

BOLETÍN ECONÓMICO

! ž/2013

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 2014	3
Informe trimestral de la economía española	
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	27
4 La economía española	41
5 Evolución financiera	60
La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2013	73
Un análisis de la situación del crédito en España	81
Composición sectorial de la producción, divergencia y sincronía cíclica en los países del área del euro	101
Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2013	109
El ajuste en los países bálticos tras la crisis financiera	137
Las entidades de pago y los establecimientos de compraventa de moneda extranjera	153
Regulación financiera: tercer trimestre de 2013	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 2014

Mi primera comparecencia como gobernador del Banco de España ante esta comisión tuvo lugar el año pasado, en medio de una situación de gran dificultad para la economía española y una grave crisis del euro. Desde entonces, afortunadamente, la situación ha mejorado y se han despejado las incertidumbres más graves que se cernían sobre el futuro de la moneda común.

Permítanme que empiece subrayando la importancia que para nuestra economía y el bienestar de nuestra sociedad tiene el fortalecimiento de la Unión Económica y Monetaria y la participación de España en ella.

Las dificultades que estamos atravesando no deben ocultar los beneficios que la economía española viene obteniendo de su integración en el proyecto europeo y de su participación en su institución más significativa en el sentido de la integración, la unión monetaria. Basta recordar un par de datos.

En el período 1986-1990, el PIB per cápita español representaba el 78 % de la media de los países que entonces formaban la Unión Europea. En el período 2007-2012, a pesar de la severidad de la crisis en España, ese porcentaje, en relación con el mismo grupo de países, que son los más ricos de la Unión, se situaba en el 93 %. Y si nos fijamos en la situación de nuestras infraestructuras, que tanta importancia tienen para el potencial de crecimiento de cualquier país, hay que señalar que en los últimos veinte años el peso de la inversión en infraestructuras en España ha sido muy superior al de la media de la Unión Europea. En concreto, durante los últimos dos decenios, el peso de la inversión pública en el PIB en España se ha mantenido, año a año, 1,25 puntos porcentuales por encima de la media de la Unión Europea, lo que ha permitido una convergencia casi plena en nuestra dotación de capital público, en proporción a nuestra población, con la de los países europeos más avanzados.

Desde esta perspectiva, que me parece importante no perder de vista, me referiré a la situación económica y financiera en Europa y a la evolución reciente de la economía española, con especial referencia a las políticas económicas y al proyecto de presupuestos para 2014, para concluir con algunos comentarios, que me parecen obligados, sobre los avances de nuestra reestructuración bancaria.

Área del euro

Desde hace algunos meses, la evolución de la coyuntura económica y financiera en Europa muestra síntomas de mejoría, en un contexto internacional marcado por señales de recuperación de la actividad en Estados Unidos y en Japón y por una cierta pérdida de vigor de las economías emergentes, singularmente China.

Tras seis trimestres seguidos de contracción, el crecimiento del PIB ha vuelto a territorio positivo en el área del euro. El cambio de signo se ha cimentado sobre una reactivación de la demanda interna, que ha venido a sumarse al avance de las exportaciones netas. El crecimiento de 3 décimas que registró el PIB del área del euro en el segundo trimestre de este año ha sido, desde luego, una sorpresa positiva y una evolución favorable para la economía española. Pero es una evolución cuya duración e intensidad no están aseguradas. De hecho, las actualizaciones recientes de las previsiones a medio plazo para el conjunto de la zona del euro siguen anticipando tasas de crecimiento del PIB muy moderadas y niveles de desempleo demasiado altos.

En el ámbito financiero, el grado de fragmentación de los mercados se está reduciendo considerablemente, pero todavía no es plenamente compatible con el normal funcionamiento de una unión monetaria y con la transmisión eficiente de la política monetaria. El coste al que, en estos momentos, pueden financiarse las familias, las empresas, las entidades de crédito y las Administraciones Públicas en los países sometidos a mayor tensión sigue estando por encima del que se correspondería con la orientación de la política monetaria del BCE.

De hecho, el Banco Central Europeo ha continuado reforzando a lo largo de todo el año el tono expansivo de su política monetaria, tanto mediante actuaciones en el ámbito de las medidas convencionales como a través de la puesta en práctica de medidas de carácter no convencional o extraordinario.

