determinar la admisibilidad de estos bonos de titulización se aplica la regla de la segunda mejor evaluación, según la cual no solo la mejor, sino también la segunda mejor evaluación de la calidad crediticia por ECAI de que se disponga, debe cumplir el umbral de calidad crediticia de los bonos de titulización. Conforme a esta regla, el Eurosistema requiere que ambas evaluaciones de calidad crediticia sean de «AAA»/«Aaa» a la emisión y de «A» durante la vida del bono, para que los bonos sean admisibles. A partir del 1 de marzo de 2011, todos los bonos de titulización, con independencia de su fecha de emisión, deberán tener al menos dos evaluaciones de calidad crediticia de la emisión otorgadas por ECAI aceptadas, debiendo cumplirse la regla de la segunda mejor evaluación para que los bonos sigan siendo admisibles. En lo relativo a los bonos de titulización emitidos antes del 1 de marzo de 2010 que tengan una única evaluación de calidad crediticia, deberá obtenerse una segunda antes del 1 de marzo de 2011. Para los bonos de titulización emitidos antes del 1 de marzo de 2009, ambas evaluaciones de calidad crediticia deberán ser de «A» durante la vida del bono.
- 2 Una calificación crediticia «triple B» es una calificación de, al menos, «Baa3» de Moody's, «BBB-» de Fitch o Standard & Poor's, o de «BBB» según DBRS.
- 3 Entre otros, los requisitos siguientes: 1) los activos que sirven de garantía a los bonos de titulización deben pertenecer a cierta clase de activos; 2) no pueden contener préstamos que sean morosos, estructurados, sindicados o apalancados, y 3) los documentos de las transacciones de los bonos de titulización deben incluir disposiciones sobre la continuidad de la administración de la deuda.
- 4 Si llegan a contar con calificaciones crediticias de, al menos, «A», estarían sujetos a un recorte de valoración del 16 %.
- 5 En los préstamos hipotecarios, además de los préstamos para la adquisición de vivienda garantizados por una hipoteca, se incluyen los préstamos para la adquisición de vivienda que no tengan una hipoteca, si la garantía debe abonarse inmediatamente en caso de incumplimiento. Dicha garantía puede prestarse mediante diferentes modalidades contractuales, incluidos los contratos de seguro, siempre que sean suscritos por entidades del sector público o entidades financieras sujetas a supervisión pública. La evaluación crediticia del garante a efectos de dichas garantías deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema durante la vigencia de la transacción.
- 6 Las pymes son entidades que, independientemente de su forma legal, realizan una actividad económica cuyo volumen de negocios anual o, en su caso, del grupo consolidado es inferior a 50 millones de euros.
- 7 Se entiende que existe una situación de «vínculos estrechos» entre una entidad de contrapartida y un emisor, deudor o avalista de activos de garantía cuando: 1) la entidad de contrapartida posee directa o indirectamente, a través de una o más empresas, el 20 % o más del capital del emisor, deudor o avalista; 2) el emisor, deudor o avalista posee directa o indirectamente, a través de una o más empresas, el 20 % o más del capital de la entidad de contrapartida, o 3) un tercero posee más del 20 % del capital de la entidad de contrapartida y más del 20 % del capital del emisor, deudor o avalista, ya sea directa o indirectamente, a través de una o más empresas.

En circunstancias excepcionales, los BCN podrán, con la autorización del Consejo de Gobierno del BCE, aceptar los créditos que estén regidos por las leyes de cualquier Estado miembro distinto del Estado miembro en el que está establecido el BCN aceptante.

Aceptación de determinadas obligaciones bancarias garantizadas por un Estado

Los BCN podrán aceptar las obligaciones bancarias garantizadas por un Estado miembro sujeto a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional, o por un Estado miembro cuya valoración crediticia no alcance el requisito mínimo del Eurosistema para emisores y garantes de activos negociables establecido en la Orientación BCE/2011/14<sup>8</sup>.

Las entidades de contrapartida no podrán presentar obligaciones bancarias emitidas por ellas mismas y garantizadas por una entidad del sector público del Espacio Económico Europeo (EEE)<sup>9</sup>, ni obligaciones emitidas por entidades estrechamente vinculadas como garantía para operaciones de crédito del Eurosistema siempre que excedan del valor nominal de estas obligaciones ya presentadas como garantía a 3 de julio de 2012. En casos excepcionales, el Consejo de Gobierno podrá establecer excepciones a este requisito si la entidad de contrapartida formula una solicitud acompañada de un plan de financiación.

La Orientación entró en vigor el 4 de agosto, y es aplicable a partir del 14 de septiembre.

TARGET2-Securities: modificación de su normativa

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/13, de 18 de julio* (DOUE del 11 de agosto), que actualiza y sustituye a la *Orientación BCE/2010/2, de 21 de abril*, sobre TARGET2-Securities (en adelante, T2S). En particular, incorpora las disposiciones de la Decisión BCE/2012/6, de 29 de marzo, sobre la creación del Consejo de T2S, al tiempo que se deroga la Decisión BCE/2009/6, de 19 de marzo.

El T2S es un servicio del Eurosistema, creado mediante la *Orientación BCE/2010/2*, para liquidar valores en dinero de los BCN<sup>10</sup>. Se basa en una plataforma técnica única vinculada a los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los BCN que permite a los depositarios centrales de valores (DCV)<sup>11</sup> la liquidación de operaciones de valores, con carácter básico, neutral y transfronterizo. De esta manera, los DCV pueden prestar a sus clientes unos servicios armonizados y estandarizados de liquidación por el pro-

8 El requisito de elevada calidad crediticia para los activos negociables se establece en función de ciertos criterios, como la evaluación de la calidad crediticia aceptada por parte de las ECAI (agencias externas de evaluación del crédito), que debe igualar o superar su umbral de calidad crediticia, que deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema. En caso de que no se disponga de una evaluación (aceptable) de la calidad crediticia del emisor realizada por una ECAI, se puede cumplir el requisito de elevada calidad crediticia a partir de las garantías proporcionadas por avalistas solventes, que debe ajustarse a ciertos requisitos. La solvencia financiera de un avalista se determina a partir de las evaluaciones del crédito efectuadas por ECAI que cumplan el umbral de calidad crediticia.

9 El EEE comenzó a existir el 1 de enero de 1994, con motivo de un acuerdo entre países miembros de la Unión Europea (UE) y de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC). Su creación permitió a los países de la AELC participar en el mercado interior de la UE sin tener que adherirse a la UE. Está integrado por los 27 países de la UE y los miembros de la AELC siguientes: Islandia, Liechtenstein y Noruega.

10 Conforme al ofrecimiento del Deutsche Bundesbank, del Banco de España, de la Banque de France y de la Banca d'Italia (en adelante, los «4BC»), el 17 de julio de 2008 el Consejo de Gobierno del BCE decidió que T2S se creara y fuera gestionado por los 4BC.

11 El DCV es una entidad que: 1) permite que se constituyan y liquiden valores mediante anotaciones en cuenta, y/o mantiene y administra valores en nombre de otros mediante la prestación o mantenimiento de cuentas de valores; 2) opera o, en cualquier caso, es la prestadora ante las entidades de un servicio de liquidación de valores o para las entidades situadas fuera del EEE, con arreglo a la legislación nacional pertinente y/o está regulada por un banco central, y 3) está reconocida como DCV por la legislación nacional y/o está autorizada o regulada como tal por una autoridad competente.

cedimiento de entrega contra pago en un entorno técnico integrado y con capacidad transfronteriza.

La Orientación BCE/2012/13 mantiene básicamente las funciones de la estructura de gobierno interno de T2S, que consta de tres niveles: en el nivel 1 se encuentra el Consejo de Gobierno de T2S, que se encargará de la dirección, la gestión general y el control de T2S. Será, además, el responsable último de la adopción de decisiones relativas a T2S y decidirá sobre la asignación de tareas no atribuidas expresamente a los niveles 2 y 3.

En el nivel 2, el Consejo de T2S (sustituye al anterior Consejo del Programa T2S) se encarga de ayudar a los órganos rectores del BCE a velar para que el Programa T2S concluya oportunamente y con éxito. Es un órgano gestor simplificado del Eurosistema que formula propuestas al Consejo de Gobierno de T2S acerca de cuestiones estratégicas esenciales y ejecuta funciones de naturaleza puramente técnica. Al mismo tiempo, los BCN del Eurosistema encomiendan al Consejo de T2S ciertas funciones de ejecución, de modo que sea plenamente operativo y pueda actuar en nombre del Eurosistema en su conjunto.

En el nivel 3 están los 4BC, que desarrollan y gestionan T2S y facilitan información sobre su propia organización interna y sobre la asignación de tareas al Consejo de T2S.

Por otro lado, se precisan las funciones de los DCV, ya que, además de permitir que se constituyan y liquiden valores mediante anotaciones en cuenta, son los prestadores ante las entidades de un servicio de liquidación de valores en la Unión Europea o para las entidades situadas fuera del EEE, con arreglo a la legislación nacional pertinente.

Asimismo, se amplían los servicios de T2S a los BCN fuera de la zona del euro, basándose en acuerdos contractuales, por lo que se estructuran las relaciones con estos en las fases de desarrollo y migración de T2S y, posteriormente, durante su funcionamiento. Con este fin, se crean un Grupo de Coordinación de DCV y un Grupo de Coordinación de monedas distintas del euro, que sustituyen al anterior grupo de contacto de DCV.

Se mantiene el Grupo Consultivo de T2S, que es un foro de comunicación e interacción entre el Eurosistema y los interesados externos de T2S, aunque se añaden nuevas funciones, ya que, además de ser un órgano consultivo del Eurosistema para todos los asuntos relativos a T2S, podrá asesorar al Grupo de Coordinación de DCV y al Grupo de Coordinación de monedas distintas del euro. Asimismo, se desarrollan sus normas de funcionamiento y obligaciones de información.

Finalmente, se amplían las funciones de los grupos de usuarios nacionales<sup>12</sup>, como la de contribuir a la vigilancia y aplicación de las tareas asociadas con la armonización de las actividades de T2S apoyadas por el Grupo Consultivo, y observar las cotas más altas de transparencia de T2S, y se aclaran determinados aspectos de sus normas de funcionamiento.

La Orientación entró en vigor el 20 de julio.

---

12 Los grupos de usuarios nacionales son foros de comunicación e interacción con proveedores y usuarios de servicios de liquidación de valores en los mercados nacionales, con miras a apoyar el desarrollo y la implantación de T2S y evaluar su repercusión en los mercados nacionales. Como norma, los grupos de usuarios nacionales los presidirán los BCN respectivos.

Se ha publicado la *Orientación BCE/2012/16, de 20 de julio* (DOUE del 11 de septiembre), relativa al intercambio de datos para servicios de caja.

La Orientación introduce un Sistema de Intercambio de Datos para Servicios de Caja (en inglés, «DECS»)<sup>13</sup>, con el objeto de profundizar en la armonización de los servicios de caja del Eurosistema. Está diseñado para aumentar la eficacia en los procesos de puesta en circulación y retirada de efectivo y el funcionamiento de su ciclo en la zona del euro. Asimismo, garantiza la intercambiabilidad de la información relativa a las operaciones en efectivo y las transferencias transfronterizas de billetes en euros entre BCN que utilizan diferentes sistemas de gestión de efectivo.

Los BCN deberán conectar sus sistemas de gestión de efectivo a DECS, con la finalidad de: 1) permitir a los clientes<sup>14</sup> intercambiar mensajes electrónicos de datos relativos a operaciones en efectivo con un BCN extranjero a través del sistema de gestión de efectivo de su BCN connacional<sup>15</sup>, y 2) facilitar el intercambio de mensajes electrónicos de datos relativos a transferencias de gran cuantía entre BCN, o entre una imprenta<sup>16</sup> y un BCN receptor<sup>17</sup>, a través del sistema de gestión de efectivo del BCN proveedor.

Los BCN pondrán en marcha una conexión entre sus respectivos sistemas de gestión de efectivo y DECS tan pronto como les resulte técnicamente posible.

En relación con los BCN connacionales, se asegurarán de cumplir los requisitos técnicos necesarios para la adecuada transmisión de mensajes a través de DECS. Además, deberán adoptar acuerdos contractuales con sus clientes en los que se disponga que las operaciones en efectivo serán gestionadas a través de DECS. Finalmente, pondrán en marcha, mantendrán y actualizarán periódicamente una base de datos de los clientes que acepten el uso, las condiciones y los requisitos técnicos de DECS.

Los BCN no serán considerados parte ni responderán en modo alguno de las operaciones en efectivo que los clientes lleven a cabo con BCN extranjeros.

Respecto a los BCN extranjeros, tan pronto como sea posible, deberán adoptar acuerdos contractuales con los clientes de los BCN que deseen realizar operaciones en efectivo a través de DECS con dichos BCN extranjeros.

En relación con los requisitos de los mensajes de operación, estos se tramitarán mediante DECS, como se establece en los anejos de la norma.

Finalmente, los BCN prestarán la debida colaboración en el intercambio de información acerca del funcionamiento de DECS, y en particular en los casos en que un BCN se en-

13 «DECS» es la interfaz compartida de comunicación con los sistemas de gestión de efectivo de los BCN que permite la señalización, canalización y transformación de mensajes electrónicos de datos entre BCN que utilizan distintos sistemas de gestión de efectivo o distintas especificaciones de gestión de efectivo en lo relativo a las operaciones y a las transferencias de grandes cantidades de efectivo.

14 Los clientes son las entidades de crédito que prestan servicios de caja y que se han constituido en un Estado de la zona del euro o, en su caso, las empresas de transporte de fondos constituidas en dichos Estados y que estén inscritas en la base de datos de un BCN connacional como usuarias de su sistema de gestión de efectivo y de DECS.

15 Un BCN connacional es el encargado de proporcionar el sistema DECS a los BCN en sus sistemas de gestión de efectivo.

16 Son las imprentas que han celebrado acuerdos contractuales con un BCN para la fabricación de billetes en euros.

17 Un BCN receptor es el que recibe billetes en euros de un BCN proveedor o de una imprenta para transferencias de gran cuantía de billetes en euros.

frente a litigios, ya planteados o posibles, puestos en marcha por clientes y que tengan su origen en operaciones tramitadas a través de DECS.

La Orientación entró en vigor el 1 de octubre.

### Nuevo marco de reestructuración y resolución de entidades de crédito

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto* (BOE del 31), de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que deroga el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, así como determinados apartados del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito; del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, y del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Asimismo, introduce diversas modificaciones en un amplio número de disposiciones con rango de Ley.

La norma incluye las siguientes medidas: 1) un nuevo marco reforzado de gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito, que permitirá su reestructuración eficaz y, en caso necesario, su resolución ordenada (liquidación de la entidad); 2) una nueva regulación del FROB que delimita sus competencias y refuerza significativamente las herramientas de intervención en todas las fases de gestión de las crisis de las entidades; 3) un sistema de reparto entre el sector público y el privado del coste de los procesos de reestructuración y resolución de entidades; 4) el marco legal para la constitución de una Sociedad de Gestión de Activos (SGA); 5) una mayor protección a los inversores minoristas; 6) un nuevo régimen de requerimientos de capital principal que deben cumplir las entidades, que alcanza tanto a su definición como a su nivel; 7) el traspaso de ciertas competencias al Banco de España; 8) nuevas funciones del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, y 9) nuevos límites a la remuneración de directivos de entidades de crédito que reciban apoyo financiero.

En el cuadro 2 se recogen las novedades más relevantes en relación con la normativa anterior.

### GESTIÓN DE SITUACIONES DE CRISIS DE ENTIDADES DE CRÉDITO

El Real Decreto Ley establece un régimen jurídico novedoso para el tratamiento de situaciones de entidades con problemas. Para ello, se establecen tres niveles de gestión:

#### Medidas de actuación temprana

Están previstas para las entidades de crédito que son viables, pero incumplen o existen elementos objetivos<sup>18</sup> según los cuales resulta previsible que no puedan cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, aunque se encuentran en disposición de retornar a su cumplimiento por sus propios medios. En este caso, las entidades afectadas informarán de ello, con carácter inmediato, al Banco de España, presentando un *plan de actuación* en el que se concreten las acciones previstas para asegurar su viabilidad a largo plazo. Deberá ser aprobado por el Banco de España, exigiendo, además, el informe favorable del FROB para aquellos casos en que la entidad necesite apoyo financiero público.

Simultáneamente, el Banco de España, desde el momento en que tenga conocimiento de esta situación, podrá adoptar ciertas medidas de actuación temprana. Entre otras, la norma señala las siguientes: 1) requerir el cese y sustitución de miembros de los órganos de administración o directores generales y asimilados; 2) requerir la elaboración de un programa para

<sup>18</sup> Reglamentariamente, se precisarán los indicadores objetivos que habrán de emplearse para determinar la situación de las entidades en cualquiera de las posibles fases de la crisis.

REAL DECRETO LEY 9/2009, DE 26 DE JUNIO

REAL DECRETO LEY 24/2012, DE 31 DE AGOSTO

**Gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito**

No se contempla específicamente.	Medidas de actuación temprana: previstas para entidades que pueden ser viables por sus propios medios, pero que pueden requerir una ayuda excepcional y transitoria a través de aportaciones al capital social, compra de acciones ordinarias o de instrumentos convertibles en acciones, que se habrán de devolver en un plazo de dos años.
Procesos de reestructuración: se contemplan dos fases. La primera, con la presentación de un plan de actuación en el que se concreten las acciones previstas para superar la situación de debilidad financiera. Cuando el plan de actuación es insuficiente, se inicia el proceso de reestructuración con la intervención del FROB. Su objetivo es apoyar procesos de integración o el traspaso total o parcial del negocio bancario. El FROB puede suministrar temporalmente apoyos financieros al proceso de reestructuración.	Procesos de reestructuración: previstos para las entidades que presentan debilidades transitorias que pueden ser superadas mediante apoyo financiero público, que será reembolsado en un plazo de cinco años con una prórroga máxima de dos años. Los instrumentos de reestructuración que el FROB puede implementar (individual o conjuntamente) son dos: 1) el apoyo financiero público, y 2) la transmisión de activos o pasivos a la Sociedad de Gestión de Activos (SGA).
No se contempla	Resolución ordenada de entidades: se aplica a las entidades de crédito que son inviables. Los instrumentos de resolución que puede adoptar el FROB (de forma individual o conjunta) son: 1) la venta del negocio de la entidad; 2) la transmisión de activos o pasivos a un banco puente; 3) la transmisión de activos o pasivos a la SGA, y 4) el apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la SGA.

**Composición y competencias del FROB**

Está regido por una comisión rectora compuesta por ocho miembros: cinco propuestos por el Banco de España, y tres corresponden a cada uno de los FGD.	La comisión rectora está formada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, de Hacienda y Administraciones Públicas (cinco miembros) y del Banco de España (cuatro miembros). Contará con un director general con plenas funciones ejecutivas.
Tiene una dotación mixta a cargo de los Presupuestos Generales del Estado y de las aportaciones del Fondo de Garantía de Depósitos. Adicionalmente, podrá captar financiación en los mercados de valores emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento, no debiendo sobrepasar el montante de tres veces la dotación que exista en cada momento. No obstante, a partir del 1 de enero de 2010 se podría autorizar superar ese límite, sin que, en ningún caso, la financiación ajena fuera superior más de diez veces su dotación.	Dispone de las dotaciones que se realicen con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Adicionalmente, para el cumplimiento de sus fines, el FROB podrá captar financiación emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. Los recursos ajenos obtenidos no deben sobrepasar el límite que al efecto se establezca en los correspondientes Presupuestos Generales del Estado.
Las competencias del FROB se sustentan básicamente en dos funciones: la gestión de los procesos de reestructuración (mediante medidas de apoyo financiero y de gestión que mejoren la organización y los sistemas de procedimiento y control interno), y el reforzamiento de los recursos propios de entidades con el fin exclusivo de llevar a cabo procesos de integración.	El FROB gestiona los procesos de reestructuración y los de resolución de las entidades de crédito con los instrumentos mencionados anteriormente.
No se contempla.	En casos de reestructuración o de resolución de entidades de crédito que pertenezcan a grupos internacionales, el FROB colaborará con las instituciones de la Unión Europea, incluyendo la Autoridad Bancaria Europea, y con las autoridades extranjeras que tengan encomendadas estas funciones, pudiendo concluir acuerdos de colaboración, así como intercambiar información para el ejercicio de sus competencias.

**Sistema de reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades de crédito**

No se contempla.	Se aborda el reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades, estableciendo el mecanismo por el que los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada obtenida por la entidad de crédito) podrán verse obligados a asumir parte de las pérdidas de una entidad en crisis.
------------------	--

**Sociedad de Gestión de Activos**

No se contempla.	Tiene por objeto exclusivo la tenencia, gestión y administración directa o indirecta, adquisición y enajenación de los activos que le transfieran las entidades de crédito, así como de aquellos que pudiera adquirir en el futuro. La transmisión de activos estará sometida a ciertas condiciones especiales.
------------------	---

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

la renegociación o reestructuración de su deuda con el conjunto o parte de sus acreedores; 3) adoptar cualquiera de las medidas establecidas en la normativa vigente en materia de ordenación y disciplina, conforme establece la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, y 4) con carácter excepcional, y cumpliendo con la normativa española y de la Unión Europea en materia de competencia y ayudas de Estado, requerir medidas de recapitalización a través de aportaciones al capital social, compra de acciones ordinarias o de instrumentos convertibles en acciones (conocidos coloquialmente como «CoCos»), en las que el plazo de recompra o amortización no exceda de dos años.

#### Medidas de reestructuración

Están previstas para las entidades que presentan debilidades transitorias que, para garantizar su viabilidad, pueden ser superadas mediante apoyo financiero público, existiendo elementos objetivos que hagan razonablemente previsible que dicho apoyo será reembolsado en un plazo de cinco años con una prórroga máxima de dos años. La entidad puede obtener garantías, préstamos, o recapitalización mediante acciones ordinarias, aportaciones al capital social, «CoCos», etc. Estas medidas también están previstas para aquellas entidades de crédito que, sin la existencia de los elementos objetivos, su resolución ordenada o liquidación produciría efectos gravemente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

La entidad deberá presentar un *plan de reestructuración* en el que se concretarán las medidas previstas para asegurar su viabilidad a largo plazo, que deberá ser aprobado por el Banco de España. Dicho plan incluirá, además de los elementos previstos para los planes de actuación (mencionados en el apartado anterior), los instrumentos de reestructuración que el FROB vaya a implementar, que, fundamentalmente, son dos: 1) el apoyo financiero público, y 2) la transmisión de activos o pasivos a la SGA. Dichos instrumentos se podrán adoptar de forma individual o conjunta.

#### Resolución ordenada de entidades

Se aplicará a las entidades de crédito que son inviables<sup>19</sup> o resulta razonablemente previsible que vayan a serlo en un futuro próximo. Tras la apertura del proceso de resolución, y siempre y cuando el FROB no posea una participación que le otorgue el control de la entidad, el Banco de España acordará la sustitución del órgano de administración de la entidad, designando como administrador único al FROB. Este elaborará un plan de resolución para la entidad o, en su caso, determinará la procedencia de la apertura de un procedimiento concursal, que deberá ser aprobado por el Banco de España en el marco de sus competencias.

Los instrumentos de resolución son: 1) la venta del negocio de la entidad<sup>20</sup>; 2) la transmisión de activos o pasivos a un banco puente<sup>21</sup>; 3) la transmisión de activos o pasivos a la

19 Se entenderá que una entidad de crédito es inviable si la entidad se encuentra en alguna de las siguientes circunstancias: 1) la entidad incumple de manera significativa o es razonablemente previsible que incumpla de manera significativa en un futuro próximo los requerimientos de solvencia; o 2) los pasivos exigibles de la entidad son superiores a sus activos o es razonablemente previsible que lo sean en un futuro próximo, o 3) la entidad no puede o es razonablemente previsible que en futuro próximo no pueda cumplir puntualmente sus obligaciones exigibles. También resulta inviable si razonablemente no es previsible que la entidad pueda reconducir la situación en un plazo de tiempo razonable por sus propios medios, acudiendo a los mercados o mediante los apoyos financieros públicos.

20 La venta del negocio de la entidad implica la transmisión a un adquirente que no sea un banco puente de las acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital social o, con carácter general, instrumentos representativos del capital o equivalente de la entidad o convertibles en ellos, cualesquiera que sean sus titulares, o todo o parte de los activos y pasivos de la entidad.

21 Se considerará banco puente a una entidad de crédito (incluida, en su caso, la propia entidad en resolución) participada por el FROB, cuyo objeto será el desarrollo de todas o parte de las actividades de la entidad en la resolución y la gestión de todo o parte de sus activos y pasivos. El valor total de los pasivos transmitidos al banco puente no podrá exceder del valor de los activos transmitidos desde la entidad o desde cualquier otra procedencia, incluyendo los relativos al apoyo financiero público.

SGA, y 4) el apoyo financiero a los adquirentes del negocio, al banco puente o a la SGA cuando resulte necesario para facilitar la implementación de los instrumentos anteriores y para minimizar el uso de apoyo financiero público. El FROB podrá adoptar los instrumentos anteriores individual o conjuntamente.

En lo que se refiere al banco puente, este será administrado y gestionado con el objetivo de venderlo, o bien vender sus activos o pasivos, cuando las condiciones sean apropiadas y, en todo caso, en un plazo máximo de cinco años desde su constitución o adquisición por el FROB. Dicha venta se realizará en condiciones de mercado y se desarrollará en el marco de procedimientos competitivos, transparentes y no discriminatorios. En caso de que el banco puente deje de resultar operativo, el FROB procederá a su liquidación, siempre y cuando ostente la mayoría del capital social. El importe resultante de la liquidación se abonará a las entidades en resolución cuyos activos y pasivos se hubiesen transmitido al banco puente.

Con carácter previo a la adopción de cualquier medida de reestructuración o de resolución, el FROB determinará el valor económico de la entidad o de los correspondientes activos y pasivos sobre la base de los informes de valoración encargados a uno o varios expertos independientes. Esta valoración servirá de base siempre que se conceda apoyo financiero público a una entidad.

#### REFUERZO DE LAS COMPETENCIAS DEL FROB

El otro gran bloque del Real Decreto Ley es el refuerzo de las competencias del FROB, que se configura, junto con el Banco de España, como la institución pública encargada de gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito. Dispondrá de las dotaciones que se realicen con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Adicionalmente, para el cumplimiento de sus fines, el FROB podrá captar financiación emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. Los recursos ajenos obtenidos por el FROB, cualquiera que sea la modalidad de su instrumentación, no deberán sobrepasar el límite que se establezca en los Presupuestos Generales del Estado<sup>22</sup>.

Será regido por una Comisión Rectora formada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, del de Hacienda y Administraciones Públicas (cinco miembros) y del Banco de España (cuatro miembros). Contará con un director general con plenas funciones ejecutivas de dirección y gestión ordinaria del FROB, y cuantas le delegue la Comisión Rectora. Este será nombrado por el Consejo de Ministros, a propuesta del ministro de Economía y Competitividad y previa consulta al gobernador del Banco de España, entre personas con capacidad, preparación técnica y experiencia suficientes para desarrollar las funciones propias de este cargo.

En el ejercicio de sus competencias, y en particular en caso de reestructuración o de resolución de entidades de crédito que pertenezcan a grupos internacionales, el FROB colaborará con las instituciones de la Unión Europea, incluyendo la Autoridad Bancaria Europea, y con las autoridades extranjeras que tengan encomendadas funciones relacionadas con la supervisión, la reestructuración o la resolución de entidades financieras, pudiendo a tal efecto concluir con ellas los oportunos acuerdos de colaboración, así como intercambiar información para el ejercicio de las competencias que tienen atribuidas en relación con la planificación y ejecución de medidas de actuación temprana, de reestructuración o de resolución. Además, podrá participar en los colegios de autoridades de resolución que

<sup>22</sup> Se ha modificado la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012, de modo que el límite de recursos ajenos obtenidos por el FROB durante 2012 será de 120 mm de euros.

puedan establecerse para asegurar la necesaria cooperación y coordinación con autoridades de resolución extranjeras.

En caso de que las autoridades extranjeras competentes no pertenezcan a un Estado miembro de la Unión Europea, el intercambio de información exigirá que exista reciprocidad y que estén sometidas al deber de secreto en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las leyes españolas.

SISTEMA DE REPARTO  
DE LOS COSTES DE LA  
REESTRUCTURACIÓN O DE  
RESOLUCIÓN DE ENTIDADES  
DE CRÉDITO

La norma aborda el reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades, estableciendo el mecanismo por el que los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada obtenida por la entidad de crédito) podrán verse obligados a asumir parte de las pérdidas de una entidad en crisis. Dicho reparto se gestionará conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos en este Real Decreto Ley: en especial, proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos.

Estas operaciones podrán consistir en ofertas de canje por instrumentos de capital de la entidad de crédito; recompra mediante abono directo en efectivo o condicionado a la suscripción de instrumentos de capital o cualquier otro producto bancario; reducción del valor nominal de la deuda; y amortización anticipada a valor distinto del nominal. Todas ellas deberán tener en cuenta el valor de mercado, aplicando un descuento sobre el nominal acorde con la normativa europea.

Por otro lado, el FROB podrá acordar ciertas acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, como puede ser el aplazamiento, la suspensión, la eliminación o modificación<sup>23</sup> de determinados derechos, obligaciones, términos y condiciones de todas o alguna de las emisiones de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, o la obligación de la entidad de recomprar los valores afectados al precio que determine el propio FROB.

Para ello, deberá valorar la idoneidad y el contenido de la acción de gestión que vaya a acordar en función de los siguientes criterios: 1) la proporción que representan los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de la entidad con respecto al total de activos de esta; 2) el importe de las ayudas públicas percibidas o que vaya a percibir la entidad y su forma de instrumentación, y en particular si la entidad ha recibido o va a recibir apoyo financiero en forma de capital social; 3) la proporción que representan las ayudas públicas percibidas o comprometidas con respecto a los activos ponderados por riesgo de la entidad; 4) la viabilidad de la entidad de crédito sin dichas ayudas; 5) la capacidad actual y futura de la entidad de crédito para captar recursos propios en el mercado; 6) el importe que recibirían los titulares de instrumentos híbridos de la entidad de crédito y de deuda subordinada en caso de disolución y liquidación a falta de ayudas públicas; 7) el valor de mercado de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada a los que vaya a afectar la acción; 8) la efectividad obtenida o que podría obtener una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada llevada a cabo por la entidad, y 9) el grado de probabilidad con que los inversores aceptarían voluntariamente las medidas previstas, teniendo en cuenta, además, el perfil mayoritario de las inversiones en cada una de las emisiones a las que vaya a afectar tales medidas.

<sup>23</sup> Las modificaciones podrán afectar, entre otros, al pago de intereses, al reembolso del principal, a la fecha de vencimiento, y a los derechos individuales o colectivos de los inversores.

Los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectados no podrán iniciar ningún otro procedimiento de reclamación de cantidad con base en un incumplimiento de los términos y condiciones de la emisión correspondiente, si dichos términos han sido afectados por una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada acordada por el FROB y la entidad está cumpliendo con su contenido. Asimismo, no podrán reclamar de la entidad ni del FROB ningún tipo de compensación económica por los perjuicios que les hubiera podido causar la ejecución de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

La norma aborda primeramente un marco general para las sociedades de gestión de activos que se puedan crear como instrumentos para la reestructuración de entidades de crédito. En él se establecen las facultades del FROB para obligar a una entidad que reciba apoyo público a transmitir a la SGA determinadas categorías de activos especialmente dañados o cuya permanencia en el balance de la entidad se considere perjudicial para su saneamiento y viabilidad, con el fin de darlos de baja del balance y permitir la gestión independiente de su realización.

Asimismo, se establecen las líneas generales del proceso que se ha de seguir para ello, que incluye la determinación de las categorías de activos que se deben transmitir (a cargo del FROB), la realización por la entidad de crédito — con carácter previo a la transmisión — de ajustes de valoración sobre los activos que va a transmitir, y la determinación, con igual carácter previo, por el Banco de España, del valor de transmisión de dichos activos sobre la base de los informes encargados a uno o a varios expertos independientes. Para todo ello se establecen los oportunos mandatos de desarrollo reglamentario.

La transmisión de activos estará sometida a ciertas condiciones especiales, como las siguientes: 1) no podrá ser, en ningún caso, objeto de rescisión por aplicación de las acciones de reintegración previstas en la legislación concursal; 2) la sociedad adquirente no queda obligada a formular una oferta pública de adquisición (OPA), con arreglo a la normativa sobre mercados de valores, y 3) la SGA no será responsable, en caso de que se produzca la transmisión, de las obligaciones tributarias devengadas con anterioridad a dicha transmisión derivadas de su titularidad, explotación o gestión por la entidad transmitente.

Por otra parte, la norma contempla la creación, en el plazo de tres meses desde la entrada en vigor del Real Decreto Ley, de una SGA específica destinada a adquirir los activos de aquellas entidades que, en aquella fecha, se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España, tras una evaluación independiente de las necesidades de capital y de la calidad de sus activos — igualmente en curso a dicha fecha —, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o resolución.

La SGA se constituirá por un período de tiempo limitado, que se determinará en sus estatutos. Tendrá por objeto exclusivo la tenencia, gestión y administración directa o indirecta, adquisición y enajenación de los activos que le transfieran las entidades de crédito, así como de aquellos que pudiera adquirir en el futuro.

Podrán adquirir la condición de accionistas de la SGA, además del FROB, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGD), las entidades de crédito, las demás entidades calificadas como financieras (entre ellas, las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras), otros inversores institucionales y las entidades que reglamentaria-

mente se determinen. En ningún caso la participación pública<sup>24</sup> podrá ser igual o superior al 50% del capital de la SGA.

Si fuera conveniente para la adecuada gestión de la SGA, el FROB podrá constituir una sociedad gestora cuyo objetivo consistirá en la gestión y administración del patrimonio de la sociedad de gestión de activos, a la que representará, en su caso, en las operaciones de su tráfico ordinario, con vistas a la realización de dicho patrimonio en las mejores condiciones posibles.

Finalmente, la obligación de aportar activos adjudicados o recibidos en pago de deudas a las sociedades de gestión de activos conforme establecía el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, no será de aplicación a las entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, o que estuviesen sometidas a un proceso de resolución, ni al resto de entidades de crédito pertenecientes a su grupo o subgrupo consolidable.

#### REFUERZO DE LA PROTECCIÓN A LOS INVERSORES MINORISTAS

Se introducen una serie de restricciones para la comercialización de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada en el futuro, a fin de garantizar la protección de los inversores minoristas y aumentar la transparencia en la comercialización de estos productos. A partir de ahora se exigirá un tramo para inversores profesionales mínimo del 50%, y una inversión mínima de 100.000 euros en el caso de las sociedades no cotizadas y de 25.000 euros en el de las cotizadas.

La información referente a estos instrumentos financieros deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. La CNMV podrá requerir que dicha información sea entregada a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, destacando, en particular, aquellos productos que no resulten adecuados para los inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá exigir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios.

En caso de que se llegara a prestar el servicio, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la CNMV, en la que el inversor manifiesta que ha sido advertido de que el producto no le resulta adecuado o, en su caso, de que la entidad no ha podido evaluar sus conocimientos y experiencia referentes al producto o servicio ofrecido o solicitado, dada la insuficiencia de la información facilitada por el cliente.

Para los valores distintos de acciones emitidos por una entidad de crédito, la información que se entregue a los inversores deberá incluir de manera destacable, entre otros aspectos, las diferencias entre estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez.

#### NUEVOS REQUERIMIENTOS DEL CAPITAL PRINCIPAL

A partir del 1 de enero de 2013 se modifican los requerimientos de capital principal con los que deben cumplir las entidades y grupos consolidables que establecía el Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. Concretamente, los requisitos actuales del 8% (con carácter general) y del 10% (para las entidades que no hayan colocado, al menos, un 20% de los títulos representativos de su capital a terceros, y presenten un coeficiente de financiación mayorista superior al 20%) se transformarán en un único requisito del 9%.

<sup>24</sup> Se entenderá por participación pública el conjunto de las participaciones directas o indirectas que ostenten las unidades institucionales públicas, tal y como se definen en el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales.

Asimismo, se modifica su definición para adaptarla a la empleada por la Autoridad Bancaria Europea, aunque no supone una alteración significativa de los requerimientos ya exigidos a las entidades de crédito que operan en España. En este sentido, incluyen como elementos del capital principal los instrumentos convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, que el Banco de España califique de computables como capital principal. Para ello, deberán enviarle los contratos o folletos de emisión, así como cualquier modificación de sus características, para que este califique su computabilidad como capital principal. Por otro lado, se eliminan de su definición los ajustes positivos por valoración de activos financieros disponibles para la venta que formen parte del patrimonio, netos de efectos fiscales.

Dentro de las deducciones, además de los resultados negativos de ejercicios anteriores y los activos inmateriales, se deduce el 50 % del importe de ciertos activos, como: 1) determinadas participaciones en entidades financieras consolidables por su actividad, pero no integradas en el grupo consolidable; 2) participaciones en entidades aseguradoras, de reaseguros; 3) financiaciones subordinadas u otros valores computables como recursos propios emitidos por las entidades participadas, y 4) exposiciones en titulizaciones que reciban una ponderación de riesgo del 1.250 % sobre requerimientos de recursos propios, salvo cuando dicho importe haya sido incluido en el cálculo de los riesgos ponderados para el cálculo de dichos requerimientos por activos titulizados.

Las entidades o grupos consolidables de entidades de crédito que el 1 de enero de 2013 no cuenten con la cifra de capital principal deberán presentar en el Banco de España la estrategia y el calendario para su cumplimiento antes del 30 de junio de ese año. No obstante, las entidades o grupos consolidables de entidades de crédito que prevean incumplirlo, lo comunicarán al Banco de España, que deberá aprobar la estrategia y calendario de cumplimiento tentativos presentados por la entidad.

#### TRASPASO DE COMPETENCIAS AL BANCO DE ESPAÑA

A partir del 1 de enero de 2013 se encomiendan al Banco de España las competencias en materia de autorización de la creación de entidades de crédito, el establecimiento en España de sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, así como la imposición de sanciones de carácter muy grave<sup>25</sup>. Anteriormente, la autorización de entidades de crédito y la imposición de sanciones por infracciones muy graves correspondía al Ministerio de Economía y Competitividad, a propuesta del Banco de España.

#### RETRIBUCIONES DE DIRECTIVOS

Se rebaja el tope de la retribución fija por todos los conceptos de presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos de las entidades que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, reciban apoyo financiero. Ese límite máximo pasa de 600.000 a 500.000 euros.

#### NUEVAS FUNCIONES DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO

En el Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el FGD, se introducen medidas de apoyo a la resolución de una entidad de crédito. Al adoptar estas medidas, el FGD no podrá asumir un coste financiero superior a los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar, en el momento de apertura del proceso de resolución, por realizar el pago de los importes garantizados en caso de liquidación de la entidad.

<sup>25</sup> Las sanciones por infracciones muy graves son las siguientes: 1) multa por importe de hasta el 1 % de sus recursos propios o hasta 1.000.000 de euros si aquel porcentaje fuera inferior a esta cifra; 2) revocación de la autorización de la entidad. En el caso de sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, la sanción de revocación de la autorización se entenderá sustituida por la prohibición de que inicie nuevas operaciones en el territorio español, y 3) amonestación pública con publicación en el BOE.

Las medidas de apoyo financiero que podrá implementar el FGD podrán concretarse en una o varias de las siguientes: 1) el otorgamiento de garantías; 2) la concesión de préstamos o créditos; 3) la adquisición de activos o pasivos, pudiendo mantener su gestión o encomendarla a un tercero, y 4) facilitar su participación en el proceso de resolución.

#### OTRAS NOVEDADES

Se modifica la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012, para incrementar en 41.235 millones de euros (pasan de 55.000 millones a 96.235 millones de euros) el otorgamiento de avales a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones de bonos y obligaciones que realicen las entidades de crédito residentes en España con una actividad significativa en el mercado de crédito nacional. De esa cantidad, 55.000 millones de euros se reservan para aquellos avales que se otorguen hasta el 15 de diciembre de 2012 a las emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito y que, a juicio del Banco de España, sean solventes y presenten necesidades coyunturales de liquidez.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 31 de agosto.

#### Política de remuneraciones en las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración

Se ha publicado la *Orden ECC/1762/2012, de 3 de agosto* (BOE del 8), que desarrolla el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, en materia de remuneraciones en las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración.

#### ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Orden se aplicará a las retribuciones de los administradores y de los directivos de la alta dirección de las entidades de crédito que, con motivo de su saneamiento o reestructuración, estén participadas mayoritariamente por el FROB<sup>26</sup>, hayan recibido su apoyo<sup>27</sup> o vayan a solicitarlo.

Las limitaciones establecidas en dichas retribuciones se aplicarán desde el ejercicio 2012 y se levantarán una vez producido el saneamiento o reestructuración de la entidad de crédito, y así lo declare el Banco de España, previo informe del FROB, por considerar que ha cesado la participación mayoritaria o el apoyo financiero sobre la entidad.

#### LÍMITES A LAS RETRIBUCIONES MÁXIMAS EN ENTIDADES PARTICIPADAS MAYORITARIAMENTE POR EL FROB

Como ya señalaba el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, los miembros no ejecutivos de los órganos colegiados de administración de entidades participadas mayoritariamente por el FROB no podrán percibir una retribución fija bruta anual, por todos los conceptos, superior a 50.000 euros. En el caso de los presidentes ejecutivos, consejeros delegados o cargos similares no podrán percibir una retribución fija bruta anual, por todos los conceptos, superior a 300.000 euros. Ahora la Orden concreta que, mientras el FROB ostente una participación mayoritaria, tales cargos no percibirán retribuciones variables.

#### LÍMITES A LAS RETRIBUCIONES MÁXIMAS EN ENTIDADES QUE RECIBAN APOYO FINANCIERO DEL FROB

Del mismo modo, el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, estableció que la retribución fija bruta anual, por todos los conceptos, de los miembros no ejecutivos de los órganos colegiados de administración de las entidades que reciban apoyo financiero del FROB no será superior a 100.000 euros. Mientras que para los presidentes ejecutivos, conseje-

<sup>26</sup> A los efectos de esta Orden, se entenderá por entidades participadas mayoritariamente por el FROB aquellas en las que ostente de forma directa la participación mayoritaria, así como aquellas que han recibido apoyo financiero público y formen parte del mismo grupo de las anteriores.

<sup>27</sup> Se considerarán entidades que han recibido apoyo financiero aquellas que, sin estar participadas mayoritariamente por el FROB, han recibido cualquier forma de apoyo financiero prevista en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

ros delegados o cargos similares no podía superar los 600.000 euros (ahora rebajados a 500.000 euros, según modificación introducida por el Real Decreto Ley 24/2012, comentado en el epígrafe anterior).

La Orden establece que la retribución variable anual de los directivos y administradores no podrá exceder del 60 % de la retribución fija bruta anual. La percepción de dicha retribución —en línea con lo señalado en el Real Decreto Ley 2/2012— se diferirá tres años desde su devengo, quedando condicionada, en todo caso, a la obtención de los resultados derivados del cumplimiento del plan elaborado en su día para la obtención del apoyo financiero.

Esta retribución podrá alcanzar hasta el 100 % de la retribución fija bruta anual, previa aprobación del Banco de España, en el caso de los directivos contratados con posterioridad o de forma simultánea a la recepción de apoyo financiero del FROB.

#### REGLAS PARA EL CÁLCULO DE LOS LÍMITES DE LAS RETRIBUCIONES

Para el cálculo de los límites se tendrán en cuenta todas las retribuciones percibidas de las distintas entidades pertenecientes al grupo en que se encuentre integrada la entidad participada mayoritariamente o apoyada por el FROB. Igualmente, se entenderá que forman parte de las mismas las dietas, indemnizaciones o cantidades asimiladas que los directivos y administradores perciban de entidades en las que ejerzan cualquier cargo por cuenta o en representación de la entidad participada o apoyada por el FROB.

En particular, cabe reseñar que las aportaciones a planes de pensiones o a cualquier otro instrumento de previsión social derivado de convenio o acuerdo colectivo tendrán la consideración de retribuciones fijas. También se considerará retribuciones, ya sean fijas o variables, cualquier tipo de remuneración en especie, por su correspondiente valoración.

#### INDEMNIZACIONES

El contrato o los acuerdos de los directivos y administradores no contendrán previsiones de indemnización por terminación de contrato<sup>28</sup> superiores a las previstas en la disposición adicional séptima del Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral<sup>29</sup>. Asimismo, deberán garantizar que el pago de dichas indemnizaciones se ajustará a lo dispuesto en el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero<sup>30</sup>, incluyendo cláusulas que condicionen y, en su caso, extingan el derecho a la percepción de indemnizaciones en función de la solvencia y los resultados de la entidad.

#### REGLAS APLICABLES EN LOS PROCESOS DE INTEGRACIÓN DE ENTIDADES

En el caso de integración de entidades, los directivos y administradores que no formen parte de la entidad participada mayoritariamente o apoyada por el FROB no quedarán afectados por las limitaciones anteriores, aun cuando pasaran a desempeñar sus funcio-

28 El término «indemnización por terminación de contrato» incluye cualquier cantidad de naturaleza indemnizatoria que el directivo o administrador pueda recibir como consecuencia de la terminación de su contrato, cualquiera que sea su causa, origen o finalidad, de forma que la suma de todas las cantidades que puedan percibirse no podrá superar los límites previstos en el Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero.

29 La disposición adicional séptima establece que las entidades de crédito participadas mayoritariamente o apoyadas financieramente por el FROB no podrán satisfacer, en ningún caso, indemnizaciones por terminación de contrato que excedan de la menor de las siguientes cuantías: a) dos veces las bases máximas establecidas en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, o b) dos años de la remuneración fija estipulada. Se exceptúan aquellos administradores y directivos que se hubiesen incorporado a la entidad o a su grupo con posterioridad o de forma simultánea a la toma de participación o apoyo financiero del FROB, en cuyo caso el Banco de España, a la vista de las condiciones contractualmente estipuladas y de los resultados del plan de saneamiento, podrá autorizar cantidades superiores a las establecidas en el citado Real Decreto Ley 2/2012, pero siempre con el límite de dos años de la remuneración fija originariamente estipulada.

30 Esta disposición establece que los pagos por rescisión anticipada de un contrato se basarán en los resultados obtenidos en el transcurso del tiempo y se establecerán de forma que no recompensen los malos resultados.

nes en la entidad participada o apoyada con posterioridad a la integración. Para ello, se deberá presentar al Banco de España un listado de los directivos y administradores, especificando los que quedarán afectados por las restricciones establecidas en esta normativa y los que no.

Respecto a los directivos y administradores que procedan de la entidad que hubiera precisado el apoyo financiero público o que dé origen al mismo, el ministro de Economía y Competitividad, a propuesta motivada del Banco de España, podrá modificar los criterios y límites fijados en esta normativa. En cualquier caso, las retribuciones variables propuestas para los administradores y directivos no excederán del 100 % de la retribución fija.

Finalmente, en caso de que el apoyo financiero del FROB se produzca en el curso de un procedimiento competitivo de desinversión, el ministro de Economía y Competitividad, previa propuesta motivada del Banco de España, también podrá modular o eximir del cumplimiento de los límites anteriores a los directivos y administradores que vayan a desempeñar sus funciones en la entidad adjudicada.

La Orden entró en vigor el 9 de agosto.

#### Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios: actualización de la normativa

Se ha publicado la *CBE 5/2012, de 27 de junio* (BOE del 6 de julio y corrección de errores en BOE del 11 de octubre), a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos, que desarrolla la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, en los términos que esta atribuye al Banco de España. Asimismo, recoge las obligaciones de información de los proveedores de servicios de pago que ofrezcan servicios de cambio de divisas<sup>31</sup>. A su vez, deroga la *CBE 8/1990, de 7 de septiembre*, a las entidades de crédito, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, con la excepción de su norma octava, que mantendrá su vigencia a los solos efectos del cálculo de los tipos de interés medios ponderados de las operaciones realizadas en España con el sector privado residente contempladas en la *CBE 5/2012*.

En el cuadro 3 se recogen las novedades más relevantes en relación con la normativa anterior.

#### ÁMBITO DE APLICACIÓN

Su ámbito de aplicación se circunscribe a los servicios bancarios dirigidos o prestados en España por las entidades de crédito españolas y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras a los clientes, o potenciales clientes, que sean personas físicas (en adelante, los clientes o la clientela)<sup>32</sup>, sin perjuicio de algunas disposiciones que se establecen para los proveedores de servicios de pago que ofrezcan servicios de cambio de divisas.

Cuando el cliente actúe en el ámbito de su actividad profesional o empresarial, las partes podrán acordar que no se aplique total o parcialmente lo previsto en la Circular, salvo en lo que se refiere al cálculo de la tasa anual equivalente (TAE), a los tipos de interés oficiales y a los índices o tipos de referencia aplicables para el cálculo del valor de mercado en la compensación por riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios.

<sup>31</sup> De conformidad con lo dictado por el artículo 3 de la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

<sup>32</sup> Se entenderán incluidas dentro de la clientela las comunidades de bienes, comunidades de propietarios, comunidades de herederos, herencias yacentes y similares, siempre que estén mayoritariamente constituidas por personas físicas y no actúen en el ámbito de su actividad profesional o empresarial.

CBE 8/1990, DE 7 DE SEPTIEMBRE

CBE 5/2012, DE 27 DE JUNIO

**Mayores exigencias de información de los servicios bancarios**

Las comisiones por servicios bancarios se fijan libremente. Solo podrán percibirse por servicios solicitados, y siempre que sean efectivamente prestados.	Sin cambios significativos.
Los tipos de interés aplicables a los servicios bancarios, en operaciones tanto de depósitos como de crédito o préstamo, también se fijan libremente entre las partes, cualquiera que sea la modalidad y plazo de la operación.	Sin cambios significativos.
Las entidades hacen públicas, previo registro en el Banco de España, unas tarifas de comisiones y gastos repercutibles que tienen el carácter de máximos, no pudiendo cargar tipos o cantidades superiores a los contenidos en las mismas o por conceptos no mencionados en ellas.	Las entidades de crédito pondrán a disposición de los clientes las comisiones y los tipos de interés que habitualmente perciben por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos en dichos servicios, en el formato unificado.
No se contempla.	Las entidades extremarán la diligencia en las explicaciones que se han de facilitar al cliente cuando ofrezcan ciertos productos o servicios bancarios; entre ellos, los que impliquen riesgos especiales.
No se contempla.	Las entidades de crédito facilitarán, de forma gratuita, al cliente toda la información precontractual para que pueda adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y comparar ofertas similares.
Se determinan los casos en los que se ha de entregar un ejemplar que recoja la información contractual, y siempre que lo pida expresamente el cliente.	Se extiende a todos los servicios bancarios recibidos la obligación de entregar de manera gratuita al cliente, con independencia de que este lo solicite, el ejemplar del documento contractual en que se formalicen dichos servicios
Se establece la obligación de entregar al cliente los documentos de liquidación de las operaciones.	Sin cambios significativos, si bien se establecen nuevos modelos de liquidación que abarcan más operaciones.

**Nuevas exigencias de comunicación**

No se contempla.	Se establece la obligación de comunicar información completa y detallada sobre los intereses cobrados y pagados y las comisiones y gastos devengados por cada servicio bancario prestado al cliente durante el año anterior.
------------------	--

**Mejoras en las prácticas bancarias de concesión de préstamos y créditos**

No se contempla específicamente.	La entidad de crédito debe contar con procedimientos internos para llevar a cabo la evaluación de la solvencia del cliente.
No se contempla.	Se introduce el concepto de «préstamo responsable», de modo que las entidades deberán actuar honesta, imparcial y profesionalmente, atendiendo a la situación personal y financiera y a las preferencias y objetivos de sus clientes.

**Información al Banco de España**

Entre otras, se remitirán las tarifas de comisiones y reglas de valoración y las comunicaciones y estados sobre tipos de interés.	Entre otras, se remitirá información sobre las operaciones más frecuentes realizadas en el trimestre anterior.
---	--

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

**MAYORES OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN DE LOS SERVICIOS BANCARIOS**

Comisiones y tipos de interés

Como estaba contemplado anteriormente, las comisiones y, en su caso, los tipos de interés por servicios bancarios se seguirán fijando libremente entre las entidades de crédito y los clientes. Además, a partir de ahora las entidades de crédito pondrán a disposición de los clientes las comisiones y los tipos de interés que habitualmente perciben por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos en dichos servicios, en el formato unificado que se establece en el anejo 1 de la Circular. Este sistema sustituye al anterior, que exigía el registro en el Banco de España de las declaraciones del tipo preferencial y de los tipos orientativos para otras operaciones activas, y de los folletos de tarifas máximas de comisiones, como condición previa para su aplicabilidad.

Las entidades que permitan descubiertos tácitos en sus cuentas de depósito o excedidos tácitos en las de crédito deberán publicar, en el formato establecido en el anejo 2

de la Circular, los tipos de interés —o los recargos en el caso de los excedidos— aplicables a estos supuestos. En dicha información, a diferencia de lo que sucede ahora, se incluirán también las comisiones que, a causa de su concesión, aplicarán a estas operaciones.

Los anejos 1 y 2 citados se publicarán en los establecimientos comerciales de las entidades y en sus páginas de Internet.

Mayor diligencia  
en la información  
de los servicios bancarios

Con carácter general, se establece que, antes de prestar cualquier servicio bancario, las entidades indicarán al cliente el importe de todas las comisiones y gastos que se le adeudarán y, después de ello, le ofrecerán la posibilidad de desistir de la operación. Cuando la relación contractual vaya a girar sobre operaciones de activo, de pasivo o de servicios incluidas en el anejo 1, las explicaciones incorporarán una mención a la existencia de dicho anejo, a su contenido y al lugar en que el cliente pueda consultarlo. En particular, cuando se trate de préstamos o de créditos, dichas explicaciones deberán incluir datos que permitan al cliente entender el modo de cálculo de las cuotas y de otros posibles costes o penalizaciones, así como una clara descripción de las obligaciones asumidas por el cliente y de las consecuencias derivadas de su incumplimiento.

Especialmente, las entidades extremarán la diligencia en las explicaciones que se han de facilitar al cliente cuando ofrezcan ciertos productos o servicios bancarios: 1) que impliquen riesgos especiales, como, por ejemplo, el de una remuneración nula en los depósitos estructurados o híbridos con garantía del principal, o el de un potencial aumento significativo del coste del préstamo como consecuencia de sus características específicas; 2) que, para su correcta apreciación por parte del cliente, requieran la evaluación de múltiples aspectos, tales como la evolución (pasada o futura) de índices de referencia o del precio de productos vinculados cuya contratación resulte necesaria; 3) que, como resultado de su cuantía y duración, entrañen obligaciones para el cliente que puedan resultar especialmente onerosas, o 4) cuya comercialización se acompañe de una recomendación personalizada, especialmente en el caso de campañas de distribución masiva de los productos o servicios mencionados anteriormente.

Las entidades de crédito y los proveedores de servicios de pago que realicen con su clientela operaciones de compraventa de divisas o de billetes extranjeros contra euros deberán publicar los tipos mínimos de compra y los máximos de venta o, en su caso, los tipos únicos, junto con las comisiones y demás gastos que aplicarán, en operaciones de contado, cuando el importe de la compraventa no exceda de 3.000 euros.

Información precontractual

Se establece la obligación de las entidades de crédito de facilitar al cliente, de forma gratuita, toda la información precontractual que se precisa para que pueda adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y pueda comparar ofertas similares. Esta información deberá ser clara, suficiente y objetiva, y habrá de entregarse con la debida antelación, y en todo caso antes de que el cliente quede vinculado por un contrato u oferta. Cuando dicha información tenga el carácter de oferta vinculante, se indicará esta circunstancia, así como su plazo de validez. Una vez proporcionada dicha información, se ofrecerá al cliente, de forma igualmente gratuita, la posibilidad de desistir de la operación. En el caso particular de los préstamos, cuando las comisiones o los gastos de estudio, tramitación u otros similares, ocasionados por su concesión, no se integren en una única comisión de apertura, deberán detallarse con precisión los diferentes servicios a los que respondan y sus importes.

En determinados productos y servicios<sup>33</sup> se deberá facilitar información adicional que se detalla en la Circular y se deberán resaltar determinadas informaciones que se especifican en su anejo 3. Además, las entidades decidirán, según las características físicas o virtuales de cada información, la mejor forma de resaltar esos datos para asegurar que llamen la atención del cliente. El medio que se utilice para destacarlos, como, por ejemplo, negritas o mayúsculas, no podrá utilizarse para ninguna otra información —incluidos los títulos— del documento. En la cabecera de los documentos de información precontractual deberá incluirse un mensaje que advierta al cliente de que las informaciones resaltadas son especialmente relevantes.

Finalmente, la letra deberá tener un tamaño apropiado para facilitar su lectura, de modo que la letra minúscula que se emplee no podrá tener una altura inferior a 1,5 milímetros.

#### Información contractual

Conforme estableció la Orden EHA/2899/2011, se extiende a todos los servicios bancarios recibidos la obligación de las entidades de crédito de entregar de manera gratuita al cliente, con independencia de que este lo solicite, el correspondiente ejemplar del documento contractual en que se formalicen dichos servicios.

Dicha entrega podrá realizarse, bien en soporte electrónico duradero que permita su lectura, impresión, conservación y reproducción sin cambios, bien mediante copia en papel entregada al cliente en el acto de la contratación o mediante envío postal posterior. En el supuesto de contratos formalizados electrónicamente mediante firmas manuscritas digitalizadas, la entidad entregará a las partes intervinientes el contrato en soporte papel y/o en soporte electrónico duradero, en el que se reflejarán las firmas digitalizadas. Si alguna de las partes hubiera firmado mediante firma electrónica avanzada, se hará constar la fecha de la misma, la referencia y la autoridad certificadora. En todo caso, si alguna de las partes intervinientes lo solicitara, la entidad remitirá el contrato, por correo electrónico, a la dirección que esta le hubiera facilitado.

En relación con el contenido de los documentos contractuales, se desarrollan los extremos previstos en la Orden EHA/2899/2011, introduciendo ciertas precisiones en determinados aspectos, como en lo referente a la remuneración de los productos, la duración del contrato, las comunicaciones previas de cualquier modificación de las condiciones que no resulten beneficiosas al cliente, etc.

#### Comunicaciones al cliente

La Orden EHA/2899/2011 también determinaba que las entidades debían entregar a sus clientes, en cada liquidación de intereses o comisiones que practiquen por sus servicios, un documento de liquidación con un contenido mínimo, y facultaba al Banco de España para establecer unos modelos normalizados de liquidaciones (la obligación de entregar un documento de liquidación ya existía con anterioridad a la entrada en vigor de la Orden). En uso de esta habilitación, la Circular ha detallado en su anejo 4 los modelos para las más habituales, siguiendo los formatos ya vigentes, pero incluyendo algún contenido adicional en casos concretos.

Por otro lado, también desarrollando lo establecido en la Orden EHA/2899/2011, la Circular establece el modelo de comunicación (anejo 5) mediante el cual las entidades de crédito deberán remitir a sus clientes anualmente, durante el mes de enero de cada año, la información completa y detallada sobre los intereses cobrados y pagados y las comisiones y gastos devengados por cada servicio bancario prestado al cliente durante el año anterior.

<sup>33</sup> Entre ellos, los depósitos a la vista y de ahorro, los depósitos a plazo con garantía del principal, los créditos al consumo, los créditos y préstamos hipotecarios, la negociación de cheques y los servicios bancarios comercializados a distancia.

Asimismo, deberán comunicar gratuitamente al cliente, como mínimo mensualmente, el extracto de todos los movimientos producidos en sus cuentas corrientes, incluyendo, al menos, la información que se menciona en el anejo 4, salvo que durante ese mes no se hubiesen producido movimientos en la cuenta corriente.

#### MEJORAS EN LAS PRÁCTICAS BANCARIAS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS

Se desarrolla el concepto de «préstamo responsable», incorporado inicialmente en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, y posteriormente en la Orden EHA/2899/2011. De este modo, las entidades, cuando ofrezcan y concedan préstamos o créditos a la clientela y, en su caso, presten servicios accesorios a los mismos, deberán actuar honesta, imparcial y profesionalmente, atendiendo a la situación personal y financiera y a las preferencias y objetivos de sus clientes, y resaltando toda condición o característica de los contratos que no responda a dicho objetivo.

Por otro lado, las entidades deberán contar, de un modo adecuado al volumen de sus operaciones, características y complejidad de las mismas, con concretas políticas, métodos y procedimientos de estudio y concesión de préstamos o créditos a su clientela (incluyendo una política de oferta y comercialización de operaciones que, asimismo, comprenda criterios de remuneración de las personas encargadas de su comercialización). Tales políticas, métodos y procedimientos, debidamente actualizados, deberán mantenerse en todo momento a disposición del Banco de España. En el anejo 6 de la Circular se detallan los principios a los que deben ajustarse esas políticas, métodos y procedimientos.

#### INFORMACIÓN SOBRE LA TASA ANUAL EQUIVALENTE (TAE) Y SU FÓRMULA DE CÁLCULO

Se establecen los elementos que deberán incluirse en el cálculo de la TAE, cuya formulación matemática figura en el anejo 7 de la Circular.

En general, el cálculo de la TAE y del coste o rendimiento efectivo remanente<sup>34</sup> se realizará partiendo del supuesto de que el contrato estará vigente durante el período de tiempo acordado, y que la entidad y el cliente cumplirán sus obligaciones con exactitud en las condiciones y en los plazos que se hayan acordado en el contrato.

En los contratos que contengan cláusulas que permitan modificaciones del tipo de interés y/o de las comisiones o gastos incluidos en la TAE, que no sean cuantificables, se calculará partiendo del supuesto de que el tipo de interés y las comisiones y gastos se computarán al nivel fijado en el momento de la firma del contrato. En estos casos, la expresión TAE se sustituirá por la *TAE variable*, y se deberá indicar expresamente que se ha utilizado dicho sistema de cálculo.

También se tienen en cuenta las particularidades para el cálculo de la TAE en determinadas operaciones de activo; en concreto, en préstamos y créditos al consumo, y en los hipotecarios, que están sujetos a lo que disponen la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo, y la propia Orden, respectivamente. En general, en las operaciones de activo se incluirán los intereses, comisiones y demás gastos que el cliente esté obligado a pagar a la entidad como contraprestación por el crédito o préstamo recibido o los servicios inherentes al mismo, así como las primas de los seguros que tengan por objeto garantizar a la entidad el reembolso del crédito en caso de fallecimiento, invalidez o desempleo de la persona física que haya recibido el crédito, siempre y cuando la entidad imponga la contratación de dicho seguro como condición para conceder el préstamo o crédito. En las ofertas vinculantes de subrogación y modificación de préstamos

<sup>34</sup> El coste o rendimiento efectivo remanente se calcula con la fórmula matemática de la TAE, pero teniendo en cuenta exclusivamente el plazo pendiente hasta el vencimiento o amortización y los conceptos de coste o rendimiento que resten por pagar o por cobrar si la operación sigue su curso normal.

hipotecarios, cabe reseñar que, además, se incluirá el importe de la comisión de cancelación o de la compensación por desistimiento del préstamo objeto de subrogación, y se informará al cliente del coste efectivo remanente del préstamo cuya subrogación se pretenda realizar.

Por otro lado, en las operaciones pasivas se establecen determinadas particularidades para el cálculo de la TAE, sobre todo en los descubiertos tácitos en cuentas a la vista, en los supuestos de retribución en especie, y por primera vez se establecen los principios y elementos que deben tenerse en cuenta en los instrumentos híbridos con garantía de devolución del principal. En este último caso, la TAE reflejará el tipo de interés efectivo que le corresponda al contrato principal una vez segregado el derivado implícito, así como el valor, en el momento del contrato, de dicho derivado.

#### TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

La Circular establece la forma de cálculo de los tipos de interés oficiales<sup>35</sup>, que figuran en el anejo 8. En particular, cabe reseñar los dos nuevos introducidos por la Orden EHA/2899/2011: el vinculado a los préstamos hipotecarios entre uno y cinco años, destinados a la adquisición de vivienda en la zona del euro, que se tomará directamente de los publicados por el BCE<sup>36</sup>; y el *Interest Rate Swap* (IRS) a cinco años, que utilizará los publicados diariamente en las pantallas habitualmente empleadas por los operadores financieros.

Además, se definen los índices y tipos de referencia que deben utilizarse en la determinación del valor de mercado de los préstamos hipotecarios que se cancelan anticipadamente, a efectos del cálculo de la compensación por riesgo de interés. Así, se considerarán índices o tipos de referencia válidos los tipos IRS a los plazos de dos, tres, cuatro, cinco, siete, diez, quince, veinte y treinta años, utilizándose el que más se aproxime al tiempo que reste desde el momento en que se produzca la cancelación anticipada del préstamo hasta la próxima fecha de revisión del tipo de interés que hubiera debido efectuarse, según lo establecido en el contrato, o hasta la fecha de su vencimiento en caso de que no estuviera prevista tal revisión.

#### INFORMACIÓN AL BANCO DE ESPAÑA

La Circular establece las obligaciones formales de las entidades en relación con la información que deberán remitir periódicamente al Banco de España mediante transmisión telemática. Así, cada trimestre, enviarán las informaciones sobre las operaciones más frecuentes realizadas en el trimestre anterior en el formato establecido en el anejo 1. Con carácter mensual, informarán de los tipos de interés medios ponderados de determinadas operaciones, realizadas con el sector privado residente en España, que hayan sido iniciadas o renovadas en el mes anterior, conforme al modelo establecido en el anejo 9, al objeto de que el Banco de España pueda seguir confeccionando y publicando ciertos índices o tipos de referencia del mercado hipotecario.

Finalmente, se establece un período transitorio hasta que se produzca la desaparición completa de los índices o tipos aplicados en la actualidad (tipo medio de los préstamos

35 Los tipos de interés oficiales reseñados en la Orden EHA/2899/2011, son: 1) tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en España; 2) tipo medio de los préstamos hipotecarios entre uno y cinco años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en la zona del euro; 3) tipo de rendimiento interno en el mercado secundario de la deuda pública de plazo entre dos y seis años; 4) referencia interbancaria a un año (euríbor); 5) permuta de intereses/*Interest Rate Swap* (IRS) al plazo de cinco años, y 6) el mibor, aplicable exclusivamente para los préstamos hipotecarios formalizados con anterioridad al 1 de enero de 2000.

36 Conforme a lo establecido en el Reglamento (CE) n.º 63/2002, del Banco Central Europeo, de 20 de diciembre de 2001, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las instituciones financieras monetarias aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

hipotecarios a más de tres años concedidos por bancos o cajas de ahorros, y el tipo activo de referencia de las cajas de ahorros, también conocido como «indicador CECA, tipo activo») en la revisión de los contratos celebrados antes de la entrada en vigor de la Circular, introduciendo ciertas matizaciones.

La Circular entró en vigor, con ciertas salvedades, el 6 de octubre.

**Nuevas facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión: modificación de determinadas normas financieras**

Se ha publicado el *Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre*, por el que se modifican determinados reales decretos<sup>37</sup> en relación con las facultades de las AES (BOE del 5 de octubre).

Con esta norma se completa la transposición de la Directiva 2010/78/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, para incorporar la obligación de colaboración, información y comunicación de las autoridades competentes (Banco de España y CNMV) con sus homólogas europeas (Autoridad Bancaria Europea —ABE— y Autoridad Europea de Valores y Mercados —AEVM—) en ciertas materias, algunas de las cuales ya fueron inicialmente reguladas en el Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo, por el que se modificaron determinadas normas financieras en relación con las facultades de las AES, y que ahora se introducen en sus respectivas normas de desarrollo.

Las novedades más relevantes son las siguientes.

**SISTEMA BANCARIO**

En relación con las altas y bajas de las entidades de crédito, además de inscribirse en el Registro Especial del Banco de España y publicarse en el BOE, se comunicarán a la ABE.

Respecto a los colegios de supervisores, promovidos por el Banco de España con el objeto de facilitar el ejercicio de las funciones de supervisión, la ABE podrá participar como considere adecuado con el fin de fomentar y controlar el funcionamiento eficiente, eficaz y coherente de dichos colegios.

**MERCADO DE VALORES**

En el ámbito del mercado de valores, cabe reseñar las siguientes obligaciones de comunicación y de notificación de la CNMV a la AEVM:

- 1 La autorización de empresas de servicios de inversión (ESI) en España. De igual modo, comunicará tanto a la AEVM como a la Comisión Europea (antes era solo a esta última) las dificultades que las ESI españolas encuentren para establecerse, o para prestar servicios o realizar actividades de inversión en un Estado no miembro de la Unión Europea.

<sup>37</sup> El Real Decreto introduce modificaciones en las normas siguientes: el Reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de cooperativas de crédito, aprobado por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero; el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito; el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos; el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero; el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea; el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras; y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

- 2 En relación con los folletos informativos para la admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, ofertas públicas de venta o suscripción, la aprobación del folleto de emisión y de sus posibles suplementos para que tengan validez transfronteriza, y, al mismo tiempo, deberá proporcionarle una copia del mismo. También deberá notificarle en los supuestos de que la CNMV decida trasladar la competencia de aprobación del folleto (por ser España el Estado miembro de origen) al supervisor de otro Estado miembro, o a la inversa, es decir, cuando acepte el traslado de folletos procedentes del supervisor de otro Estado miembro para su aprobación.
- 3 Los casos en los que la CNMV exima de las obligaciones de información y transparencia a los emisores con domicilio social en un Estado no miembro de la Unión Europea, cuando en la legislación de ese Estado existan requisitos equivalentes a la normativa española o cuando el emisor cumpla con las obligaciones impuestas por la legislación de un tercer Estado que la CNMV considere equiparables.
- 4 El contenido de los acuerdos de coordinación y cooperación que la CNMV decida suscribir con otras autoridades competentes con objeto de facilitar y establecer una supervisión eficaz de los grupos encomendados a su supervisión, así como las tareas adicionales que haya delegado de tales acuerdos.

Por otro lado, se establece la posibilidad de que la AEVM participe, conjuntamente con la CNMV y otra autoridad competente de un Estado miembro, en las inspecciones *in situ* que esas autoridades supervisoras lleven a cabo respecto de las entidades sometidas a supervisión.

En relación con la supervisión de sociedades financieras de cartera y sociedades financieras mixtas de cartera, la CNMV deberá enviar, a partir de la fecha de entrada en vigor de la norma, a las autoridades competentes de los demás Estados miembros, a la AEVM y a la Comisión Europea, la lista de las sociedades financieras de cartera que controlen ESI.

Al igual que en las entidades de crédito, en los colegios de supervisores promovidos por la CNMV, la AEVM podrá participar como considere adecuado con el fin de fomentar y controlar el funcionamiento eficiente, eficaz y coherente de dichos colegios.

Asimismo, deberá advertir a la AEVM y a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), además de al ministro de Economía y Competitividad, y a las restantes autoridades supervisoras nacionales o extranjeras afectadas, del surgimiento de una situación de urgencia; en particular, de una evolución adversa de los mercados financieros que pueda comprometer la liquidez en el mercado y la estabilidad del sistema financiero de cualquier Estado miembro.

Finalmente, todas las referencias realizadas en la normativa al Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR) se sustituyen por la AEVM (órgano sucesor de aquel).

CONGLOMERADOS  
FINANCIEROS

Se modifican las obligaciones de información del coordinador<sup>38</sup> una vez haya identificado al conglomerado financiero, recogidas en el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre.

<sup>38</sup> La función de coordinador suele ser ejercida por la autoridad competente que tenga encomendadas las funciones de vigilancia y supervisión del grupo consolidable en el que se integre la entidad dominante. En otros casos, puede ser ejercida por la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad regulada española con el mayor balance total en el sector financiero más importante.

Así, además de comunicar su condición a la entidad obligada<sup>39</sup> y a las autoridades competentes que hayan autorizado a las entidades reguladas del conglomerado financiero, deberá informar al Comité Mixto de las AES<sup>40</sup> (antes solo se informaba a la Comisión Europea).

El Real Decreto entró en vigor el 6 de octubre.

#### Creadores de mercado de la deuda del Estado: nueva normativa

Se ha publicado la *Resolución de 20 de julio 2012* (BOE del 26), de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro)<sup>41</sup>, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España, derogando la anterior normativa recogida en la Resolución de 18 de noviembre de 2008, modificada posteriormente por la Resolución de 29 de noviembre de 2011.

Entre las novedades, cabe reseñar el aumento del coeficiente de premio en las segundas vueltas de las letras del Tesoro, que se iguala al de los bonos y obligaciones.

También, se modifica el plazo en el que se desarrollará la segunda vuelta, que será entre la resolución de la subasta y las 12 horas del segundo día hábil anterior al de la celebración de la subasta (antes era día hábil posterior).

Finalmente, para dotar al Tesoro de mayor flexibilidad a la hora de llevar a cabo la evaluación de los creadores de mercado, se introduce la posibilidad de no penalizarlos cuando así lo considere oportuno.

La Resolución entró en vigor el 1 de agosto.

#### Instituciones de inversión colectiva: nuevo reglamento

Se ha publicado el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio* (BOE del 20), por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre. A su vez, deroga el anterior Reglamento recogido en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Entre otros aspectos, la norma incorpora las modificaciones introducidas recientemente por la Ley 31/2001 en la Ley 35/2003, y avanza en la transposición de la normativa comunitaria<sup>42</sup>.

#### NUEVO RÉGIMEN DE RECURSOS PROPIOS DE LAS SGIIC

Se armoniza el cálculo de los recursos propios mínimos que deben contar las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) para el ejercicio de su actividad, conforme a la normativa comunitaria. Se realiza de forma similar a la normativa anterior, pero se modifican los porcentajes y se amplía la casuística en función del tipo de actividad que ejerzan. Así, deberán disponer de un capital social mínimo de 300.000 euros íntegramente desembolsado más el 25 % de

<sup>39</sup> La entidad obligada es la que asume los deberes que se deriven de las relaciones del conglomerado con el coordinador y suele ser la entidad dominante.

<sup>40</sup> El Comité Mixto estará integrado por las AES y la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Las primeras cooperarán de manera regular y estrecha con la segunda, asegurando la coherencia intersectorial de las actividades y alcanzando posiciones comunes en el ámbito de la supervisión de los conglomerados financieros y en otros asuntos intersectoriales.

<sup>41</sup> Conforme a la nueva estructura orgánica básica de los departamentos ministeriales, las competencias de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera son asumidas por la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera.

<sup>42</sup> Concretamente, para transponer la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (refundiendo en un solo texto la Directiva 85/611/CEE), y la Directiva 2010/78/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de la Autoridad Bancaria Europea, la de Seguros y Pensiones de Jubilación, y la de Valores y Mercados.

los gastos de estructura cargados en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio precedente (estas partidas no varían). A estas cantidades se incrementan determinados porcentajes en función del valor efectivo del patrimonio de las IIC, o del patrimonio gestionado a terceros<sup>43</sup>, con ciertas variaciones en relación con el Reglamento anterior.

Cuando la SGIIC comercialice acciones o participaciones de IIC, los recursos propios mínimos deberán incrementarse en 100.000 euros con carácter previo al inicio de tal actividad, más un 0,5 % del patrimonio efectivo de los partícipes o accionistas cuya comercialización haya realizado directamente la SGIIC. En el supuesto de la administración y/o gestión de ciertas IIC o instituciones extranjeras similares, hay que añadir un 4 % de los ingresos brutos por comisiones que se obtengan. Del total de recursos propios se deducirán determinadas partidas que figuran detalladas en la norma.

Si una SGIIC presenta un nivel de recursos propios inferior al mínimo exigible, informará de ello inmediatamente a la CNMV y presentará un programa en el que concretará sus planes para retornar al cumplimiento. En el programa deberá hacer referencia a las causas que motivaron el incumplimiento; las actuaciones llevadas a cabo, en su caso, por la entidad; la definición de un plan para retornar al cumplimiento, y el plazo previsto para ello, que no podrá ser superior a tres meses.

Las obligaciones de inversión de los recursos propios (al menos, un 60 % en valores admitidos a negociación en mercados regulados y en cuentas a la vista o en depósitos en entidades de crédito), el límite máximo de endeudamiento (20 % de sus recursos propios) y la prohibición de conceder préstamos son similares a la normativa anterior.

ARMONIZACIÓN DE POLÍTICAS DE GESTIÓN DE RIESGOS Y DE CONFLICTOS DE INTERESES

Se introduce un régimen similar al existente en otros países de la Unión Europea. En materia de gestión de riesgos, se establece la obligación de especificar los criterios que han de emplear las SGIIC para evaluar la adecuación y proporcionalidad de su política de gestión de riesgos en función de la naturaleza, escala y complejidad de sus actividades y de las IIC por ella gestionadas.

De igual modo, se mejoran las reglas de las SGIIC para controlar y gestionar las operaciones personales en las que pueden surgir conflictos de intereses, por disponer de información privilegiada el empleado o una persona vinculada a él o a la SGIIC. En el caso de los conflictos de intereses inevitables, la normativa obliga a las SGIIC a disponer de mecanismos adecuados para garantizar a las IIC por ellas gestionadas un trato equitativo. En concreto, las SGIIC han de asegurarse de que sus altos directivos o los componentes de un órgano interno suyo con competencia sean informados sin dilación, de forma que puedan tomar las decisiones necesarias para gestionar tales conflictos.

REFUERZO DE LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR

Como anticipó la Ley 31/2001, se introduce en el Reglamento un nuevo documento informativo, denominado «el documento con los datos fundamentales para el inversor»<sup>44</sup>, que sustituye al anterior folleto simplificado, presentando dos novedades sustanciales respecto a este: por una parte, se normaliza con el objetivo de hacer perfec-

<sup>43</sup> La CNMV podrá establecer los términos en los que una SGIIC podría sustituir la aportación del 50 % del incremento por una garantía prestada por una entidad de crédito o un seguro de una entidad aseguradora por el mismo importe.

<sup>44</sup> El documento con los datos fundamentales para el inversor proporcionará, entre otra, la siguiente información: identificación de la IIC; una descripción sucinta de sus objetivos de inversión y su política de inversión; una presentación de los rendimientos históricos o, si procede, escenarios de rentabilidad; los costes y gastos asociados, y el perfil riesgo/remuneración de la inversión, con orientaciones y advertencias apropiadas en relación con los riesgos asociados a las inversiones en la IIC.

tamente comparables los fondos y sociedades armonizados de cualquier Estado miembro. Por otra, incluye únicamente los datos esenciales de las IIC, que se presentarán de forma abreviada y fácilmente comprensibles para el inversor, con el fin de que esté en condiciones razonables de comprender las características esenciales, la naturaleza y los riesgos del producto de inversión que se le ofrece y de adoptar decisiones de inversión fundadas sin necesidad de recurrir a otros documentos<sup>45</sup>.

Se recogen nuevos supuestos relativos a modificaciones del reglamento de gestión de un fondo de inversión, como son: el establecimiento o la elevación de las comisiones, las modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo, la transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC, la sustitución del depositario, y los demás supuestos que se determinarán reglamentariamente. Al igual que los anteriores, deberán ser autorizados por la CNMV y comunicados por la SGIIC a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor.

Las comunicaciones que se deban realizar a los partícipes o a los accionistas deberán efectuarse por medios telemáticos, cuando así lo elija expresamente el inversor<sup>46</sup>.

Por otro lado, se establece la obligación a las SGIIC que gestionen fondos y sociedades establecidos en otro Estado miembro de la UE de atender y resolver las quejas o reclamaciones en la lengua o en una de las lenguas oficiales del Estado miembro de origen del fondo o sociedad.

Otro aspecto de protección del inversor viene derivada del fortalecimiento de los mecanismos de cooperación, consulta, intercambio de información y secreto profesional entre las autoridades supervisoras competentes, similar a la establecida para las entidades de crédito. Así, la CNMV cooperará con las autoridades competentes de los Estados miembros y con la AEVM para llevar a cabo las funciones establecidas en este Reglamento.

También prestará ayuda a las autoridades competentes de los demás Estados miembros para facilitar la información necesaria para el desempeño de sus funciones, y colaborará en actividades de investigación o supervisión. Del mismo modo, podrá pedir la cooperación de la autoridad competente de otro Estado miembro en una actividad de supervisión, para una verificación *in situ*, o una investigación en el territorio de este último, en el marco de las competencias conferidas en esta Ley y su normativa de desarrollo.

Finalmente, la CNMV podrá exigir la suspensión temporal de la emisión, el reembolso o la recompra de las participaciones o acciones de las IIC autorizadas en España cuando no sea posible la determinación de su precio o concurran otras causas de fuerza mayor.

#### MODIFICACIÓN DE LA ACTIVIDAD TRANSFRONTERIZA

##### Gestión transfronteriza

Siguiendo los preceptos de la Ley 31/2011, la novedad consiste en introducir el pasaporte comunitario para la gestión transfronteriza de los fondos de inversión<sup>47</sup>, tal como prevé la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, 13 de julio. De este modo,

45 El folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor podrán facilitarse en un soporte duradero o a través de la página web de la sociedad de inversión o de la sociedad de gestión. Previa solicitud, se entregará gratuitamente a los inversores un ejemplar en papel de dichos documentos.

46 Anteriormente, solo se preveía el envío de forma gratuita del informe anual, semestral y, en su caso, trimestral por medios telemáticos cuando así lo solicitara el partícipe o accionista.

47 Las sociedades gestoras y los fondos de inversión y las sociedades de inversión armonizados ya disfrutaban de un pasaporte comunitario para la comercialización transfronteriza de sus acciones y participaciones. La novedad consiste en introducir el pasaporte para la propia gestión transfronteriza de fondos entre los Estados miembros de la UE.

las SGIIC podrán gestionar fondos de inversión en otros Estados miembros, ya sea estableciendo una sucursal o mediante la libre prestación de servicios.

La gestión transfronteriza tiene una doble vertiente: actividad en el exterior de SGIIC españolas y actividad en España de SGIIC extranjeras. Además, la normativa establece requisitos diferentes según se trate de SGIIC comunitarias o extracomunitarias. También se regulan diferentes procedimientos para la apertura de sucursales y la libre prestación de servicios, así como ciertos requisitos adicionales para la gestión de IIC en el país de destino.

En todo caso, con la nueva regulación la prestación de servicios en otro Estado miembro por una SGIIC comunitaria no requiere autorización alguna por la autoridad supervisora del país de destino. Solo se exige la remisión de determinada información por la autoridad supervisora del país de origen.

#### Comercialización transfronteriza

Se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza dentro del ámbito de la UE. Con la anterior normativa, la comercialización transfronteriza exigía informar a la autoridad competente del Estado miembro de origen, y presentar una serie de documentación ante la autoridad competente del Estado miembro de acogida, lo cual dilataba considerablemente este trámite. A partir de ahora, además de reducir la documentación<sup>48</sup>, el procedimiento pasará por la notificación entre autoridades competentes de la solicitud de la SGIIC y de la comprobación exclusivamente por parte de la autoridad competente del Estado miembro de origen del cumplimiento de los requisitos necesarios para vender acciones o participaciones de IIC a inversores de Estados miembros distintos de aquel en el que se encuentra domiciliada la IIC. También se reducen los plazos para poder iniciar la comercialización de las acciones y participaciones de las IIC<sup>49</sup>, y se suprime la necesidad de comunicación de la IIC a la autoridad competente del Estado miembro de acogida.

En consonancia con el apartado anterior (refuerzo de la protección del inversor), las IIC domiciliadas en los Estados miembros proporcionarán a los inversores radicados en otro Estado miembro, distinto del de origen, toda la información y documentación en la forma establecida en la Ley y en este Reglamento. Entre otros, el reglamento del fondo de inversión o la escritura de constitución de la sociedad de inversión, los datos fundamentales para el inversor, el folleto y los informes anual y semestral, así como sus modificaciones.

Finalmente, se regula un marco de supervisión y cooperación entre las autoridades competentes en los Estados miembros para las IIC que comercializan transfronterizamente.

#### AVANCES EN LA ARMONIZACIÓN COMUNITARIA

Se introduce lo previsto en la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, en relación con la regulación armonizada de las estructuras de tipo principal-subordinado. La IIC subordinada es aquella que invierte como mínimo un 85 % de sus activos en otra IIC, denominada principal. Las IIC subordinadas no pueden invertir en más de una IIC (principal). Por su parte, la IIC principal no podrá ser, a su vez, IIC subordinada, para evitar la existencia de

<sup>48</sup> Además del escrito de notificación, la IIC solo deberá presentar el reglamento del fondo de inversión o los documentos constitutivos de la sociedad, su folleto, el último informe anual y, en su caso, el informe semestral sucesivo, el documento con los datos fundamentales para el inversor y el certificado acreditativo de que cumple las condiciones impuestas por la Directiva 2009/65/CE.

<sup>49</sup> Antes había que esperar, al menos, dos meses desde la presentación de la documentación, salvo resolución motivada denegándola, mientras que con la nueva norma la comercialización se podrá realizar a partir de que la autoridad competente del Estado miembro de origen comunica a la IIC que ha remitido a la del Estado miembro de acogida el escrito de notificación, junto con la documentación requerida.

estructuras en cascada. La armonización permite que la IIC principal y la subordinada estén domiciliadas en diferentes Estados miembros, garantizando que los inversores comprendan mejor este tipo de estructuras, y que las autoridades puedan supervisarlas con mayor facilidad, en particular en una situación transfronteriza.

También se incorpora un régimen armonizado de fusiones transfronterizas de IIC, de manera que las IIC puedan fusionarse, con independencia de su forma jurídica, previa autorización de las autoridades competentes. Para dar mayores garantías al inversor, se complementa con el control por parte de los depositarios de las IIC involucradas en el proyecto de fusión, así como con la validación por un auditor independiente. En el marco de este objetivo, se elimina la obligación de nombrar un experto externo para emitir un informe sobre el proyecto de fusión cuando la IIC resultante sea un fondo de inversión<sup>50</sup>.

#### OTRAS NOVEDADES DE LA NORMA

Se añaden nuevos supuestos de suspensión y de revocación de la autorización de las SGIIC. En caso de que la SGIIC lleve a cabo las funciones de administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de IIC autorizadas en otro Estado miembro de la UE, la autoridad competente del Estado miembro de acogida (la CNMV en el caso español) consultará a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la SGIIC antes de retirar la autorización. Si fuera la revocación de la autorización de una SGIIC con domicilio en un Estado no miembro de la UE, supondrá también la revocación de la autorización de la sucursal operante en España. En este supuesto, además, la CNMV adoptará las medidas pertinentes para que la entidad no inicie nuevas actividades en España y se salvaguarden los intereses de los inversores.

Se actualiza el régimen sancionador de las SGIIC añadiendo nuevos supuestos de infracciones graves y muy graves, y la imposición de las sanciones correspondientes.

Por otro lado, se modifica el Reglamento del impuesto sobre sociedades aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio, para adaptar el requisito del porcentaje mínimo de inversión exigido a las IIC que invierten en un único fondo (actualmente, el 80 %) al nuevo porcentaje mínimo (85 %) establecido por la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril.

Por último, se amplían las facultades otorgadas a la CNMV por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. De este modo, a partir de entrada en vigor de la norma, la CNMV queda habilitada para concretar y desarrollar: 1) los requisitos de estructura organizativa y establecer los requisitos mínimos de organización y control interno de los servicios de inversión y auxiliares prestados por las empresas que prestan servicios de inversión, así como para detallar las tareas que se han de desarrollar por las funciones de gestión de riesgos, y 2) el régimen de comunicación, el contenido de las obligaciones de información, la forma de remisión de la información, que podrá ser electrónica, y los plazos de comunicación en relación con las modificaciones que se produzcan en las condiciones de la autorización de las ESI.

El Real Decreto entró en vigor el 21 de julio.

<sup>50</sup> Anteriormente existía la obligación de solicitar informe del experto independiente siempre que alguna de las entidades que participasen en la fusión fuera sociedad anónima.

**Instituciones de inversión colectiva: modificación de la normativa sobre operaciones con instrumentos derivados y de otros aspectos operativos**

NOVEDADES EN LA CIRCULAR 6/2010

Se ha publicado la *Circular 1/2012, de 26 de julio, de la CNMV* (BOE del 4 de agosto), por la que se modifican la *Circular 6/2010, de la CNMV, de 21 de diciembre*, sobre operaciones con instrumentos derivados y de otros aspectos operativos de las IIC; la *Circular 4/2008, de la CNMV, de 11 de septiembre*, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición, y la *Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV*, sobre folletos explicativos de las IIC.

Se incorporan los criterios y requisitos desarrollados en las «Directrices sobre medición de riesgos y estimación de la exposición global de ciertos tipos de OICVM estructuradas», publicadas por la AEMV el 28 marzo de 2012, y que resultan aplicables a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad.

Asimismo, se permite que sean válidas las contrapartes de instrumentos financieros derivados en los que invierten las IIC que presenten una solvencia suficiente a juicio de la gestora para atender el cumplimiento de sus obligaciones<sup>51</sup>. A estos efectos, la entidad gestora deberá realizar un análisis del riesgo de crédito de la contraparte, utilizando metodologías apropiadas y considerando diferentes indicadores o parámetros de uso habitual en el mercado<sup>52</sup>.

Por otro lado, se introducen modificaciones en las garantías o colaterales recibidos por la IIC para reducir el riesgo de contraparte con el objetivo de dar cumplimiento a los requisitos para la elegibilidad, cómputo y reinversión de garantías o colaterales recibidos en la operativa de las IIC (tanto de instrumentos derivados como de adquisiciones temporales, simultáneas, préstamo de valores, etc.) exigidas a escala europea. Así, se amplía la lista de los activos en que puedan materializarse las garantías<sup>53</sup>, y los activos en los que la IIC podrá reinvertir el efectivo obtenido como garantía; entre otros, las adquisiciones temporales pactadas con entidades de crédito que tengan su sede en un Estado miembro de la Unión Europea o en cualquier Estado miembro de la OCDE sujeto a supervisión prudencial sujetas a supervisión prudencial.

En relación con las IIC con objetivo concreto de rentabilidad<sup>54</sup>, se explicitan los supuestos de incumplimientos sobrevenidos cuando su resolución perjudique la consecución del citado objetivo de rentabilidad establecido en su folleto informativo, precisando ciertas actuaciones para la protección al inversor. Así, además de comunicarlo de inmediato a la CNMV, deberán aportarse las medidas que se pudieran adoptar para evitar los conflictos de interés y la protección de los intereses de los partícipes.

51 Anteriormente, una contraparte tenía solvencia suficiente cuando su calificación crediticia en el largo plazo tuviera una fuerte capacidad de la entidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones (calificada, como mínimo, con «A-» por Standard & Poor's, «A3» por Moody's, «A-» por Fitch o similares por otras ECAI), y en el corto plazo, como mínimo, una satisfactoria capacidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones (calificada, como mínimo, con «A-2» por Standard & Poor's, «P-2» por Moody's, «F2» por Fitch o similares por otras ECAI. A estos efectos, tendrá la consideración de corto plazo un período inferior o igual a 13 meses).

52 Estos requisitos de solvencia no son exigibles a las contrapartidas de instrumentos financieros no negociados en mercados organizados de derivados siempre que se liquiden a través cámaras de contrapartida central en el que se exija el depósito de garantías en función de las cotizaciones, que registre las operaciones realizadas y se interponga entre las partes contratantes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.

53 Entre otros, la deuda privada no subordinada admitida a negociación un mercado regulado, que ahora solo necesita contar con una calificación crediticia favorable a juicio de la entidad gestora.

54 Estas IIC tienen como política de inversión alcanzar el objetivo concreto de rentabilidad, que podrá consistir en la obtención de un rendimiento predefinido (o *pay-off*) fijo o variable vinculado a la evolución de cualquiera de los subyacentes aptos establecidos la *Circular 6/2010, 21 de diciembre, de la CNMV*.

Finalmente, se flexibiliza el régimen de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad garantizado (conocidos comúnmente como fondos de «garantía interna»), de manera que no resulta necesario contar con una calificación crediticia favorable para los garantes en los casos en que se prevea no superar los límites establecidos en la normativa. De este modo, la entidad que garantice un objetivo concreto de rentabilidad a la propia IIC no podrá presentar, en ningún caso, una calificación de solvencia otorgado por una agencia especializada inferior a la que España tenga en cada momento. Con carácter adicional, también se exige que los citados garantes presenten una solvencia suficiente a juicio de la gestora, para atender el cumplimiento de sus obligaciones.

NOVEDADES EN LA  
CIRCULAR 4/2008

Se actualiza la presentación telemática a la CNMV de determinados documentos; en concreto, el informe anual de las IIC y SGIC, que comprende las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría, que debe realizarse por vía electrónica, mediante el trámite IPE- Informes Periódicos de IIC del servicio electrónico CIFRADO/CNMV, de acuerdo con lo establecido en la Resolución del presidente de la CNMV de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la CNMV<sup>55</sup>. Comenzará a ser aplicable a los documentos referidos al ejercicio 2012.

NOVEDADES EN LA  
CIRCULAR 3/2006

En relación con los folletos explicativos de las IIC, se precisa que no se consideran elementos esenciales del mismo las modificaciones en la calidad crediticia de los activos de renta fija siempre que, como mínimo, se mantenga la calificación crediticia de España, continúen los demás criterios de selección de los activos y no se desvirtúen la finalidad y la vocación del fondo de inversión. En tal caso, solo será necesario publicar, con carácter previo a su efectividad, un hecho relevante que recoja tal modificación, sin perjuicio de la obligación de incluir esta información en la siguiente actualización del folleto informativo.

Además, se aclara que solo las modificaciones de carácter esencial<sup>56</sup> del folleto explicativo son las que otorgan derecho de separación<sup>57</sup>.

OTRAS NOVEDADES

Al igual que para las IIC, se exige a las ESI y a sus grupos consolidables la remisión a la CNMV de la información financiera a la que estén obligadas y de los informes de control interno y de autoevaluación de capital, a través del servicio CIFRADO/CNMV, mediante su presentación en el Registro Electrónico de la CNMV como documentos electrónicos normalizados, de acuerdo con lo establecido en la Resolución del presidente de la CNMV de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y se regula dicho registro.

La Circular entró en vigor el 5 de agosto.

55 Anteriormente, la remisión de los documentos mencionados se realizaba, por vía telemática, mediante el servicio CIFRADO/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2006.

56 Se consideran modificaciones de elementos esenciales del folleto de los fondos de inversión las siguientes: la sustitución de la sociedad gestora, la sustitución de la entidad depositaria, la contratación de funciones de gestión de activos, la transformación del fondo o del compartimento, la modificación de la política de inversiones, los cambios en la política de distribución de resultados, el establecimiento o elevación de la comisión de gestión y de la comisión del depositario, el establecimiento o elevación de las comisiones a favor de la gestora o de los descuentos a favor del fondo a practicar en suscripciones y reembolsos, y, cuando se trate de fondos cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión, el cambio de fondo objeto de inversión, así como los supuestos previstos en este apartado que afecten a la información recogida en su folleto sobre dicho fondo.

57 En este caso, la comunicación realizada a los partícipes deberá mencionar su derecho a optar, durante el plazo de 30 días naturales, por el reembolso o traspaso de sus participaciones, total o parcial, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo que corresponda a la fecha del último día de los 30 días naturales del plazo de información.

**Posiciones cortas netas en acciones, deuda soberana y permutas de cobertura por impago soberano descubiertas: desarrollo reglamentario de la normativa europea**

Se ha publicado el *Reglamento Delegado 826/2012, de la Comisión, de 29 de junio* (DOUE del 18 de septiembre), por el que se completa el Reglamento 236/2012, de 14 de marzo, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los requisitos de notificación y publicación relativos a las posiciones cortas netas, la información precisa que se facilitará a la AEVM sobre las posiciones cortas netas y el método de cálculo del efectivo negociado para determinar las acciones exentas.

El Reglamento tiene por objeto, por un lado, establecer un régimen uniforme para la presentación de notificaciones e información por los inversores a las autoridades nacionales competentes o por estas últimas a la AEVM; y, por otro, establecer el método de cálculo del efectivo negociado con vistas a determinar la plataforma principal de negociación de una acción.

La notificación que los inversores deben proporcionar a las autoridades competentes de las posiciones cortas netas en acciones, deuda soberana y permutas de cobertura por impago soberano descubiertas se realizará mediante un formulario proporcionado por la autoridad competente que se ajustará a los formatos previstos en los anejos I y II del Reglamento.

Por su parte, las autoridades competentes facilitarán a la AEVM la siguiente información: 1) diariamente, la posición corta neta agregada en cada una de las acciones del principal índice de acciones nacional indicado por la autoridad competente pertinente; 2) trimestralmente, la posición corta neta agregada de cada una de las acciones que no estén incluidas en el apartado anterior; 3) diariamente, la posición corta neta agregada en relación con cada emisor soberano, y 4) cuando proceda, las posiciones descubiertas agregadas diariamente en permutas de cobertura por impago de un emisor soberano.

En lo referente al método de cálculo del efectivo negociado para determinar la plataforma principal de negociación de una acción, la autoridad competente utilizará la mejor información disponible, que podrá incluir, entre otra, la siguiente: 1) la públicamente disponible; 2) la procedente de las plataformas en que se negocie la acción correspondiente; 3) la proporcionada por otra autoridad competente, incluyendo la de terceros países, y 4) la información proporcionada por el emisor de la acción correspondiente.

Por otro lado, con arreglo a lo preceptuado en el Reglamento 236/2012, se ha publicado el *Reglamento de Ejecución 827/2012, de la Comisión, de 29 de junio* (DOUE del 18 de septiembre), por el que se establecen normas técnicas relativas a los medios de publicación de las posiciones netas en acciones; el formato de la información que deberá facilitarse a la AEVM; los tipos de acuerdos; los pactos y las medidas destinados a garantizar adecuadamente que las acciones o la deuda soberana estén disponibles para su liquidación, así como las fechas y los períodos de referencia para la determinación de la plataforma principal de negociación de una acción.

La publicación de las posiciones cortas netas en acciones se realizará mediante su inserción en un sitio web central gestionado o supervisado por las autoridades competentes. Dichas autoridades lo comunicarán a la AEVM, que, a su vez, pondrá en su propio sitio web un hiperenlace a todos esos sitios web centrales. La presentación se realizará conforme al formato especificado en los anejos de la norma, de modo que figuren todos los datos pertinentes sobre posiciones respecto de cada emisor de acciones, así como permitir a los usuarios comprobar si, en el momento en que acceden al sitio web, las posiciones cortas netas con respecto a un determinado emisor de acciones han alcanzado o

superado el umbral de publicación, que se establece en el 0,5 % del capital en acciones emitido.