En el mes de mayo tuvo lugar una nueva reducción de los tipos de interés oficiales que, conjuntamente con el mantenimiento de la política de provisión ilimitada de liquidez, está sirviendo para fijar los tipos de interés de los mercados monetarios en niveles extremadamente bajos.

En el mes de julio, el Consejo de Gobierno del BCE decidió dar un paso más en su estrategia de reforzar el carácter expansivo de la política monetaria mediante el uso de un nuevo instrumento, consistente en dar publicidad a orientaciones sobre el comportamiento futuro de sus tipos de interés, lo que se conoce en la jerga de la profesión por su denominación en inglés *forward guidance*, algo así como «orientación» o «guía» «hacia adelante» o «hacia el futuro». Así, tras la bajada de tipos de mayo, en julio el BCE anunció que el Consejo de Gobierno esperaba que los tipos de interés oficiales permanezcan en el nuevo nivel, o en uno inferior, por un período dilatado.

En cualquier caso, la contribución que la política monetaria puede hacer a la resolución de los problemas de fondo de la crisis es limitada, y difícilmente puede ir más allá de proporcionar el tiempo necesario para que den sus frutos otras políticas económicas que sí cuentan con los resortes apropiados para atajar esos problemas. La plena normalización del área requiere que los Estados miembros concluyan con éxito los ajustes de sus políticas económicas nacionales a los requisitos de funcionamiento de una unión monetaria.

Desde esta perspectiva, creo que hay que valorar los avances realizados hacia la unión bancaria en Europa. En los próximos días, el Consejo de la Unión Europea aprobará la legislación que sustenta la creación del Mecanismo Único de Supervisión, con lo que se pone formalmente en marcha el proceso que culminará con la asunción, por parte del BCE, de la supervisión microprudencial en el área del euro en otoño del próximo año.

Hay, prácticamente, consenso en torno al convencimiento de que la unión bancaria será un instrumento decisivo para quebrar el vínculo entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, permitiendo reducir y, esperamos, finalmente eliminar el grado de fragmentación financiera que todavía persiste en el área. Pero para que se desarrolle todo su potencial, será importante la calidad de los ejercicios de revisión de la situación bancaria que deberán llevarse a cabo antes de la asunción por el BCE de sus nuevas responsabilidades supervisoras.

Pero la unión bancaria tampoco desplegará todo su potencial si no se avanza en el diseño del resto de las piezas que componen esa unión, singularmente, un mecanismo y un fondo de resolución únicos, es decir, un procedimiento armonizado o común para el tratamiento de las crisis bancarias.

Paso ahora a comentar la situación de nuestra economía.

La economía española muestra síntomas de mejora, si bien el impulso para una recuperación sostenida continúa siendo débil. A lo largo del presente ejercicio, la actividad ha ido suavizando su ritmo de contracción, hasta alcanzar en el segundo trimestre un descenso de solo una décima en tasa intertrimestral. Los datos del tercer trimestre, todavía incompletos, sugieren que esta mejoría se habría prolongado en los meses más recientes, con lo que la actividad en España podría haber dejado de caer entre julio y septiembre e, incluso, haber registrado un ligero incremento, tras dos años de descensos continuados.

Así, creo que no es injustificado afirmar que la economía española parece estar superando la segunda recesión de esta prolongada crisis.

Son diversos los factores que sustentan este cambio. Es indudable que el repunte de la actividad en el área del euro ha contribuido a ello, así como una campaña turística muy favorable. Pero la buena marcha de las exportaciones también a destinos fuera del área del euro indica que las ganancias muy notables en competitividad están contribuyendo de modo apreciable a esta mejora.

Las cifras del mercado laboral de los dos últimos trimestres muestran signos positivos. Señalan un freno en el ritmo de destrucción de empleo, así como un descenso de casi 1 punto porcentual de la tasa de paro, que se mantiene todavía en niveles ligeramente por encima del 26 % de la población activa. El impulso a la contratación que habitualmente se produce en torno a los meses estivales y el descenso de la población activa han influido en estos desarrollos; pero también deben de estar reflejando una reacción favorable de la ocupación al ajuste que se está produciendo en los costes laborales.