Las autoridades competentes facilitarán a la AEVM, con carácter trimestral, información sobre las posiciones cortas netas en acciones, mediante vía telemática, en el formato especificado en los anejos del Reglamento.

Otro bloque del Reglamento detalla los tipos de acuerdos, los pactos con terceros, así como otras medidas destinados a garantizar la liquidación de las ventas en corto descubiertas de acciones o instrumentos de deuda soberana en la fecha de vencimiento<sup>58</sup>.

Los acuerdos de toma en préstamo u otras pretensiones ejecutorias podrán consistir (siempre que sean jurídicamente vinculantes durante el tiempo de la venta en corto) en los siguientes: 1) futuros y permutas financieras; 2) opciones; 3) pactos de recompra; 4) acuerdos permanentes o instrumentos renovables; 5) acuerdos relativos a derechos de suscripción, y 6) otros derechos o acuerdos que den lugar a la entrega de las acciones o deuda soberana.

En relación con los pactos con terceros sobre las ventas a corto de acciones, se distinguen los «pactos y medidas estándar de localización»<sup>59</sup>, los «pactos y medidas estándar de localización intradía»<sup>60</sup> y los «pactos y medidas en materia de facilidad de toma en préstamo o adquisición»<sup>61</sup>. En el caso de los pactos con terceros sobre las ventas a corto de deuda soberana, figuran: «el pacto estándar de localización de deuda soberana»<sup>62</sup>, «el pacto de confirmación de duración limitada»<sup>63</sup>, «la confirmación de pacto de recompra incondicional»<sup>64</sup> y «la confir-

58 El Reglamento 236/2012 establecía una serie de restricciones sobre las ventas en corto descubiertas de acciones o de deuda soberana. Así, debían cumplir alguna de las siguientes condiciones: 1) que se hayan tomado en préstamo, o hayan tomado otras disposiciones que produzcan efectos jurídicos similares; 2) que se hayan celebrado acuerdos para tomar en préstamo la acción o, en su caso, el instrumento de deuda soberana, o tenga una pretensión absolutamente ejecutoria por derecho contractual o derecho de propiedad a que se le transfiera la propiedad de un número correspondiente de valores de la misma categoría, de forma que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento, o 3) que se tenga un pacto con un tercero que haya confirmado que la acción o, en su caso, el instrumento de deuda soberana han sido localizados, o bien una expectativa razonable de que la liquidación podrá efectuarse en la fecha de vencimiento.

59 El tercero confirma, antes de que se realice la venta en corto, la disponibilidad de las acciones para su liquidación a su debido tiempo teniendo en cuenta el importe de la posible venta y las condiciones de mercado, y en la que se indique el período en el cual está localizada la acción.

60 El tercero confirma, antes de que se realice la venta en corto, que se cubrirá mediante adquisiciones en el día en que tenga lugar dicha venta. En el supuesto de que dicha venta no se cubra, la persona física o jurídica enviará sin demora una instrucción al tercero para que se haga con las acciones a fin de cubrir la venta en corto y garantizar la liquidación a su debido tiempo.

61 El tercero confirma, antes de que se realice la venta en corto, que la acción puede tomarse en préstamo o adquirirse fácilmente, en la oportuna cantidad, teniendo en cuenta las condiciones de mercado e indicando el período en el cual está localizada la acción. Si la venta no pudiera cubrirse mediante adquisición o toma en préstamo, la persona física o jurídica enviará sin demora al tercero la instrucción de hacerse con las acciones a fin de cubrir la venta en corto y garantizar la liquidación a su debido tiempo.

62 Es la confirmación dada por un tercero, antes de que se realice la venta en corto, de que considera poder tener disponible para liquidación a su debido tiempo el importe de deuda soberana solicitado por la persona física o jurídica, teniendo en cuenta las condiciones de mercado, y en la que se indique el período en el cual está localizada la deuda soberana.

63 Es el pacto en virtud del cual la persona física o jurídica indica a un tercero que la venta en corto se cubrirá mediante adquisición en el mismo día de dicha venta y el tercero confirma, antes de que se realice la venta en corto, que alberga expectativas razonables de que la deuda soberana pueda adquirirse en la oportuna cantidad, teniendo en cuenta las condiciones de mercado y la demás información de que disponga ese tercero sobre la oferta de los instrumentos de deuda soberana el día en que se realice la venta en corto.

64 Se entenderá la confirmación dada por un tercero, antes de que se realice la venta en corto, de que alberga expectativas razonables de que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento, como consecuencia de su participación en un mecanismo de carácter estructural, organizado o gestionado por un banco central, un organismo de gestión de la deuda o un sistema de liquidación de valores, que ofrezca acceso incondicional a la deuda soberana en cuestión por la cuantía correspondiente a la de la venta en corto.

mación de facilidad de adquisición de deuda soberana»<sup>65</sup>. Todos ellos deberán cumplir una serie de condiciones detalladas en la norma.

Finalmente, el Reglamento determina las fechas y el período de referencia de los cálculos relativos a la plataforma principal de negociación de una acción, y las obligaciones de las autoridades competentes de notificar a la AEVM las acciones cuya plataforma principal de negociación se sitúe fuera de la Unión Europea.

Ambos reglamentos entraron en vigor el 19 de septiembre y, salvo alguna excepción, serán aplicables a partir del 1 de noviembre.

**Reglamento comunitario relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones**

Se ha publicado el *Reglamento 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio* (DOUE del 27), relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central (ECC) y a los registros de operaciones.

En líneas generales, el Reglamento establece los requisitos en materia de compensación<sup>66</sup> y de gestión bilateral del riesgo para los contratos de derivados extrabursátiles<sup>67</sup> (en adelante, derivados extrabursátiles), y los requisitos para el desempeño de las actividades de las «ECC»<sup>68</sup> y de los registros de operaciones<sup>69</sup>.

A continuación se reseñan las novedades más importantes:

**DERIVADOS EXTRABURSÁTILES**

Los derivados extrabursátiles que están sujetos a la obligación de compensación se realizarán a través de una ECC y deberán notificarse a los registros de operaciones. A estos efectos, la AEVM establecerá, llevará y mantendrá actualizado un registro público que permita determinar de manera correcta e inequívoca las categorías de derivados extrabursátiles sujetas a la obligación de compensación. Dicho registro estará disponible en el sitio web de la AEVM.

Las contrapartes deberán compensar los derivados extrabursátiles pertenecientes a una categoría de derivados extrabursátiles<sup>70</sup> que haya sido declarada sujeta a la obligación de compensación<sup>71</sup>. Los que constituyan operaciones intragrupo<sup>72</sup> no estarán sujetos a la

65 Se entenderá la confirmación dada por un tercero, antes de que se realice la venta en corto, de que alberga expectativas razonables de que la liquidación pueda efectuarse en la fecha de vencimiento, como consecuencia de su participación en un mecanismo de carácter estructural, organizado o gestionado por un banco central, un organismo de gestión de la deuda o un sistema de liquidación de valores, que ofrezca acceso incondicional a la deuda soberana en cuestión por la cuantía correspondiente a la de la venta en corto.

66 La compensación es un proceso consistente en establecer posiciones, incluido el cálculo de las obligaciones netas, y en asegurar que se dispone de instrumentos financieros, efectivo, o ambos, para cubrir las exposiciones derivadas de dichas posiciones.

67 El derivado extrabursátil es un contrato de derivados cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado.

68 Una ECC es una persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador.

69 Los registros de operaciones deberán ser personas jurídicas establecidas en la Unión Europea que recopilan y conservan de forma centralizada las inscripciones de derivados.

70 La categoría de derivados es un subconjunto de derivados que comparten características comunes y esenciales que incluyen, al menos, la relación con el activo subyacente, el tipo de activo subyacente y la moneda del valor notional. Los derivados pertenecientes a la misma categoría pueden tener plazos diferentes.

71 La AEVM, por propia iniciativa, tras haber llevado a cabo una consulta pública y haber consultado a la JERS y, en su caso, a las autoridades competentes de terceros países, notificará a la Comisión las categorías de derivados que deberían estar sujetas a la obligación de compensación establecida en el artículo 4, pero para las cuales ninguna ECC haya recibido aún autorización.

72 Una operación intragrupo es un contrato de derivados extrabursátiles suscrito con otra contraparte perteneciente al mismo grupo, siempre que ambas contrapartes estén íntegramente comprendidas en la misma consolidación y estén sujetas a procedimientos adecuados y centralizados de evaluación, medición y control del riesgo similares.

obligación de compensación, siempre que cumplan determinados requisitos detallados en la norma.

Las ECC que hayan sido autorizadas a compensar derivados extrabursátiles aceptarán esta operativa de forma no discriminatoria y transparente, con independencia de la plataforma de negociación<sup>73</sup>. No obstante, podrán exigir que una plataforma de negociación cumpla los requisitos operativos y técnicos establecidos en el Reglamento, incluidos los requisitos relativos a la gestión del riesgo.

Las contrapartes y las ECC notificarán al registro de operaciones (al día hábil siguiente al de su celebración) los datos sobre los contratos de derivados celebrados, así como cualquier modificación o resolución de los mismos.

Finalmente, el Reglamento establece una serie de técnicas de reducción del riesgo aplicables a derivados extrabursátiles no compensados por una ECC, así como la instauración de procedimientos y mecanismos adecuados para medir, controlar y reducir el riesgo operativo y el riesgo de crédito de la contraparte.

#### AUTORIZACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS ECC

Se regula el pasaporte comunitario de las ECC<sup>74</sup>, que se concederá únicamente para actividades relacionadas con la compensación y especificará los servicios o actividades que la ECC puede prestar o realizar, incluidas las categorías de instrumentos financieros cubiertas por tal autorización. Asimismo, se especifican los supuestos en los que se puede denegar o, en su caso, revocar dicha autorización.

Las ECC deberán poseer un capital inicial permanente y disponible de, al menos, 7,5 millones de euros. El capital de las ECC, incluidas las ganancias acumuladas y las reservas, deberá ser proporcional al riesgo derivado de sus actividades y, en especial, suficiente para garantizar una liquidación o reestructuración ordenadas de sus actividades en un plazo adecuado, así como una protección adecuada frente a los riesgos de crédito, de contraparte, de mercado, operativos, jurídicos y empresariales.

Asimismo, dispondrán de sólidos mecanismos de gobernanza, incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, así como de procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén o pudieran estar expuestas, junto con mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables adecuados. Por su parte, la alta dirección deberá gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar una gestión adecuada y prudente de la ECC.

Tienen la obligación de informar a la autoridad competente sobre la identidad de los accionistas o de los socios, ya sean directos o indirectos, personas físicas o jurídicas, que posean participaciones cualificadas<sup>75</sup>, y de los importes de dichas participaciones. La autoridad competente denegará la autorización a una ECC si esta no acredita a satisfacción de dicha autoridad la idoneidad de los accionistas o socios con participaciones cualificadas en la misma.

73 Una plataforma de negociación es un sistema explotado por una empresa de inversión o un gestor de mercado, que no sea un internalizador sistemático, que reúne los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos.

74 El pasaporte comunitario implica que, una vez que se haya concedido la autorización, será válida para todo el territorio de la Unión Europea.

75 Una participación cualificada es una participación, directa o indirecta, en una ECC o en un registro de operaciones que represente al menos el 10 % del capital o de los derechos de voto.

En los casos en que existan vínculos estrechos entre la ECC y otras personas físicas o jurídicas, la autoridad competente solamente concederá la autorización si estos vínculos no impiden el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la autoridad competente.

Cada Estado miembro designará a la autoridad competente para desempeñar las funciones derivadas de la aplicación del Reglamento en lo que respecta a la autorización y la supervisión de las ECC establecidas en su territorio, e informará al respecto a la Comisión Europea y a la AEVM.

Las autoridades competentes cooperarán estrechamente entre sí, con la AEVM y, en caso necesario, con el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Las ECC establecidas en terceros países podrán prestar servicios de compensación a miembros compensadores o plataformas de negociación establecidos en la Unión Europea únicamente si las ECC están reconocidas por la AEVM. Esta celebrará acuerdos de cooperación con las autoridades competentes pertinentes de los terceros países cuyos marcos jurídicos y de supervisión hayan sido considerados equivalentes.

Las ECC crearán un comité de riesgos, que estará compuesto por representantes de sus miembros compensadores, por miembros del consejo independientes y por representantes de sus clientes. El comité de riesgos asesorará al consejo sobre todas las medidas que puedan afectar a la gestión de riesgos de la ECC; por ejemplo, cambios importantes de su modelo de riesgo, los procedimientos en caso de incumplimiento, los criterios de aceptación de los miembros compensadores, de compensación de nuevas categorías de instrumentos o de internalización de funciones.

Cuando una persona física o jurídica que por sí sola o en concertación con otras haya decidido adquirir o vender, directa o indirectamente, una participación cualificada en una ECC o incrementar, directa o indirectamente, tal participación cualificada en una ECC de tal manera que la proporción de derechos de voto o de capital poseída sea igual o superior al 10 %, 20 %, 30 % o 50 %, o que la ECC pase a ser su filial, lo notificará primero por escrito a la autoridad competente, indicando la cuantía de la participación prevista. Esta verificará la idoneidad del adquirente potencial y su solidez financiera, con objeto de garantizar una gestión adecuada y prudente de la ECC en la que se propone la adquisición, y atendiendo a la posible influencia del adquirente potencial sobre la ECC.

Las ECC mantendrán y aplicarán medidas administrativas y organizativas escritas eficaces a fin de detectar y gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir entre ellas, incluidos sus directivos, empleados o cualquier persona que directa o indirectamente ejerza control o mantenga vínculos estrechos, y sus miembros compensadores o sus clientes conocidos por la ECC de que se trate.

Cuando las ECC externalicen funciones operativas, servicios o actividades, seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas sus obligaciones. En ningún caso externalizarán las principales actividades vinculadas a la gestión de riesgos, a menos que la autoridad competente lo autorice.

En el supuesto de que presten servicios a sus miembros compensadores y, en su caso, a sus clientes, las ECC actuarán con imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de dichos miembros compensadores y clientes, y aplicarán una gestión de riesgos adecuada. Las ECC dispondrán de normas accesibles, transparentes y equitativas para el rápido tratamiento de las denuncias.

Las ECC invertirán sus recursos financieros exclusivamente en efectivo o en instrumentos financieros de elevada liquidez con un riesgo mínimo de crédito y de mercado, y que puedan liquidar rápidamente con la mínima incidencia negativa en los precios.

Por otro lado, las ECC podrán celebrar acuerdos de interoperabilidad<sup>76</sup> con otras ECC siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el Reglamento. En concreto, deberán: 1) implantar estrategias, procedimientos y sistemas adecuados que permitan identificar, controlar y gestionar eficazmente los riesgos que se deriven del acuerdo, a fin de poder cumplir oportunamente sus obligaciones; 2) ponerse de acuerdo sobre sus derechos y obligaciones respectivos, en particular la legislación aplicable a su relación; 3) detectar, vigilar y gestionar de manera eficaz los riesgos de crédito y de liquidez, a fin de que el incumplimiento de un miembro compensador de una ECC no afecte a las ECC interoperables, y 4) detectar, vigilar y abordar las posibles interdependencias y correlaciones que resulten de un acuerdo de interoperabilidad y que puedan afectar a los riesgos de crédito y de liquidez ligados a las concentraciones de miembros compensadores y a la agrupación de recursos financieros. De cualquier modo, los acuerdos de interoperabilidad estarán sujetos a la aprobación previa de las autoridades competentes de las ECC de que se trate.

#### LOS REGISTROS DE OPERACIONES

Al igual que las ECC, se regula el pasaporte comunitario de los registros de operaciones, especificando los supuestos en los que se puede denegar o, en su caso, revocar dicha autorización. La AEVM y la autoridad competente correspondiente intercambiarán toda la información necesaria para la supervisión del cumplimiento de los requisitos para la inscripción o la autorización en el Estado miembro en que esté establecida.

En líneas generales, y de manera similar a los ECC, los registros de operaciones deberán disponer de sólidos mecanismos de gobernanza, incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, junto con mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables adecuados, que impidan toda revelación de información confidencial. La alta dirección y los miembros del consejo deberán gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión adecuada y prudente de los mismos.

Asimismo, mantendrán y aplicarán medidas eficaces para detectar y gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir en relación con sus directivos, empleados o cualquier persona que directa o indirectamente mantenga vínculos estrechos con ellos.

En caso de que un registro de operaciones ofrezca servicios accesorios (por ejemplo, servicios de confirmación de operaciones, casamiento de operaciones, administración de eventos de crédito, conciliación de carteras o compresión de carteras), los mantendrán operativamente separados de la función del registro de operaciones consistente en recopilar y conservar de forma centralizada las inscripciones de derivados.

Por otro lado, detectarán las fuentes de riesgo operativo y las reducirán al mínimo mediante el desarrollo de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Dichos sistemas serán fiables y seguros, y tendrán capacidad adecuada para tratar la información recibida. Asimismo, publicarán, periódicamente y de forma fácilmente accesible, posiciones agregadas por categoría de derivados respecto de los contratos que les sean notificados.

<sup>76</sup> Un acuerdo de interoperabilidad es un acuerdo entre dos o más ECC que implica la ejecución de operaciones entre sistemas.

El Reglamento detalla las normas de procedimiento para la adopción de medidas de supervisión y la imposición de multas de los registros de operaciones.

Las autoridades pertinentes de terceros países que no cuenten con un registro de operaciones establecido en su territorio podrán ponerse en contacto con la AEVM con el fin de celebrar acuerdos de cooperación para acceder a la información sobre los contratos de derivados consignados en los registros de operaciones de la Unión Europea, a condición de que existan garantías de secreto profesional, incluida la protección de los secretos comerciales que las autoridades han comunicado a terceros.

Las autoridades competentes, la AEVM y las demás autoridades pertinentes se facilitarán mutuamente la información necesaria para el desempeño de sus funciones. En caso de que reciban información confidencial, la utilizarán exclusivamente en el ejercicio de sus funciones, dando oportuno conocimiento a los miembros pertinentes del SEBC.

El Reglamento entró en vigor el 16 de agosto.

### Medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio* (BOE del 14), de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados.

### MEDIDAS EN EL ÁMBITO FINANCIERO

Se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, con objeto de incorporar al ordenamiento jurídico un nuevo instrumento financiero: *las cédulas de internacionalización*, que son similares a las cédulas territoriales<sup>77</sup>, introducidas por la Ley 44/2002.

Se trata de títulos de renta fija que podrán emitir las entidades de crédito, cuyo capital e intereses están especialmente garantizados, entre otros, por los siguientes activos:

- 1 Los préstamos y créditos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios españoles o a la internacionalización de las empresas residentes en España, concedidos o garantizados por las Administraciones Públicas, los bancos centrales o bancos multilaterales de desarrollo, y organizaciones internacionales, y que sean de alta calidad crediticia. Estos préstamos y créditos también pueden garantizar cédulas territoriales, por lo que, en el momento de la emisión de las cédulas de internacionalización, deberá elegirse cuáles de esos préstamos o créditos garantizarán dicha emisión, ya que no pueden garantizar simultáneamente ambos tipos de cédulas.
- 2 Los préstamos y créditos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios españoles o a la internacionalización de las empresas residentes en España, concedidos a deudores que sean empresas no financieras o entidades financieras, y que sean de alta calidad crediticia, o bien que gocen de cobertura de riesgo de crédito mediante seguro o garantía, por cuenta del Estado, emitida por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, SA, Compañía de Seguros y Reaseguros (CESCE).

<sup>77</sup> Son semejantes a las cédulas hipotecarias y gozan de su mismo régimen fiscal.

- 3 Los préstamos y créditos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios de cualquier nacionalidad que gocen de cobertura de riesgo de crédito mediante seguro o garantía por cuenta de Estados de alta calidad crediticia, emitidas por sus respectivas agencias de crédito a la exportación u organismos de análoga naturaleza.

Las cédulas de internacionalización podrán estar respaldadas hasta un límite del 5 % del principal emitido por determinados activos de sustitución<sup>78</sup>, siempre que no estén garantizadas por ningún préstamo o crédito concedido por la propia entidad emisora, ni por otras entidades de su grupo (a excepción de los emitidos por el Estado, por otros Estados miembros de la Unión Europea o por el ICO).

El importe total de las cédulas emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 70 % del importe de los préstamos y créditos no amortizados mencionados en el primer apartado anterior. No obstante, si sobrepasara dicho límite deberá recuperarlo en un plazo no superior a tres meses, aumentando su cartera de préstamos o créditos anteriormente referidos, adquiriendo sus propias cédulas en el mercado o mediante la amortización de cédulas por el importe necesario para restablecer el equilibrio. Mientras tanto, deberá cubrir la diferencia mediante un depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España, o afectando al pago de las cédulas nuevos activos de sustitución de los contemplados en el apartado segundo, siempre que se cumpla el límite establecido en dicho apartado.

Finalmente, podrán ser admitidas a negociación en los mercados de valores, de conformidad con lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y adquiridas por las entidades, en cuyo caso estarán representadas mediante anotaciones en cuenta.

#### MEDIDAS FISCALES

En el ámbito del IRPF, el porcentaje de retención por actividades profesionales y el ingreso a cuenta por ciertas rentas del trabajo<sup>79</sup> pasa del 15 % al 19 %. No obstante, con carácter transitorio, entre el 1 de septiembre de 2012 y el 31 de diciembre de 2013 el citado porcentaje será del 21 %.

Por otro lado, para el año 2012 se suprime la compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual aplicable a los contribuyentes que adquirieron su vivienda antes de 20 de enero de 2006.

En el impuesto sobre sociedades, las medidas afectan, fundamentalmente, a las grandes empresas. Así, durante 2012 y 2013 la compensación de bases impositivas negativas generadas en ejercicios anteriores estará limitada al 50 % para aquellas entidades cuya cifra de negocios durante el año anterior esté comprendida entre 20 millones y 60 millones de euros (antes era del 75 %), y al 25 % cuando la cifra de negocios supere los 60 millones de euros (antes era del 50 %).

<sup>78</sup> Entre otros, los siguientes: a) valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, otros Estados miembros de la Unión Europea o el Instituto de Crédito Oficial; b) cédulas hipotecarias o bonos hipotecarios admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado; c) valores emitidos por fondos de titulización hipotecaria o por fondos de titulización de activos admitidos a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado, con una alta calidad crediticia; d) cédulas territoriales y cédulas de internacionalización admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, o en un mercado regulado.

<sup>79</sup> En concreto, impartir cursos, conferencias, coloquios, seminarios y similares, o derivados de la elaboración de obras literarias, artísticas o científicas, siempre que se ceda el derecho a su explotación.

Durante ese mismo período, la deducción correspondiente al fondo de comercio derivado de adquisiciones de negocios estará sujeta al límite anual máximo del 1 % de su importe (frente al 5 % establecido anteriormente). Del mismo modo, para los períodos impositivos 2012 y 2013, el límite máximo de la deducción fiscal del inmovilizado intangible con vida útil indefinida pasa del 10 % al 2 %.

También se produce un incremento transitorio de los pagos fraccionados que afectarán a los dos que restan del año 2012 y a los tres pagos fraccionados de 2013. Así, se aumenta la base imponible del pago fraccionado al integrar el 25 % del importe de los dividendos y las rentas devengadas en el mismo, a los que resulte de aplicación la exención para evitar la doble imposición económica internacional. También se incrementa el porcentaje que se aplica a la base para el cálculo de dicho pago en función del volumen de operaciones del ejercicio anterior, estableciendo varios tramos, entre 6 millones y 20 millones de euros. Si supera esa cantidad, se incrementa el porcentaje del importe mínimo del pago fraccionado, que pasa del 8 % al 12 %.

Finalmente, se amplía la limitación de la deducción por gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general, sin circunscribirse a su pertenencia a un grupo mercantil. El límite de dicha deducibilidad estaba fijado en el 30 % del beneficio operativo del ejercicio, pero permitía deducir, en todo caso, los gastos del ejercicio hasta un millón de euros. Ahora, el Real Decreto Ley concreta que, si el período impositivo de la entidad es inferior al año, el límite del millón de euros se aplicará en proporción a su duración. Por otro lado, se modifican los casos en los que no será aplicable dicha limitación. Son los siguientes:

- 1 Las entidades de crédito<sup>80</sup> y las aseguradoras (antes eran únicamente las entidades crédito). No obstante, en el caso de entidades de crédito o aseguradoras que tributen en el régimen de consolidación fiscal conjuntamente con otras entidades que no tengan esta consideración, el límite del 30 % se calculará teniendo en cuenta el beneficio operativo y los gastos financieros netos de estas últimas entidades.
- 2 Cuando durante el período impositivo se produzca la extinción de la entidad, salvo que la misma sea consecuencia de una operación de reestructuración o bien se realice dentro de un grupo fiscal, y la entidad extinguida tenga gastos financieros pendientes de deducir en el momento de su integración en el mismo.

Por último, se crea un nuevo gravamen del 10 % sobre dividendos y rentas de fuente extranjera derivadas de la transmisión de valores representativos de los fondos propios de entidades no residentes en territorio español, exclusivamente hasta el 30 de noviembre de 2012, de manera similar al previsto en el Real Decreto Ley 12/2012. De este modo, cumpliendo ciertos requisitos que figuran detallados en la norma, los rendimientos que se generen hasta dicha fecha podrán no integrarse en la base imponible del impuesto sobre sociedades y tendrán la opción de acogerse al nuevo gravamen especial.

Respecto a los impuestos indirectos, a partir del 1 de septiembre el IVA general pasa del 18 % al 21 %, el reducido del 8 % al 10 %, y se mantiene el tipo superreducido del 4 %, que

---

<sup>80</sup> A estos efectos, recibirán el tratamiento de las entidades de crédito aquellas entidades cuyos derechos de voto correspondan, directa o indirectamente, íntegramente a aquellas, y cuya única actividad consista en la emisión y colocación en el mercado de instrumentos financieros para reforzar el capital regulatorio y la financiación de tales entidades.

afecta a bienes y servicios de primera necesidad. Asimismo, ciertos bienes y servicios que tributaban al tipo reducido (8 %) pasan al tipo general (21 %). Finalmente, el tipo impositivo aplicable a la entrega de viviendas, incluidas las plazas de garaje (con un máximo de dos unidades), que se transmitan conjuntamente con los mismos se mantiene en el 4 % hasta el 31 de diciembre de 2012.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 15 de julio.

### Medidas de liquidez para las Comunidades Autónomas y en el ámbito financiero

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 21/2012, de 13 de julio* (BOE del 14), de medidas de liquidez de las Administraciones Públicas y en el ámbito financiero.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados.

#### ASISTENCIA FINANCIERA EUROPEA PARA LA RECAPITALIZACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS

Se exceptúa al Banco de España del deber de secreto profesional<sup>81</sup> para facilitar a la Comisión Europea, al BCE, a la Autoridad Bancaria Europea, al FMI, a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y, en su caso, al Mecanismo Europeo de Estabilidad la información que sea necesaria para el adecuado desempeño de las funciones en el marco de la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras españolas.

En ese mismo sentido, se autoriza al FROB para suscribir los acuerdos y contratos que sean necesarios para la formalización y puesta a disposición del Estado y del propio FROB de la asistencia financiera que pueda recibir, directa o indirectamente a través del Estado, en efectivo o en valores de deuda. Dicha asistencia no estará sujeta a los límites previstos en el artículo 2.5 del Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito<sup>82</sup>.

Dentro de los procesos de recapitalización previstos en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, el FROB podrá anticipar en forma de préstamo, en efectivo o en valores de deuda, el importe de los apoyos financieros que hubieran solicitado las entidades participantes en dichos procesos. La decisión de otorgar estos anticipos estará condicionada a la existencia de una serie de circunstancias que, a juicio del Banco de España, puedan determinar que la entidad en cuestión se vea sometida a tensiones de liquidez que puedan afectar a su estabilidad durante el período necesario para la efectiva suscripción y desembolso de los apoyos del FROB.

Los anticipos serán compensados como crédito frente a la entidad en el momento en el que tengan lugar la suscripción y el desembolso de los instrumentos representativos de recursos propios correspondientes. En el supuesto de que la suscripción y el desembolso no tuvieran finalmente lugar por no cumplirse alguno de los requisitos exigidos en el proceso de recapitalización o por cualquier otra causa, la entidad vendrá obligada a reembolsar inmediatamente al FROB la totalidad del efectivo o de los valores entregados en préstamo. De igual modo, en caso de que el importe de los apoyos financieros formalizados fuera inferior al anticipo, la entidad vendrá obligada a reembolsar el exceso correspondiente.

<sup>81</sup> El deber de secreto está previsto en el artículo 6 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

<sup>82</sup> Según dicho artículo, los recursos ajenos obtenidos por el FROB, cualquiera que sea la modalidad de su instrumentación, no deberán sobrepasar el montante de tres veces la dotación que exista en cada momento. No obstante, el ministro de Hacienda y Administraciones Públicas podrá autorizar que se sobrepase dicho límite, sin que, en ningún caso, la financiación ajena del FROB pueda suponer más de seis veces su dotación.

En el ámbito de sus funciones de refuerzo de la solvencia de las entidades de crédito, y teniendo en cuenta el beneficio del conjunto del sistema de entidades adheridas, el FGD podrá adoptar medidas tendentes a facilitar la asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades de crédito españolas. El coste de dichas medidas deberá ser inferior a los desembolsos que hubiera tenido que realizar el FGD de conformidad con su normativa reguladora, en el contexto de los procesos de reestructuración ordenada y reforzamiento de los recursos propios de entidades de crédito previstos en el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio.

A tal efecto, podrá comprometer su patrimonio para la prestación de las garantías que pudieran exigirse en el ámbito de la referida asistencia financiera. Dichos compromisos y las garantías podrán ser asumidos por las entidades de crédito en el marco de los planes de recapitalización que se aprueben por el Banco de España.

AVALES PARA GARANTIZAR  
EMISIONES DE BONOS  
Y OBLIGACIONES  
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Se modifica la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012, para autorizar al Estado, hasta el 15 de diciembre de 2012, el otorgamiento de avales por un importe máximo de 55 mm de euros a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito con domicilio social en España y que, a juicio del Banco de España, sean solventes y presenten necesidades coyunturales de liquidez.

Para poder obtener el aval, la entidad solicitante deberá, entre otros aspectos, acreditar que alcanza, individual o conjuntamente con el resto de entidades de su grupo consolidable, una cuota de, al menos, el 1 % del total de la partida «préstamos y créditos, otros sectores» correspondiente a residentes en España del último estado UEM1 (balance resumido, negocios en España) publicado en el *Boletín Estadístico* del Banco de España. Asimismo, en el caso de entidades de crédito que hayan cedido la gestión de su liquidez en el mercado interbancario de modo sistemático a otra entidad con la que tengan un acuerdo de compensación contractual, podrá solicitar el aval la entidad que tenga asignada dicha gestión. Dentro de cada grupo consolidable, el aval del Estado se otorgará, en su caso, a las operaciones realizadas por las entidades solicitantes.

El aval se otorgará con renuncia al beneficio de excusión<sup>83</sup> y carácter irrevocable e incondicional, en los términos que establezcan las órdenes de otorgamiento. El aval garantizará el principal de la emisión y los intereses ordinarios.

De producirse la ejecución del aval, siempre que esta se inste dentro de los cinco días naturales siguientes a la fecha de vencimiento de la obligación garantizada, el Estado deberá satisfacer una compensación a los titulares legítimos de los valores garantizados, sin perjuicio de las cantidades que deba abonar en virtud del aval. El importe de esta compensación será el resultante de aplicar al pago en el que consista la ejecución del aval el tipo de interés *Euro Over Night Index Average* (EONIA) publicado por el Banco de España o el que, en su caso, determine el ministro de Economía y Competitividad, del día del vencimiento de la obligación garantizada por el número de días que transcurran entre esta fecha y la de pago efectivo por el avalista sobre la base de un año de 360 días.

Los avales otorgados devengarán, a favor del Estado, las siguientes comisiones:

<sup>83</sup> El beneficio de excusión está recogido en el artículo 1830 del Código Civil, según el cual el fiador no puede ser compelido a pagar al acreedor sin hacerse antes excusión de todos los bienes del deudor.

- a) Una comisión de otorgamiento del 0,5 % sobre el total, que liquidará el Tesoro, cuyo pago deberá ser acreditado por la entidad con carácter previo a la formalización del aval por parte del ministro de Economía y Competitividad.
- b) Una comisión de emisión cuyo pago deberá acreditar la entidad emisora antes de proceder a la emisión. Los importes satisfechos en concepto de comisión de otorgamiento de aval se deducirán íntegramente de esta comisión de emisión.

Los criterios para el cálculo de las comisiones de emisión se han fijado en la *Resolución de 18 de julio de 2012* (BOE del 20), del Tesoro, por la que se aprueba el modelo de solicitud de aval para garantizar emisiones de bonos y obligaciones de las entidades de crédito por parte del Estado y se establecen los criterios para el cálculo de las comisiones de emisión.

En concreto, las comisiones de emisión se aplicarán al nominal de cada emisión de bonos o de obligaciones, y será el resultado de sumar determinados componentes detallados en la Resolución<sup>84</sup>.

#### MEDIDAS DE LIQUIDEZ PARA LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

El Real Decreto Ley contempla la creación de un mecanismo de financiación territorial, que consiste en la creación de un Fondo de Liquidez Autonómico que se dotará con cargo a los Presupuestos Generales del Estado mediante un crédito extraordinario por importe de 18 mm de euros.

El Fondo estará adscrito al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas a través de la Secretaría de Estado de Administraciones Públicas, y será gestionado por el ICO.

Otorgará préstamos a las Comunidades Autónomas, con objeto de cubrir sus necesidades financieras de liquidez.

La adhesión a este mecanismo será voluntaria por parte de las Comunidades Autónomas e implicará la aceptación de ciertas condiciones fiscales y financieras. Entre las primeras, la necesaria presentación o actualización de un plan de ajuste, obligaciones de información puntual e, incluso, la posibilidad de intervención a Comunidades Autónomas en situación de riesgo de incumplimiento de vencimientos de deuda financiera. Por su parte, la condicionalidad financiera exige el cumplimiento del principio de prudencia financiera, que implica que los términos de endeudamiento sean coherentes con la sostenibilidad de la deuda.

Los préstamos otorgados por este mecanismo estarán garantizados por los recursos del sistema de financiación de las Comunidades Autónomas. De esta manera, se garantiza que estas reciben la financiación, pero mantienen la responsabilidad íntegra del pago.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 15 de julio.

5.10.2012.

<sup>84</sup> Los componentes son los siguientes: 1) 40 puntos básicos (pb); 2) 40 pb por la mitad de la razón entre la mediana de los diferenciales de CDS a cinco años de la entidad emisora durante los tres años que finalicen un mes antes de la fecha de emisión de los bonos u obligaciones avalados y la mediana del índice iTraxx Europe Senior Financiera a cinco años durante el mismo período de tres años, y 3) 40 pb por la mitad de la razón entre la mediana de las medianas de los diferenciales de CDS sénior a cinco años de todos los Estados miembros de la Unión Europea que dispongan de datos de diferenciales de CDS y la mediana de los diferenciales de los CDS de España a cinco años durante el mismo período de tres años. Los componentes anteriores se calcularán para cada una de las emisiones que se lleven a cabo. En caso de disponer de diferenciales de CDS denominados en diferentes divisas, se tendrán en cuenta los correspondientes a los mercados más líquidos. Asimismo, se establecen ciertas particularidades para los emisores que dispongan de calificación crediticia pero carezcan de datos de diferenciales de CDS.

## 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 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4\*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España: detalle 5\*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Ramas de actividad. España 6\*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7\*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8\*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9\*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10\*
- 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 11\*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12\*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13\*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14\*

### Demanda nacional y actividad

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15\*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).  
España 16\*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.  
España 17\*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18\*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 19\*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.  
España y zona del euro 20\*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21\*

### MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22\*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23\*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24\*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25\*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.  
España 26\*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27\*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28\*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29\*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	37*
	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)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	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	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
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)	46*
	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)	47*
	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)	48*
	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)	49*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 56\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57\*
  
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 58\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 59\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 60\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 61\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 62\*

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

### 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

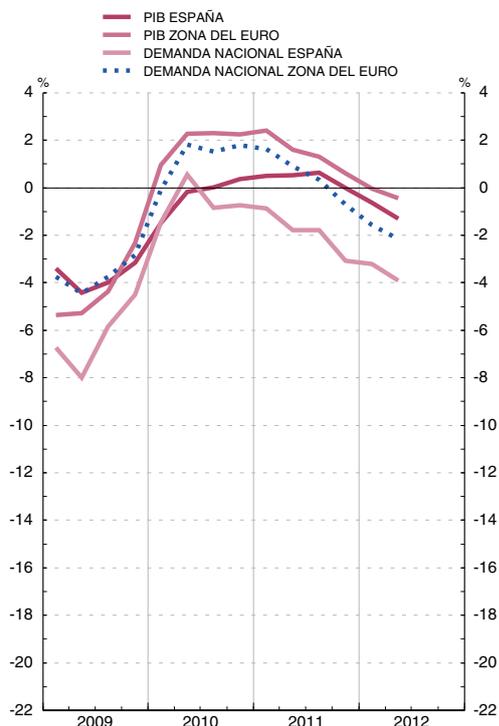
■ Serie representada gráficamente.

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
09	P	-3,7	-4,3	-3,8	-0,9	3,7	2,6	-18,0	-12,6	-6,3	-3,7	-10,0	-12,2	-17,2	-10,9	1 048	8 920
10	P	-0,3	1,9	0,7	0,9	1,5	0,7	-6,2	-0,2	-0,6	1,3	11,3	11,0	9,2	9,4	1 049	9 169
11	P	0,4	1,5	-0,9	0,1	-0,5	-0,1	-5,3	1,6	-1,9	0,5	7,6	6,5	-0,9	4,3	1 063	9 417
09	///	-4,0	-4,4	-2,9	-1,0	3,4	2,6	-18,0	-13,2	-5,8	-3,7	-9,9	-12,6	-14,9	-11,3	261	2 231
	IV	-3,1	-2,3	-1,6	-0,1	1,8	2,5	-15,4	-10,4	-4,5	-2,8	-0,5	-4,5	-5,5	-5,7	260	2 243
10	I	-1,5	1,0	0,4	0,6	1,0	1,4	-8,1	-4,2	-1,5	-0,1	9,5	7,4	8,5	4,6	261	2 260
	II	-0,2	2,3	1,8	0,8	2,2	0,9	-4,7	0,5	0,5	1,8	12,5	12,9	14,6	11,9	262	2 289
	III	0,0	2,3	-0,2	1,1	2,5	0,7	-6,1	1,4	-0,9	1,5	10,6	12,0	6,6	10,3	262	2 305
	IV	0,4	2,2	0,7	1,1	0,3	-0,0	-5,8	1,4	-0,7	1,8	12,4	11,7	7,5	11,0	264	2 316
11	I	0,5	2,4	0,0	0,9	2,2	0,2	-6,0	3,4	-0,9	1,6	10,2	10,4	4,5	8,6	265	2 340
	II	0,5	1,6	-1,0	0,2	-0,5	0,1	-4,9	1,3	-1,8	0,9	7,1	6,3	-1,6	4,6	266	2 354
	III	0,6	1,3	-0,4	0,2	-2,7	-0,4	-4,2	0,7	-1,8	0,3	7,6	5,8	-1,2	3,5	266	2 363
	IV	-0,0	0,6	-2,5	-0,8	-1,1	-0,3	-6,0	0,8	-3,1	-0,7	5,8	3,6	-4,9	0,4	266	2 360
12	I	-0,6	-0,0	-1,4	-1,0	-3,6	0,0	-7,7	-2,4	-3,2	-1,6	2,8	2,6	-5,9	-0,9	265	2 368
	II	-1,3	-0,4	-2,2	-0,9	-3,0	-0,1	-9,4	-3,6	-3,9	-2,2	3,3	3,3	-5,4	-0,6	263	2 372

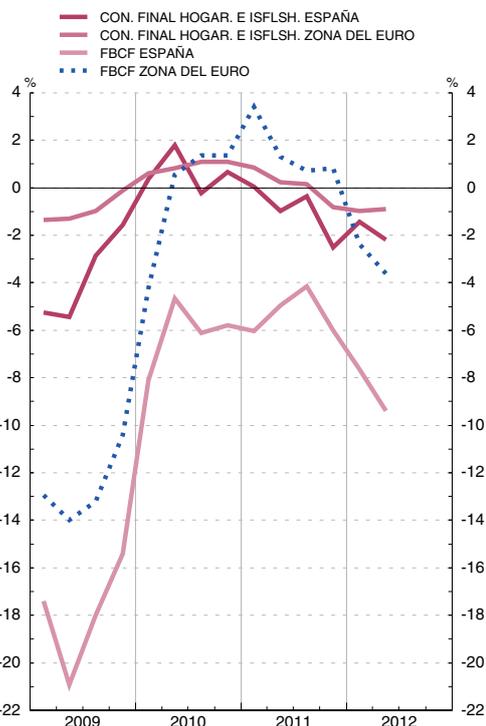
#### PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

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 2008) 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.

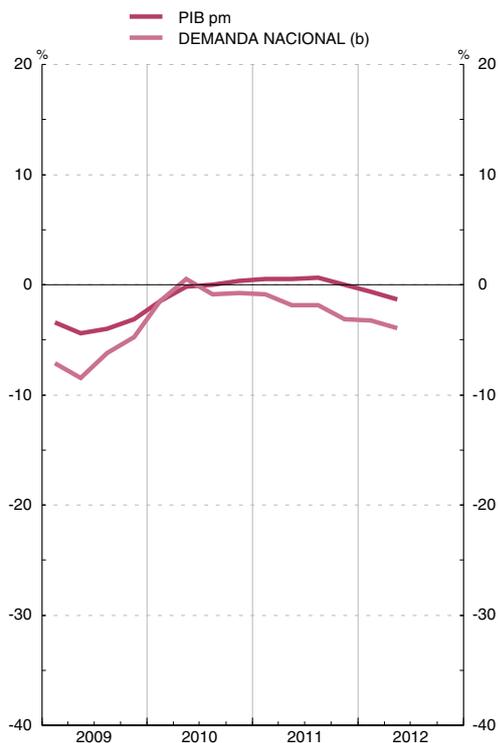
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

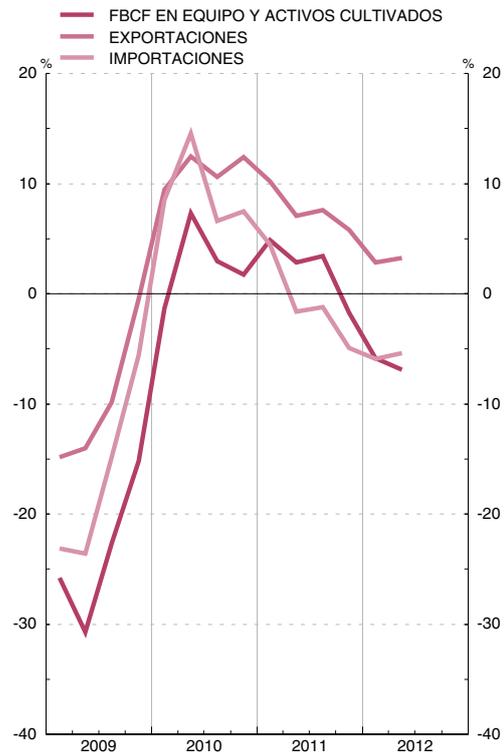
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual Consumo final de no residentes en territorio económico	Total	Bienes	Servicios	Del cual Consumo final de residentes en el resto del mundo	Demanda nacional (b) (c)	PIB
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
<b>09</b>	P	-18,0	-18,5	-16,6	-23,9	-7,5	-0,0	-10,0	-10,4	-9,2	-9,6	-17,2	-18,7	-11,4	-13,3	-6,6	-3,7
<b>10</b>	P	-6,2	-6,7	-9,8	2,6	3,5	0,1	11,3	15,1	4,1	2,6	9,2	12,1	0,3	0,4	-0,6	-0,3
<b>11</b>	P	-5,3	-5,8	-9,0	2,3	3,1	-0,1	7,6	8,5	5,8	6,4	-0,9	-0,7	-1,4	-4,5	-1,9	0,4
<b>09</b>	///	-18,0	-18,6	-17,1	-22,7	-6,7	-0,1	-9,9	-9,5	-10,6	-9,4	-14,9	-16,1	-10,2	-11,7	-6,2	-4,0
<b>IV</b>	P	-15,4	-15,9	-16,2	-15,2	-6,1	-0,0	-0,5	4,7	-10,0	-5,8	-5,5	-4,3	-9,7	-7,3	-4,8	-3,1
<b>10</b>	I	-8,1	-8,7	-11,0	-1,3	2,8	0,1	9,5	15,0	-0,3	0,3	8,5	10,6	2,1	-2,1	-1,5	-1,5
<b>II</b>	P	-4,7	-5,3	-9,3	7,3	6,5	0,2	12,5	16,9	4,3	0,6	14,6	18,2	3,2	1,0	0,6	-0,2
<b>III</b>	P	-6,1	-6,5	-9,7	3,0	0,9	-0,2	10,6	13,2	5,9	5,1	6,6	9,7	-3,2	2,5	-0,9	0,0
<b>IV</b>	P	-5,8	-6,4	-9,2	1,8	3,8	0,1	12,4	15,4	6,7	4,5	7,5	10,1	-0,9	0,2	-0,7	0,4
<b>11</b>	I	-6,0	-6,7	-10,8	4,9	4,1	0,0	10,2	14,0	2,8	5,5	4,5	6,4	-1,9	-2,6	-0,9	0,5
<b>II</b>	P	-4,9	-5,4	-8,5	2,9	1,4	-0,1	7,1	8,0	5,2	8,4	-1,6	-1,2	-3,1	-6,0	-1,8	0,5
<b>III</b>	P	-4,2	-4,7	-8,0	3,5	4,9	-0,1	7,6	8,4	5,9	5,9	-1,2	-1,9	1,3	-5,1	-1,8	0,6
<b>IV</b>	P	-6,0	-6,6	-8,6	-1,7	2,0	-0,1	5,8	4,2	9,4	5,8	-4,9	-5,8	-2,0	-4,3	-3,1	-0,0
<b>12</b>	I	-7,7	-8,4	-9,5	-5,9	3,0	-0,0	2,8	2,9	2,7	-0,8	-5,9	-5,6	-7,3	-8,5	-3,2	-0,6
<b>II</b>	P	-9,4	-10,3	-11,8	-6,9	2,9	-0,0	3,3	3,6	2,6	-2,3	-5,4	-5,9	-3,4	-2,7	-3,9	-1,3

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



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



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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.

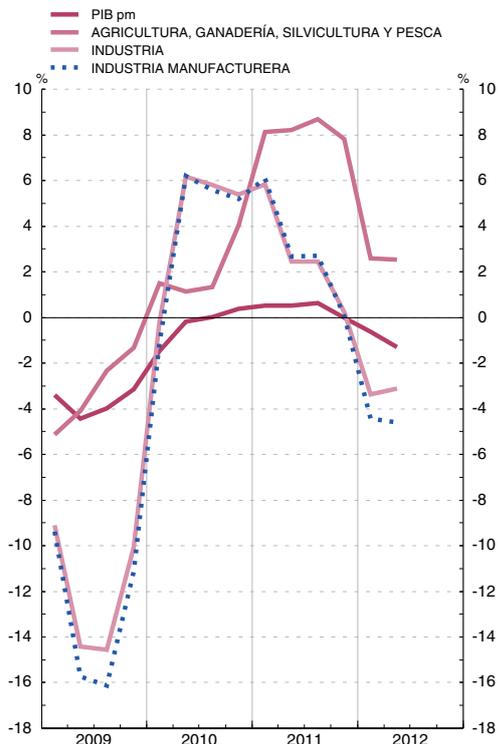
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

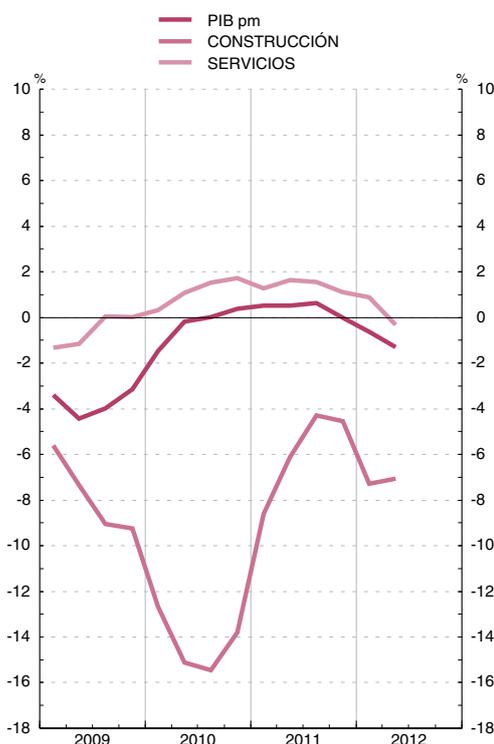
Tasas de variación interanual

		1	2	Industria		5	6	Servicios						14	
				3	4			7	8	9	10	11	12		13
09	P	-3,7	-3,2	-12,1	-13,1	-7,8	-0,6	-1,9	0,9	-4,0	0,0	-2,6	2,3	0,3	-5,4
10	P	-0,3	2,0	4,3	3,9	-14,3	1,2	1,6	6,5	-3,7	-0,9	-0,2	2,4	0,3	0,1
11	P	0,4	8,2	2,7	2,9	-5,9	1,4	1,1	3,9	-3,6	2,7	3,2	1,1	1,4	-5,5
09	III	-4,0	-2,3	-14,6	-16,1	-9,0	0,0	-1,2	-0,3	-0,2	0,4	-3,0	2,8	1,4	-6,4
	IV	-3,1	-1,3	-10,1	-11,1	-9,3	0,0	0,1	4,6	-6,4	0,6	-2,6	1,4	1,6	-5,3
10	I	-1,5	1,5	-0,2	-1,1	-12,7	0,3	1,1	5,3	-7,3	-1,9	-0,9	1,6	2,1	-1,4
	II	-0,2	1,1	6,2	6,2	-15,1	1,1	1,8	7,2	-5,5	-0,8	-0,0	1,8	1,6	1,1
	III	0,0	1,3	5,8	5,6	-15,5	1,5	1,6	7,4	-1,3	-1,1	0,2	3,0	-0,7	0,7
	IV	0,4	4,1	5,4	5,2	-13,8	1,7	1,8	6,0	-0,2	0,0	-0,1	3,3	-1,6	0,1
11	I	0,5	8,1	5,8	6,1	-8,6	1,3	1,8	4,1	-6,5	2,8	2,9	1,1	-0,3	-4,7
	II	0,5	8,2	2,4	2,7	-6,1	1,6	2,0	3,6	-4,9	2,3	3,1	1,8	0,1	-5,3
	III	0,6	8,7	2,5	2,7	-4,3	1,6	1,0	4,3	-3,4	2,9	3,6	1,3	3,1	-6,0
	IV	-0,0	7,8	0,2	0,1	-4,5	1,1	-0,2	3,7	0,4	2,8	3,4	0,3	2,9	-5,9
12	I	-0,6	2,6	-3,4	-4,4	-7,3	0,9	0,2	1,9	3,5	1,9	0,6	0,6	1,0	-0,5
	II	-1,3	2,5	-3,1	-4,6	-7,1	-0,3	-1,2	0,5	1,9	1,6	-1,7	0,1	-0,8	-0,3

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

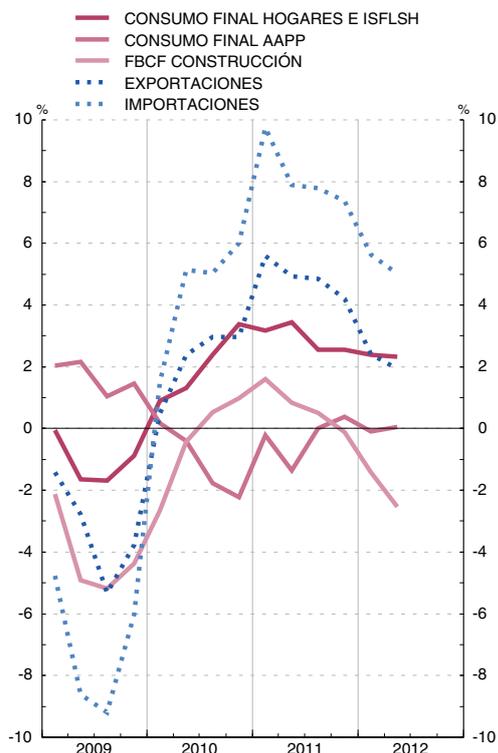
## 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

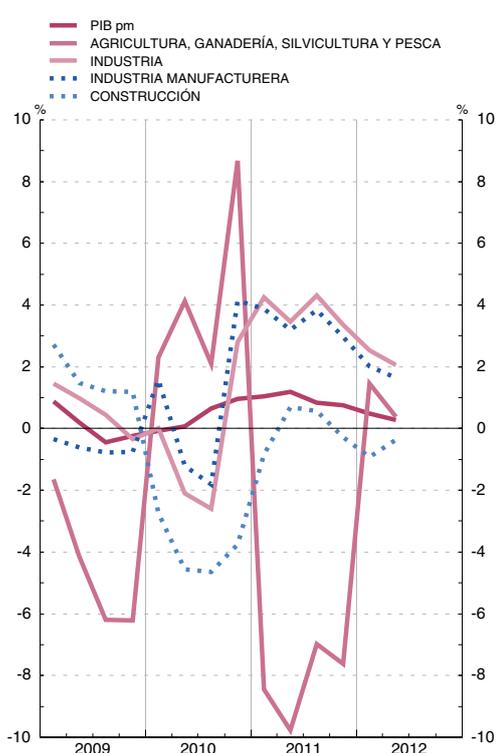
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Producto interior bruto a precios de mercado	Ramras 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	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca		Industria		Construcción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales						Activos fijos inmateriales	Total		Industria manufacturera	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración pública, salud y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
					Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados																	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
09	P	-1,1	1,7	-3,3	-4,1	-1,7	0,2	-3,3	-7,2	0,1	-4,6	0,6	-0,7	1,7	1,6	1,9	0,3	10,2	-8,5	1,3	2,9	1,6	
10	P	-2,0	-1,1	0,6	-0,5	3,1	2,6	2,2	4,4	0,4	4,2	-0,5	0,7	-3,9	-1,2	0,2	-5,9	-20,2	13,5	-1,4	-1,4	0,6	
11	P	2,9	-0,3	1,3	0,7	2,5	1,3	4,9	8,1	1,0	-8,2	3,8	3,4	0,0	0,8	2,4	-1,5	-4,1	4,7	0,3	-0,8	-0,3	
09	///	-1,7	1,0	-4,3	-5,2	-2,8	0,2	-5,3	-9,2	-0,4	-6,2	0,4	-0,8	1,2	2,0	2,3	0,7	9,6	-5,3	1,4	2,9	1,4	
	IV	-0,9	1,4	-3,3	-4,4	-0,6	-0,8	-3,8	-6,0	-0,2	-6,2	-0,3	-0,8	1,2	0,0	1,2	-1,1	1,3	-11,3	-0,0	2,7	1,2	
10	I	0,9	0,2	-1,6	-2,7	0,6	2,7	0,5	1,5	-0,1	2,3	0,0	1,6	-2,8	-0,1	-0,0	-5,1	-14,9	14,9	-1,8	1,4	0,7	
	II	1,3	-0,4	0,4	-0,4	2,1	2,6	2,4	5,1	0,1	4,1	-2,1	-1,2	-4,6	-2,3	-2,2	-6,1	-22,4	9,9	-2,8	0,1	0,2	
	III	2,4	-1,8	1,6	0,5	4,3	2,6	3,0	5,0	0,6	2,1	-2,6	-1,8	-4,6	-2,1	0,0	-6,5	-22,8	11,0	-1,2	-2,8	0,5	
	IV	3,4	-2,2	2,2	1,0	5,3	2,6	3,0	6,0	1,0	8,7	2,8	4,1	-3,8	-0,2	2,8	-5,8	-20,4	18,2	0,2	-3,9	1,1	
11	I	3,2	-0,2	2,4	1,6	4,6	1,1	5,6	9,7	1,0	-8,4	4,2	3,9	-0,8	0,2	2,1	-1,6	-10,1	3,2	1,0	-0,8	-0,2	
	II	3,5	-1,3	1,5	0,8	3,1	1,7	4,9	7,9	1,2	-9,8	3,5	3,2	0,7	1,4	3,0	-1,4	-3,2	9,2	1,8	-1,9	-0,4	
	III	2,6	-0,0	0,8	0,5	1,6	0,9	4,9	7,8	0,8	-7,0	4,3	3,8	0,6	0,7	2,1	-1,4	-2,7	4,1	-0,9	-0,5	-0,3	
	IV	2,6	0,4	0,3	-0,1	0,9	1,5	4,2	7,4	0,8	-7,6	3,4	3,0	-0,3	0,9	2,3	-1,6	0,5	2,7	-0,6	-0,1	-0,2	
12	I	2,4	-0,1	0,0	-1,4	3,2	0,5	2,4	5,6	0,5	1,5	2,5	2,0	-0,9	1,1	1,9	-2,6	4,1	1,6	0,4	0,1	1,3	
	II	2,3	0,0	-1,1	-2,5	1,8	0,1	1,9	5,0	0,3	0,4	2,1	1,6	-0,4	1,2	2,3	-2,6	3,3	2,0	0,7	-0,1	1,1	

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

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

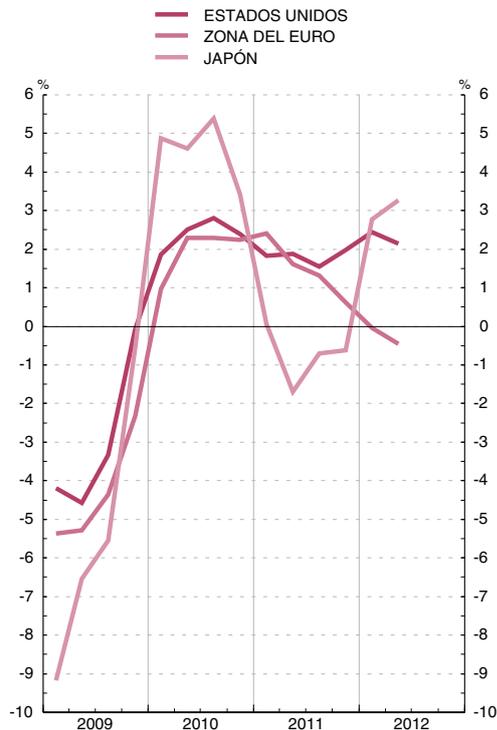
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

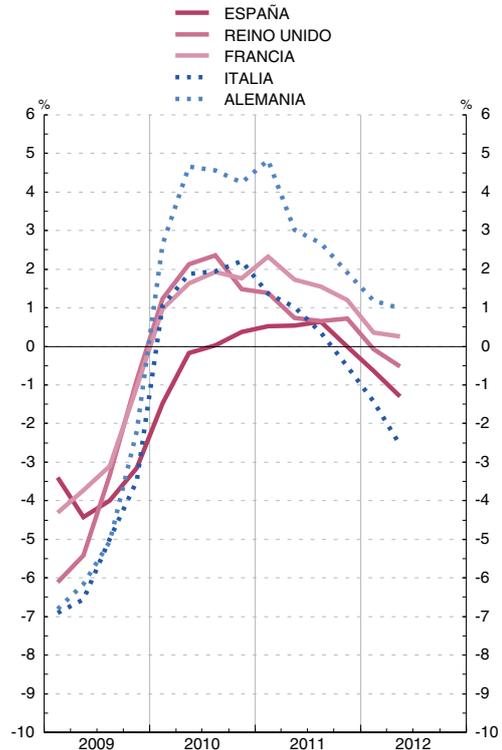
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>09</b>	-3,6	-4,3	-4,3	-5,1	-3,7	-3,1	-3,1	-5,5	-5,5	-4,0
<b>10</b>	3,0	2,0	1,9	4,0	-0,3	2,4	1,6	1,8	4,6	1,8
<b>11</b>	1,8	1,6	1,5	3,1	0,4	1,8	1,7	0,6	-0,7	0,9
<b>09</b> //	-4,9	-5,3	-5,3	-6,2	-4,4	-4,6	-3,7	-6,6	-6,5	-5,4
///	-3,6	-4,3	-4,4	-5,0	-4,0	-3,3	-3,1	-5,0	-5,5	-3,3
/IV	-0,6	-2,1	-2,3	-2,2	-3,1	-0,1	-1,0	-3,5	-0,6	-0,9
<b>10</b> /	2,5	1,0	1,0	2,6	-1,5	1,9	1,0	1,0	4,9	1,2
//	3,3	2,3	2,3	4,7	-0,2	2,5	1,6	1,9	4,6	2,1
///	3,2	2,5	2,3	4,6	0,0	2,8	1,9	1,9	5,4	2,4
/IV	2,9	2,3	2,2	4,2	0,4	2,4	1,8	2,2	3,4	1,5
<b>11</b> /	2,4	2,4	2,4	4,8	0,5	1,8	2,3	1,4	0,1	1,4
//	1,8	1,7	1,6	3,0	0,5	1,9	1,7	1,0	-1,7	0,7
///	1,7	1,4	1,3	2,7	0,6	1,6	1,5	0,4	-0,7	0,6
/IV	1,5	0,8	0,6	1,9	-0,0	2,0	1,2	-0,5	-0,6	0,7
<b>12</b> /	1,7	0,1	-0,0	1,2	-0,6	2,4	0,4	-1,4	2,8	-0,1
//	1,5	-0,3	-0,4	1,0	-1,3	2,1	0,3	-2,6	3,3	-0,5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

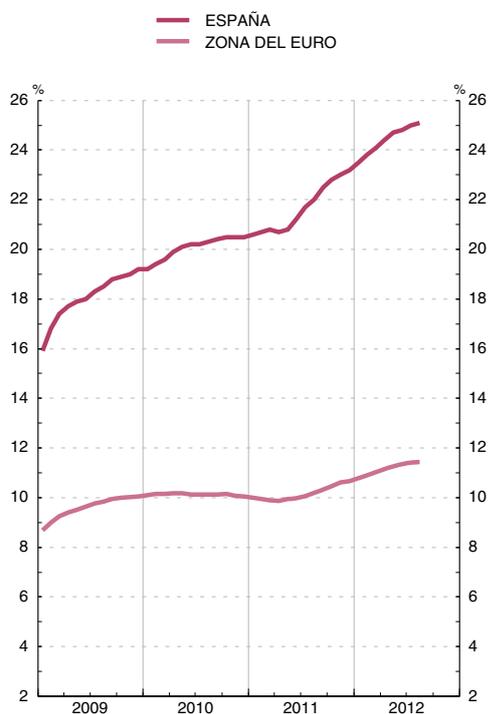
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

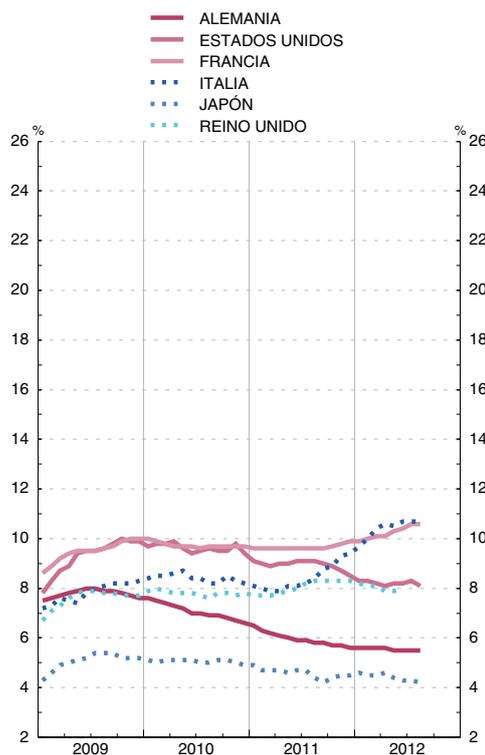
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>09</b>	8,2	9,0	9,6	7,8	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>10</b>	8,3	9,6	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8
<b>11</b>	8,0	9,7	10,2	6,0	21,7	8,9	9,7	8,4	4,6	8,0
<b>11 Mar</b>	7,9	9,4	9,9	6,2	20,8	8,9	9,6	7,9	4,7	7,7
<b>Abr</b>	7,9	9,4	9,9	6,1	20,7	9,0	9,6	7,9	4,7	7,8
<b>May</b>	7,9	9,5	10,0	6,0	20,8	9,0	9,6	8,1	4,6	7,9
<b>Jun</b>	8,0	9,5	10,0	5,9	21,2	9,1	9,6	8,1	4,7	8,0
<b>Jul</b>	8,0	9,6	10,1	5,9	21,7	9,1	9,6	8,2	4,7	8,2
<b>Ago</b>	8,0	9,7	10,2	5,8	22,0	9,1	9,6	8,4	4,4	8,3
<b>Sep</b>	8,0	9,8	10,3	5,8	22,5	9,0	9,6	8,8	4,2	8,3
<b>Oct</b>	8,0	9,9	10,4	5,7	22,8	8,9	9,7	8,9	4,4	8,3
<b>Nov</b>	8,0	10,0	10,6	5,7	23,0	8,7	9,8	9,3	4,5	8,3
<b>Dic</b>	7,9	10,0	10,6	5,6	23,2	8,5	9,9	9,4	4,5	8,3
<b>12 Ene</b>	7,9	10,1	10,8	5,6	23,5	8,3	9,9	9,7	4,6	8,2
<b>Feb</b>	8,0	10,2	10,8	5,6	23,8	8,3	10,0	10,0	4,5	8,1
<b>Mar</b>	7,9	10,3	10,9	5,6	24,1	8,2	10,1	10,4	4,5	8,1
<b>Abr</b>	7,9	10,3	...	5,6	24,4	8,1	10,1	10,6	4,6	7,9
<b>May</b>	8,0	10,4	...	5,5	24,7	8,2	10,3	10,5	4,4	7,9
<b>Jun</b>	8,0	10,5	...	5,5	24,8	8,2	10,4	10,7	4,3	8,0
<b>Jul</b>	8,0	10,5	...	5,5	25,0	8,3	10,6	10,7	4,3	...
<b>Ago</b>	7,9	10,5	...	5,5	25,1	8,1	10,6	10,7	4,2	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

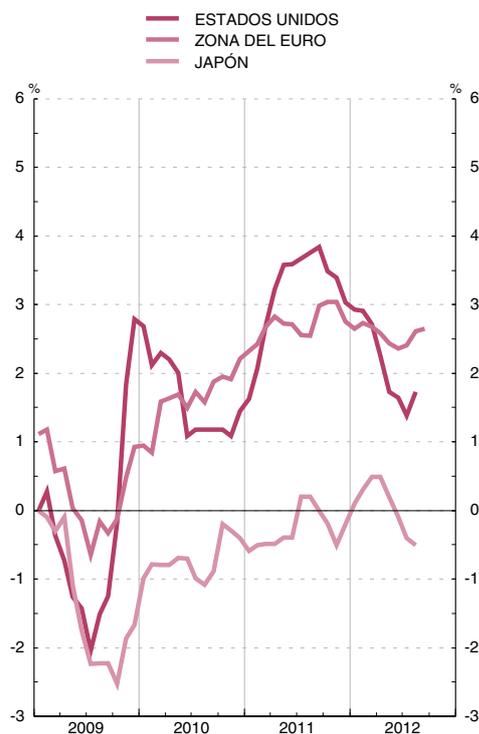
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

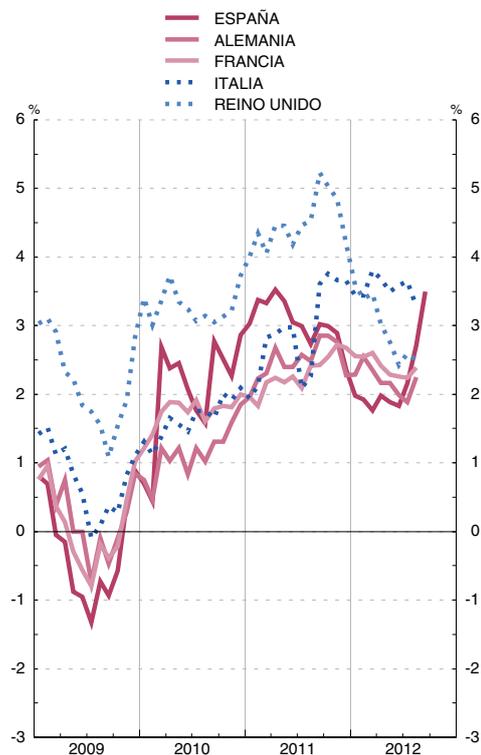
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>09</b>	0,5	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
<b>10</b>	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
<b>11</b>	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,2	2,3	2,9	-0,3	4,5
<b>11 Mar</b>	2,6	3,1	2,7	2,3	3,3	2,7	2,2	2,8	-0,5	4,1
<b>Abr</b>	2,9	3,3	2,8	2,7	3,5	3,2	2,2	2,9	-0,5	4,5
<b>May</b>	3,1	3,2	2,7	2,4	3,4	3,6	2,2	3,0	-0,4	4,5
<b>Jun</b>	3,0	3,1	2,7	2,4	3,0	3,6	2,3	3,0	-0,4	4,2
<b>Jul</b>	3,1	2,9	2,6	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
<b>Ago</b>	3,2	3,0	2,5	2,5	2,7	3,8	2,4	2,3	0,2	4,5
<b>Sep</b>	3,2	3,3	3,0	2,9	3,0	3,8	2,4	3,6	-	5,2
<b>Oct</b>	3,1	3,4	3,0	2,9	3,0	3,5	2,5	3,8	-0,2	5,0
<b>Nov</b>	3,1	3,3	3,0	2,8	2,9	3,4	2,7	3,7	-0,5	4,8
<b>Dic</b>	2,9	3,0	2,7	2,3	2,4	3,0	2,7	3,7	-0,2	4,2
<b>12 Ene</b>	2,8	2,9	2,7	2,3	2,0	2,9	2,6	3,4	0,1	3,6
<b>Feb</b>	2,8	2,9	2,7	2,5	1,9	2,9	2,5	3,4	0,3	3,4
<b>Mar</b>	2,6	2,9	2,7	2,3	1,8	2,7	2,6	3,8	0,5	3,5
<b>Abr</b>	2,4	2,7	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	3,7	0,5	3,0
<b>May</b>	2,1	2,6	2,4	2,2	1,9	1,7	2,3	3,5	0,2	2,8
<b>Jun</b>	2,1	2,5	2,4	2,0	1,8	1,6	2,3	3,6	-0,1	2,4
<b>Jul</b>	1,9	2,5	2,4	1,9	2,2	1,4	2,2	3,6	-0,4	2,6
<b>Ago</b>	2,0	2,7	2,6	2,2	2,7	1,7	2,4	3,3	-0,5	2,5

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
09	1,3940	130,30	93,57	110,6	81,1	112,4	109,2	88,9	86,1	104,3	92,6	84,9
10	1,3267	116,42	87,78	103,7	79,1	120,7	101,6	86,7	90,2	98,1	93,0	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,5	128,6	100,7	82,4	92,8	97,6	90,5	88,7
11 E-S	1,4066	113,29	80,56	103,8	74,0	126,6	101,1	81,9	91,6	98,0	89,8	87,6
12 E-S	1,2813	101,68	79,34	97,9	77,4	133,7	95,6	86,0	94,7	92,7	95,1	89,3
11 Jul	1,4264	113,26	79,40	104,0	72,8	127,2	101,1	80,9	91,6	98,1	89,4	87,4
Ago	1,4343	110,43	77,00	103,9	72,5	130,9	100,8	80,7	94,2	97,9	88,6	89,9
Sep	1,3770	105,75	76,79	102,8	74,6	134,1	100,0	82,8	96,3	96,8	91,3	91,8
Oct	1,3706	105,06	76,65	103,0	75,1	134,9	100,2	83,1	97,0	97,1	91,6	92,1
Nov	1,3556	105,02	77,47	102,6	75,7	134,1	99,9	83,7	95,8	96,7	92,5	91,2
Dic	1,3179	102,55	77,81	100,8	76,7	135,1	98,1	84,7	96,6	95,1	93,5	92,1
12 Ene	1,2905	99,33	76,97	98,9	77,0	137,5	96,3	85,5	98,7	93,7	94,1	93,1
Feb	1,3224	103,77	78,46	99,6	76,0	133,2	97,2	84,4	95,3	94,6	93,0	89,8
Mar	1,3201	108,88	82,48	99,8	76,8	126,8	97,3	85,2	90,4	94,8	94,5	85,3
Abr	1,3162	107,00	81,30	99,5	76,6	128,8	97,2	84,9	91,6	94,4	94,5	86,3
May	1,2789	101,97	79,73	98,0	77,7	133,3	95,7	86,2	94,6	93,0	95,7	89,3
Jun	1,2526	99,26	79,24	97,2	78,8	135,4	94,9	87,6	95,8	92,0	96,9	90,6
Jul	1,2288	97,07	78,99	95,3	79,0	136,6	93,2	87,9	96,7	90,0	96,6	90,9
Ago	1,2400	97,58	78,69	95,2	78,1	136,3	93,0	...	...	89,5	...	...
Sep	1,2856	100,49	78,17	97,2	76,4	135,0	...	...	...	...	...	...

### 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 de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

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

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

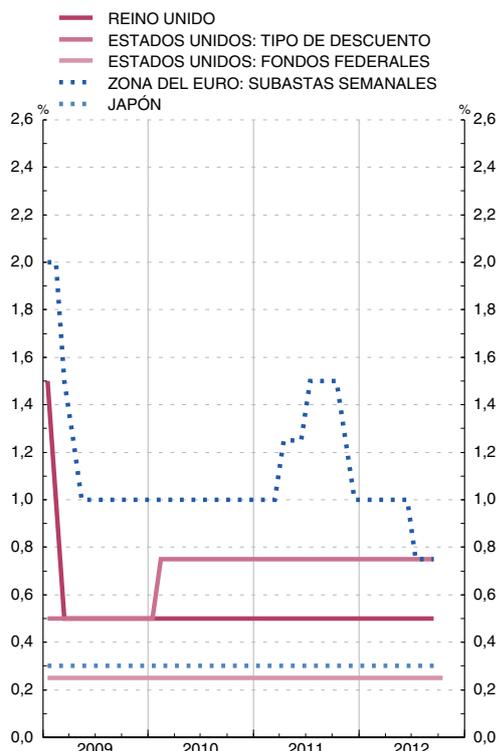
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

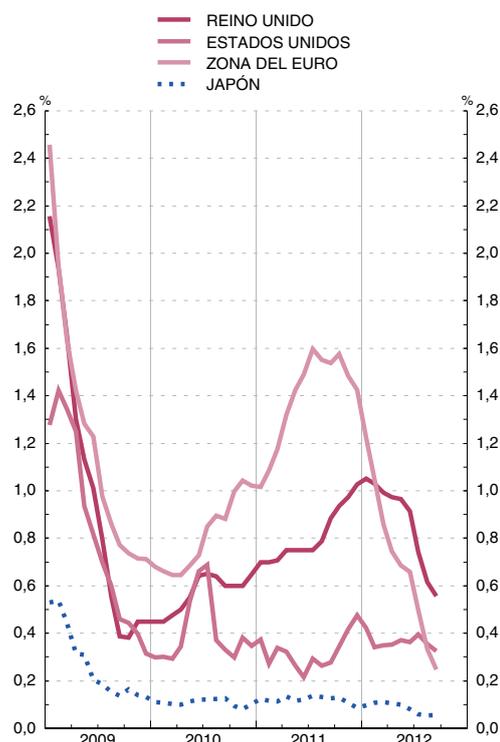
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>09</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	1,23	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>10</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
<b>11</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,81	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
<b>11 Abr</b>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	1,31	0,32	-	-	0,14	0,75
<i>May</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	1,43	0,26	-	-	0,12	0,75
<i>Jun</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	1,49	0,21	-	-	0,12	0,75
<i>Jul</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
<i>Ago</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	1,45	0,26	-	-	0,13	0,79
<i>Sep</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,84	1,46	1,54	-	1,68	0,28	-	-	0,13	0,88
<i>Oct</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,49	1,58	-	-	0,34	-	-	0,13	0,93
<i>Nov</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,42	1,48	-	1,46	0,42	-	-	0,11	0,97
<i>Dic</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,88	1,38	1,43	-	-	0,48	-	-	0,09	1,03
<b>12 Ene</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,21	1,22	-	1,16	0,42	-	-	0,10	1,05
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,71	1,07	1,05	-	1,07	0,34	-	-	0,11	1,03
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,65	0,91	0,86	-	0,94	0,35	-	-	0,11	0,99
<i>Abr</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,62	0,81	0,74	-	-	0,35	-	-	0,11	0,97
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
<i>Jul</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
<i>Ago</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,45	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
<i>Sep</i>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

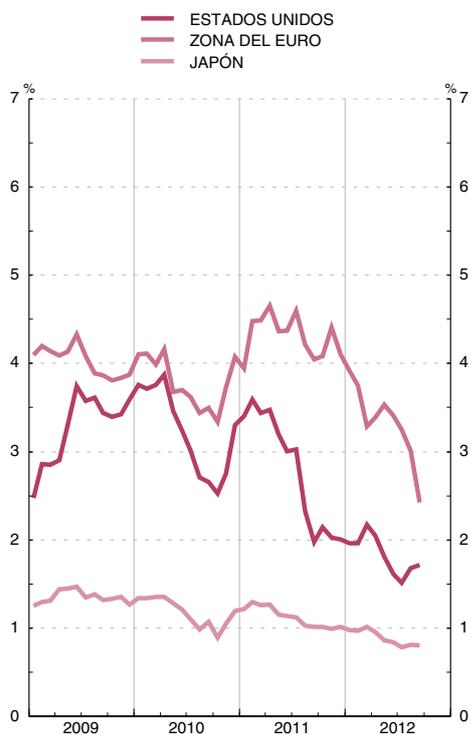
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

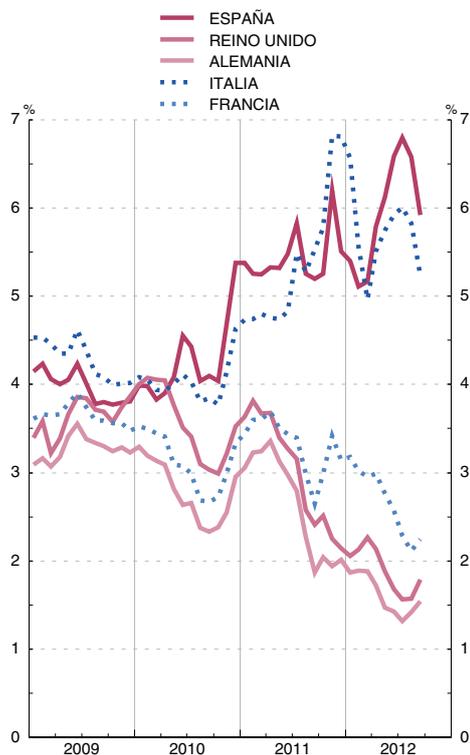
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>11</b>	3,03	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
<b>11</b>										
<i>Abr</i>	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
<i>May</i>	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
<i>Jun</i>	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
<i>Jul</i>	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
<i>Ago</i>	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
<i>Sep</i>	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41
<i>Oct</i>	2,63	3,77	4,09	2,04	5,25	2,14	2,99	5,77	1,01	2,51
<i>Nov</i>	2,68	4,05	4,41	1,94	6,19	2,02	3,42	6,82	0,99	2,25
<i>Dic</i>	2,64	4,00	4,11	2,01	5,50	2,00	3,14	6,81	1,01	2,14
<b>12</b>										
<i>Ene</i>	2,62	4,00	3,92	1,87	5,40	1,96	3,18	6,56	0,98	2,05
<i>Feb</i>	2,56	3,83	3,75	1,89	5,11	1,96	3,02	5,56	0,97	2,13
<i>Mar</i>	2,55	3,56	3,29	1,88	5,17	2,17	2,96	4,96	1,01	2,26
<i>Abr</i>	2,52	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14
<i>May</i>	2,38	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88
<i>Jun</i>	2,28	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68
<i>Jul</i>	2,17	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56
<i>Ago</i>	2,22	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57
<i>Sep</i>	2,18	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78

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.

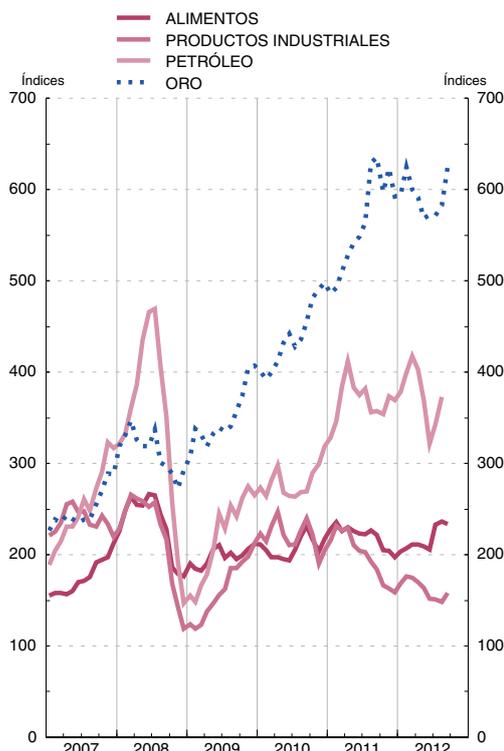
Base 2000 = 100

	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			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
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
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
11 E-S	193,4	218,6	226,4	210,5	257,8	190,2	369,5	112,9	548,7	1 530,7	35,00
12 E-S	184,2	190,1	216,7	162,5	175,9	156,9	...	112,9	591,9	1 651,1	41,44
11 Ago	181,8	209,5	226,3	192,1	215,9	181,8	355,8	111,3	629,4	1 755,8	39,41
Sep	183,5	203,2	221,7	183,9	214,1	171,0	357,1	114,8	635,1	1 771,9	41,36
Oct	170,0	186,3	205,2	166,7	198,3	153,1	353,9	110,9	596,9	1 665,2	39,04
Nov	168,7	184,1	204,4	163,0	183,6	154,1	373,2	111,1	623,4	1 739,0	41,24
Dic	168,6	178,4	197,0	158,9	174,5	152,3	369,3	108,7	592,3	1 652,3	40,18
12 Ene	179,4	186,5	203,6	168,7	183,8	162,3	378,6	111,1	593,7	1 656,1	41,35
Feb	179,8	191,8	206,9	176,2	192,6	169,2	399,2	120,6	624,7	1 742,6	42,37
Mar	181,9	193,2	210,9	174,5	192,8	166,7	417,2	126,8	600,0	1 673,8	40,75
Abr	180,0	191,0	210,9	170,2	191,5	161,1	402,9	120,5	591,3	1 649,6	40,30
May	180,8	186,9	209,4	163,6	180,9	156,2	368,9	111,0	568,3	1 585,5	39,83
Jun	177,9	179,1	205,5	151,5	165,9	146,8	321,4	95,7	572,4	1 596,7	40,94
Jul	195,1	192,9	232,9	151,3	161,7	146,9	342,7	103,1	571,4	1 593,9	41,71
Ago	192,9	193,1	236,1	148,4	155,9	145,2	372,9	114,1	582,9	1 626,0	42,22
Sep	189,8	196,5	233,4	158,2	158,8	158,0	...	113,2	624,7	1 742,8	43,59

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.

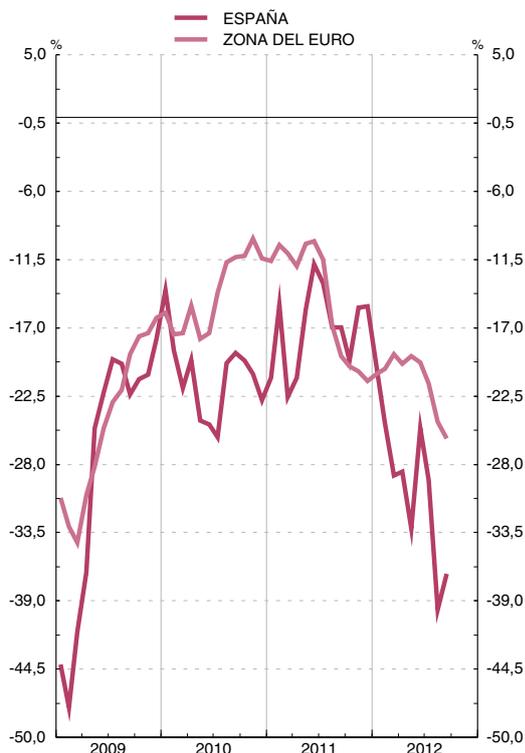
### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

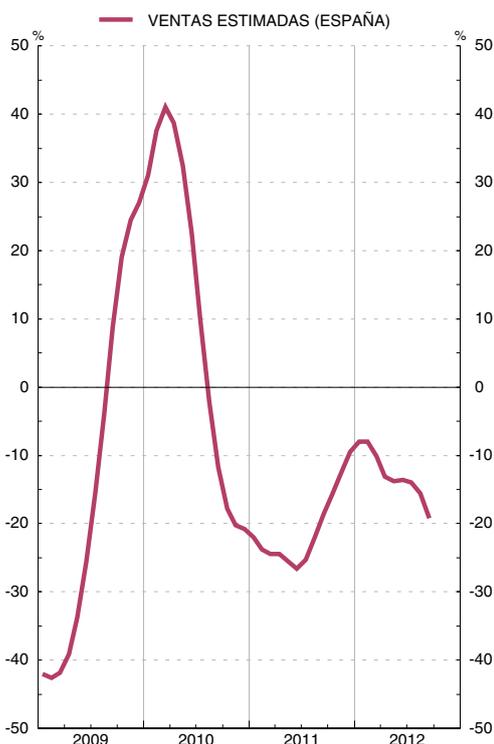
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	De las que		Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)		Uso privado	Ventas estimadas			Total	Del cual Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)
				1			2			3	4							
<b>09</b>	-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,2
<b>10</b>	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	...	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,3
<b>11</b>	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	...	-17,7	-0,7	-5,7	-5,6	-2,8	-7,2	-0,7	-7,2	-7,0	-0,3
<b>11 E-S</b>	-17,2	-14,2	-6,9	-19,9	-12,5	-3,6	-21,4	...	-20,7	-0,4	-5,3	-5,1	-2,7	-6,3	-0,1	-6,8	-6,8	0,0
<b>12 E-S</b>	-29,6	-28,7	-16,6	-22,4	-21,2	-15,1	-10,7	...	-11,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>11 Oct</b>	-19,6	-16,0	-8,1	-19,3	-20,1	-9,9	-6,9	...	-6,7	-0,6	-7,1	-6,9	-2,7	-10,3	-2,3	-9,0	-7,3	-0,6
<b>Nov</b>	-15,4	-12,0	-5,6	-18,4	-20,5	-11,2	-6,9	...	-6,4	-3,3	-7,3	-7,2	-3,9	-9,9	-2,9	-8,5	-8,1	-1,3
<b>Dic</b>	-15,3	-9,8	-4,8	-20,4	-21,3	-12,2	-4,2	...	-3,6	-1,3	-6,5	-6,4	-2,4	-9,1	-2,4	-7,0	-7,4	-1,8
<b>12 Ene</b>	-20,2	-17,6	-9,5	-24,6	-20,7	-15,5	1,9	...	2,5	-13,2	-4,6	-4,2	-1,2	-8,2	-1,3	-4,2	-4,1	-0,9
<b>Feb</b>	-24,7	-19,9	-7,5	-22,2	-20,3	-14,0	-2,7	...	-2,1	-14,8	-3,7	-3,3	-0,1	-4,6	1,3	-5,0	-5,3	-1,3
<b>Mar</b>	-28,9	-23,8	-13,3	-22,2	-19,1	-12,0	-4,4	...	-4,5	-7,2	-3,9	-2,8	0,7	-3,6	2,8	-6,6	-5,1	0,3
<b>Abr</b>	-28,6	-24,9	-15,6	-21,2	-19,9	-11,1	-21,5	...	-21,7	-7,7	-11,5	-11,3	-6,8	-16,9	-8,7	-12,5	-10,6	-3,1
<b>May</b>	-33,2	-34,1	-18,7	-23,8	-19,3	-18,1	-7,3	...	-8,1	-6,6	-4,2	-3,6	-1,2	-5,9	0,6	-4,6	-5,4	-0,4
<b>Jun</b>	-25,1	-24,8	-14,7	-17,6	-19,8	-14,4	-11,7	...	-12,1	-6,0	-4,5	-4,0	-0,8	-6,3	2,5	-6,4	-6,7	-0,8
<b>Jul</b>	-29,3	-29,1	-18,4	-21,0	-21,5	-15,0	-16,7	...	-17,2	-15,3	-7,0	-6,6	-3,6	-10,4	-2,5	-8,5	-7,6	-1,4
<b>Ago</b>	-39,7	-45,2	-26,6	-23,7	-24,6	-17,2	4,3	...	3,4	-9,8	-2,1	-1,5	0,2	-1,2	0,2	-4,5	-2,8	...
<b>Sep</b>	-36,8	-39,0	-25,1	-25,5	-25,9	-18,6	-36,2	...	-36,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

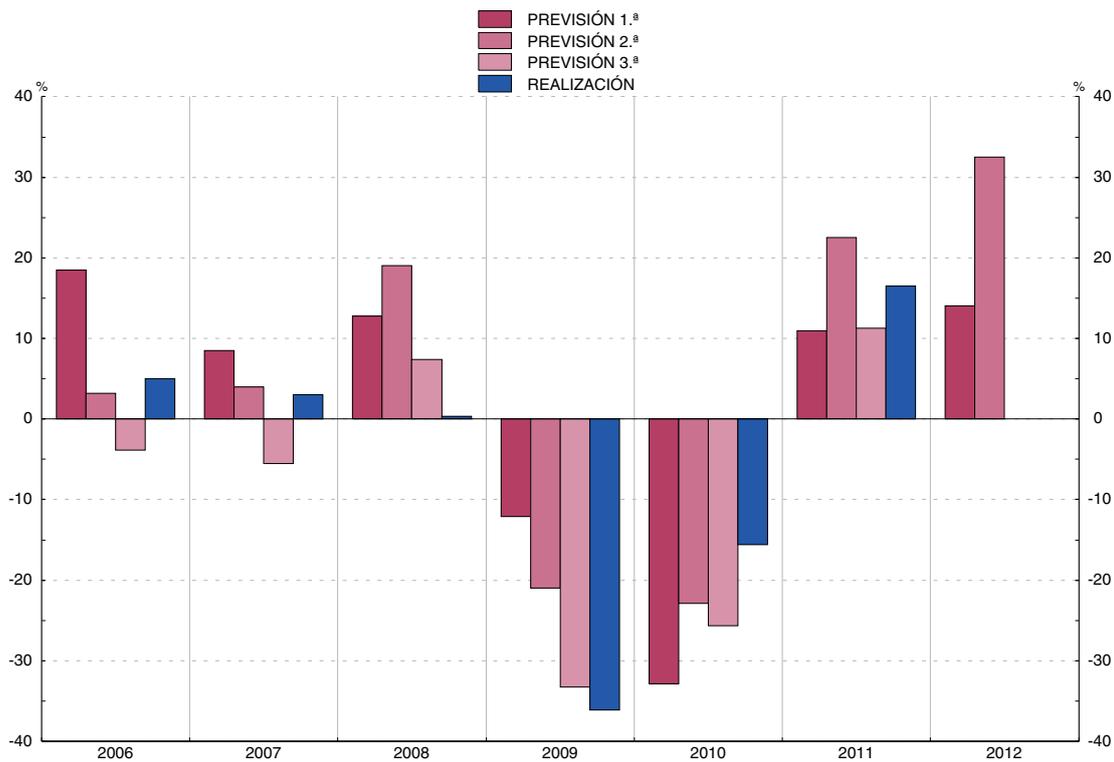
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4				
	Realización		Previsión 1. <sup>a</sup>		Previsión 2. <sup>a</sup>		Previsión 3. <sup>a</sup>	
06								
07		5	19	3				-4
08		3	9	4				-6
09		0	13	19				7
10		-36	-12	-21				-33
11		-16	-33	-23				-26
12		17	11	23				11
		...	14	33				...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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.

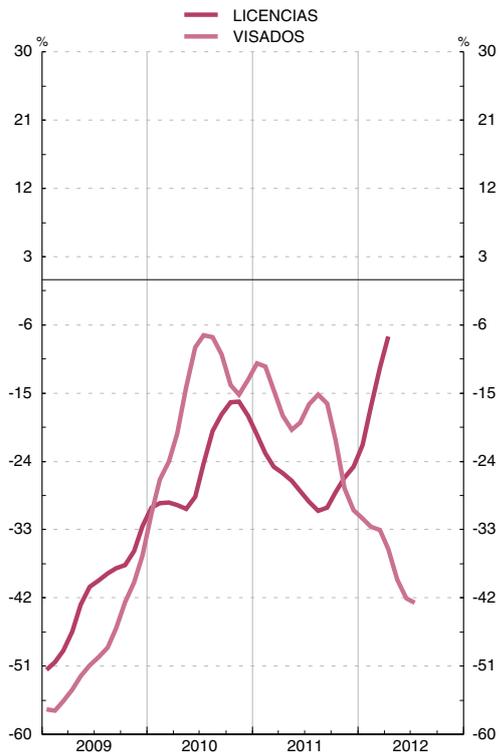
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

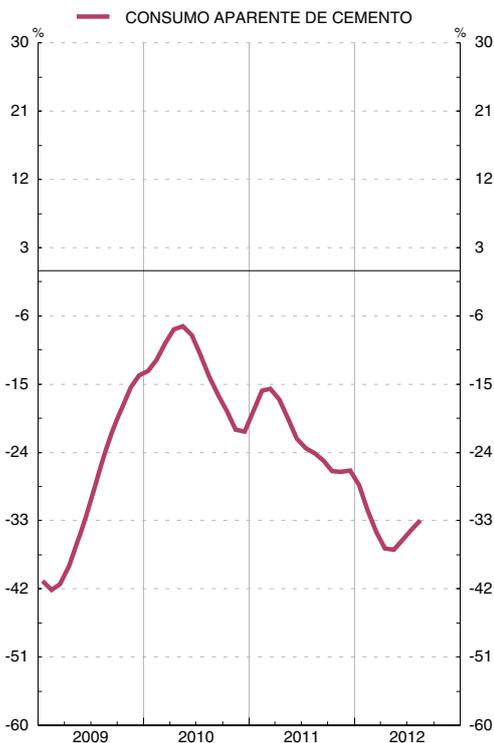
Tasas de variación interanual

	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	
<b>09</b>	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,4	-32,3
<b>10</b>	P -28,7	P -24,3	P -25,2	P -36,9	P -16,0	P -16,1	P -38,0	P -38,0	P -20,3	P -38,5	P -38,7	P -14,6	P -45,2	P -15,4
<b>11</b>	P -16,4	P -17,5	P -16,6	P -13,9	P -18,6	P -13,2	P -46,2	P -46,2	P -56,6	P -47,8	P -51,0	P -58,6	P -40,2	P -17,1
<b>11 E-A</b>	P -4,7	P -7,6	P -8,4	P 1,7	P -15,6	P -11,7	P -42,0	P -42,0	P -56,0	P -47,9	P -44,6	P -57,9	P -32,4	P -13,0
<b>12 E-A</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -34,3
<b>11 May</b>	P 2,6	P 17,2	P 16,9	P -21,0	P -21,9	P -20,1	P 1,4	P -37,0	P -56,3	P -64,9	P 19,5	P -54,4	P 35,5	P -13,6
<b>Jun</b>	P -13,0	P -24,2	P -21,8	P 12,4	P -20,7	P -11,2	P -56,3	P -40,3	P -50,1	P 3,6	P -46,2	P -60,6	P -58,7	P -23,0
<b>Jul</b>	P -24,1	P -30,7	P -31,5	P -6,6	P -19,0	P -12,9	P -44,2	P -40,7	P -61,3	P -54,2	P -38,8	P -63,4	P -27,9	P -25,1
<b>Ago</b>	P -24,9	P -27,4	P -28,8	P -19,5	P -4,6	P -9,0	P -50,9	P -42,0	P -47,6	P -48,6	P -59,5	P -47,4	P -52,4	P -18,2
<b>Sep</b>	P -37,8	P -32,6	P -29,9	P -49,5	P -14,8	P 4,8	P -40,0	P -41,8	P -43,3	P -40,4	P -50,5	P -44,2	P -39,1	P -21,6
<b>Oct</b>	P -18,7	P -19,7	P -17,3	P -16,9	P -7,4	P -0,7	P -66,7	P -44,1	P -48,4	P -13,8	P -82,1	P -56,2	P -78,4	P -29,8
<b>Nov</b>	P -20,2	P -26,4	P -21,5	P -3,4	P -41,4	P -35,8	P -40,1	P -43,8	P -66,2	P -79,8	P -85,1	P -62,3	P -30,6	P -29,3
<b>Dic</b>	P -51,7	P -44,4	P -41,9	P -68,2	P -32,6	P -30,4	P -72,0	P -46,2	P -71,6	P -67,4	P -77,9	P -72,1	P -72,1	P -21,9
<b>12 Ene</b>	P -50,3	P -51,8	P -50,2	P -45,1	P -24,5	P -29,8	P -67,8	P -67,8	P -66,3	P -83,4	P -87,7	P -63,2	P -68,7	P -23,3
<b>Feb</b>	P -20,1	P -20,8	P -17,4	P -18,5	P -38,5	P -34,7	P -17,7	P -42,4	P -39,6	P -83,1	P -64,2	P -35,2	P -6,5	P -32,0
<b>Mar</b>	P -26,9	P -25,4	P -25,6	P -29,7	P -27,9	P -26,7	P -68,0	P -50,6	P -68,1	P -72,7	P 13,2	P -65,9	P -67,9	P -36,5
<b>Abr</b>	P -8,1	P -8,7	P -6,3	P -7,4	P -34,3	P -32,2	P -56,7	P -51,9	P -59,3	P -87,8	P -90,0	P -46,2	P -55,2	P -41,1
<b>May</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -38,9	P -36,3	P -35,1	P -46,3	P -43,1	P -73,6	P -55,4	P -37,9	P -33,5	P -37,2
<b>Jun</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -49,2	P -55,2	P -50,6	P -46,9	P -44,6	P -86,3	P -82,8	P -23,4	P -53,4	P -35,0
<b>Jul</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -37,9	P -38,3	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -32,4
<b>Ago</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -33,6

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.

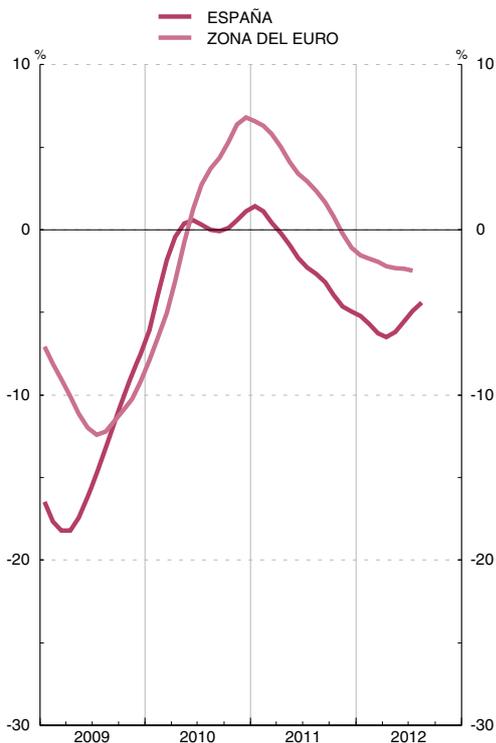
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

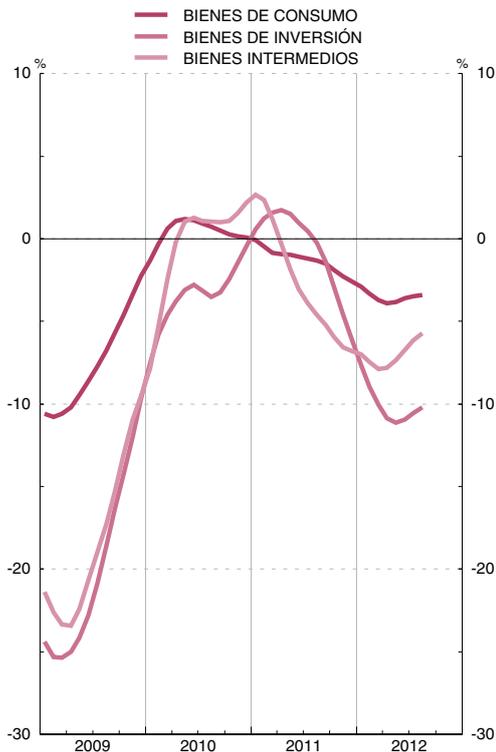
Tasas de variación interanual

		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	Manufactureras	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	
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,9	-15,9	-5,0	-20,9	-19,2	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	3,0	9,2	10,0	
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6	-14,6	-1,4	-3,6	3,4	4,6	0,6	8,8	4,0	
11	E-A	82,3	-0,2	-0,9	2,7	-0,2	-2,6	-13,7	0,3	-2,7	5,1	6,3	1,1	11,4	6,0	
12	E-A	77,7	-5,5	-3,5	-11,0	-6,9	1,0	-17,6	-6,1	0,5	...	...	...	...	...	
11	May	87,1	1,2	2,9	6,4	-2,2	-1,0	-14,8	1,9	-1,7	4,1	5,7	1,8	10,8	4,3	
	Jun	86,7	-2,6	-1,5	0,3	-4,2	-5,2	-14,7	-2,4	-2,3	2,6	3,3	-0,5	7,0	2,9	
	Jul	85,0	-5,2	-4,3	-1,3	-6,2	-10,2	-15,3	-4,6	-9,3	4,1	4,9	-1,0	11,5	4,1	
	Ago	64,1	0,3	3,0	7,3	-3,4	-3,1	-23,3	1,5	-4,1	5,7	6,7	2,7	12,6	5,2	
	Sep	84,9	-1,4	0,7	1,1	-4,3	-2,9	-17,8	-1,2	-1,6	2,1	2,6	0,1	5,8	1,9	
	Oct	81,1	-4,5	-2,4	-1,9	-6,3	-7,6	-20,7	-4,0	-6,0	0,9	1,7	0,3	4,8	-0,1	
	Nov	84,0	-7,0	-4,0	-7,8	-9,9	-5,2	-16,2	-6,9	-6,3	-	0,8	-1,7	4,6	-0,7	
	Dic	74,2	-6,5	-4,0	-8,1	-8,1	-6,4	-8,5	-6,4	-7,2	-1,7	0,2	-0,6	2,0	-0,3	
12	Ene	78,4	-2,6	0,9	-6,0	-3,5	-3,6	-	-2,3	-5,1	-1,8	-0,8	-2,0	1,6	-1,9	
	Feb	80,8	-3,2	-2,3	-9,0	-5,2	7,9	-2,6	-4,7	8,9	-1,8	-2,6	-4,7	1,0	-4,6	
	Mar	82,7	-10,5	-8,2	-14,3	-13,1	-3,1	-12,6	-11,0	-5,6	-1,7	-1,0	-2,4	2,5	-2,8	
	Abr	72,3	-8,4	-7,5	-15,5	-8,2	-0,2	-6,0	-9,7	3,5	-2,6	-3,3	-4,2	-1,0	-4,6	
	May	82,0	-5,9	-3,0	-12,7	-6,7	0,3	-16,0	-6,5	2,3	-2,6	-2,9	-2,6	-1,9	-3,9	
	Jun	80,7	-6,9	-3,1	-13,6	-8,0	-1,9	-42,7	-6,9	-1,7	-2,0	-2,3	-2,2	-0,8	-3,7	
	Jul	82,7	-2,7	-1,4	-7,2	-4,2	4,9	-35,4	-2,5	0,6	-2,8	-2,7	-3,5	-1,7	-4,0	
	Ago	62,1	-3,1	-3,7	-7,5	-4,8	4,3	-19,4	-3,7	2,6	...	...	...	...	...	

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 (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

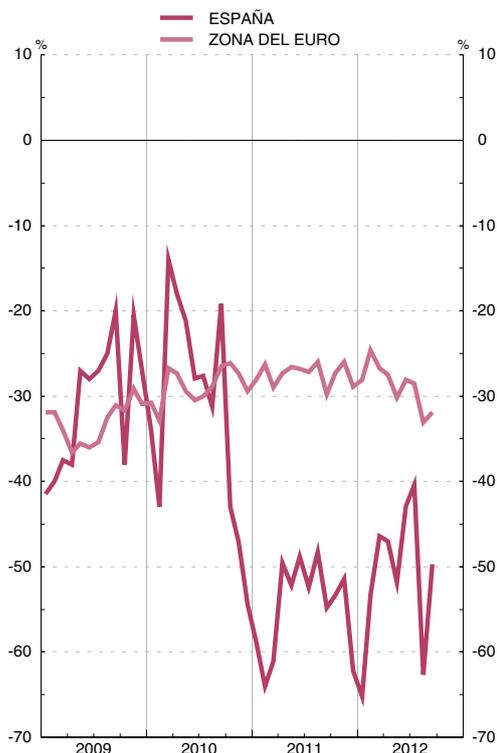
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-37	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-29
11	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-55	-23	-48	-46	-45	0	-7	-27
11	E-S	M	-14	-8	-2	-29	-22	11	-10	-10	-15	-54	-23	-50	-43	-39	2	-4	-27
12	E-S	M	-17	-20	-5	-37	-25	9	-9	-16	-22	-51	-22	-46	-41	-58	-11	-23	-29
11	Jun		-12	-6	-2	-28	-17	6	-11	-4	-13	-49	-6	-41	-27	-31	3	-2	-27
	Jul		-15	-6	-5	-28	-20	13	-9	-14	-17	-52	-9	-40	-62	-65	1	-5	-27
	Ago		-13	-7	1	-30	-24	10	-12	-6	-16	-48	-10	-45	-47	-49	-3	-10	-26
	Sep		-16	-11	-3	-32	-28	12	-8	-15	-22	-55	-38	-46	-51	-56	-6	-12	-30
	Oct		-15	-19	-3	-32	-23	11	-7	-8	-22	-53	-12	-46	-31	-54	-7	-14	-27
	Nov		-17	-26	-6	-36	-29	9	-8	-18	-23	-51	-37	-33	-71	-74	-7	-14	-26
	Dic		-20	-30	-6	-38	-30	16	-10	-25	-26	-62	-19	-43	-65	-62	-7	-16	-29
12	Ene		-15	-26	-3	-37	-26	4	-10	-15	-18	-65	-14	-50	-67	-66	-7	-16	-28
	Feb		-16	-26	-3	-35	-26	10	-12	-14	-18	-53	-40	-46	-49	-51	-6	-14	-25
	Mar		-16	-19	-8	-33	-19	8	-10	-14	-21	-46	-29	-31	-34	-61	-7	-17	-27
	Abr		-17	-17	-5	-34	-23	10	-7	-16	-24	-47	7	-33	-31	-67	-9	-19	-28
	May		-16	-18	-2	-37	-25	7	-8	-16	-20	-52	-26	-52	-42	-65	-11	-24	-30
	Jun		-19	-16	-9	-39	-28	9	-7	-18	-26	-43	-14	-43	-45	-63	-13	-26	-28
	Jul		-17	-18	-3	-39	-27	9	-10	-10	-26	-40	-14	-43	-17	-47	-15	-28	-29
	Ago		-20	-22	-10	-39	-27	10	-10	-23	-24	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-29	-33
	Sep		-19	-17	-5	-38	-25	13	-10	-20	-23	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-31	-32

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

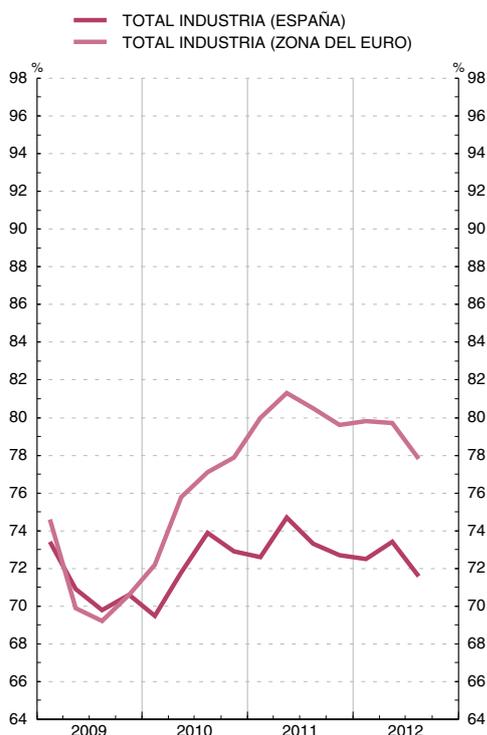
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

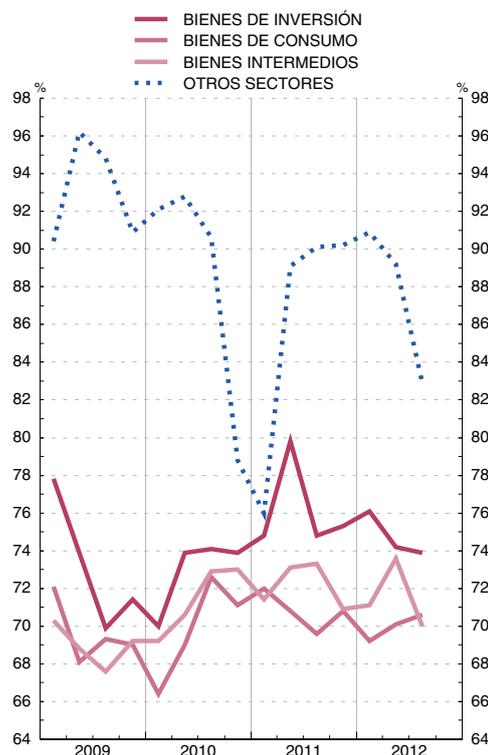
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>09</b>	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
<b>10</b>	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,8
<b>11</b>	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,4
<b>11 I-III</b>	73,5	74,2	18	70,8	72,0	18	76,5	76,0	13	72,6	73,5	21	85,1	86,8	3	80,6
<b>12 I-III</b>	72,5	73,4	22	70,0	70,9	17	74,7	75,5	17	71,6	72,2	29	87,7	92,1	3	79,1
<b>10 I</b>	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,2
<b>II</b>	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	75,8
<b>III</b>	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,1
<b>IV</b>	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	77,9
<b>11 I</b>	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,0
<b>II</b>	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,3
<b>III</b>	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,5
<b>IV</b>	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,6
<b>12 I</b>	72,5	73,4	23	69,2	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	79,8
<b>II</b>	73,4	74,6	21	70,1	71,4	15	74,2	75,3	16	73,6	74,6	30	89,2	92,9	5	79,7
<b>III</b>	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	77,8

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

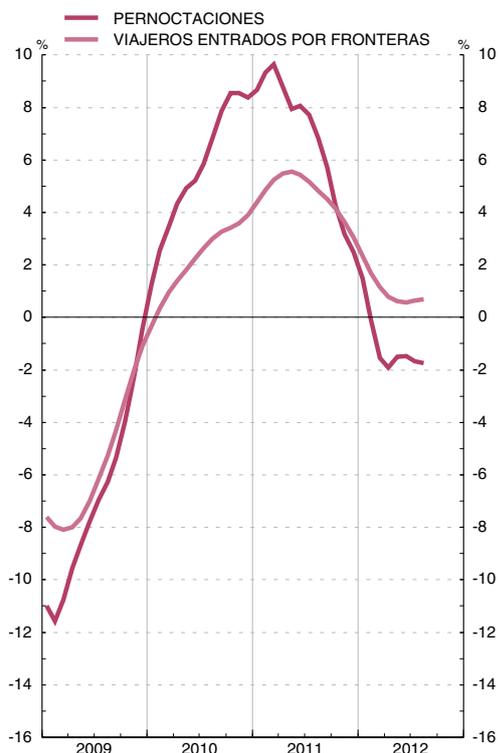
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

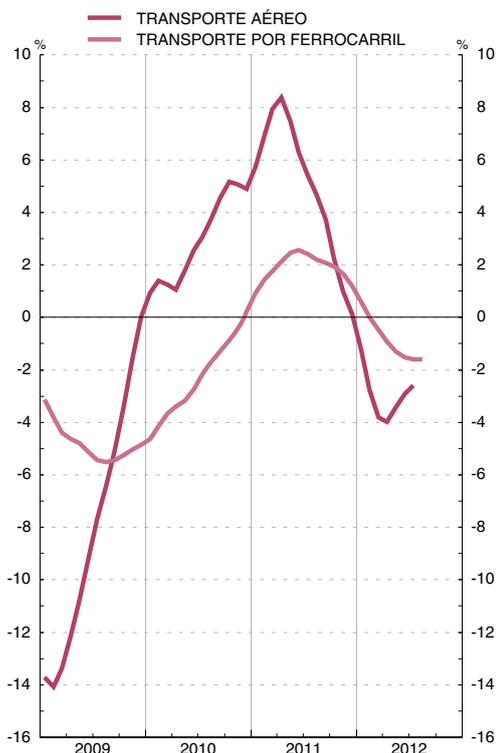
Tasas de variación interanual

		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		
09	P	-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,5	-24,8
10	P	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,8	-3,0
11	P	3,8	10,6	6,4	12,7	6,3	6,5	6,0	6,1	-0,4	10,5	2,2	-5,4	5,8	2,6	7,9
11 E-A	P	4,9	12,1	7,1	13,7	6,2	6,2	6,2	7,5	0,9	11,8	2,9	-8,5	5,3	2,5	8,8
12 E-A	P	-2,1	1,3	-1,5	2,1	0,2	3,6	-4,1	...	...	...	...	...	...	-1,0	...
11 May	P	-0,8	6,6	1,7	9,3	4,7	1,8	9,6	6,4	0,9	9,7	2,9	-1,2	6,9	3,6	11,4
Jun	P	8,3	17,5	11,0	18,0	10,5	8,4	13,8	6,8	-0,2	11,0	3,6	-4,3	4,6	5,3	8,3
Jul	P	6,8	12,7	8,7	13,7	6,1	5,8	6,5	6,7	0,5	10,3	4,5	-4,4	1,3	1,1	6,9
Ago	P	5,8	13,0	6,6	12,7	4,4	7,2	1,2	4,6	-0,3	7,4	4,3	-11,8	8,5	0,3	18,4
Sep	P	6,0	9,7	8,0	11,4	8,1	9,2	6,5	7,6	1,8	10,9	8,0	8,4	5,3	2,4	23,5
Oct	P	-0,2	7,7	3,2	10,8	8,0	8,0	7,9	2,3	-6,3	7,5	0,4	2,9	1,9	3,2	4,3
Nov	P	-1,6	1,2	2,1	6,4	3,8	3,6	4,0	-2,1	-7,0	1,9	-1,6	-0,5	6,9	3,4	4,8
Dic	P	-1,4	3,1	2,0	7,7	4,3	5,5	3,2	4,1	-1,5	8,8	-2,3	-5,9	12,8	2,3	-9,7
12 Ene	P	2,6	4,3	3,5	6,1	1,0	4,6	-2,3	-3,0	-7,4	0,2	-5,0	8,3	8,7	2,4	3,6
Feb	P	-1,2	2,0	-0,7	1,3	-2,5	0,8	-5,9	-5,7	-12,2	-0,6	-2,8	13,7	10,3	2,5	0,1
Mar	P	-0,6	0,4	-3,5	-3,8	-1,7	2,5	-6,4	-7,0	-15,0	-1,1	-6,6	20,0	9,5	-1,6	-10,5
Abr	P	-4,0	-2,8	-4,8	-4,6	-5,1	-1,7	-9,4	-7,2	-14,1	-3,0	-3,5	0,8	5,8	-2,1	1,7
May	P	-0,4	2,1	0,4	3,5	1,5	5,8	-5,1	-3,8	-10,1	-0,1	-5,1	-5,5	4,7	-2,6	4,0
Jun	P	-2,3	1,4	-1,3	2,7	-2,2	4,7	-12,8	-1,3	-8,4	2,5	-0,7	0,7	7,5	-3,3	-3,9
Jul	P	-3,7	3,0	-1,4	4,3	2,2	4,4	-1,3	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,1	6,6	-2,3	-4,0
Ago	P	-3,2	1,0	-2,1	3,5	4,2	5,0	3,2	...	...	...	...	...	...	-1,0	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

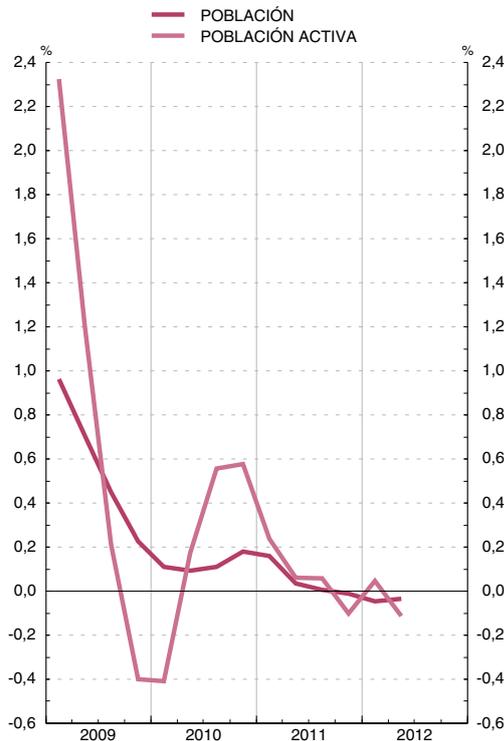
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

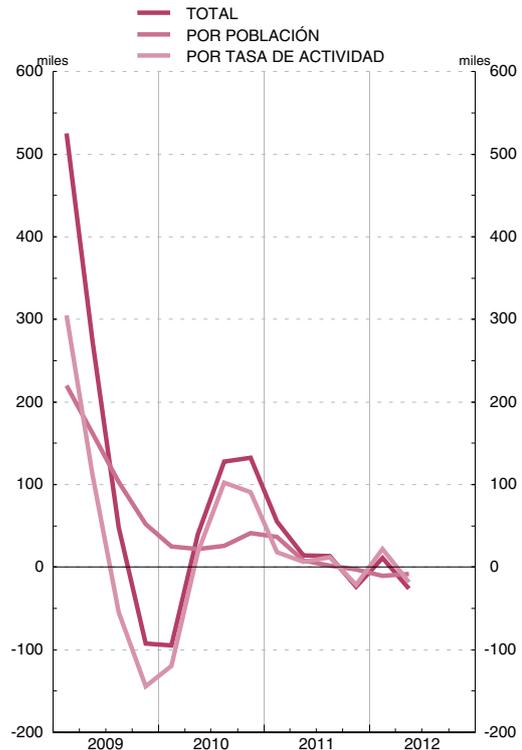
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1
11 I-II	M	38 497	37	0,1	60,00	23 099	69	45	25	0,2
12 I-II	M	38 481	-16	-0,0	60,01	23 092	-15	-19	4	-0,0
09 IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6
IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1
IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1
12 I		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0
II		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

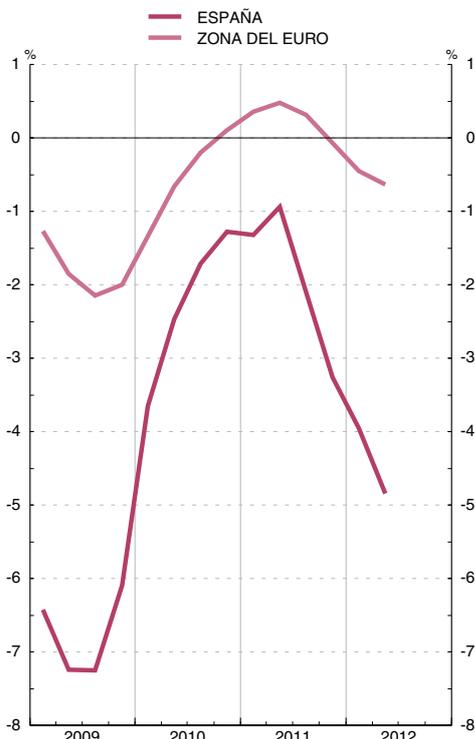
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

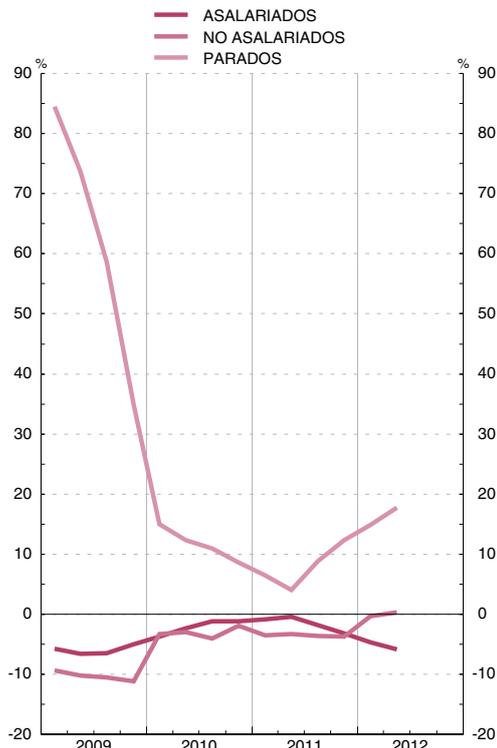
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,59
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,13
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,17
11	I-II	18 227	-208	-1,1	15 207	-102	-0,7	3 021	-106	-3,4	4 872	243	5,2	21,09	0,4	9,94
12	I-II	17 425	-802	-4,4	14 404	-802	-5,3	3 021	0	0,0	5 666	794	16,3	24,54	-0,5	11,08
09	IV	18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,0	10,03
10	I	18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,13
	II	18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,7	10,17
	III	18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,2	10,12
	IV	18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,1	10,09
11	I	18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,4	9,95
	II	18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,93
	III	18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,20
	IV	17 808	-691	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,59
12	I	17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,5	10,90
	II	17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,6	11,26

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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

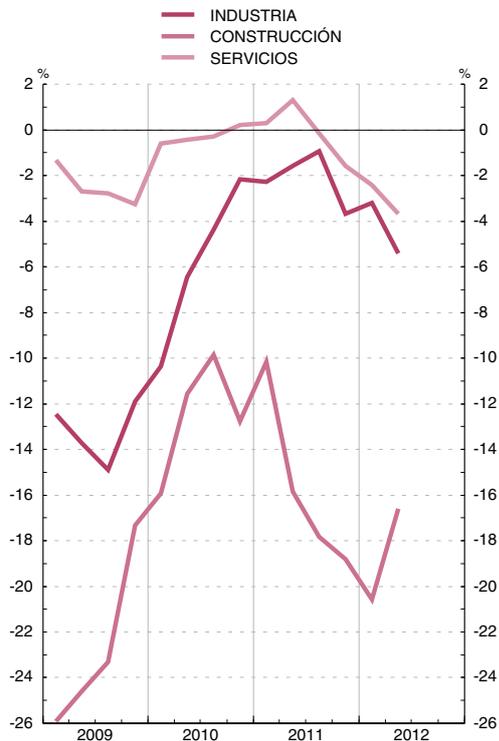
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

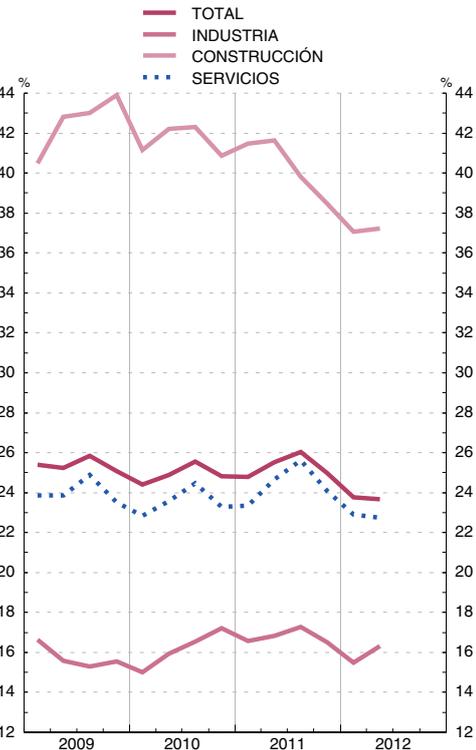
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9	
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4	
11	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-1,8	
11	I-II	M	-1,1	-0,7	25,1	-5,5	-4,2	57,7	-1,9	-1,4	16,7	-13,0	-12,3	41,6	0,8	0,9	24,0	-0,8
12	I-II	M	-4,4	-5,3	23,7	-1,0	-2,0	59,5	-4,3	-5,6	15,9	-18,6	-23,5	37,1	-3,1	-3,6	22,8	-5,0
09	IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10	I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
	II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
	III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
	IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11	I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
	II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
	III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
	IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4
12	I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
	II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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

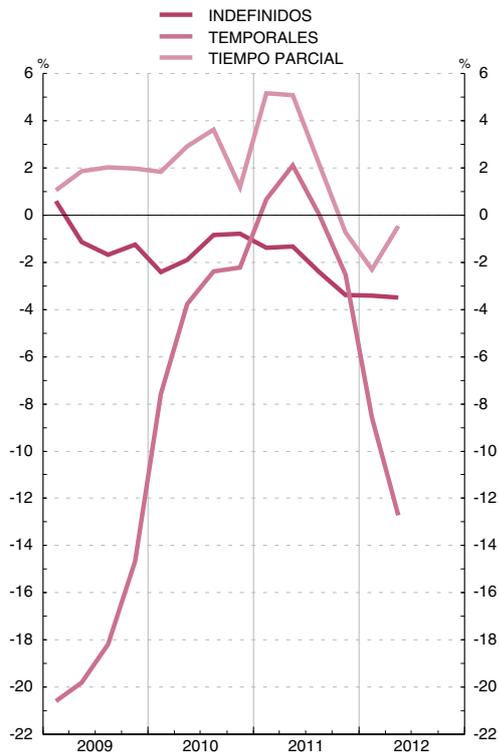
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

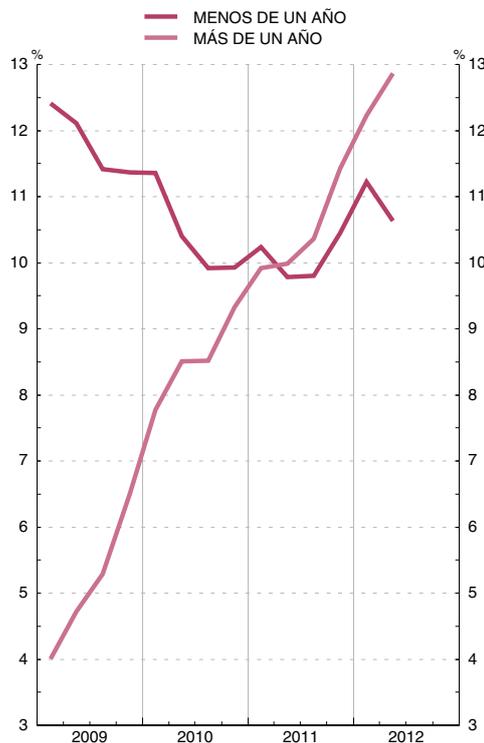
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
11 I-II	M	-155	-1,3	53	1,4	25,15	-182	-1,4	111	5,1	14,92	10,01	-7,8	9,95	22,4
12 I-II	M	-394	-3,5	-409	-10,7	23,71	-885	-6,8	-31	-1,4	15,54	10,93	9,1	12,55	26,1
09 IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
IV		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11 I		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4
III		-278	-2,4	1	0,0	26,02	-322	-2,4	45	2,2	13,96	9,80	-1,1	10,37	21,7
IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,4
12 I		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

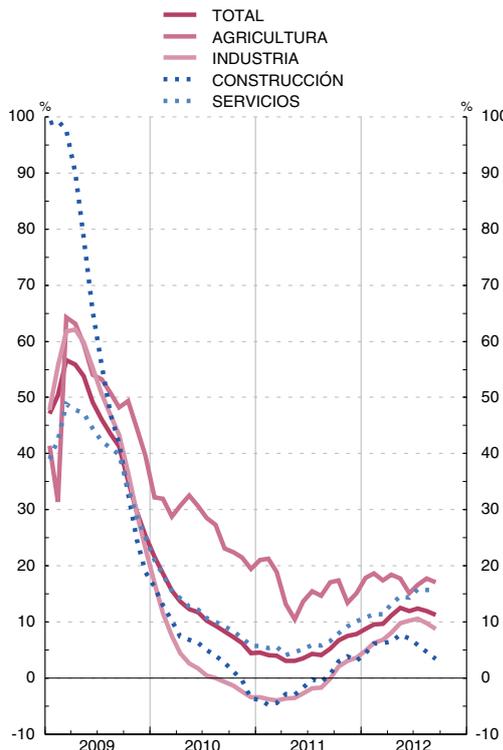
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

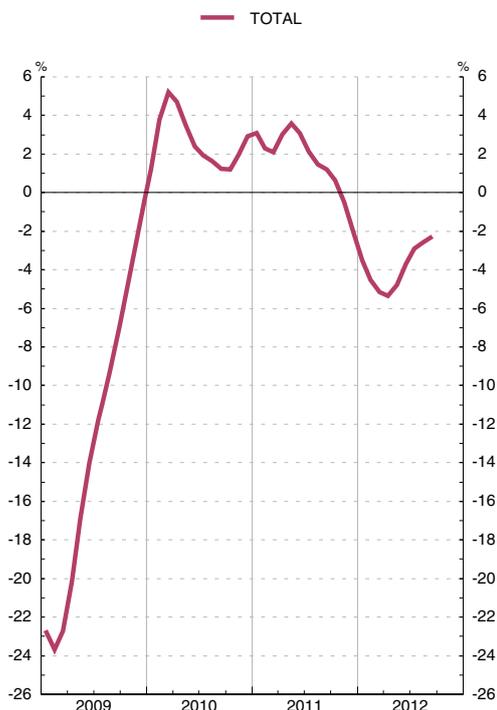
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación interanual (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
Año	Mes	1	2	3	4	5	6	7	8	9		10	11	12	13	14	15	16	
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2	
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3	
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9	
11	E-S	M	4 209	161	4,0	14,8	3,1	16,2	2,6	-2,7	-2,3	5,4	1 195	1,2	8,09	30,46	91,91	1 206	2,5
12	E-S	M	4 673	464	11,0	5,3	11,6	17,4	11,4	8,3	5,8	13,7	1 126	-5,8	7,71	33,41	92,29	1 148	-4,8
11	Ago		4 131	161	4,1	7,2	3,8	14,7	3,4	-1,7	-0,6	5,8	1 061	5,1	6,23	30,37	93,77	1 075	5,3
	Sep		4 227	209	5,2	8,9	4,8	17,0	4,4	-0,1	0,7	6,6	1 394	0,2	7,51	33,30	92,49	1 473	2,2
	Oct		4 361	275	6,7	8,7	6,5	17,5	6,1	2,0	3,0	8,0	1 295	-3,8	7,51	35,30	92,49	1 333	2,9
	Nov		4 420	310	7,5	7,3	7,6	13,4	7,4	3,1	3,9	9,3	1 218	-3,2	6,89	31,05	93,11	1 206	-2,9
	Dic		4 422	322	7,9	6,1	8,0	15,1	7,8	3,6	3,0	10,1	1 165	-2,0	5,64	27,79	94,36	1 165	0,0
12	Ene		4 600	369	8,7	5,2	9,1	17,9	8,7	4,9	4,5	10,8	1 039	-6,9	7,31	29,38	92,69	1 054	-5,6
	Feb		4 712	413	9,6	5,5	10,0	18,7	9,7	6,2	6,2	11,4	959	-5,2	7,77	30,87	92,23	970	-3,4
	Mar		4 751	417	9,6	5,6	10,0	17,4	9,8	6,9	6,3	11,4	1 027	-11,1	9,59	32,41	90,41	1 036	-9,7
	Abr		4 744	475	11,1	8,0	11,4	18,4	11,2	8,1	6,5	13,2	1 003	-6,0	8,98	33,46	91,02	1 023	-5,6
	May		4 714	524	12,5	10,0	12,8	17,7	12,6	9,8	7,8	14,6	1 204	-6,6	7,97	32,79	92,03	1 221	-6,5
	Jun		4 615	493	12,0	7,3	12,4	15,1	12,3	10,2	7,1	14,3	1 284	-2,2	7,13	34,78	92,87	1 282	-1,7
	Jul		4 587	508	12,4	4,5	13,2	16,7	13,1	10,5	5,9	15,8	1 352	0,2	6,74	37,00	93,26	1 357	0,9
	Ago		4 626	495	12,0	2,3	12,9	17,8	12,7	9,8	4,7	15,7	1 022	-3,7	6,05	33,65	93,95	1 035	-3,7
	Sep		4 705	479	11,3	-0,9	12,5	17,0	12,4	8,7	3,4	15,7	1 241	-10,9	7,90	36,33	92,10	1 351	-8,3

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

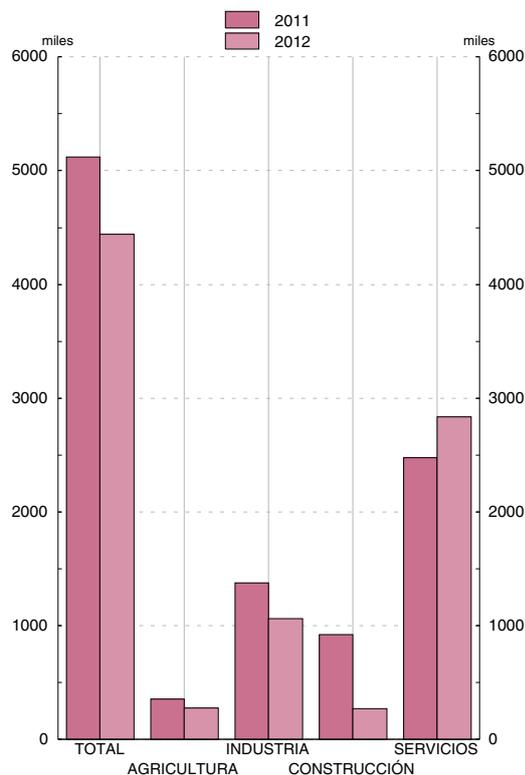
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

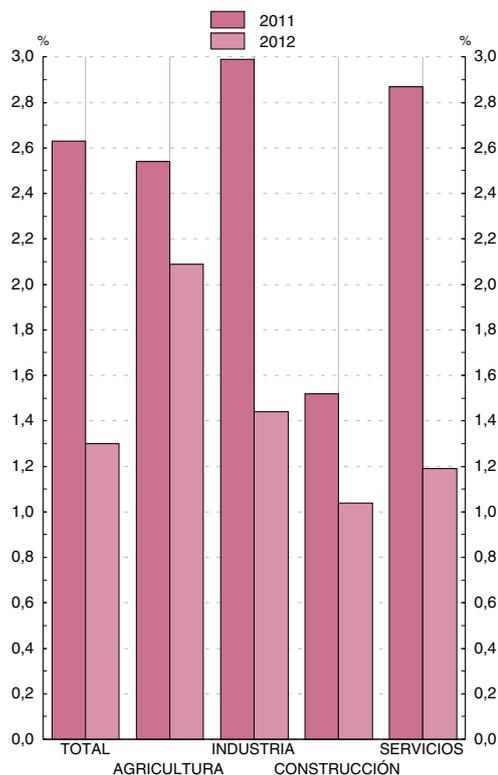
Miles de personas y porcentajes

	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	
<b>09</b>	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10</b>	10 794	2,16	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
<b>11</b>	8 901	2,52	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
<b>11</b>																	
<i>Abr</i>	8 638	2,57	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
<i>May</i>	8 646	2,57	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
<i>Jun</i>	8 685	2,57	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97
<i>Jul</i>	8 805	2,56	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
<i>Ago</i>	8 805	2,56	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
<i>Sep</i>	8 851	2,56	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87
<i>Oct</i>	8 896	2,55	4 777	731	5 508	-694	372	1 404	932	2 800	2,73	1,73	2,60	2,51	2,99	1,52	2,78
<i>Nov</i>	8 897	2,55	4 972	1 092	6 064	-900	412	1 693	964	2 994	2,71	1,61	2,51	2,49	2,76	1,52	2,69
<i>Dic</i>	8 901	2,52	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
<b>12</b>																	
<i>Ene</i>	4 123	1,48	1 225	15	1 240	-133	162	587	2	490	2,45	1,71	2,44	2,45	2,54	2,50	2,32
<i>Feb</i>	4 152	1,49	1 641	29	1 671	-559	164	648	2	856	2,33	1,13	2,31	2,47	2,49	2,50	2,14
<i>Mar</i>	4 153	1,49	2 063	41	2 105	-676	164	678	2	1 260	2,18	1,05	2,16	2,47	2,46	2,59	1,95
<i>Abr</i>	4 409	1,47	2 182	48	2 231	-794	164	699	2	1 365	2,16	1,15	2,14	2,47	2,44	2,59	1,94
<i>May</i>	4 412	1,47	2 356	349	2 705	-1 301	242	724	2	1 737	1,92	0,83	1,78	2,15	1,99	2,54	1,63
<i>Jun</i>	4 429	1,47	2 525	386	2 911	-1 808	243	747	21	1 900	1,86	0,85	1,73	2,15	1,96	1,20	1,58
<i>Jul</i>	4 438	1,47	2 842	415	3 257	-1 747	243	784	83	2 147	1,66	0,85	1,56	2,15	1,73	1,05	1,44
<i>Ago</i>	4 438	1,47	2 970	646	3 615	-1 408	244	881	234	2 256	1,60	0,87	1,47	2,15	1,57	1,02	1,40
<i>Sep</i>	4 439	...	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-septiembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-septiembre



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2011, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2012 no incorpora tales revisiones.

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

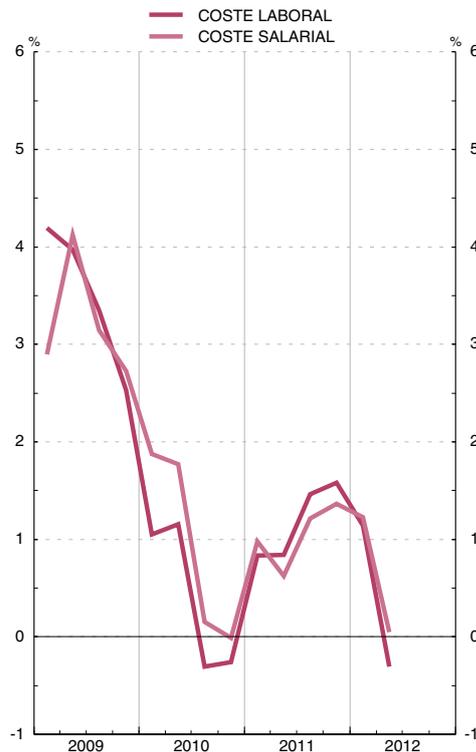
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

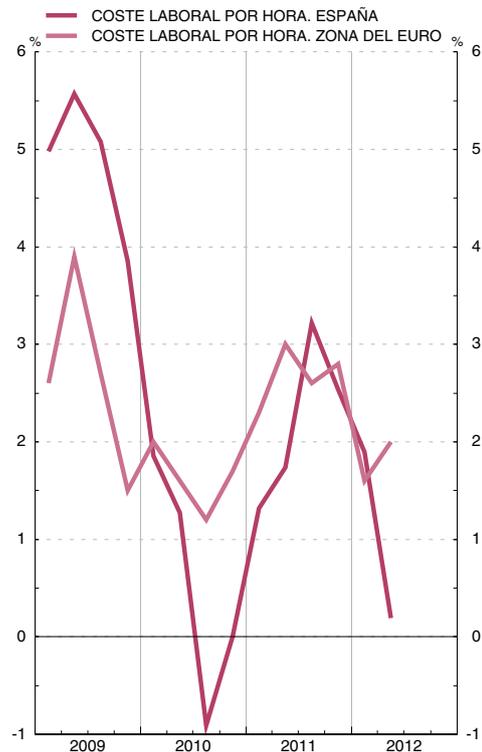
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,8	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,5	1,6
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	2,2	2,7
11	I-II	0,8	1,4	2,9	0,6	0,8	0,8	3,1	2,8	0,1	0,7	1,0	1,5	2,7
12	I-II	0,4	2,6	2,4	-0,1	1,0	0,6	2,0	1,8	0,2	1,3	-0,2	1,0	1,8
09	IV	2,5	2,7	4,1	2,5	5,1	2,7	2,5	5,3	2,5	5,3	1,9	3,9	1,5
10	I	1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,9	2,0
	II	1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,3	1,6
	III	-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-0,9	1,2
	IV	-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-	1,7
11	I	0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,3	2,3
	II	0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,7	3,0
	III	1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,2	2,6
	IV	1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,5	2,8
12	I	1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,9	1,6
	II	-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,2	2,0

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



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) 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. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

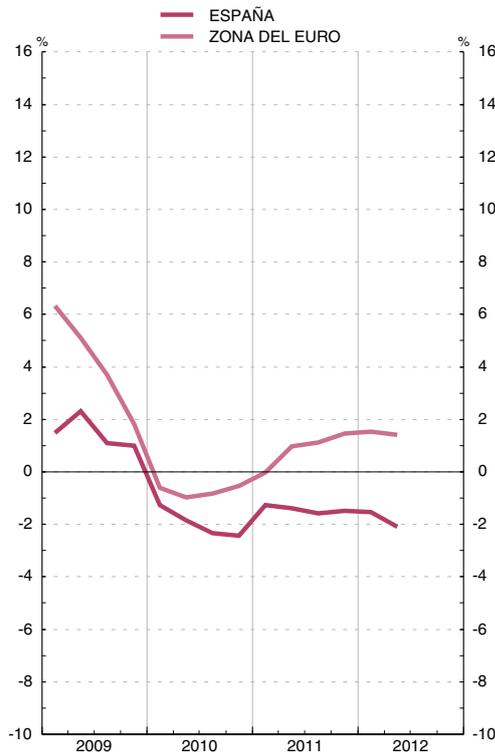
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

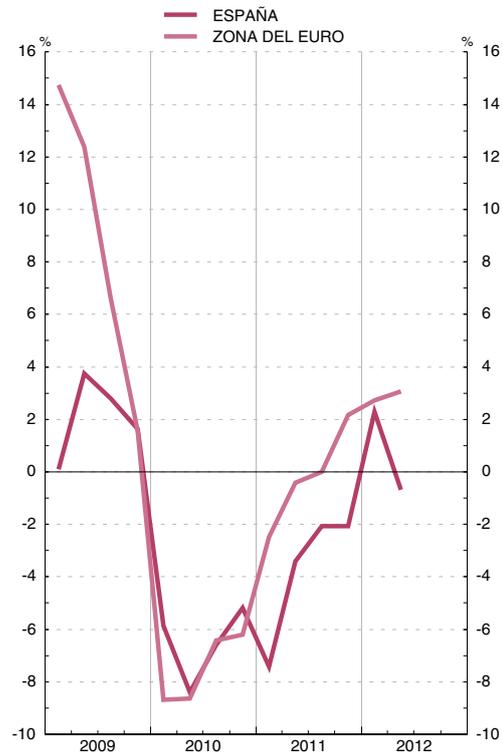
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09	P	1,5	4,2	2,1	8,8	4,2	1,5	2,7	-2,6	-3,7	-4,3	-6,3	-1,8
10	P	-2,0	-0,7	-6,5	-7,5	0,3	1,7	2,3	2,5	-0,3	1,9	-2,5	-0,5
11	P	-1,4	0,9	-3,8	-0,2	0,7	2,1	2,2	1,2	0,4	1,5	-1,7	0,3
09	///	1,1	3,7	2,8	6,6	4,0	1,4	2,9	-2,3	-4,0	-4,4	-6,7	-2,1
	IV	1,0	1,8	1,6	1,5	3,7	1,5	2,6	-0,3	-3,1	-2,3	-5,6	-2,0
10	/	-1,3	-0,6	-5,9	-8,7	1,4	1,7	2,7	2,3	-1,5	1,0	-4,1	-1,3
	II	-1,9	-1,0	-8,4	-8,6	0,8	2,0	2,7	3,0	-0,2	2,3	-2,8	-0,7
	III	-2,3	-0,8	-6,6	-6,4	-0,4	1,7	2,0	2,5	0,0	2,3	-1,9	-0,2
	IV	-2,4	-0,5	-5,2	-6,2	-0,7	1,6	1,7	2,1	0,4	2,2	-1,4	0,1
11	/	-1,3	-0,0	-7,4	-2,5	0,6	2,0	1,9	2,1	0,5	2,4	-1,4	0,4
	II	-1,4	1,0	-3,4	-0,4	0,1	2,1	1,5	1,1	0,5	1,6	-0,9	0,5
	III	-1,6	1,1	-2,1	-0,0	0,7	2,1	2,3	1,0	0,6	1,3	-1,6	0,3
	IV	-1,5	1,5	-2,1	2,2	1,4	2,2	2,9	0,7	-0,0	0,6	-2,9	-0,1
12	/	-1,5	1,5	2,3	2,7	1,5	2,0	3,1	0,4	-0,6	-0,0	-3,6	-0,5
	II	-2,1	1,4	-0,7	3,1	1,3	1,6	3,5	0,2	-1,3	-0,4	-4,6	-0,6

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



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



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) 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.

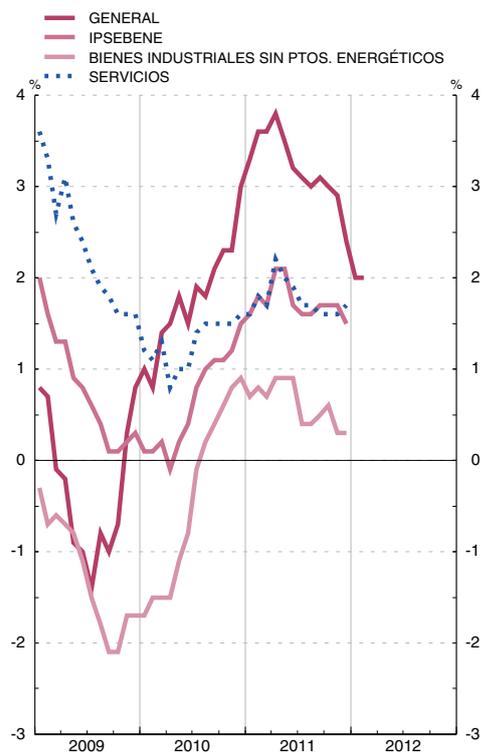
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

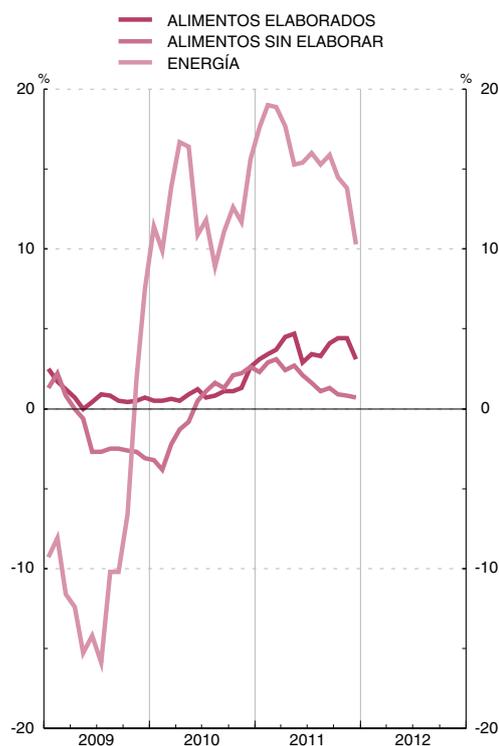
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup> (b)	s/T <sub>dic</sub> <sup>1</sup> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
09	M	95,2	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	96,9	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
11	M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
11	E-S	M	99,6	0,1	3,4	0,6	2,2	3,7	0,7	16,8	1,8	101,8	0,9
12	E-S	M	101,8	0,2	2,2	0,4	1,9	3,0	0,5	8,9	1,2	...	...
11	Jun	100,2	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	108,6	6,7
	Jul	99,7	-0,5	3,1	0,7	1,6	3,4	0,4	16,0	1,7	1,6	91,5	5,1
	Ago	99,8	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	92,2	4,2
	Sep	100,1	0,2	3,1	1,0	1,3	4,1	0,5	15,9	1,6	1,7	102,7	5,2
	Oct	100,9	0,8	3,0	1,8	0,9	4,4	0,6	14,5	1,6	1,7	103,5	2,6
	Nov	101,3	0,4	2,9	2,2	0,8	4,4	0,3	13,8	1,6	1,7	101,6	-0,2
	Dic	101,4	0,1	2,4	2,4	0,7	3,1	0,3	10,3	1,7	1,5	100,3	-2,7
12	Ene	100,3	-1,1	2,0	-1,1	1,0	2,8	0,2	8,0	1,4	1,3	99,0	0,0
	Feb	100,4	0,1	2,0	-1,0	1,8	2,8	0,1	7,9	1,3	1,2	106,7	1,4
	Mar	101,1	0,7	1,9	-0,3	1,4	2,7	0,3	7,5	1,2	1,2	110,9	5,1
	Abr	102,5	1,4	2,1	1,1	2,1	2,9	0,1	8,9	1,1	1,1	108,5	2,7
	May	102,3	-0,1	1,9	0,9	1,1	3,0	0,2	8,3	1,1	1,1	109,0	2,4
	Jun	102,1	-0,2	1,9	0,7	2,5	3,8	0,1	6,2	1,2	1,3	...	...
	Jul	101,9	-0,2	2,2	0,5	2,0	3,2	1,0	7,8	1,0	1,4	...	...
	Ago	102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	...	...
	Sep	103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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



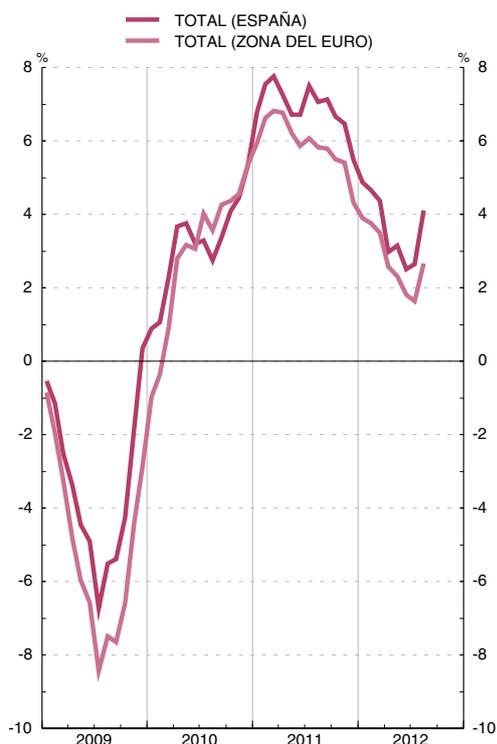
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

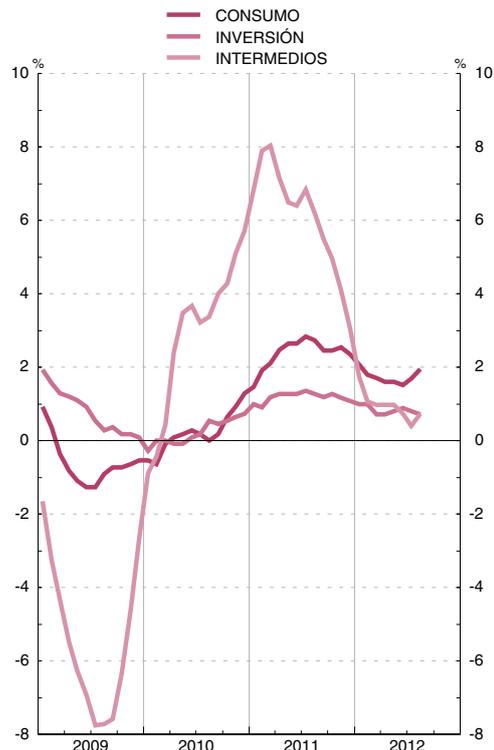
Tasas de variación interanual

		General		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub>	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub>	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub>	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub>	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub>	T <sub>12</sub>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
			1	(a)	12	(a)	12	(a)	12	(a)	12	(a)	12	12	12	12	12
<b>09</b>	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
<b>10</b>	MP	115,9	-	3,2	-	0,2	-	0,2	-	2,9	-	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5
<b>11</b>	MP	124,0	-	6,9	-	2,4	-	1,2	-	6,1	-	17,2	5,9	3,1	1,4	5,9	11,9
<b>11 E-A</b>	MP	123,5	-	7,2	-	2,3	-	1,2	-	7,0	-	17,2	6,3	3,0	1,4	7,0	12,0
<b>12 E-A</b>	MP	128,0	-	3,7	-	1,7	-	0,8	-	0,9	-	10,8	2,8	2,3	1,2	0,6	7,3
<b>11 May</b>	P	123,8	-0,3	6,7	0,1	2,6	-	1,3	0,2	6,5	-1,3	15,4	6,2	3,5	1,2	6,6	11,8
<b>Jun</b>	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	0,1	1,3	-0,1	6,4	0,1	15,4	5,9	3,4	1,3	6,3	10,7
<b>Jul</b>	P	124,7	0,6	7,5	0,2	2,8	0,1	1,4	0,2	6,8	2,1	17,9	6,1	3,3	1,5	6,1	11,9
<b>Ago</b>	P	124,3	-0,3	7,1	0,2	2,7	0,1	1,3	-	6,2	-1,5	17,2	5,8	3,3	1,5	5,7	11,4
<b>Sep</b>	P	124,6	0,2	7,1	-	2,5	-	1,2	-0,2	5,5	1,1	18,8	5,8	3,4	1,5	5,0	12,2
<b>Oct</b>	P	124,8	0,2	6,7	0,1	2,4	0,1	1,3	-0,3	5,0	1,0	17,9	5,5	3,4	1,6	4,1	12,4
<b>Nov</b>	P	125,0	0,2	6,5	0,1	2,5	-	1,2	-0,4	4,1	0,8	17,7	5,4	3,4	1,4	3,5	12,4
<b>Dic</b>	P	125,0	-	5,5	0,1	2,4	-0,1	1,1	-0,3	3,0	0,5	15,2	4,3	3,1	1,4	2,7	9,5
<b>12 Ene</b>	P	127,2	1,8	4,9	0,2	2,1	0,4	1,0	0,4	1,7	5,9	14,3	3,9	3,0	1,3	1,6	9,7
<b>Feb</b>	P	128,1	0,7	4,7	0,2	1,8	0,1	1,0	0,6	1,1	1,6	14,5	3,8	2,9	1,2	1,1	9,9
<b>Mar</b>	P	128,9	0,6	4,4	0,2	1,7	-0,1	0,7	0,5	1,0	1,5	13,7	3,5	2,8	1,2	0,9	9,0
<b>Abr</b>	P	127,9	-0,8	3,0	0,3	1,6	0,1	0,7	0,5	1,0	-3,6	8,4	2,6	2,3	1,2	0,6	6,7
<b>May</b>	P	127,7	-0,2	3,2	0,1	1,6	0,1	0,8	0,2	1,0	-0,7	9,0	2,3	1,9	1,2	0,5	6,3
<b>Jun</b>	P	127,0	-0,5	2,5	-	1,5	0,2	0,9	-0,3	0,7	-2,0	6,8	1,8	1,8	1,1	0,1	4,7
<b>Jul</b>	P	128,0	0,8	2,6	0,4	1,7	-	0,8	-0,2	0,4	2,9	7,6	1,6	1,9	1,1	-0,2	4,5
<b>Ago</b>	P	129,4	1,1	4,1	0,4	1,9	-	0,7	0,3	0,7	3,1	12,6	2,7	2,1	0,9	0,3	7,9

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

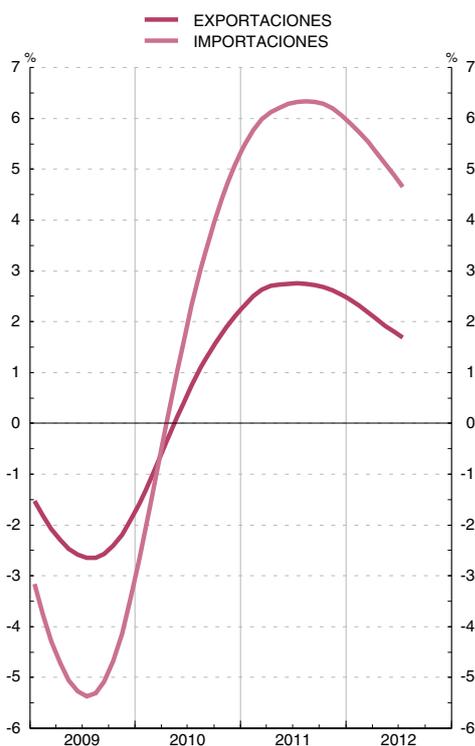
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

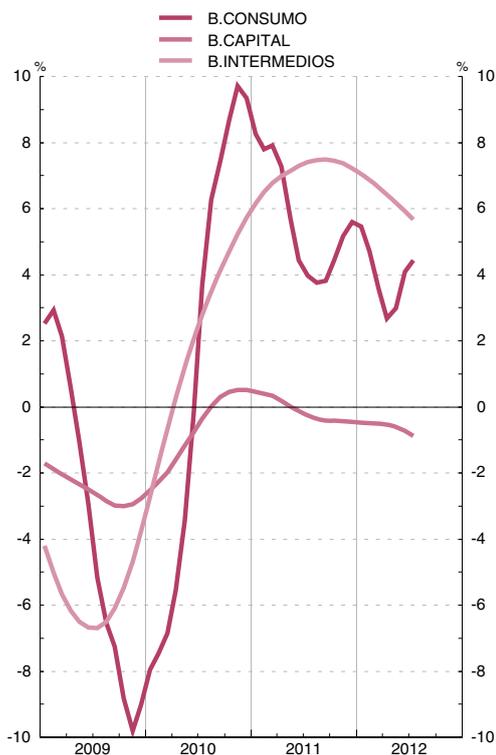
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>10</b>	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
<b>11</b>	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
<b>12</b>	1,8	4,8	6,8	-0,5	1,7	-1,1	5,5	4,2	0,8	6,4	11,1	2,9
<b>11 E-J</b>	5,4	4,7	2,4	6,3	32,7	4,3	9,2	6,2	0,1	11,1	26,6	6,0
<b>12 E-J</b>	1,8	4,8	6,8	-0,5	1,7	-1,1	5,5	4,2	0,8	6,4	11,1	2,9
<b>11 Feb</b>	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
<i>Mar</i>	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
<i>Abr</i>	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2
<i>May</i>	0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
<i>Jun</i>	4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3
<i>Jul</i>	4,6	2,9	4,7	5,6	29,1	3,6	9,3	4,2	-1,2	12,3	26,7	7,2
<i>Ago</i>	2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2
<i>Sep</i>	3,7	5,3	-3,8	4,0	24,4	2,2	7,1	1,7	-8,3	10,8	25,9	3,7
<i>Oct</i>	6,1	3,3	4,0	7,9	28,1	2,9	8,6	5,1	2,3	10,9	24,4	6,4
<i>Nov</i>	4,2	0,4	4,0	6,6	36,4	0,7	10,7	5,1	1,8	13,8	29,4	7,3
<i>Dic</i>	4,4	2,3	3,5	5,7	23,4	4,5	6,4	6,6	-1,9	7,3	20,0	1,5
<b>12 Ene</b>	2,0	3,2	14,0	-0,1	0,5	-0,7	5,5	6,9	-2,4	5,9	17,9	1,4
<i>Feb</i>	5,1	4,9	14,3	3,9	10,2	2,4	7,8	4,8	-0,9	9,6	16,7	4,1
<i>Mar</i>	3,7	8,5	7,9	0,1	1,2	-1,2	8,5	4,4	3,0	10,5	13,2	5,7
<i>Abr</i>	-0,4	3,1	1,9	-2,6	-0,1	-2,5	4,0	-0,2	0,0	5,6	10,9	1,6
<i>May</i>	2,1	4,4	2,5	1,1	3,6	0,9	7,0	0,6	6,9	9,0	10,6	6,9
<i>Jun</i>	0,5	6,4	5,3	-3,3	-3,8	-3,4	4,6	6,9	2,7	4,2	5,7	2,5
<i>Jul</i>	-0,1	3,5	1,8	-2,2	0,9	-3,1	1,0	6,1	-4,1	-0,0	3,0	-1,7

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, MHAP 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).

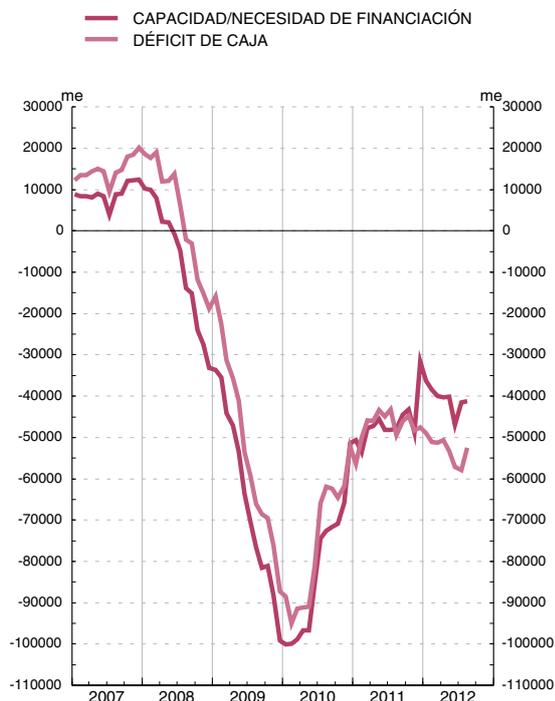
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

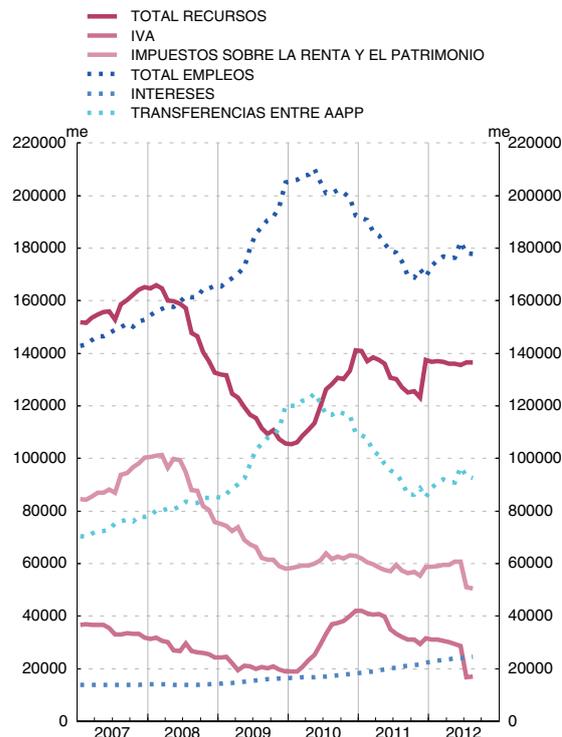
Millones de euros

	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
07	12 365	165 285	31 885	12 938	6 636	100 446	13 380	152 920	18 006	14 032	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-33 125	132 614	24 277	12 715	6 989	75 803	12 830	165 739	19 179	14 224	85 576	5 724	41 036	-18 747	129 336	148 082
09	-99 130	105 783	18 919	11 586	8 125	58 156	8 997	204 913	20 176	16 392	120 013	5 617	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	P -51 448	141 061	41 995	11 798	7 722	62 838	16 708	192 509	20 125	18 103	109 650	4 243	40 388	-52 235	127 337	179 572
11	A -31 671	137 518	31 575	8 034	7 499	58 806	31 604	169 189	20 151	22 434	85 154	3 920	37 530	-47 550	103 545	151 095
11 E-A	A -40 575	61 146	13 815	5 122	3 293	29 646	9 270	101 721	12 758	14 371	51 676	1 136	21 780	-34 283	63 062	97 345
12 E-A	A -50 175	60 106	-780	2 353	2 716	21 269	34 548	110 281	12 514	16 501	59 120	454	21 692	-39 190	66 825	106 015
11 Ago	A -1 926	8 020	203	524	378	5 335	1 580	9 946	1 411	1 882	4 348	18	2 287	-13 673	1 677	15 350
Sep	A 2 952	13 694	4 991	934	438	6 049	1 282	10 742	1 521	1 839	5 109	173	2 100	2 602	10 419	7 818
Oct	A -2 528	11 379	1 557	564	213	7 294	1 751	13 907	1 501	1 851	8 302	269	1 984	4 347	19 165	14 818
Nov	A -12 323	5 975	166	550	757	2 662	1 840	18 298	1 488	1 845	11 589	229	3 147	-11 815	4 068	15 882
Dic	A 20 803	45 324	11 046	864	2 798	13 155	17 461	24 521	2 883	2 528	8 478	2 113	8 519	-8 401	6 830	15 231
12 Ene	A -9 316	4 309	1 339	681	547	1 525	217	13 625	1 396	2 057	7 864	-	2 308	-9 040	9 194	18 235
Feb	A -11 360	4 830	2 165	514	101	1 825	225	16 190	1 436	1 957	8 784	11	4 002	-155	13 868	14 024
Mar	A 968	14 327	4 488	463	1 161	6 796	1 419	13 359	1 455	2 096	7 348	17	2 443	-3 624	5 516	9 140
Abr	A -5 772	6 498	188	727	390	4 381	812	12 270	1 608	2 026	6 060	53	2 523	3 625	17 158	13 532
May	A -10 907	1 744	-980	578	210	328	1 608	12 651	1 465	2 135	6 420	53	2 578	-10 599	186	10 785
Jun	A -6 720	13 171	3 692	507	68	6 385	2 519	19 891	2 593	1 997	12 050	249	3 002	-13 254	3 112	16 366
Jul	A -5 446	7 298	-12 028	-1 941	178	-4 780	25 869	12 744	1 153	2 130	7 016	23	2 422	2 091	19 165	17 074
Ago	A -1 622	7 929	356	824	61	4 809	1 879	9 551	1 408	2 103	3 578	48	2 414	-8 234	-1 374	6 860

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 Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

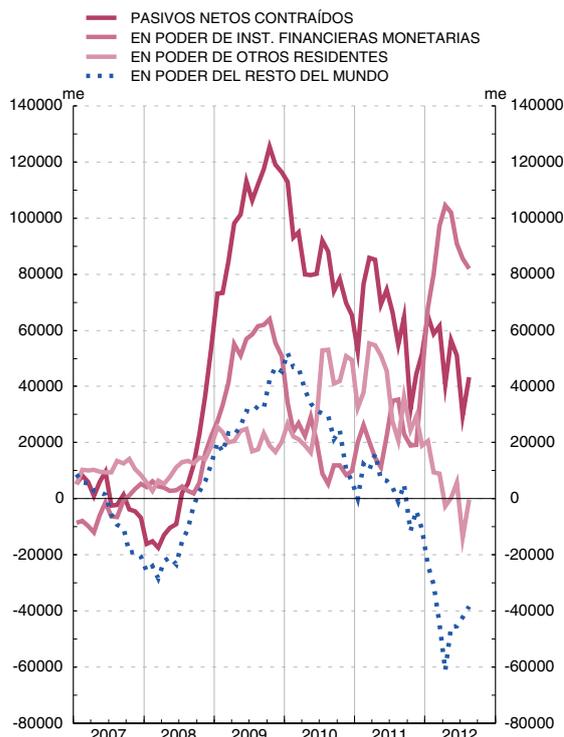
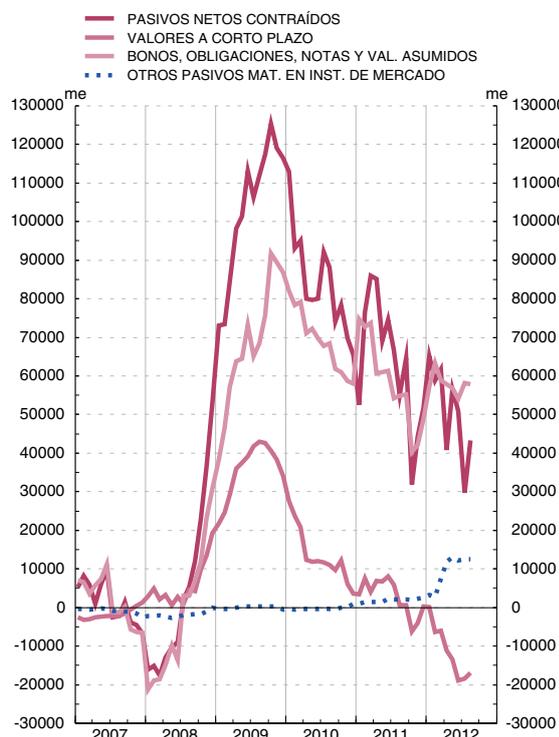
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Pasivos netos contraídos													Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)
		Adquisiciones netas de activos financieros		Del cual							Por sectores de contrapartida				
		Total	Depósitos en el Banco de España	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo	
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>07</b>	12 365	5 657	65	-6 708	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 575	13 875	5 342	8 533	-20 582	-8 282
<b>08</b>	-33 125	19 881	4 337	53 006	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 343	40 774	22 233	18 541	12 232	49 664
<b>09</b>	-99 130	17 203	-4 197	116 333	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 500	71 031	50 819	20 212	45 302	119 833
<b>10</b>	P -51 448	14 014	-5	65 462	-726	3 616	57 958	-544	907	3 524	59 165	9 809	49 357	6 297	61 938
<b>11</b>	A -31 671	19 972	-75	51 643	-1 442	312	48 941	-537	2 626	301	62 788	43 784	19 004	-11 145	51 342
<b>11 E-A</b>	A -40 575	-8 668	-201	31 907	-1 444	-1 088	24 011	-537	1 447	8 073	36 873	14 130	22 743	-4 966	23 834
<b>12 E-A</b>	A -50 175	-26 702	-125	23 473	-756	-18 284	32 928	-542	11 373	-2 001	55 558	52 222	3 336	-32 085	25 475
<b>11 Ago</b>	A -1 926	-18 420	1	-16 494	11	-2 795	5 710	-	14	-19 423	-13 301	-1 953	-11 348	-3 193	2 929
<b>Sep</b>	A 2 952	11 497	1	8 545	-25	707	9 217	-	-38	-1 341	1 667	-209	1 877	6 877	9 886
<b>Oct</b>	A -2 528	-14 364	0	-11 836	5	-1 682	-7 751	-	-15	-2 388	-5 519	-585	-4 934	-6 317	-9 448
<b>Nov</b>	A -12 323	2 687	0	15 010	11	203	10 119	-	388	4 300	12 866	1 981	10 886	2 144	10 710
<b>Dic</b>	A 20 803	28 820	125	8 017	12	2 173	13 344	-	843	-8 343	16 900	28 467	-11 567	-8 883	16 360
<b>12 Ene</b>	A -9 316	3 556	-210	12 872	12	-937	12 945	-	660	204	22 853	23 723	-870	-9 981	12 668
<b>Feb</b>	A -11 360	1 600	19 483	12 960	11	-4 508	14 172	-	1	3 295	14 517	14 117	399	-1 557	9 664
<b>Mar</b>	A 968	10 625	-1 998	9 657	-753	-2 067	8 964	-	4 668	-1 908	21 490	20 012	1 478	-11 833	11 565
<b>Abr</b>	A -5 772	-17 156	-3 999	-11 384	-9	-5 515	-10 926	-542	4 373	1 226	3 671	5 009	-1 337	-15 056	-12 610
<b>May</b>	A -10 907	-3 185	-13 401	7 722	11	-1 887	7 329	-	1 196	1 084	2 893	2 094	799	4 829	6 638
<b>Jun</b>	A -6 720	-1 320	0	5 400	-48	-2 908	6 590	-	113	1 605	4 092	-128	4 220	1 307	3 795
<b>Jul</b>	A -5 446	-16 237	0	-10 791	11	757	-11 530	-	347	-364	-10 215	-6 865	-3 350	-576	-10 427
<b>Ago</b>	A -1 622	-4 584	0	-2 962	10	-1 219	5 385	-	17	-7 145	-3 744	-5 740	1 997	781	4 182

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.

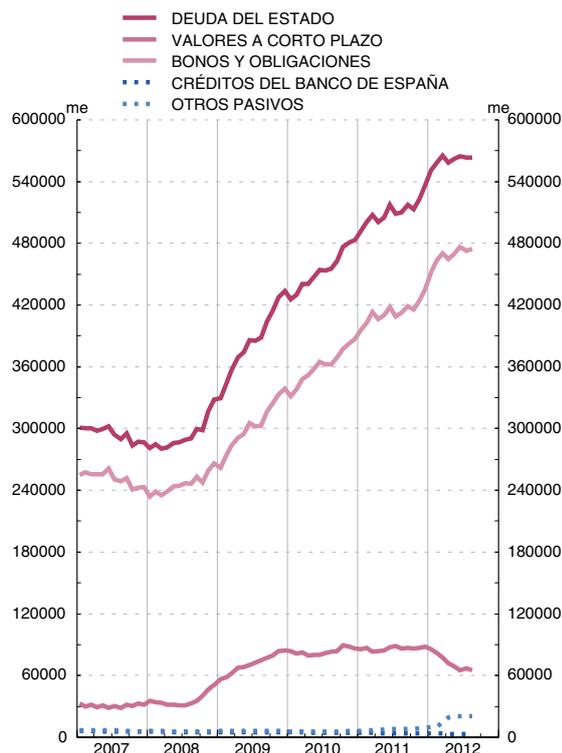
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

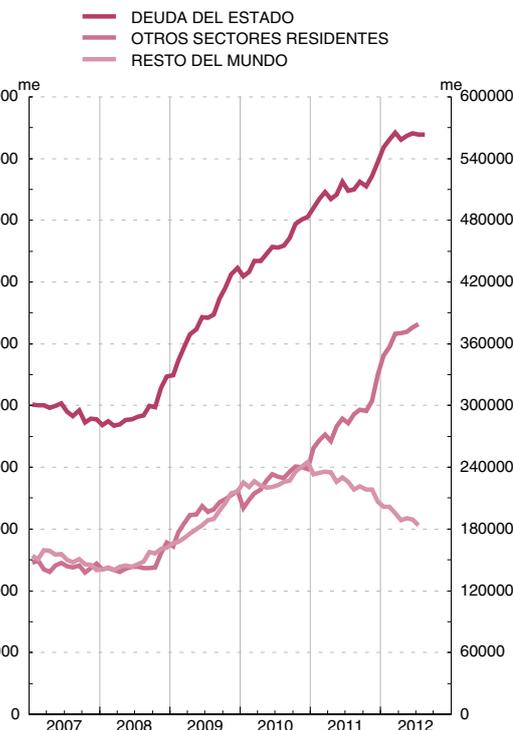
Millones de euros

	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	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos 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	13		
<b>07</b>			355	31 644	243 246	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243			
<b>08</b>			63	50 788	266 334	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	15 018	6 162
<b>09</b>			68	84 303	338 969	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 241	305	24 486	58 854
<b>10</b>	P		0	85 980	386 915	4 082	6 406	299 410	61 170	238 240	245 142	300	28 598	73 560
<b>11</b>														
<i>Ago</i>	A		0	86 095	412 508	3 499	8 090	355 173	63 361	291 812	218 380	99	19 953	88 644
<i>Sep</i>	A		0	87 096	418 771	3 499	8 052	360 524	64 546	295 978	221 440	100	31 403	88 606
<i>Oct</i>	A		0	85 927	415 570	3 499	8 038	356 136	61 553	294 583	218 450	100	27 091	91 381
<i>Nov</i>	A		0	86 551	424 531	3 499	8 426	365 946	61 032	304 914	218 092	100	24 381	92 063
<i>Dic</i>	A		0	88 363	435 294	3 499	9 269	392 617	62 613	330 005	206 420	225	30 391	98 348
<b>12</b>														
<i>Ene</i>	A		0	85 793	451 519	3 499	9 929	413 635	64 736	348 899	201 841	15	36 152	100 274
<i>Feb</i>	A		0	81 667	463 491	3 499	9 929	421 537	64 522	357 015	201 570	19 499	35 267	98 287
<i>Mar</i>	A		0	77 294	469 974	3 499	14 597	436 745	66 960	369 785	195 579	17 500	36 709	131 683
<i>Abr</i>	A		0	72 226	464 396	2 915	18 970	434 761	64 609	370 152	188 354	13 501	30 536	126 683
<i>May</i>	A		0	68 997	469 785	2 915	20 165	437 563	65 961	371 602	190 260	100	40 266	133 538
<i>Jun</i>	A		0	65 428	476 174	2 915	20 278	440 916	65 107	375 810	188 986	100	28 801	136 900
<i>Jul</i>	A		0	66 893	472 640	2 915	20 625	440 195	61 014	379 181	183 891	100	23 131	133 402
<i>Ago</i>	A		0	65 238	474 622	2 915	20 642	...	63 007	...	...	100	18 935	132 361

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.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

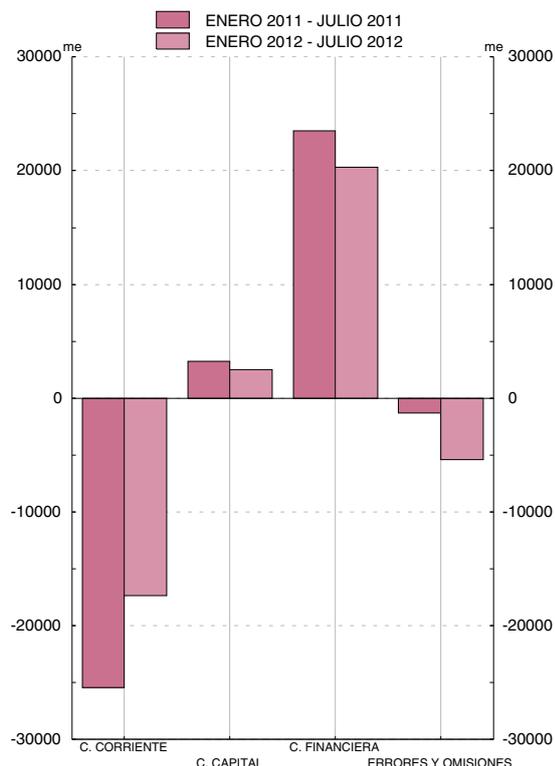
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

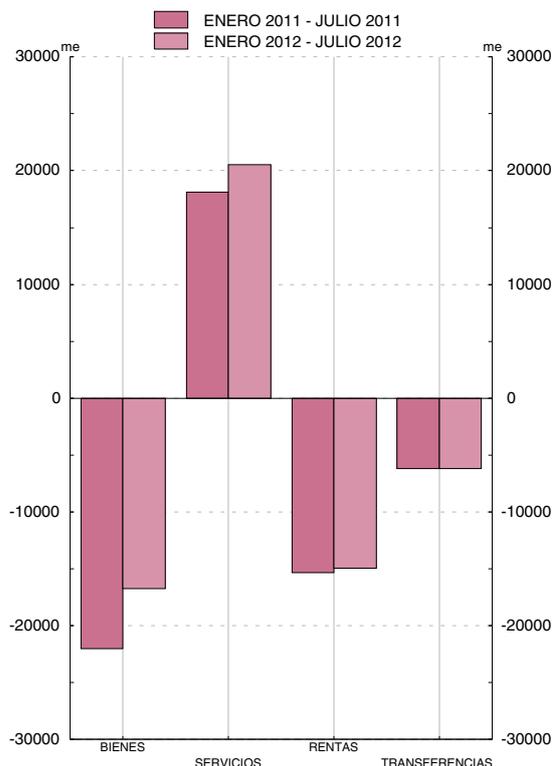
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- rencias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisión- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>09</b>	-50 539	-41 611	164 083	205 693	25 032	88 754	38 125	63 722	12 086	-25 931	45 338	71 269	-8 030	4 224	-46 315	51 982	-5 667	
<b>10</b>	P -47 427	-47 779	193 666	241 445	27 514	93 870	39 621	66 356	12 663	-19 849	46 051	65 901	-7 313	6 289	-41 138	43 174	-2 036	
<b>11</b>	P -37 497	-39 727	222 641	262 367	34 240	102 220	43 026	67 980	12 422	-26 106	42 355	68 461	-5 904	5 488	-32 009	35 760	-3 751	
<b>11 E-J</b>	P -25 451	-22 048	130 059	152 107	18 126	57 040	23 722	38 914	6 569	-15 320	24 453	39 772	-6 210	3 257	-22 194	23 526	-1 332	
<b>12 E-J</b>	P -17 383	-16 773	134 189	150 962	20 535	60 293	23 877	39 758	6 418	-14 953	20 764	35 716	-6 193	2 491	-14 892	20 294	-5 402	
<b>11 Abr</b>	P -2 975	-3 410	17 990	21 400	2 326	7 364	2 850	5 038	838	-1 358	3 044	4 403	-532	284	-2 692	683	2 009	
<b>May</b>	P -3 418	-2 987	18 961	21 948	3 229	8 384	3 526	5 155	651	-3 130	4 648	7 778	-530	619	-2 800	5 918	-3 119	
<b>Jun</b>	P -1 322	-3 406	19 051	22 457	3 986	9 776	4 298	5 790	1 119	-1 462	4 561	6 022	-441	440	-882	841	41	
<b>Jul</b>	P -880	-1 105	19 332	20 437	4 376	10 577	5 481	6 201	1 272	-3 501	3 920	7 421	-650	351	-528	6 236	-5 708	
<b>Ago</b>	P -1 119	-4 400	16 044	20 445	5 064	10 471	5 734	5 407	1 368	-1 661	2 409	4 070	-121	935	-184	-334	518	
<b>Sep</b>	P -3 726	-4 550	18 721	23 271	3 658	9 589	4 653	5 931	1 237	-2 325	3 369	5 694	-509	-19	-3 745	2 356	1 389	
<b>Oct</b>	P -1 363	-3 023	19 860	22 883	3 646	9 474	4 154	5 829	1 172	-1 465	3 521	4 986	-521	280	-1 083	3 448	-2 366	
<b>Nov</b>	P -1 926	-1 791	20 531	22 323	2 054	7 667	2 606	5 613	1 103	-2 568	3 223	5 791	379	869	-1 058	5 234	-4 177	
<b>Dic</b>	P -3 911	-3 915	17 425	21 340	1 693	7 979	2 156	6 286	974	-2 768	5 379	8 147	1 078	165	-3 746	1 530	2 216	
<b>12 Ene</b>	P -5 677	-3 291	17 047	20 338	1 749	7 191	2 677	5 442	832	-2 998	2 878	5 875	-1 137	84	-5 593	3 767	1 826	
<b>Feb</b>	P -6 085	-3 175	18 544	21 719	1 518	7 034	2 243	5 515	881	-1 847	2 437	4 284	-2 582	116	-5 969	6 783	-813	
<b>Mar</b>	P -3 265	-2 645	20 869	23 515	2 001	7 687	2 687	5 686	832	-1 858	3 027	4 885	-763	485	-2 780	108	2 672	
<b>Abr</b>	P -1 671	-2 828	17 713	20 541	2 549	7 889	2 733	5 340	844	-1 078	2 940	4 018	-315	314	-1 358	2 874	-1 516	
<b>May</b>	P -380	-1 290	20 100	21 390	3 220	8 631	3 550	5 410	685	-1 610	3 755	5 365	-700	702	322	2 134	-2 456	
<b>Jun</b>	P -805	-2 268	19 864	22 133	4 173	10 259	4 380	6 086	1 133	-2 456	3 251	5 707	-253	712	-93	779	-686	
<b>Jul</b>	P 500	-1 276	20 051	21 326	5 325	11 604	5 607	6 279	1 211	-3 106	2 475	5 581	-443	79	579	3 849	-4 428	

### RESUMEN



### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

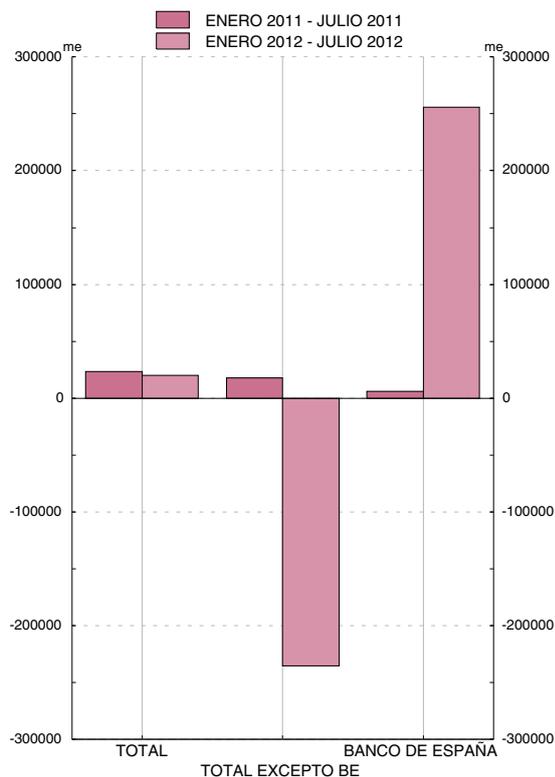
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

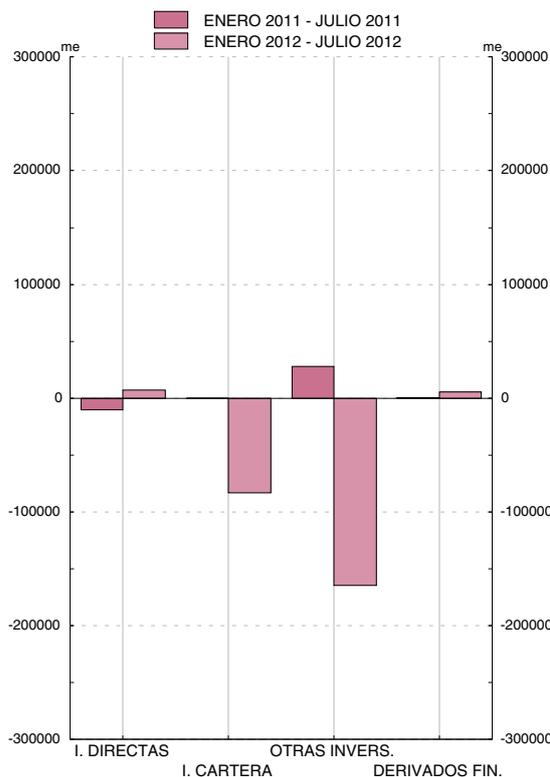
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11
09	51 982	41 517	-1 917	9 409	7 491	44 824	3 491	48 315	4 665	4 009	8 674	-6 054	10 464	-1 563	6 146	5 882
10	P 43 174	27 478	1 827	28 949	30 776	27 671	-63 711	-36 040	-10 610	17 439	6 829	8 589	15 696	-814	9 788	6 722
11	P 35 760	-73 393	-5 596	26 800	21 204	-23 076	-42 904	-65 979	-44 880	35 500	-9 380	159	109 153	-10 010	124 056	-4 893
11 E-J	P 23 526	17 689	-10 268	15 750	5 482	-151	-21 744	-21 895	27 625	19 751	47 376	484	5 836	-2 090	5 749	2 178
12 E-J	P 20 294	-235 376	7 381	4 535	11 916	-83 353	-12 375	-95 729	-164 882	63 895	-100 988	5 479	255 669	-2 083	248 294	9 459
11 Abr	P 683	3 269	-3 758	6 179	2 420	-5 278	737	-4 540	14 179	663	14 842	-1 874	-2 586	-50	-2 495	-41
May	P 5 918	-9 557	-2 011	1 478	-534	-8 773	-4 018	-12 791	1 066	15 632	16 698	161	15 476	-59	15 530	5
Jun	P 841	7 859	-1 741	-5 212	-6 953	-5 819	-5 247	-11 066	15 755	-2 586	13 169	-336	-7 018	-27	-7 702	711
Jul	P 6 236	-4 768	763	2 150	2 913	-3 099	-4 804	-7 903	-2 216	-4 041	-6 258	-216	11 004	-1 462	11 311	1 156
Ago	P -334	-18 087	-1 117	-1 099	-2 216	-8 352	-1 554	-9 907	-7 454	4 919	-2 535	-1 165	17 753	-43	21 553	-3 756
Sep	P 2 356	-7 908	2 516	1 439	3 955	-3 152	-1 900	-5 052	-7 682	-878	-8 560	410	10 264	-92	10 396	-40
Oct	P 3 448	-15 397	1 532	3 728	5 260	-5 634	-3 667	-9 301	-11 363	5 128	-6 235	68	18 845	-948	19 867	-73
Nov	P 5 234	-17 235	1 082	1 992	3 073	6 673	-8 479	-1 806	-26 348	7 802	-18 546	1 358	22 469	-3 694	28 690	-2 527
Dic	P 1 530	-32 454	659	4 990	5 649	-12 460	-5 559	-18 019	-19 657	-1 222	-20 880	-996	33 984	-3 142	37 801	-675
12 Ene	P 3 767	-5 766	2 934	-1 116	1 818	-6 321	-49	-6 370	-2 194	-1 693	-3 887	-185	9 533	-71	8 808	797
Feb	P 6 783	-22 523	2 347	-104	2 243	-6 166	2 157	-4 009	-21 383	9 185	-12 198	2 679	29 305	-111	27 639	1 777
Mar	P 108	-66 625	2 427	-3	2 424	-24 693	687	-24 006	-44 613	21 008	-23 605	253	66 734	-30	64 608	2 156
Abr	P 2 874	-26 116	1 344	1 456	2 800	-20 230	-4 363	-24 593	-6 130	4 052	-2 079	-1 100	28 990	-152	26 807	2 334
May	P 2 134	-39 917	-1 276	1 296	20	-8 583	-2 831	-11 413	-30 179	16 435	-13 743	121	42 051	-243	42 265	29
Jun	P 779	-59 398	-1 707	2 275	568	-12 227	-2 292	-14 519	-45 891	20 400	-25 491	427	60 177	-3 502	63 314	364
Jul	P 3 849	-15 030	1 312	731	2 043	-5 135	-5 684	-10 819	-14 492	-5 493	-19 985	3 284	18 879	2 025	14 853	2 001

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

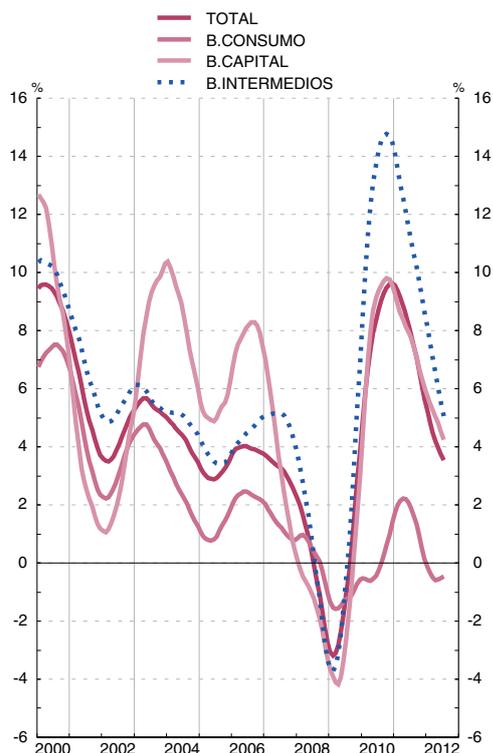
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

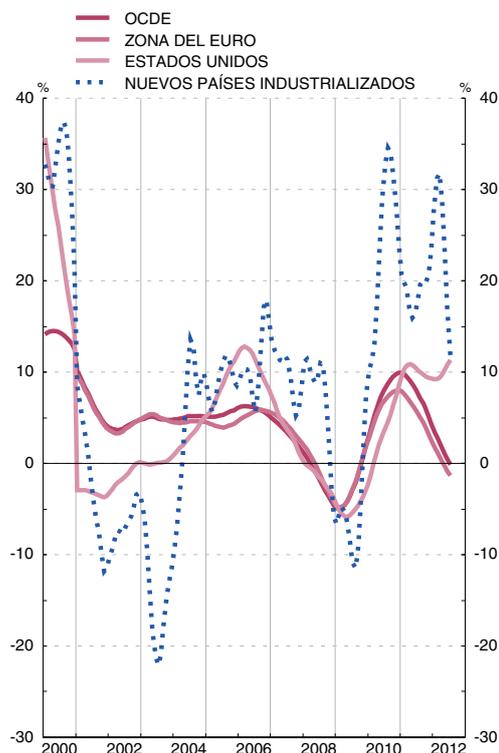
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,3	5,0	5,0	5,8	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7
05	155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
06	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
10	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0
11 Jun	P 17 954	10,8	6,3	8,2	9,1	4,9	29,4	3,7	7,9	5,1	8,6	35,3	5,0	13,9	38,6	12,1
Jul	P 18 635	13,8	8,8	1,6	34,5	9,4	15,8	8,9	14,3	8,1	10,0	-10,1	21,3	8,0	6,5	5,6
Ago	P 15 444	20,0	17,4	17,0	15,0	18,0	-1,4	19,8	19,3	16,3	20,2	16,4	25,6	21,3	25,1	34,6
Sep	P 17 780	11,8	7,8	4,1	22,8	7,9	18,4	7,2	4,8	1,0	7,3	20,6	27,0	14,2	22,4	17,0
Oct	P 19 394	11,5	5,1	0,9	-9,2	9,9	124,6	2,6	12,1	10,0	11,1	-7,6	9,3	7,3	38,1	16,3
Nov	P 19 866	13,4	8,7	0,2	15,4	13,2	102,0	7,3	14,3	14,5	12,7	-1,8	14,1	3,8	27,0	14,8
Dic	P 17 004	6,6	2,1	-11,4	10,0	10,1	-0,8	10,8	-0,7	-4,6	1,0	14,6	75,4	13,6	15,8	10,3
12 Ene	P 16 579	3,9	1,9	-5,2	-4,5	7,2	29,8	5,9	0,8	-1,3	-0,5	6,4	42,5	16,2	14,6	37,3
Feb	P 17 978	4,9	-0,2	0,1	-26,4	4,4	41,6	2,2	1,9	-1,3	3,2	-3,7	16,3	-18,8	-1,0	36,6
Mar	P 19 889	1,2	-2,3	-10,7	-15,1	5,5	49,5	3,2	-0,2	-0,6	-1,4	-3,9	24,4	7,4	17,9	56,6
Abr	P 17 198	-0,8	-0,5	-5,9	-9,0	4,0	-3,4	4,5	-4,6	-2,8	-3,1	-8,1	7,6	25,9	22,5	29,7
May	P 19 462	6,2	4,0	-3,8	1,6	8,6	7,5	8,7	2,1	0,3	1,8	4,5	57,1	29,3	5,6	33,8
Jun	P 18 869	5,1	4,5	-3,2	3,1	9,4	12,6	9,2	-1,1	-3,6	-0,4	11,5	45,0	41,1	5,3	12,5
Jul	P 19 600	5,2	5,3	5,2	-10,7	8,0	25,5	6,8	-2,2	0,7	2,5	30,6	23,0	21,3	32,5	3,4

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

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

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

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

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

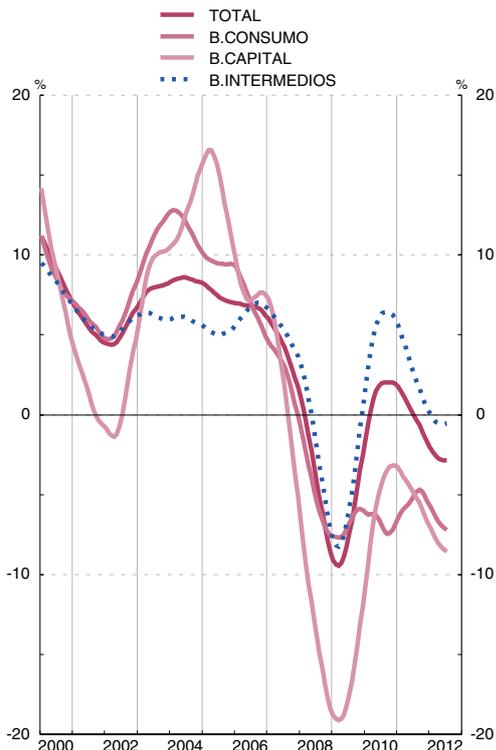
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,4	9,9	10,0	11,4	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
06	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
07	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
08	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
09	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
10	240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1
11 Jun P	21 878	4,6	-2,5	-7,7	-5,8	-0,3	2,5	-1,1	-4,0	-4,3	-2,6	11,9	-1,0	20,7	2,1	-8,4
Jul P	20 277	-1,9	-10,3	-10,1	-14,7	-10,0	-12,3	-9,3	-6,7	-6,2	-5,8	1,1	9,8	26,1	-16,4	-3,8
Ago P	20 366	17,5	11,5	12,1	8,4	11,8	6,2	13,7	15,3	15,2	15,3	28,7	13,5	18,9	8,8	23,8
Sep P	22 633	11,8	4,4	2,9	3,1	5,1	18,6	1,6	5,0	3,5	7,7	14,8	44,0	15,6	-9,2	-16,6
Oct P	23 026	9,2	0,5	24,6	-8,7	-7,0	-10,0	-6,2	17,4	19,5	11,6	-3,7	-4,2	41,0	-3,6	-9,2
Nov P	22 540	5,3	-4,9	-10,0	-4,2	-3,1	1,5	-4,4	3,1	3,3	3,8	25,4	31,9	4,2	-7,2	-17,2
Dic P	21 552	1,1	-5,0	-13,4	-9,0	-1,4	-1,5	-1,4	0,5	1,5	4,6	-13,4	3,2	29,3	-13,8	-4,3
12 Ene P	20 234	-3,1	-8,2	-2,2	-11,3	-9,7	-14,9	-8,0	-4,9	-4,4	-5,9	-18,9	21,3	30,4	-0,2	-3,5
Feb P	21 737	6,6	-1,1	-3,8	-6,4	0,1	12,4	-3,2	1,5	-0,7	5,0	3,4	15,3	66,6	0,5	-22,2
Mar P	23 134	-4,6	-12,0	-10,9	-15,7	-12,1	6,1	-16,4	-13,4	-13,9	-12,5	-11,5	23,5	68,0	-17,6	-29,2
Abr P	20 554	-3,5	-7,2	-12,9	-10,5	-5,2	3,3	-7,5	-9,4	-10,5	-5,8	-1,2	12,8	-20,0	-0,7	-5,6
May P	21 388	-1,6	-8,0	-9,8	-18,6	-6,5	1,6	-8,4	-5,9	-7,3	-1,6	15,8	-0,7	32,9	-6,8	-3,2
Jun P	21 569	-1,4	-5,8	-11,2	-5,6	-4,2	0,9	-5,6	-1,7	-0,4	-1,4	-6,4	39,2	19,7	-6,7	-14,7
Jul P	21 293	5,0	4,0	-0,8	-4,3	6,2	8,5	5,5	2,2	0,8	3,1	-5,2	7,5	17,1	6,6	-4,7

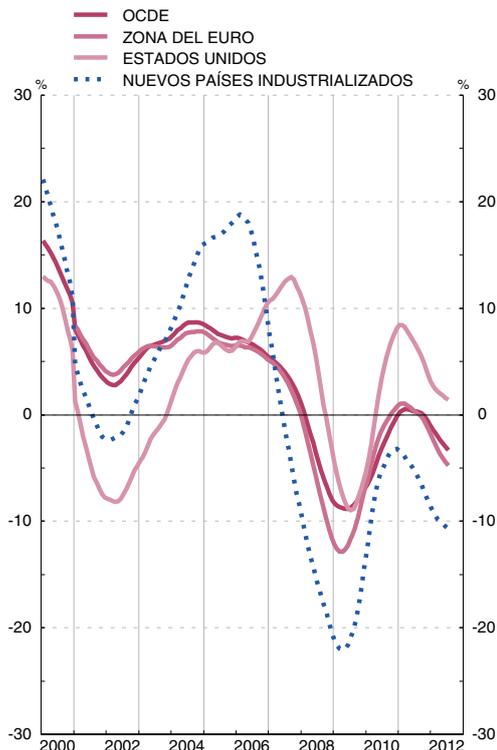
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, MHAP 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.

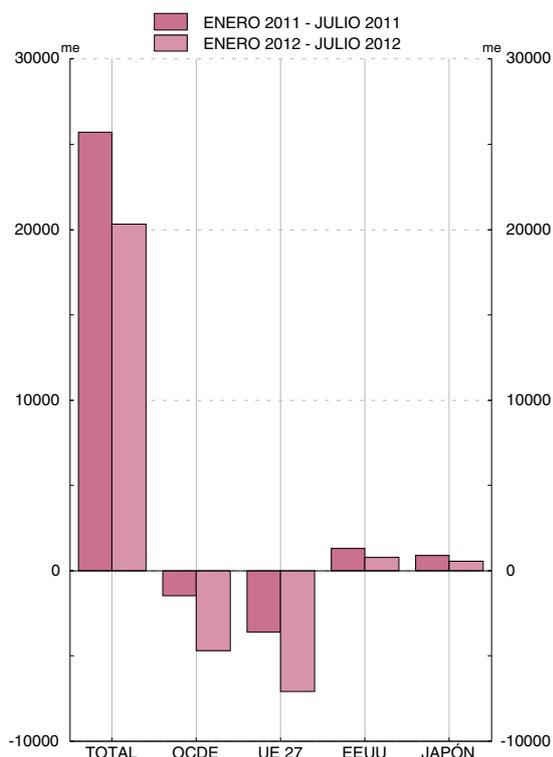
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**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**

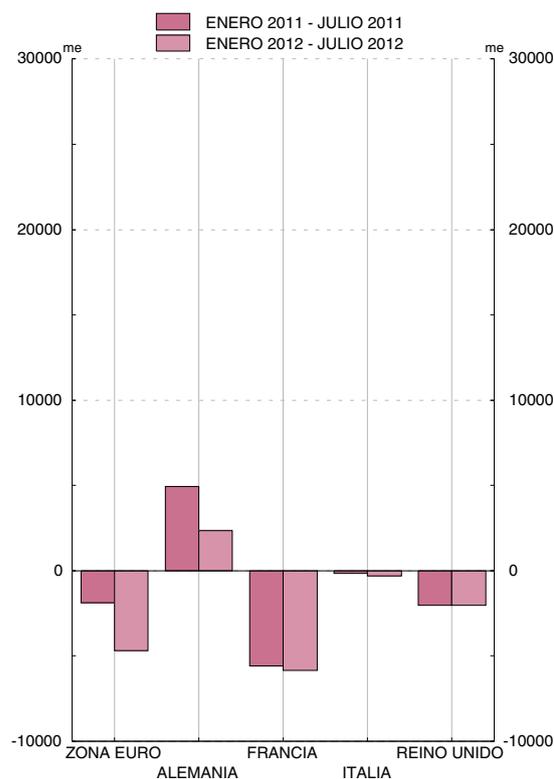
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15					
		2=3+7	3	Zona del Euro			Resto de la UE 27	9	Del cual:			OPEP					Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados		
				Total	Del cual:				Total	Total	EEUU									Japón	
					Alemania	Francia															Italia
4	5	6	7	8	10	11															
<b>05</b>	-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 860	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411						
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564						
<b>07</b>	-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347						
<b>08</b>	-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296						
<b>09</b>	-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532						
<b>10</b>	-53 276	-4 960	-2 248	-8 598	7 904	-477	-2 712	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252						
<b>11</b>	P	-46 338	4 060	1 661	-8 917	10 180	-90	2 399	3 189	-453	-2 675	-1 338	-18 991	-5 340	-15 252	-1 068					
<b>11 Jun</b>	P	-3 925	597	492	-699	1 003	40	105	207	383	-116	-114	-1 542	-391	-1 277	-78					
<b>Jul</b>	P	-1 642	2 013	1 159	-528	989	181	854	532	1 500	-237	-103	-1 695	-371	-1 235	-52					
<b>Ago</b>	P	-4 922	-264	-461	-859	463	-53	198	326	-374	-197	-109	-1 583	-394	-1 599	-74					
<b>Sep</b>	P	-4 853	-163	-166	-840	738	-3	3	178	-483	-266	-86	-1 808	-480	-1 467	-21					
<b>Oct</b>	P	-3 632	-131	-440	-1 171	1 495	-58	309	190	-461	-290	-52	-1 338	-546	-1 278	-27					
<b>Nov</b>	P	-2 674	1 653	1 589	-559	1 570	70	64	149	936	-492	-122	-1 678	-546	-1 172	-50					
<b>Dic</b>	P	-4 549	-636	-747	-552	322	-195	111	328	-1 527	-141	-85	-1 499	-706	-1 081	-87					
<b>12 Ene</b>	P	-3 655	900	586	-340	706	-15	315	276	620	-85	-134	-2 209	-589	-1 398	-61					
<b>Feb</b>	P	-3 759	468	302	-403	702	-26	165	327	-39	-229	-67	-1 860	-555	-1 218	25					
<b>Mar</b>	P	-3 245	1 451	996	-423	1 003	94	455	330	1 277	-151	-105	-1 836	-1 139	-875	53					
<b>Abr</b>	P	-3 356	777	544	-324	830	39	233	257	142	-190	-75	-1 651	-401	-1 008	-43					
<b>May</b>	P	-1 926	1 289	907	-336	1 043	64	382	157	712	-190	-116	-1 028	-470	-1 129	-38					
<b>Jun</b>	P	-2 700	655	186	-276	687	50	469	332	521	33	-37	-2 106	-325	-1 155	-8					
<b>Jul</b>	P	-1 693	1 524	1 163	-240	888	82	361	337	1 458	17	-2	-1 705	-405	-1 243	-31					

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: MHAP.

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. SPANISH INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION VIS-À-VIS OTHER EURO AREA RESIDENTS AND THE REST OF THE WORLD SUMMARY

■ Series depicted in chart.

End-of-period stocks in EUR billions

	Net international investment position (assets-liabil.)	Total excluding Banco de España										Banco de España					
		Net position excluding Banco de España (assets-liabil.)	Direct investment			Portfolio investment			Other investment			Financial derivatives Net position (assets-liabil.)	Banco de España Net position (assets-liabil.)	Reserves	Net assets vis-à-vis the Euro-system	Other net assets (assets-liabil.) (a)	
			2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10						11
<b>04</b>	-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	
<b>05</b>	-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	
<b>06</b>	-648.2	-743.9	-19.3	331.1	350.4	-508.9	455.7	964.6	-206.1	324.9	530.9	-9.6	95.7	14.7	29.4	51.6	
<b>07</b>	-822.8	-901.7	-2.6	395.4	398.0	-648.5	438.4	1 086.9	-231.8	379.5	611.3	-18.8	78.9	12.9	1.1	64.9	
<b>08</b>	-863.1	-914.0	1.3	424.4	423.2	-603.7	354.2	958.0	-305.1	386.6	691.8	-6.4	50.9	14.5	-30.6	67.0	
<b>09</b>	-939.2	-984.6	-16.5	425.4	441.9	-619.5	357.9	977.4	-341.4	370.4	711.8	-7.3	45.4	15.1	-30.5	60.7	
Q3	-973.2	-1 010.1	-14.7	430.7	445.4	-663.2	371.4	1 034.6	-327.3	364.4	691.7	-4.9	36.9	18.3	-42.6	61.2	
Q4	-982.2	-1 026.3	-4.5	434.4	438.9	-693.7	374.3	1 068.1	-327.1	369.6	696.8	-1.0	44.1	19.6	-36.4	60.9	
<b>10</b>	-973.2	-1 015.6	-7.7	440.4	448.1	-667.9	380.6	1 048.4	-345.8	362.6	708.4	5.7	42.4	20.9	-38.5	60.0	
Q2	-921.9	-998.5	10.8	460.1	449.3	-604.0	352.9	956.9	-317.3	371.3	688.5	12.0	-23.4	24.4	-100.8	53.1	
Q3	-978.4	-998.5	13.4	468.1	454.7	-661.9	334.3	996.1	-354.3	354.6	708.9	4.3	20.2	22.6	-54.3	51.9	
Q4	-932.8	-963.1	17.5	487.2	469.7	-637.0	312.2	949.2	-346.3	373.1	719.3	2.7	30.3	23.9	-46.1	52.5	
<b>11</b>	-970.8	-1 010.2	5.8	483.4	477.7	-672.4	302.2	974.6	-342.1	379.7	721.8	-1.5	39.5	23.2	-35.2	51.5	
Q1	-982.1	-1 014.2	14.6	485.7	471.1	-648.8	292.9	942.0	-379.7	383.0	762.7	-0.3	32.2	23.5	-40.6	49.3	
Q2	-978.4	-973.2	10.2	478.9	468.8	-622.3	273.5	895.7	-368.7	388.6	757.3	7.6	-5.2	27.6	-83.8	51.1	
Q4	-975.3	-894.4	15.1	497.6	482.5	-599.4	256.7	856.1	-315.9	397.6	713.6	5.9	-81.0	36.4	-170.2	52.8	
<b>12</b>	-970.5	-785.7	14.2	495.4	481.2	-543.0	269.5	812.5	-259.8	415.8	675.6	2.9	-184.8	36.0	-271.2	50.5	
Q2	-960.3	-645.5	8.4	493.9	485.5	-462.5	255.1	717.6	-196.0	446.5	642.4	4.6	-314.9	41.4	-403.6	47.3	

### INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION



### COMPONENTS OF THE POSITION



Source: BE.

Note: As from December 2002, portfolio investment data have been calculated using a new information system (see Banco de España Circular 2/2001 and note on changes introduced in the economic indicators). The incorporation of the new data under the heading 'shares and mutual funds' of other resident sectors entails a very significant break in the time series, both in the financial assets and the liabilities, so that the series have been revised back to 1992. This methodological change introduced by the new system also affects the rest of the headings, to some extent, but the effect does not justify a complete revision of the series.

a. See note b to table 17.21 of the Boletín Estadístico.

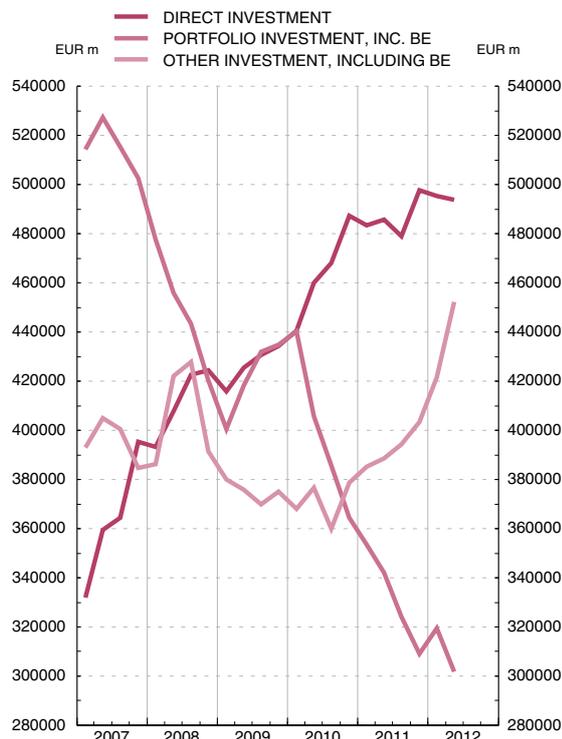
## 7.7. SPANISH INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION VIS-À-VIS OTHER EURO AREA RESIDENTES AND THE REST OF THE WORLD BREAKDOWN BY INVESTMENT

■ Series depicted in chart.

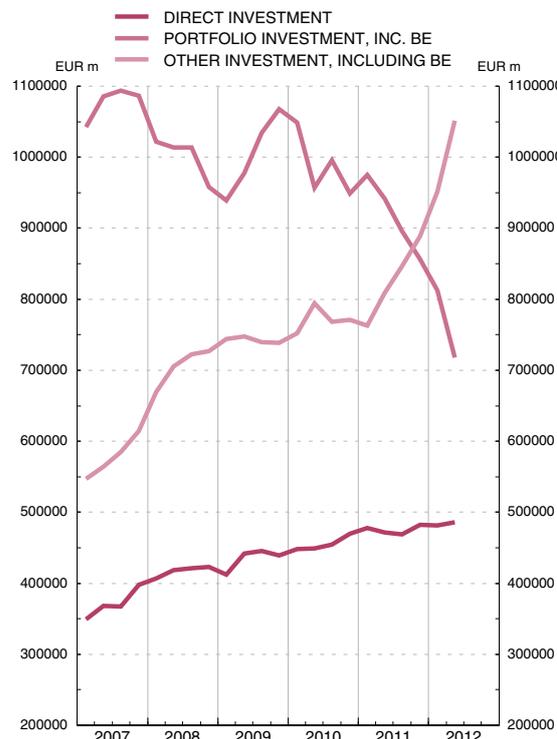
End-of-period stocks in EUR millions

	Direct investment				Portfolio investment, including Banco de España				Other investment, including Banco de España		Financial derivatives including BE	
	Spanish investment abroad		Foreign investment in Spain		Spanish investment abroad		Foreign investment in Spain		Spanish investment abroad	Foreign investment in Spain (a)	Spanish investment abroad	Foreign investment in Spain
	Shares and other equities	Intercompany debt transactions	Shares and other equities	Intercompany debt transactions	Shares and mutual funds	Debt securities	Shares and mutual funds	Debt securities				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09</b>												
Q2	389 679	35 700	321 139	120 735	59 963	358 187	177 536	799 835	375 889	747 409	92 879	100 032
Q3	397 659	33 053	327 809	117 569	71 192	360 879	218 231	816 410	369 856	739 197	85 194	90 098
Q4	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 620	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
<b>10</b>												
Q1	410 263	30 163	329 507	118 611	89 281	351 097	198 588	849 822	368 037	752 035	93 867	88 286
Q2	427 881	32 209	330 743	118 567	87 320	318 420	169 657	787 204	376 723	794 422	118 304	106 522
Q3	431 713	36 355	334 396	120 316	88 694	297 029	194 290	801 837	360 016	768 345	121 434	117 049
Q4	449 351	37 816	346 283	123 369	92 373	271 994	181 491	767 728	378 652	770 656	95 116	92 459
<b>11</b>												
Q1	446 074	37 374	356 688	120 997	92 824	260 696	204 976	769 639	385 301	762 462	80 724	82 170
Q2	447 696	38 041	354 933	116 211	91 874	250 141	194 526	747 507	388 630	808 439	83 747	84 040
Q3	435 112	43 817	355 693	113 058	78 257	245 886	159 665	736 084	394 182	846 328	134 796	127 191
Q4	448 416	49 153	363 539	118 959	77 741	231 308	164 215	691 864	403 341	888 913	140 225	134 415
<b>12</b>												
Q1	447 395	48 004	362 459	118 765	84 295	235 127	159 817	652 698	421 535	952 112	133 237	130 209
Q2	441 365	52 502	368 530	116 960	82 241	219 548	146 557	571 050	452 201	1 051 132	153 277	148 677

### SPANISH INVESTMENT ABROAD



### FOREIGN INVESTMENT IN SPAIN



Source: BE.

Note: See footnote to Indicator 7.6

a. See note b to table 17.21 of the Boletín Estadístico.

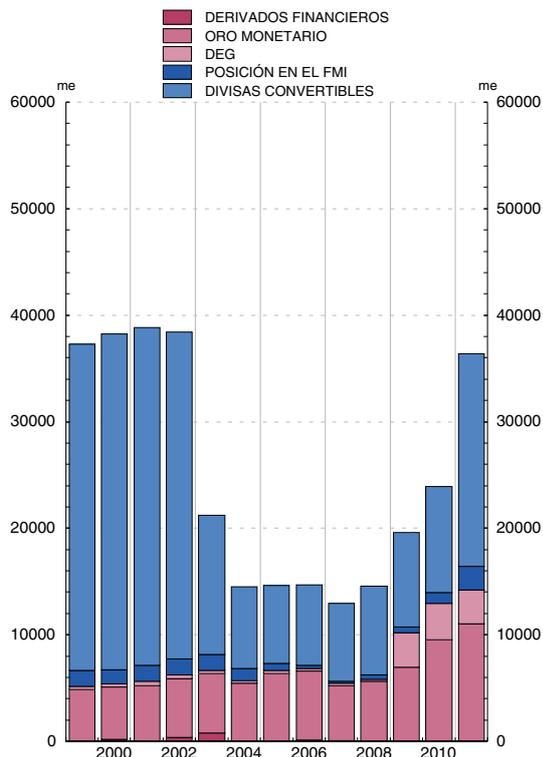
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

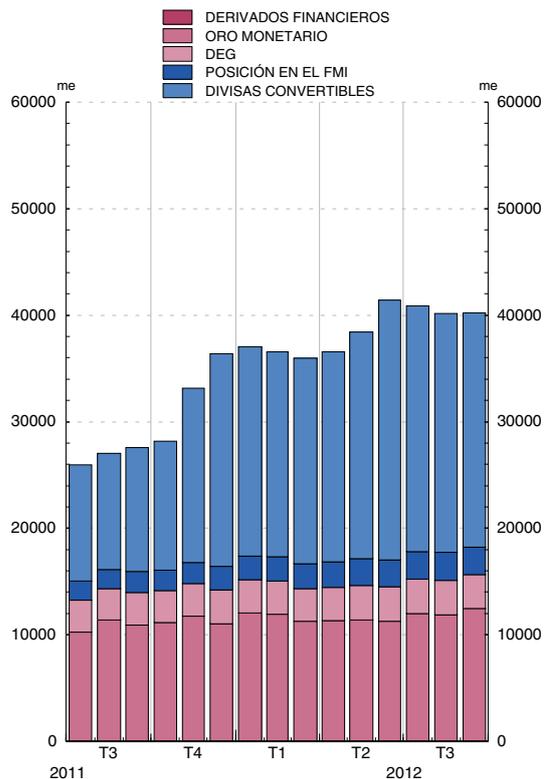
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11</b>							
<i>Abr</i>	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
<i>May</i>	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
<i>Jun</i>	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
<i>Jul</i>	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
<i>Ago</i>	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
<i>Sep</i>	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1
<i>Oct</i>	28 197	12 124	1 913	3 010	11 150	-	9,1
<i>Nov</i>	33 157	16 393	1 952	3 072	11 740	-	9,1
<i>Dic</i>	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
<b>12</b>							
<i>Ene</i>	37 017	19 620	2 233	3 139	12 025	-	9,1
<i>Feb</i>	36 582	19 242	2 305	3 087	11 949	-	9,1
<i>Mar</i>	35 977	19 312	2 312	3 095	11 258	-	9,1
<i>Abr</i>	36 540	19 708	2 402	3 130	11 300	-	9,1
<i>May</i>	38 440	21 308	2 492	3 248	11 392	-	9,1
<i>Jun</i>	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1
<i>Jul</i>	40 879	23 071	2 560	3 287	11 961	-	9,1
<i>Ago</i>	40 184	22 459	2 619	3 232	11 875	-	9,1
<i>Sep</i>	40 193	21 948	2 583	3 195	12 471	-3	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*

	Total deuda externa	Administraciones Públicas					Otras instituciones financieras monetarias					
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>08</b> //	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
///	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09</b> /	1 699 703	243 632	15 801	480	204 677	22 675	-	784 094	15 149	411 446	248 803	108 696
//	1 722 777	257 152	21 125	979	211 224	23 825	-	786 229	14 200	409 692	251 975	110 363
///	1 732 303	276 333	31 005	709	219 260	25 359	-	770 038	14 217	391 123	257 026	107 671
IV	1 757 372	299 770	44 479	532	229 085	25 674	-	782 874	14 903	384 509	260 304	123 157
<b>10</b> /	1 782 624	317 500	51 896	117	238 846	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
//	1 763 442	292 974	39 698	195	224 769	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
///	1 748 525	303 839	39 437	935	234 437	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 718 965	289 353	36 629	980	220 521	31 223	-	759 633	9 910	413 379	238 061	98 283
<b>11</b> /	1 711 456	292 041	37 875	488	221 838	31 839	-	764 176	10 640	395 695	239 222	118 619
//	1 734 572	286 220	37 245	11	215 762	33 202	-	795 343	7 554	425 267	234 487	128 035
///	1 762 013	293 524	36 605	510	222 641	33 766	-	771 984	6 211	402 061	227 294	136 418
IV	1 759 711	275 629	28 545	431	211 918	34 734	-	715 320	3 494	362 532	218 539	130 755
<b>12</b> /	1 783 938	256 704	23 731	8	192 143	40 822	-	655 527	3 341	311 819	205 107	135 259
//	1 798 740	237 608	17 247	134	173 977	46 250	-	591 736	2 749	273 161	180 062	135 765

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

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes							Inversión directa			
	Total (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>08</b> //	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683
///	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080
<b>09</b> /	32 491	32 491	480 593	20 122	19 430	3 275	292 216	143 518	393	1 639	158 893	69 975	88 918
//	35 596	35 596	468 268	18 969	17 448	2 416	282 343	145 040	385	1 667	175 532	90 696	84 836
///	47 538	47 538	461 698	13 249	16 429	2 552	281 652	145 875	419	1 522	176 696	89 842	86 854
IV	41 400	41 400	459 569	18 059	14 269	2 375	278 601	144 393	419	1 454	173 759	73 851	99 908
<b>10</b> /	43 673	43 673	450 816	14 758	15 099	3 179	271 344	144 739	424	1 273	180 768	69 855	110 913
//	105 881	105 881	440 976	12 714	17 910	4 462	258 705	145 582	432	1 172	181 816	67 392	114 424
///	59 477	59 477	448 713	14 032	17 464	4 762	260 062	150 839	421	1 134	178 343	67 523	110 820
IV	51 323	51 323	438 075	11 929	17 511	4 284	250 678	152 021	422	1 231	180 582	67 445	113 136
<b>11</b> /	40 665	40 665	435 218	11 724	18 765	3 818	248 339	150 765	415	1 391	179 356	67 750	111 606
//	45 732	45 732	428 650	11 840	19 174	4 192	240 618	151 415	414	997	178 626	68 454	110 172
///	89 019	89 019	427 885	7 466	19 732	6 433	235 866	156 972	420	997	179 601	67 937	111 664
IV	175 360	175 360	414 468	5 300	20 205	6 544	224 068	157 022	423	907	178 935	69 733	109 201
<b>12</b> /	276 496	276 496	416 082	8 530	20 125	6 699	219 845	159 269	420	1 194	179 128	69 664	109 463
//	408 695	408 695	384 143	5 643	18 764	6 826	191 372	159 850	493	1 194	176 559	69 427	107 131

FUENTE: BE.

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

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		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 de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)	
2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	13			
<b>11 Abr</b>	396 372	96 912	322 853	-3 756	-	378	20 016	194 759	831 108	64 758	526 450	174 657	201 613
May	406 998	121 578	315 687	-6 504	-	252	24 016	190 096	833 005	53 806	526 287	170 428	216 902
Jun	431 648	134 617	315 438	-1 346	-	158	17 219	217 454	842 535	75 422	528 083	172 420	214 194
Jul	428 135	155 735	314 193	-3 563	-	123	38 354	218 792	851 836	74 499	541 021	166 522	209 343
Ago	415 158	152 276	371 089	-6 310	-	467	102 365	198 249	854 163	56 888	540 662	172 140	216 908
Sep	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122
Oct	381 055	201 431	381 245	-13 039	-	2 860	191 442	166 392	858 960	57 290	611 521	138 337	214 663
Nov	373 525	214 687	393 440	-12 911	-	2 392	224 082	157 921	865 195	62 105	614 105	155 275	215 605
Dic	394 459	229 993	481 184	-5 277	-	7 807	319 248	175 162	882 268	60 738	657 215	110 629	219 297
<b>12 Ene</b>	356 284	126 500	698 255	-	-	3 707	472 178	211 324	875 501	94 231	695 754	62 654	144 961
Feb	322 045	128 613	663 720	6 376	-	1 683	478 347	215 315	868 647	106 706	700 664	59 374	106 730
Mar	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984
Abr	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253
May	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268
Jun	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653
Jul	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566
Ago	885 373	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334
Sep	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
		Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)	
15	16	17	18	19	20	21	22	24	25	26	27	28			
<b>11 Abr</b>	42 227	10 830	32 991	-544	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 560	73 096	6 828	19 781	78 702	22 751
May	53 134	18 422	39 430	-487	-	0	4 231	50 085	-5 585	-16 970	71 609	8 699	19 822	77 456	25 604
Jun	47 777	11 506	37 949	-127	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 618	71 283	9 185	19 886	78 200	23 444
Jul	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772
Ago	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169
Sep	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565
Oct	76 048	43 185	42 994	-461	-	0	9 670	93 640	-5 585	-36 331	68 456	5 754	24 147	86 395	24 324
Nov	97 970	54 449	51 831	-465	-	110	7 956	119 540	-5 585	-38 879	67 709	8 302	26 705	88 185	22 894
Dic	118 861	47 109	85 302	1 976	-	395	15 921	150 831	-5 604	-50 033	69 568	5 016	33 204	91 414	23 668
<b>12 Ene</b>	133 177	6 445	154 976	-0	-	-	28 244	175 940	-5 724	-53 051	68 708	5 847	37 116	90 489	16 012
Feb	152 432	17 505	152 297	2 293	-	1	19 665	196 896	-5 724	-49 527	67 114	10 035	37 120	89 556	10 787
Mar	227 600	1 037	315 306	-	-	-	88 742	252 097	-5 724	-30 159	66 912	24 829	35 054	86 847	11 386
Abr	263 535	1 781	315 153	-	-	5	53 404	284 549	-5 724	-26 953	67 161	24 159	32 986	85 287	11 662
May	287 813	9 204	315 438	-	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
Jun	337 206	44 961	320 036	-	-	0	27 792	371 808	-5 724	-40 468	70 049	7 284	35 954	81 846	11 589
Jul	375 549	69 338	332 847	-	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
Ago	388 736	74 115	337 539	-	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
Sep	378 176	70 818	329 109	-	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829

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

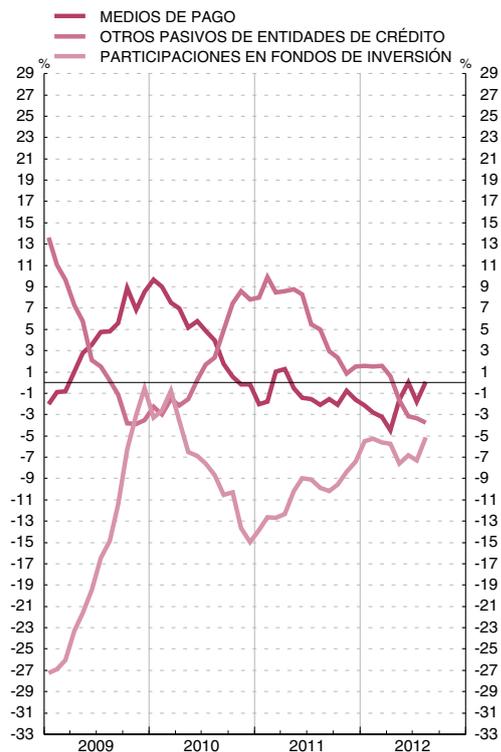
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efectivo	Depósitos (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de entidades de crédito	Depósitos en sucursales en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>09</b>	519 299	8,5	0,6	10,6	527 739	-3,5	-1,3	-18,5	-39,8	146 214	-0,6	1,1	-2,4	2,0	0,3
<b>10</b>	518 340	-0,2	-0,3	-0,1	568 910	7,8	6,4	31,5	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,5	-1,7
<b>11</b>	509 981	-1,6	-1,9	-1,5	577 488	1,5	-2,3	44,8	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,5	-1,1
<b>11</b>															
<i>May</i>	509 733	-0,5	-1,9	-0,2	575 646	8,7	7,4	27,3	0,5	123 436	-10,2	-25,8	5,6	2,3	2,2
<i>Jun</i>	523 525	-1,4	-2,3	-1,2	578 152	8,3	7,0	28,6	-13,4	121 717	-9,0	-21,1	2,4	2,1	2,6
<i>Jul</i>	515 634	-1,5	-2,6	-1,3	573 626	5,5	4,4	21,2	-17,0	121 283	-9,1	-18,6	-0,8	0,9	2,0
<i>Ago</i>	506 611	-2,1	-2,7	-1,9	575 288	5,0	4,5	14,5	-24,0	119 785	-9,9	-17,4	-3,4	0,5	2,0
<i>Sep</i>	502 786	-1,5	-2,1	-1,4	573 786	3,0	2,9	5,9	-14,3	117 938	-10,2	-15,8	-5,4	-0,1	0,5
<i>Oct</i>	495 731	-2,1	-2,0	-2,1	574 053	2,3	0,8	21,6	-13,8	118 090	-9,6	-14,3	-5,8	-0,5	0,7
<i>Nov</i>	500 118	-0,8	-1,6	-0,6	571 410	0,9	-1,6	29,2	-20,1	115 330	-8,4	-12,8	-4,7	-0,6	0,1
<i>Dic</i>	509 981	-1,6	-1,9	-1,5	577 488	1,5	-2,3	44,8	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	-0,5	-1,1
<b>12</b>															
<i>Ene</i>	493 716	-2,2	-2,3	-2,1	577 318	1,6	-3,1	58,1	-31,7	118 041	-5,5	-7,4	-4,1	-0,5	1,0
<i>Feb</i>	492 086	-2,8	-2,4	-2,9	582 603	1,5	-3,5	59,8	-33,9	119 071	-5,3	-4,3	-6,0	-0,7	0,6
<i>Mar</i>	497 887	-3,2	-1,8	-3,5	583 480	1,6	-3,8	63,3	-39,0	118 259	-5,6	-4,4	-6,5	-0,9	-0,4
<i>Abr</i>	489 246	-4,5	-1,8	-5,1	575 657	0,6	-4,7	61,7	-37,6	117 474	-5,8	-3,0	-7,7	-1,8	-0,6
<i>May</i>	P 501 540	-1,6	1,4	-2,3	566 084	-1,7	-6,9	58,0	-36,2	114 082	-7,6	-3,0	-10,8	-1,7	-1,3
<i>Jun</i>	P 523 652	0,0	3,9	-0,9	559 940	-3,2	-8,4	56,4	-32,5	113 414	-6,8	-4,9	-8,2	-1,8	-1,9
<i>Jul</i>	P 506 515	-1,8	4,4	-3,2	554 296	-3,4	-9,2	60,5	-13,9	112 411	-7,3	-5,4	-8,7	-2,7	-3,4
<i>Ago</i>	P 507 076	0,1	5,3	-1,1	553 549	-3,8	-9,5	57,8	-8,2	113 655	-5,1	-5,4	-4,9	-2,1	-4,5

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
					Otros 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	
<b>09</b>	117 386	-2,8	113 704	-5,5	9,2	-38,6	11 475	5,5	1,0	10,8	
<b>10</b>	119 757	2,0	123 552	8,7	6,1	19,1	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>11</b>	112 152	-6,4	127 226	3,0	-10,9	52,4	9 780	-19,5	-16,5	-21,9	
<b>11</b>											
<b>May</b>	118 295	-0,1	121 120	11,0	5,9	35,5	11 983	7,0	-10,7	24,8	
<b>Jun</b>	121 854	-2,7	122 657	10,2	5,0	34,6	11 817	8,4	-5,1	21,1	
<b>Jul</b>	115 876	-3,5	118 228	3,5	-2,1	30,4	11 282	-16,3	-25,1	-8,6	
<b>Ago</b>	114 506	-5,7	120 531	5,8	1,3	25,2	11 142	-17,0	-24,1	-10,9	
<b>Sep</b>	112 031	-5,3	120 520	1,9	-1,9	17,0	10 970	-17,3	-22,6	-12,8	
<b>Oct</b>	108 693	-5,8	120 850	1,8	-6,4	36,6	10 984	-14,0	-18,1	-10,6	
<b>Nov</b>	111 426	-3,7	122 134	-0,8	-11,0	36,2	10 727	-12,8	-16,7	-9,6	
<b>Dic</b>	112 152	-6,4	127 226	3,0	-10,9	52,4	9 780	-19,5	-16,5	-21,9	
<b>12</b>											
<b>Ene</b>	106 399	-5,6	126 777	7,4	-10,8	77,5	10 976	-10,2	-12,0	-8,9	
<b>Feb</b>	106 957	-8,5	129 784	7,8	-11,0	79,7	11 072	-10,0	-9,1	-10,7	
<b>Mar</b>	108 838	-10,3	130 832	7,5	-13,3	85,1	10 997	-10,3	-9,2	-11,1	
<b>Abr</b>	103 225	-12,8	127 407	7,1	-14,0	85,4	10 552	-12,8	-8,2	-16,1	
<b>May</b>	109 824	-7,2	124 782	3,0	-17,8	80,7	10 252	-14,4	-8,2	-18,9	
<b>Jun</b>	114 404	-6,1	124 290	1,3	-19,6	79,4	10 185	-13,8	-10,1	-16,5	
<b>Jul</b>	103 662	-10,5	121 356	2,6	-20,1	84,1	10 091	-10,6	-5,8	-14,0	
<b>Ago</b>	106 146	-7,3	121 602	0,9	-20,5	75,0	10 198	-8,5	-5,9	-10,3	

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

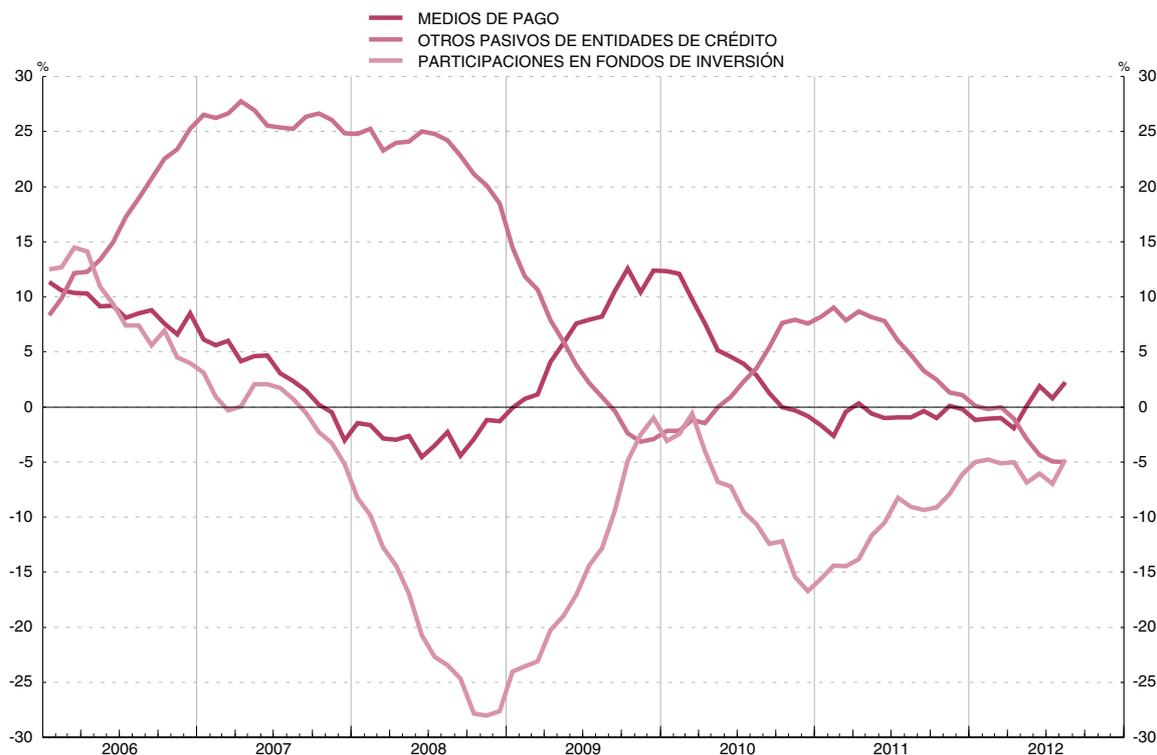
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>09</b>	401 912	12,4	3,5	15,3	414 036	-2,9	-3,5	8,3	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>	398 582	-0,8	-1,8	-0,5	445 358	7,6	6,5	28,2	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11</b>	397 829	-0,2	-1,2	0,1	450 262	1,1	-0,3	23,0	105 377	-6,1	-9,6	-3,3
<b>11 May</b>	391 438	-0,6	-2,5	-0,1	454 527	8,2	7,7	15,5	111 452	-11,7	-27,1	3,9
<i>Jun</i>	401 672	-1,0	-2,3	-0,6	455 496	7,8	7,4	14,2	109 900	-10,5	-22,5	0,8
<i>Jul</i>	399 758	-0,9	-2,5	-0,5	455 397	6,0	6,0	6,3	110 002	-8,3	-17,8	0,1
<i>Ago</i>	392 105	-0,9	-2,4	-0,5	454 756	4,7	5,2	-2,1	108 644	-9,1	-16,7	-2,5
<i>Sep</i>	390 755	-0,4	-1,7	0,0	453 266	3,3	4,0	-7,4	106 968	-9,4	-15,1	-4,6
<i>Oct</i>	387 038	-1,0	-1,5	-0,8	453 203	2,5	2,4	3,1	107 106	-9,1	-13,9	-5,2
<i>Nov</i>	388 693	0,1	-1,0	0,4	449 277	1,3	0,6	12,6	104 603	-7,9	-12,4	-4,2
<i>Dic</i>	397 829	-0,2	-1,2	0,1	450 262	1,1	-0,3	23,0	105 377	-6,1	-9,6	-3,3
<b>12 Ene</b>	387 317	-1,2	-1,6	-1,0	450 541	0,1	-1,4	23,9	107 065	-5,0	-6,8	-3,6
<i>Feb</i>	385 129	-1,1	-1,7	-0,9	452 819	-0,2	-1,8	25,1	107 999	-4,8	-3,8	-5,5
<i>Mar</i>	389 049	-1,0	-1,2	-1,0	452 648	-0,0	-1,6	23,9	107 262	-5,1	-3,9	-6,0
<i>Abr</i>	386 021	-2,0	-1,2	-2,2	448 250	-1,1	-2,6	22,7	106 922	-5,0	-2,4	-6,8
<i>May</i> P	391 716	0,1	1,9	-0,5	441 303	-2,9	-4,4	20,5	103 830	-6,8	-2,5	-9,9
<i>Jun</i> P	409 248	1,9	4,4	1,2	435 649	-4,4	-5,9	19,3	103 229	-6,1	-4,4	-7,3
<i>Jul</i> P	402 853	0,8	4,8	-0,4	432 940	-4,9	-6,9	26,0	102 320	-7,0	-5,3	-8,2
<i>Ago</i> P	400 930	2,3	5,6	1,3	431 947	-5,0	-7,1	29,5	103 458	-4,8	-5,4	-4,3

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

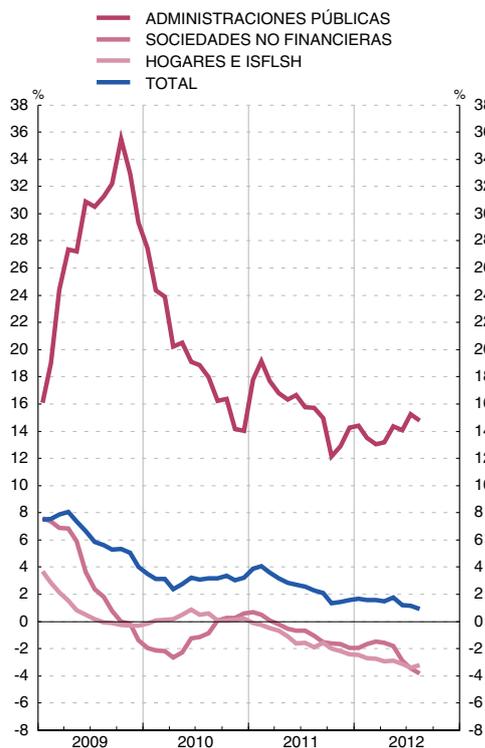
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

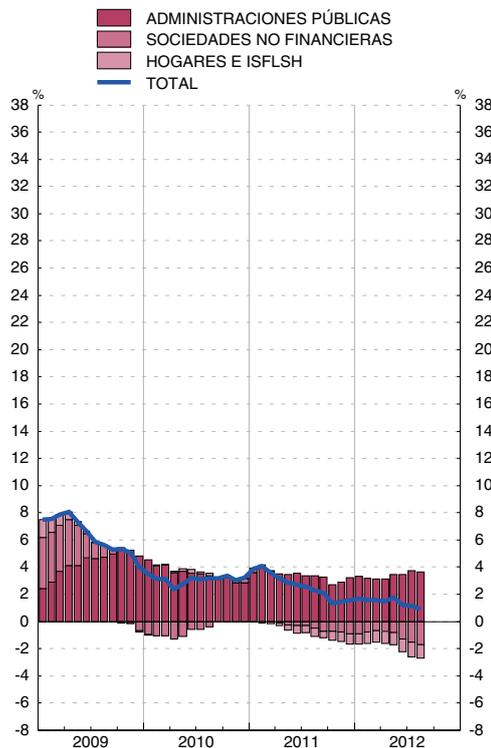
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual						Contribución a la tasa de total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH										Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH				
					Por sectores					Por instrumentos						Por sectores		Por instrumentos		
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
<b>09</b>	2 767 031	107 128	4,0	29,3	-0,9	-1,4	-0,3	-2,0	36,3	0,4	4,8	-0,8	-0,7	-0,1	-1,4	0,5	0,1			
<b>10</b>	2 844 234	88 972	3,2	14,0	0,4	0,6	0,2	-0,4	10,6	3,4	2,9	0,3	0,3	0,1	-0,3	0,2	0,4			
<b>11</b>	2 862 498	44 897	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<b>11</b>																				
<i>May</i>	2 852 182	1 767	2,8	16,3	-0,8	-0,6	-1,1	-1,7	5,4	3,2	3,4	-0,6	-0,3	-0,4	-1,1	0,1	0,4			
<i>Jun</i>	2 867 251	23 273	2,7	16,7	-1,1	-0,7	-1,6	-2,0	4,8	3,0	3,6	-0,8	-0,3	-0,5	-1,3	0,1	0,4			
<i>Jul</i>	2 855 065	-11 666	2,6	15,8	-1,0	-0,7	-1,6	-2,1	7,4	2,9	3,4	-0,8	-0,3	-0,5	-1,3	0,2	0,4			
<i>Ago</i>	2 840 072	-14 697	2,3	15,7	-1,4	-1,1	-1,9	-2,5	6,8	2,7	3,4	-1,1	-0,5	-0,6	-1,6	0,1	0,3			
<i>Sep</i>	2 852 976	14 514	2,1	15,0	-1,5	-1,5	-1,5	-2,6	7,0	2,6	3,3	-1,2	-0,7	-0,5	-1,7	0,1	0,3			
<i>Oct</i>	2 843 185	-4 732	1,3	12,2	-1,8	-1,6	-2,0	-2,8	5,4	2,6	2,7	-1,4	-0,7	-0,6	-1,8	0,1	0,3			
<i>Nov</i>	2 860 482	17 249	1,4	12,9	-1,9	-1,7	-2,2	-3,0	4,8	2,6	2,9	-1,5	-0,8	-0,7	-1,9	0,1	0,3			
<i>Dic</i>	2 862 498	5 606	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,6	2,4	3,2	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<b>12</b>																				
<i>Ene</i>	2 870 257	6 229	1,7	14,4	-2,2	-2,0	-2,5	-3,4	8,6	2,2	3,3	-1,7	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<i>Feb</i>	2 878 531	9 614	1,6	13,5	-2,1	-1,7	-2,7	-3,3	8,8	2,2	3,2	-1,6	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<i>Mar</i>	2 886 062	6 215	1,6	13,0	-2,0	-1,5	-2,7	-3,4	11,1	2,8	3,1	-1,5	-0,7	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<i>Abr</i>	2 872 712	-10 434	1,5	13,2	-2,1	-1,6	-2,9	-3,5	8,2	2,6	3,1	-1,6	-0,7	-0,9	-2,1	0,2	0,3			
<i>May</i>	2 884 063	8 946	1,8	14,3	-2,2	-1,8	-2,9	-3,6	7,1	2,8	3,5	-1,7	-0,8	-0,9	-2,2	0,2	0,3			
<i>Jun</i>	2 892 898	8 240	1,2	14,1	-3,0	-2,9	-3,1	-4,1	9,1	0,7	3,5	-2,2	-1,3	-1,0	-2,5	0,2	0,1			
<i>Jul</i>	P 2 877 906	-14 024	1,1	15,2	-3,4	-3,4	-3,4	-4,6	8,8	0,3	3,7	-2,6	-1,5	-1,0	-2,8	0,2	0,0			
<i>Ago</i>	P 2 855 678	-20 589	0,9	14,8	-3,6	-3,8	-3,2	-4,6	8,6	-0,4	3,6	-2,7	-1,7	-1,0	-2,8	0,2	-0,0			

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

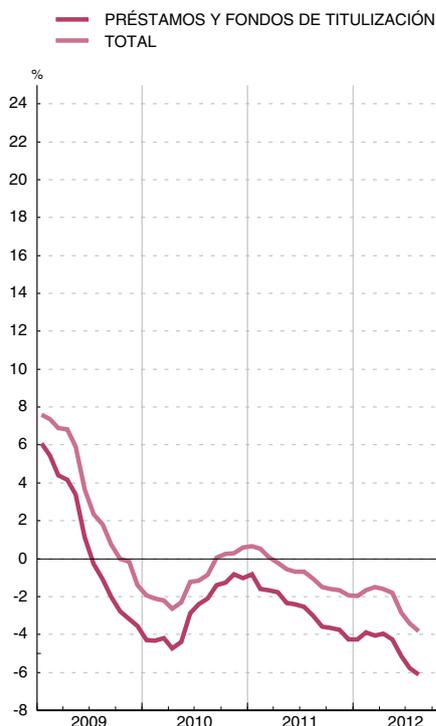
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

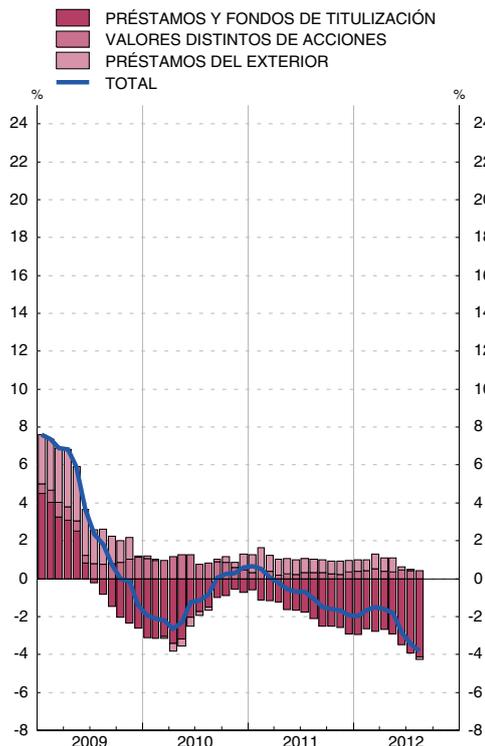
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>09</b>	1 298 607	-18 104	-1,4	914 902	-3,6	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	329 086	0,4	0,1	1 256
<b>10</b>	1 301 635	7 485	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 418	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
<b>11</b>	1 255 296	-25 410	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 998	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
<b>11</b>														
May	1 280 545	-4 006	-0,6	871 252	-2,3	-1,6	64 027	49 798	5,4	0,3	345 266	3,1	0,8	1 431
Jun	1 272 768	-140	-0,7	865 216	-2,4	-1,7	63 046	48 915	4,8	0,2	344 506	2,9	0,8	1 427
Jul	1 272 752	135	-0,7	863 879	-2,5	-1,8	63 352	49 181	7,4	0,3	345 520	2,9	0,7	1 386
Ago	1 262 739	-9 969	-1,1	852 995	-3,0	-2,1	63 135	49 002	6,8	0,3	346 610	2,7	0,7	1 328
Sep	1 267 014	5 163	-1,5	852 340	-3,6	-2,5	63 937	49 802	7,0	0,3	350 737	2,5	0,7	1 212
Oct	1 262 887	482	-1,6	850 978	-3,6	-2,5	64 071	49 985	5,4	0,3	347 838	2,5	0,7	1 294
Nov	1 264 914	1 477	-1,7	849 929	-3,7	-2,6	64 434	50 363	4,8	0,2	350 551	2,6	0,7	1 275
Dic	1 255 296	-7 109	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 998	50 867	7,6	0,4	349 411	2,3	0,6	1 332
<b>12</b>														
Ene	1 253 700	-3 711	-2,0	835 814	-4,3	-2,9	65 348	51 080	8,6	0,4	352 538	2,2	0,6	1 325
Feb	1 253 981	1 313	-1,7	831 018	-3,9	-2,7	67 828	53 296	8,8	0,4	355 134	2,1	0,6	1 172
Mar	1 252 635	-1 996	-1,5	828 598	-4,1	-2,8	69 150	54 320	11,1	0,5	354 886	2,8	0,7	1 143
Abr	P 1 248 818	-2 051	-1,6	825 581	-3,9	-2,7	67 933	53 166	8,2	0,4	355 304	2,6	0,7	1 172
May	P 1 244 965	-6 544	-1,8	819 091	-4,3	-2,9	68 567	53 979	7,1	0,4	357 307	2,8	0,8	1 147
Jun	P 1 232 741	-13 600	-2,9	812 285	-5,1	-3,5	68 813	53 606	9,1	0,5	351 644	0,6	0,2	1 164
Jul	P 1 225 079	-7 144	-3,4	805 015	-5,8	-3,9	68 901	53 854	8,8	0,4	351 163	0,2	0,1	1 136
Ago	P 1 208 677	-14 552	-3,8	791 767	-6,1	-4,1	68 567	53 546	8,6	0,4	348 342	-0,4	-0,1	1 126

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

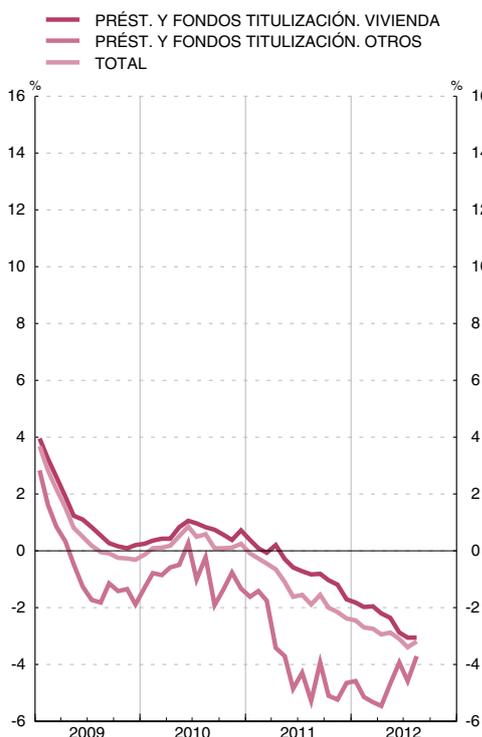
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

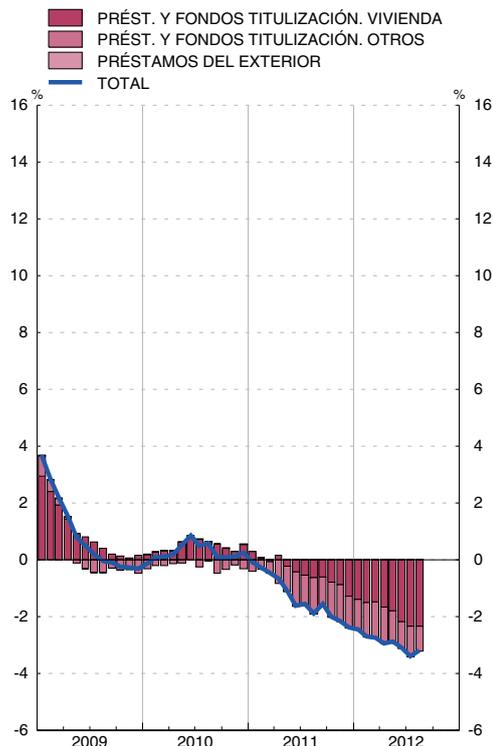
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>09</b>	903 342	-2 867	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	2 966	3,8	0,0	23 986	2 986
<b>10</b>	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
<b>11</b>	870 960	-21 481	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
<b>11</b>														
<b>May</b>	884 889	-1 954	-1,1	674 603	-0,3	-0,2	207 319	-3,7	-0,9	2 967	6,4	0,0	16 028	929
<b>Jun</b>	889 194	4 872	-1,6	674 734	-0,6	-0,4	211 480	-4,9	-1,2	2 980	7,2	0,0	15 735	760
<b>Jul</b>	883 669	-5 158	-1,6	674 240	-0,7	-0,5	206 425	-4,3	-1,0	3 005	7,6	0,0	15 670	714
<b>Ago</b>	878 962	-4 454	-1,9	671 878	-0,8	-0,6	204 077	-5,3	-1,3	3 007	6,2	0,0	15 627	648
<b>Sep</b>	877 623	-618	-1,5	671 201	-0,8	-0,6	203 403	-3,9	-0,9	3 018	6,4	0,0	15 475	605
<b>Oct</b>	873 954	-3 220	-2,0	669 149	-1,0	-0,8	201 797	-5,1	-1,2	3 007	5,0	0,0	15 305	610
<b>Nov</b>	877 624	4 173	-2,2	667 909	-1,2	-0,9	206 696	-5,2	-1,3	3 020	4,7	0,0	15 250	570
<b>Dic</b>	870 960	-5 583	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
<b>12</b>														
<b>Ene</b>	865 762	-4 614	-2,5	663 730	-1,8	-1,4	199 318	-4,6	-1,1	2 714	4,9	0,0	10 245	497
<b>Feb</b>	861 035	-4 418	-2,7	660 918	-2,0	-1,5	197 389	-5,1	-1,2	2 728	5,3	0,0	10 194	450
<b>Mar</b>	858 727	-2 975	-2,7	659 805	-2,0	-1,5	196 186	-5,3	-1,3	2 737	4,7	0,0	10 089	428
<b>Abr</b>	855 481	-2 097	-2,9	660 121	-2,2	-1,7	192 603	-5,5	-1,3	2 757	5,3	0,0	10 040	347
<b>May</b>	853 837	-1 358	-2,9	657 256	-2,4	-1,8	193 809	-4,7	-1,1	2 772	5,2	0,0	9 897	271
<b>Jun</b>	855 769	2 713	-3,1	653 982	-2,9	-2,2	199 004	-3,9	-0,9	2 783	5,2	0,0	9 753	378
<b>Jul</b>	847 807	-7 511	-3,4	652 170	-3,1	-2,3	192 839	-4,6	-1,1	2 799	4,9	0,0	8 268	295
<b>Ago</b>	845 479	-2 540	-3,2	649 856	-3,1	-2,3	192 813	-3,7	-0,9	2 810	5,1	0,0	8 144	260

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

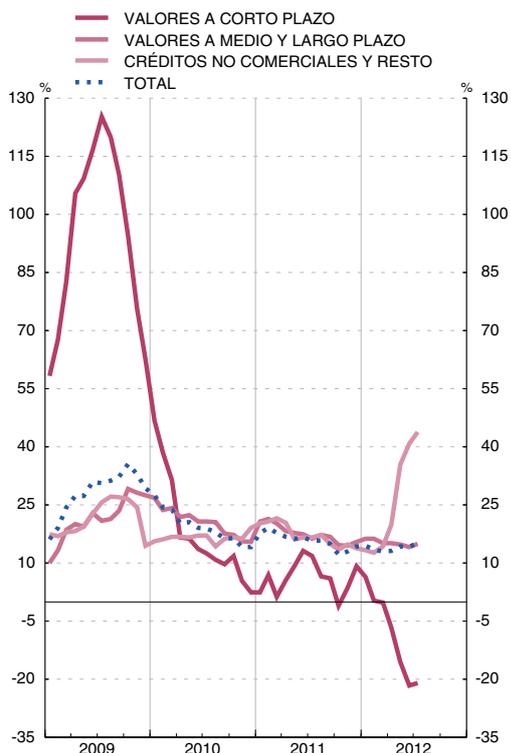
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

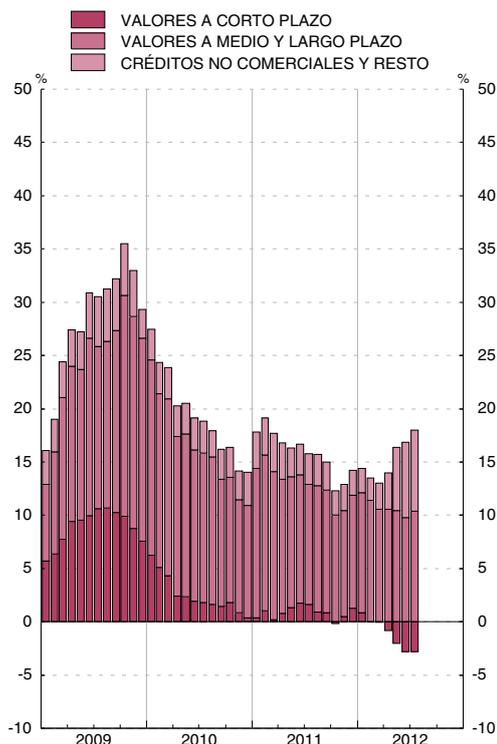
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>08</b>	436 984	54 677	14,3	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	81 453	12 414	18,0	3,2
<b>09</b>	565 082	128 098	29,3	86 003	33 127	62,7	7,6	385 825	83 170	27,5	19,0	93 255	11 802	14,5	2,7
<b>10</b>	P 644 454	79 372	14,0	88 124	2 121	2,5	0,4	445 252	59 427	15,4	10,5	111 078	17 823	19,1	3,2
<b>11</b>	P 736 242	91 788	14,2	96 153	8 029	9,1	1,2	513 696	68 444	15,4	10,6	126 392	15 314	13,8	2,4
<b>11 Feb</b>	P 672 558	16 255	19,1	89 203	1 312	6,8	1,0	468 380	12 388	21,4	14,6	114 976	2 555	20,8	3,5
<b>Mar</b>	P 685 440	12 881	17,7	85 654	-3 549	1,2	0,2	481 216	12 836	20,3	13,9	118 570	3 594	21,5	3,6
<b>Abr</b>	P 679 021	-6 418	16,8	85 864	210	5,5	0,8	476 416	-4 800	18,2	12,6	116 742	-1 828	20,3	3,4
<b>May</b>	P 686 748	7 727	16,3	89 427	3 564	9,4	1,3	482 293	5 877	17,8	12,3	115 028	-1 714	16,1	2,7
<b>Jun</b>	P 705 288	18 540	16,7	92 275	2 847	13,1	1,8	490 935	8 642	17,4	12,0	122 079	7 051	16,6	2,9
<b>Jul</b>	P 698 644	-6 644	15,8	93 311	1 037	11,9	1,6	483 170	-7 765	16,3	11,2	122 163	85	16,6	2,9
<b>Ago</b>	P 698 371	-274	15,7	90 266	-3 045	6,5	0,9	487 189	4 019	17,2	11,9	120 916	-1 247	17,3	3,0
<b>Sep</b>	P 708 340	9 969	15,0	91 271	1 005	6,0	0,8	493 559	6 370	16,8	11,5	123 509	2 593	15,0	2,6
<b>Oct</b>	P 706 345	-1 995	12,2	90 010	-1 262	-1,0	-0,2	494 561	1 002	14,6	10,0	121 775	-1 735	13,5	2,3
<b>Nov</b>	P 717 944	11 599	12,9	93 364	3 354	3,6	0,5	502 472	7 911	14,4	9,9	122 108	334	14,7	2,5
<b>Dic</b>	P 736 242	18 298	14,2	96 153	2 790	9,1	1,2	513 696	11 224	15,4	10,6	126 392	4 284	13,8	2,4
<b>12 Ene</b>	P 750 795	14 553	14,4	93 550	-2 604	6,4	0,9	529 881	16 185	16,2	11,3	127 365	972	13,3	2,3
<b>Feb</b>	P 763 515	12 720	13,5	89 450	-4 100	0,3	0,0	544 638	14 757	16,3	11,3	129 427	2 063	12,6	2,1
<b>Mar</b>	P 774 700	11 185	13,0	85 483	-3 966	-0,2	-0,0	553 704	9 066	15,1	10,6	135 512	6 085	14,3	2,5
<b>Abr</b>	A 768 413	-6 287	13,2	80 215	-5 268	-6,6	-0,8	548 276	-5 428	15,1	10,6	139 921	4 409	19,9	3,4
<b>May</b>	A 785 261	16 848	14,3	75 590	-4 625	-15,5	-2,0	553 846	5 570	14,8	10,4	155 825	15 903	35,5	5,9
<b>Jun</b>	A 804 388	19 127	14,1	72 319	-3 272	-21,6	-2,8	560 067	6 222	14,1	9,8	172 002	16 177	40,9	7,1
<b>Jul</b>	A 805 019	631	15,2	73 775	1 456	-20,9	-2,8	555 611	-4 456	15,0	10,4	175 633	3 631	43,8	7,7

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

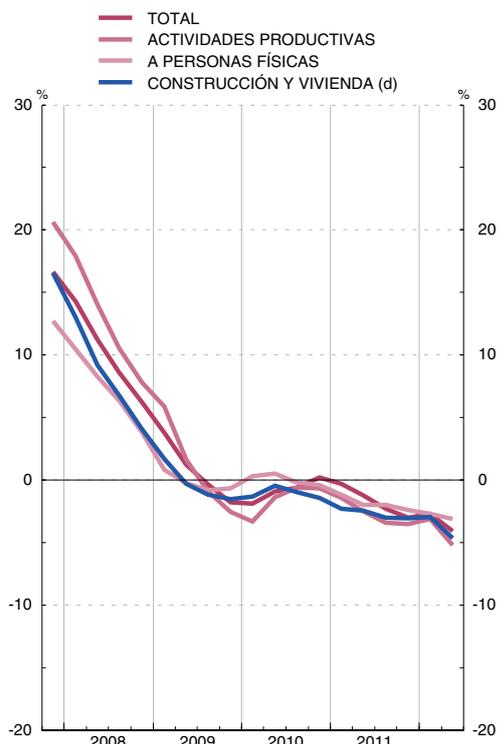
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

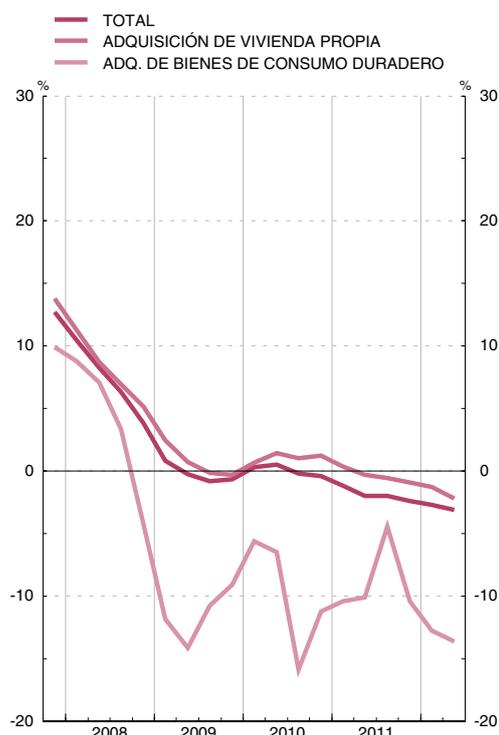
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Servicios inmobiliarios								Total	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
<b>09</b>	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
<b>10</b>	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
<b>11</b>	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321	
<b>08 /</b>	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519	
<b>II</b>	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062	
<b>III</b>	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765	
<b>IV</b>	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
<b>09 /</b>	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231	
<b>II</b>	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917	
<b>III</b>	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918	
<b>IV</b>	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
<b>10 /</b>	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758	
<b>II</b>	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436	
<b>III</b>	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836	
<b>IV</b>	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
<b>11 /</b>	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867	
<b>II</b>	1 817 801	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 425	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912	
<b>III</b>	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491	
<b>IV</b>	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321	
<b>12 /</b>	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606	
<b>II</b>	1 744 215	912 914	21 085	138 007	91 834	661 988	286 942	779 950	644 236	614 743	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012	

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

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

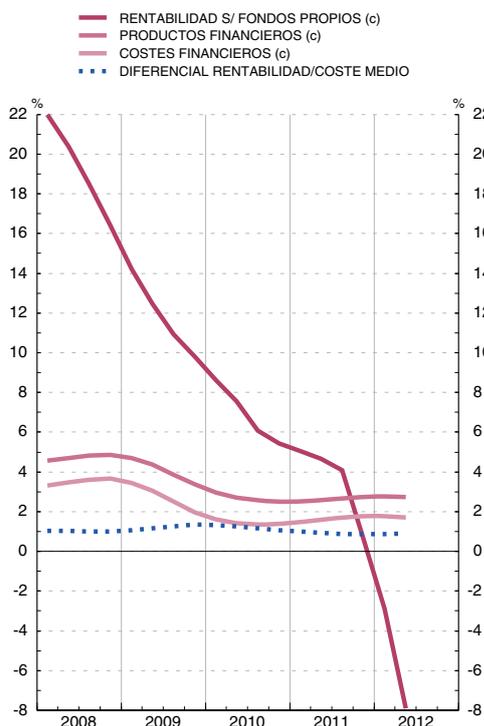
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

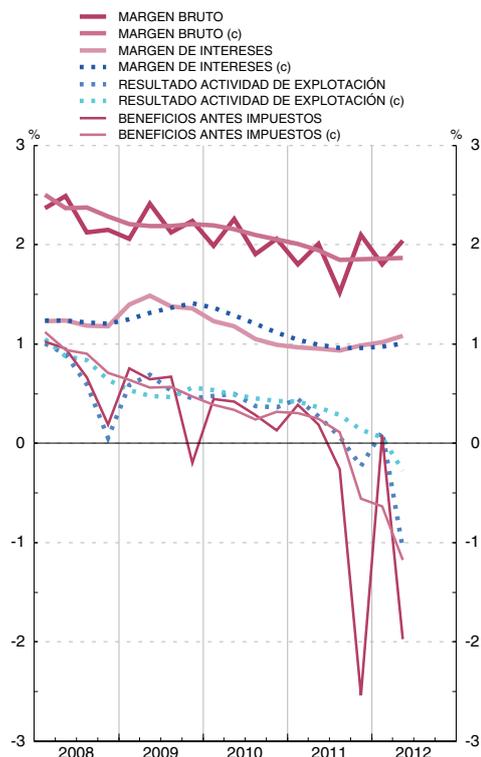
■ Serie representada gráficamente.

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

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

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

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

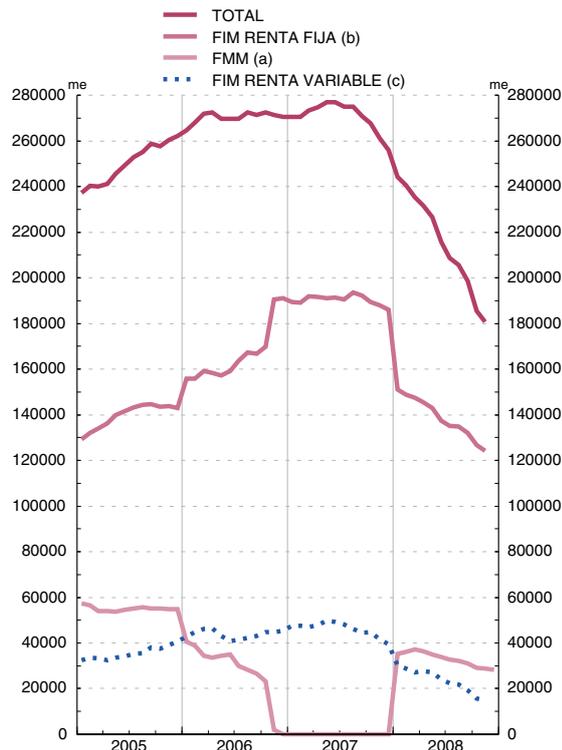
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

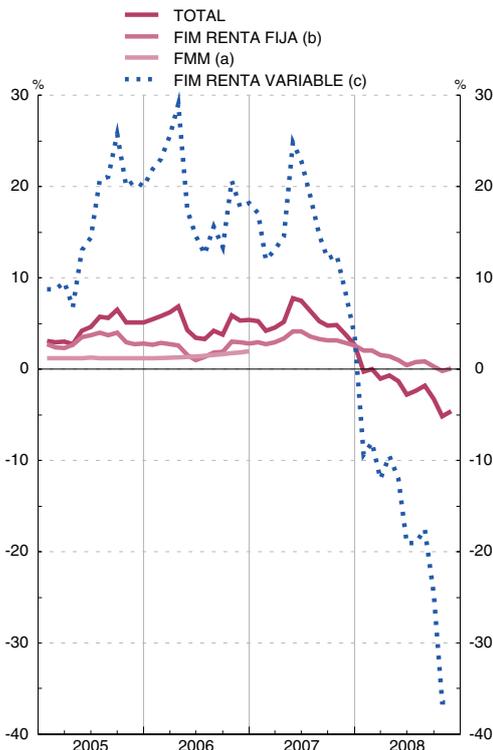
Millones de euros y porcentajes

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

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

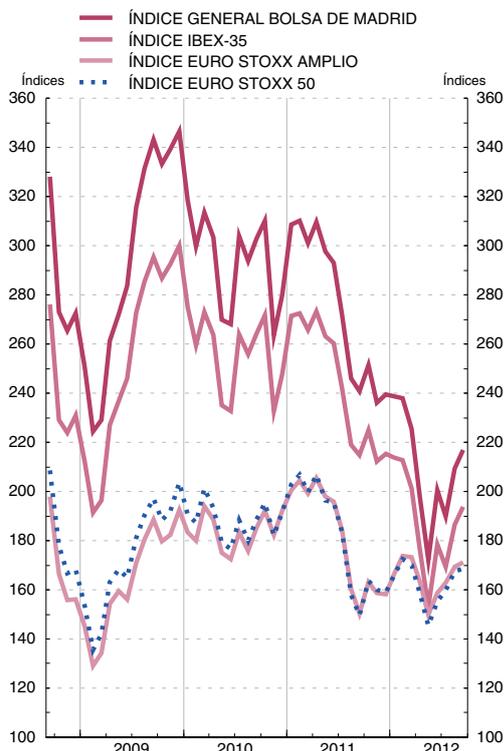
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

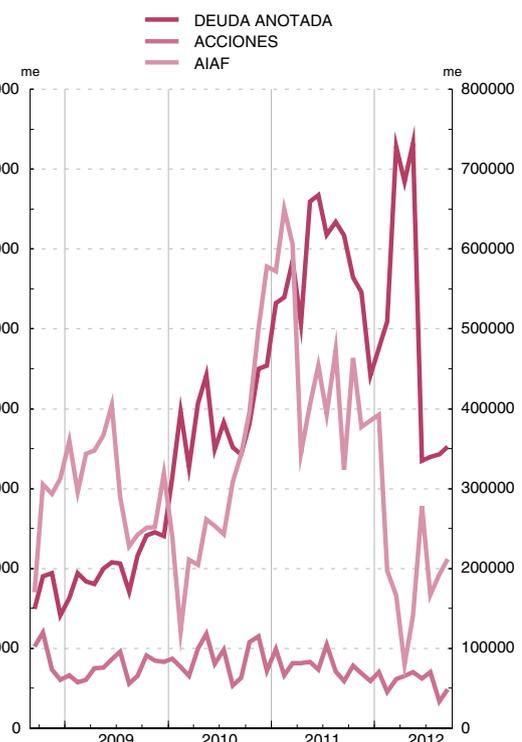
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>10</b>	1 053,39	10 203,05	262,35	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
<b>11</b>	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 503	-	29 630	-	5 591
<b>12</b>	A 751,20	7 444,88	236,00	2 367,78	527 952	46 849	4 498 405	1 826 423	-	26 989	-	4 097
<b>11 Jun</b>	1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	667 286	454 088	...	2 579	...	495
<b>Jul</b>	973,30	9 630,70	262,76	2 670,37	104 705	6 551	617 918	393 327	...	1 292	...	524
<b>Ago</b>	881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	70 892	5 279	633 792	473 063	...	1 523	...	602
<b>Sep</b>	862,85	8 546,60	214,77	2 179,66	58 839	5 331	617 152	323 864	...	3 030	...	441
<b>Oct</b>	901,18	8 954,90	232,83	2 385,22	78 397	4 071	564 362	463 770	...	1 994	...	356
<b>Nov</b>	845,97	8 449,50	226,68	2 330,43	68 702	13 191	545 551	377 003	...	2 949	...	367
<b>Dic</b>	857,65	8 566,30	225,78	2 316,55	59 425	4 652	441 925	385 388	...	4 211	...	283
<b>12 Ene</b>	855,17	8 509,20	237,81	2 416,66	70 057	4 595	475 268	392 335	...	2 990	...	304
<b>Feb</b>	852,45	8 465,90	248,09	2 512,11	45 692	5 239	509 249	197 260	...	1 977	...	327
<b>Mar</b>	807,46	8 008,00	247,21	2 477,28	61 373	5 458	727 917	166 605	...	4 527	...	441
<b>Abr</b>	707,48	7 011,00	233,02	2 306,43	65 798	5 699	683 752	79 682	...	1 710	...	587
<b>May</b>	617,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626
<b>Jun</b>	718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	335 123	277 867	...	4 246	...	566
<b>Jul</b>	680,53	6 738,10	232,34	2 325,72	70 446	5 057	339 550	167 029	...	2 140	...	515
<b>Ago</b>	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374
<b>Sep</b>	P 777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	352 275	212 006	...	4 937	...	357

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)

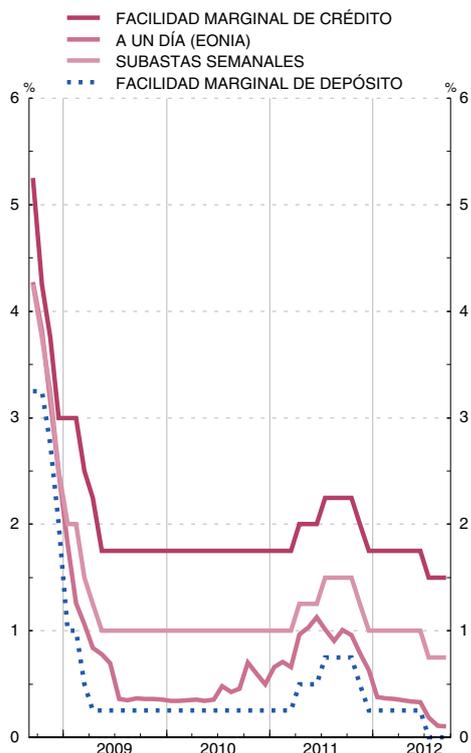
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

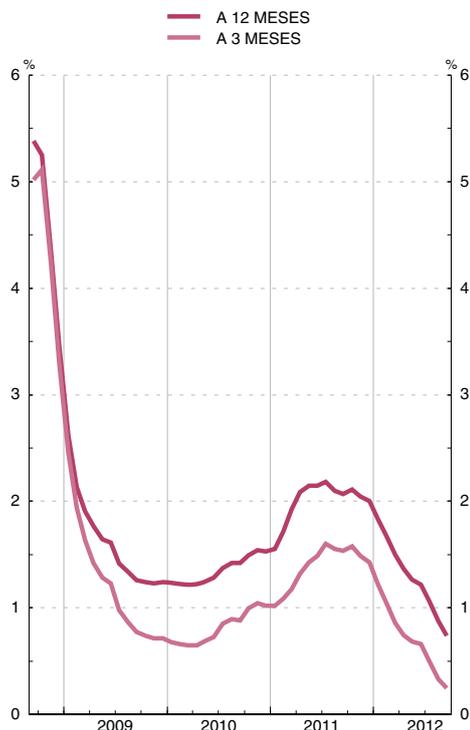
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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	
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
12	0,75	0,75	1,50	-	0,278	0,40	0,70	0,98	1,28	0,30	0,85	1,06	-	1,72	0,21	0,38	0,53	1,00
11 Jun	1,25	1,25	2,00	0,50	1,124	1,28	1,49	1,75	2,14	1,20	1,39	1,49	1,72	-	1,12	1,25	1,44	1,77
Jul	1,50	1,50	2,25	0,75	1,012	1,42	1,60	1,82	2,18	1,08	1,47	-	-	3,10	1,00	1,48	1,67	2,00
Ago	1,50	1,50	2,25	0,75	0,906	1,37	1,55	1,76	2,10	1,06	1,39	1,45	1,82	3,10	0,93	1,37	1,49	3,34
Sep	1,50	1,50	2,25	0,75	1,005	1,35	1,54	1,74	2,07	1,27	1,60	1,68	-	3,10	1,00	1,23	1,37	-
Oct	1,50	1,50	2,25	0,75	0,960	1,36	1,58	1,78	2,11	1,40	1,52	-	-	-	1,06	1,30	1,44	-
Nov	1,25	1,25	2,00	0,50	0,790	1,23	1,48	1,71	2,04	1,38	1,30	1,46	-	3,10	1,01	1,28	1,65	1,00
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,627	1,14	1,43	1,67	2,00	0,81	1,38	-	-	-	0,64	1,08	1,77	-
12 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,380	0,84	1,22	1,51	1,84	0,34	1,14	1,16	-	-	0,24	0,37	0,50	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,366	0,63	1,05	1,35	1,68	0,35	0,84	1,07	-	1,72	0,27	0,28	0,53	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,357	0,47	0,86	1,16	1,50	0,31	0,50	0,94	-	-	0,17	0,16	0,60	-
Abr	1,00	1,00	1,75	0,25	0,345	0,41	0,74	1,04	1,37	0,31	0,48	-	-	-	0,20	0,21	0,45	-
May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,337	0,39	0,68	0,97	1,27	0,34	0,54	-	-	-	0,25	0,32	0,61	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,332	0,38	0,66	0,94	1,22	0,41	0,83	-	-	-	0,32	0,77	0,93	-
Jul	0,75	0,75	1,50	-	0,184	0,22	0,50	0,78	1,06	0,24	0,51	-	-	-	0,20	0,45	0,15	1,00
Ago	0,75	0,75	1,50	-	0,110	0,13	0,33	0,61	0,88	0,21	0,59	-	-	-	0,15	0,45	-	-
Sep	0,75	0,75	1,50	-	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	2,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

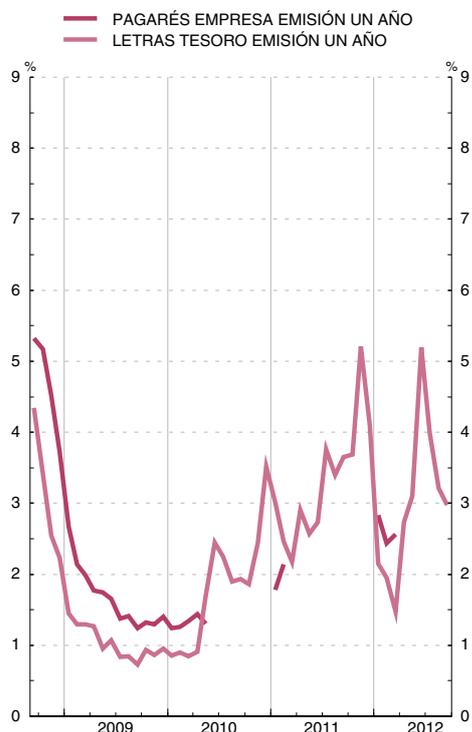
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

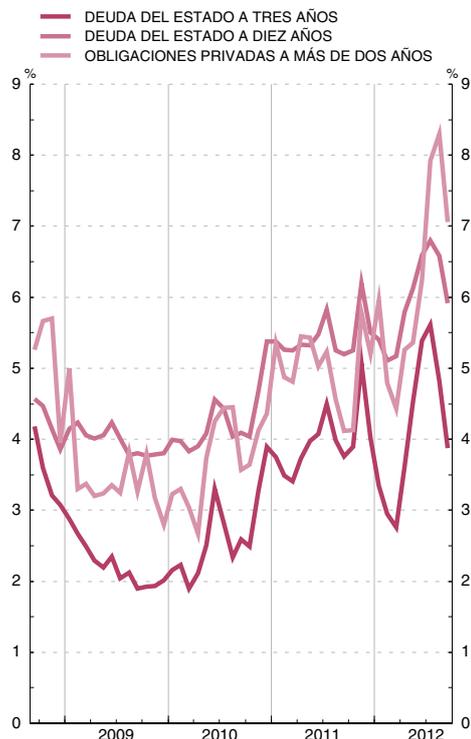
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
10	1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,27	4,51	4,97	5,11	2,64	4,25	3,74	
11	3,31	3,04	1,95	3,11	4,11	4,64	5,55	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00	
12	2,98	2,75	2,57	3,09	4,13	4,97	5,93	-	-	4,10	5,95	6,15	
11 Jun	2,73	2,69	-	2,80	4,05	4,25	5,37	6,04	-	4,07	5,48	5,03	
Jul	3,76	3,29	-	3,10	4,32	4,89	5,92	6,22	-	4,50	5,82	5,23	
Ago	3,40	3,25	-	3,50	4,90	-	5,05	-	-	3,98	5,25	4,56	
Sep	3,65	3,33	-	3,34	-	4,52	5,20	-	-	3,76	5,20	4,12	
Oct	3,69	3,47	-	3,44	3,52	-	5,45	-	-	3,89	5,25	4,13	
Nov	5,20	4,75	-	3,53	4,36	4,89	7,09	-	-	5,07	6,19	5,78	
Dic	4,09	3,45	-	3,66	5,20	5,56	5,57	-	-	4,02	5,50	5,21	
12 Ene	2,15	2,04	2,83	3,65	3,58	3,95	5,47	-	-	3,34	5,40	5,95	
Feb	1,95	1,63	2,44	3,42	3,13	3,70	4,90	-	-	2,95	5,11	4,79	
Mar	1,47	1,43	2,56	3,23	2,52	4,24	-	-	-	2,76	5,17	4,43	
Abr	2,74	2,42	-	3,08	3,52	4,37	5,78	-	-	3,62	5,79	5,26	
May	3,10	3,27	-	3,05	5,13	4,98	-	-	-	4,52	6,13	5,36	
Jun	5,20	4,18	-	3,18	5,51	6,20	6,12	-	-	5,39	6,59	6,24	
Jul	3,99	4,05	-	2,52	5,30	6,54	6,80	-	-	5,61	6,79	7,92	
Ago	3,21	3,09	2,44	2,74	4,85	6,06	6,71	-	-	4,82	6,58	8,30	
Sep	2,98	2,63	-	2,92	3,55	4,58	5,70	-	-	3,88	5,92	7,06	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

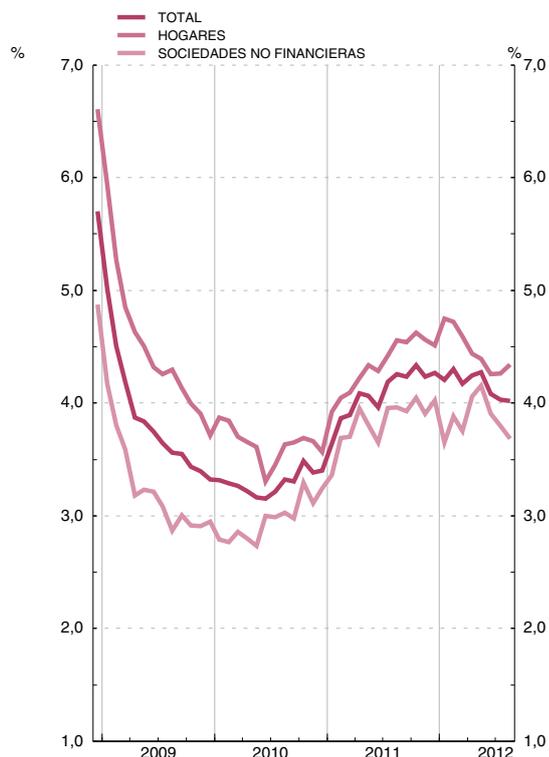
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

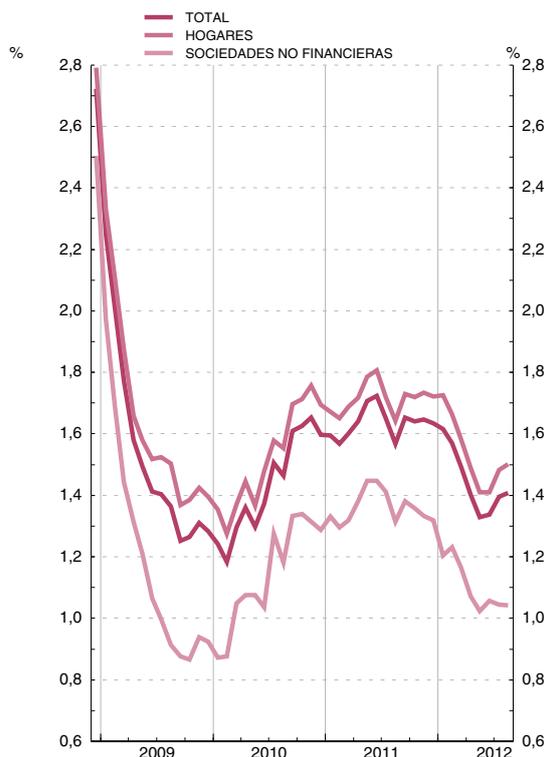
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>10</b>	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79	
<b>11</b>	4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00	
<b>12</b>	4,02	4,34	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48	
<b>11</b>																	
<i>Ene</i>	3,64	3,92	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77	
<i>Feb</i>	3,87	4,05	3,07	7,09	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,30	0,57	2,10	0,71	
<i>Mar</i>	3,89	4,09	3,15	7,04	3,70	4,90	3,06	1,60	1,69	0,30	2,68	0,81	1,32	0,59	2,12	0,74	
<i>Abr</i>	4,09	4,22	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23	1,03	
<i>May</i>	4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01	
<i>Jun</i>	3,96	4,28	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34	1,18	
<i>Jul</i>	4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13	
<i>Ago</i>	4,26	4,55	3,68	7,38	3,96	5,18	3,36	1,57	1,64	0,33	2,57	1,12	1,32	0,65	2,04	0,98	
<i>Sep</i>	4,23	4,54	3,67	7,34	3,93	5,19	3,27	1,65	1,73	0,30	2,74	1,14	1,38	0,63	2,20	1,10	
<i>Oct</i>	4,33	4,62	3,75	7,47	4,05	5,34	3,31	1,64	1,72	0,30	2,72	1,22	1,36	0,66	2,10	1,20	
<i>Nov</i>	4,23	4,56	3,72	7,22	3,91	5,36	3,16	1,65	1,73	0,29	2,77	1,16	1,33	0,63	2,13	1,19	
<i>Dic</i>	4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00	
<b>12</b>																	
<i>Ene</i>	4,20	4,75	3,80	7,86	3,65	5,52	2,96	1,61	1,73	0,27	2,78	0,51	1,20	0,60	1,91	0,49	
<i>Feb</i>	4,30	4,72	3,82	7,70	3,88	5,42	3,14	1,57	1,66	0,26	2,66	0,49	1,23	0,60	1,94	0,50	
<i>Mar</i>	4,17	4,59	3,74	7,41	3,75	5,49	2,96	1,49	1,58	0,28	2,53	0,39	1,16	0,56	1,88	0,51	
<i>Abr</i>	4,25	4,43	3,53	7,48	4,06	5,82	3,21	1,40	1,49	0,27	2,37	0,58	1,07	0,54	1,68	0,60	
<i>May</i>	4,27	4,39	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69	0,48	
<i>Jun</i>	4,08	4,26	3,40	7,04	3,91	5,58	3,36	1,34	1,41	0,26	2,31	0,77	1,06	0,52	1,79	0,64	
<i>Jul</i>	4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77	0,58	
<i>Ago</i>	4,02	4,34	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48	

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

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

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

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

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

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

#### 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 (d) (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 (d) (3)	Con valores unitarios de las exportaciones (4)		Con precios industriales (6)	Con precios de consumo (7)	Con costes laborales unitarios totales (d) (8)	Con valores unitarios de las exportaciones (9)					
<b>09</b>	107,5	110,5	111,9	102,1	102,6	104,7	107,6	109,1	99,5	106,9	109,4	111,8	113,1	103,3
<b>10</b>	106,8	110,0	109,2	102,3	101,9	104,8	108,0	107,2	100,5	106,8	110,0	110,2	111,9	104,2
<b>11</b>	106,8	110,2	106,5	101,8	101,9	104,9	108,2	104,5	99,9	107,0	110,4	107,5	109,8	103,8
<b>10 III</b>	106,3	109,5	109,0	102,5	101,6	104,6	107,7	107,3	100,9	106,5	109,8	110,3	112,1	104,4
<b>IV</b>	106,4	110,6	108,4	101,9	101,8	104,6	108,7	106,5	100,1	106,5	110,8	109,5	113,9	103,7
<b>11 I</b>	106,7	109,5	107,2	102,2	101,6	105,1	107,8	105,5	100,6	107,0	110,1	108,5	106,4	104,2
<b>II</b>	106,8	110,9	107,3	102,4	101,8	104,9	108,8	105,4	100,5	107,0	111,1	108,3	109,0	104,4
<b>III</b>	106,9	109,9	106,1	102,0	102,0	104,8	107,8	104,0	100,0	107,0	110,0	107,0	111,1	104,0
<b>IV</b>	106,9	110,6	105,4	100,7	102,1	104,6	108,3	103,2	98,6	106,9	110,5	106,1	112,6	102,6
<b>12 I</b>	106,7	108,6	103,6	102,1	101,7	104,9	106,8	101,9	100,4	107,1	109,1	104,9	109,3	104,4
<b>II</b>	106,5	109,8	102,7	...	101,5	104,9	108,1	101,2	...	107,2	110,4	104,2	108,9	...
<b>11 Dic</b>	106,7	110,3	105,4	99,7	102,0	104,5	108,1	103,2	97,7	106,9	110,4	106,1	112,6	101,6
<b>12 Ene</b>	106,7	108,8	...	102,0	101,8	104,8	106,8	...	100,1	107,0	109,2	...	...	104,2
<b>Feb</b>	106,5	107,9	...	102,3	101,7	104,8	106,1	...	100,6	107,0	108,4	...	...	104,5
<b>Mar</b>	106,8	109,2	103,6	102,1	101,6	105,1	107,4	101,9	100,4	107,3	109,7	104,9	109,3	104,5
<b>Abr</b>	106,7	109,9	...	101,2	101,6	105,0	108,2	...	99,6	107,3	110,5	...	...	103,4
<b>May</b>	106,5	109,7	...	101,7	101,5	105,0	108,1	...	100,2	107,2	110,4	...	...	103,8
<b>Jun</b>	106,3	109,6	102,7	...	101,5	104,7	108,0	101,2	...	107,0	110,3	104,2	108,9	...
<b>Jul</b>	106,5	108,7	...	...	101,2	105,2	107,4	...	...	107,5	109,7	...	...	...
<b>Ago</b>	...	108,6	...	...	101,0	...	107,5	...	...	...	109,8	...	...	...
<b>Sep</b>	...	...	...	...	101,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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 correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

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

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados								
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>09</b>	110,5	114,0	120,4	104,2	103,4	106,9	110,2	116,4	100,7	111,0	115,0	104,4	106,4	110,2
<b>10</b>	109,1	112,9	116,6	103,7	101,9	107,1	110,8	114,4	101,8	108,2	112,7	101,9	106,2	110,6
<b>11</b>	109,2	113,1	113,6	103,4	101,7	107,3	111,2	111,6	101,6	108,7	112,7	101,8	106,7	110,7
<b>10 III</b>	108,3	112,0	116,0	103,7	101,2	107,0	110,6	114,6	102,4	107,1	111,4	101,0	106,1	110,4
<b>10 IV</b>	108,8	113,6	118,2	103,3	101,8	106,9	111,6	116,1	101,5	108,0	113,3	101,8	106,1	111,2
<b>11 I</b>	109,3	112,6	109,9	103,8	101,6	107,5	110,8	108,2	102,1	108,6	112,2	101,6	106,9	110,4
<b>11 II</b>	109,8	114,4	113,3	104,2	102,3	107,3	111,9	110,8	101,9	109,6	114,5	102,7	106,7	111,5
<b>11 III</b>	109,2	112,7	115,0	103,5	101,8	107,3	110,7	113,0	101,7	108,8	112,3	102,0	106,7	110,2
<b>11 IV</b>	108,7	112,8	116,0	101,9	101,3	107,3	111,4	114,5	100,6	107,7	111,9	101,1	106,6	110,8
<b>12 I</b>	108,4	110,8	112,1	103,0	100,7	107,6	110,0	111,3	102,3	107,1	109,4	100,1	107,0	109,3
<b>12 II</b>	108,0	111,8	111,2	...	100,3	107,6	111,4	110,9	...	106,6	110,3	99,6	107,0	110,7
<b>11 Dic</b>	108,2	112,3	116,0	100,8	100,9	107,2	111,3	114,5	99,9	107,1	111,2	100,5	106,6	110,6
<b>12 Ene</b>	108,0	110,5	...	102,5	100,5	107,5	110,0	...	102,0	106,6	108,9	99,8	106,8	109,2
<b>12 Feb</b>	108,3	110,1	...	103,4	100,8	107,5	109,3	...	102,6	107,1	108,8	100,2	106,9	108,6
<b>12 Mar</b>	108,7	111,7	112,1	103,2	100,9	107,8	110,7	111,3	102,3	107,6	110,4	100,4	107,2	110,0
<b>12 Abr</b>	108,5	112,3	...	102,2	100,7	107,7	111,5	...	101,4	107,4	111,1	100,2	107,2	110,9
<b>12 May</b>	108,0	111,7	...	102,3	100,3	107,7	111,4	...	102,0	106,5	110,2	99,5	107,0	110,7
<b>12 Jun</b>	107,5	111,4	111,2	...	100,0	107,5	111,3	110,9	...	105,8	109,6	99,2	106,7	110,6
<b>12 Jul</b>	107,6	110,3	...	...	99,6	108,0	110,7	...	...	105,7	108,2	98,5	107,3	109,9
<b>12 Ago</b>	...	110,4	...	...	99,6	...	110,8	...	...	...	108,5	98,6	...	110,0
<b>12 Sep</b>	...	...	...	...	100,1	...	...	...	...	...	...	99,4	...	...

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 correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf).

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice\\_general.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf).

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a [publicaciones@bde.es](mailto:publicaciones@bde.es).

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

© Banco de España, Madrid, 2012  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## 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
DGTPF	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
FAAF	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
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Variación neta de activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de pasivos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		

### 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	EUR (euro)
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.