Como el Banco de España ha indicado en otras ocasiones y ha reiterado hace solo unos días, evaluar los resultados de la reforma laboral aprobada el pasado año es un ejercicio que exige prudencia por dos razones fundamentales: es una reforma estructural, cuyos efectos, en cualquier caso, solo pueden hacerse sentir en el plazo medio y largo; y su puesta en vigor se ha producido en plena recesión. Aun así, el análisis que ya puede hacerse muestra mejores resultados —una menor caída en el empleo y una mayor moderación salarial— que los indicados por los modelos de predicción. Como ya he manifestado en otras comparecencias parlamentarias, creo que la reforma era imprescindible, que su orientación ha sido la correcta y, en lo fundamental, es la que la práctica totalidad de expertos y organismos internacionales nos venían señalando como necesaria desde hace bastantes años. Creo que sus efectos serán positivos y que eso se podrá apreciar claramente en cuanto se empiece a recuperar la actividad.

Si se compara la situación actual con la que prevalecía hace un año, es evidente que se han producido avances notables en el restablecimiento de la confianza hacia la economía española. La creciente normalización de los flujos de financiación procedentes del exterior y el descenso de la prima de riesgo soberano ilustran bien esta circunstancia. Sin embargo, la traslación de esta mejoría a las condiciones globales de financiación está siendo todavía limitada, por lo que las restricciones financieras continúan pesando de modo muy importante sobre las decisiones de gasto e inversión del sector privado en España.

En todo caso, en el transcurso de los últimos trimestres ha proseguido la tendencia a la desaceleración de la inflación y se han cosechado avances adicionales en la corrección de los principales desequilibrios.

Los incrementos en la tasa interanual del índice de precios al consumo que se registraron en la primera mitad de este año se han ido atenuando a medida que se han ido cancelando los efectos de las alzas impositivas y de precios administrados introducidas entre julio y septiembre del año pasado, hasta llegar al 0,3 % registrado en septiembre, según la estimación de avance. Así, es probable que la tasa de variación interanual del IPC se sitúe en diciembre en niveles inferiores al 1 %. El mantenimiento de una tasa de inflación tan moderada contribuye, obviamente, a aliviar el impacto de la debilidad de las rentas sobre la capacidad adquisitiva de familias y empresas. La Ley de desindexación de la economía será un instrumento valioso para consolidar esta trayectoria.

Pero la manifestación más evidente del severo reequilibrio que está realizando la economía española es la eliminación del déficit exterior. En los meses transcurridos de 2013, hemos alcanzado una posición de financiación neta al exterior, una tendencia que, previsiblemente, continuará y se acentuará en lo que resta de ejercicio, hasta colocar el superávit conjunto de la cuenta corriente y de capital de la balanza de pagos para todo el año 2013 por encima del 2 % del PIB. No obstante, hay que señalar que la acumulación de grandes déficits exteriores entre 2007 y 2011 (328.000 millones de euros, el 32 % de nuestro PIB de 2012, en el acumulado de esos cinco años) ha llevado a una posición de inversión internacional deudora elevada, y que se requerirán años para reducir razonablemente nuestra dependencia del ahorro externo.

El desendeudamiento del sector privado sigue avanzando, aunque la desfavorable evolución de las rentas frena la velocidad de este proceso. Es probable, además, que el reequilibrio entre deudas y rentas prolongue la contracción del crédito a nivel agregado, aunque podemos esperar que su impacto sea cada vez menor. Esta evolución es compatible con una reasignación de fondos hacia los agentes más productivos y con posiciones financieras más saneadas. En todo caso, son necesarias actuaciones orientadas a reasignar fondos hacia las empresas con mayores potenciales de actividad y empleo y dificultades de financiación, una situación que se da especialmente en el segmento de las pequeñas y medianas empresas.

La consolidación fiscal

Paso ahora a analizar la situación de las finanzas públicas.

El objetivo de déficit de las AAPP para 2013, del 6,5 % del PIB, supone una disminución de casi 5 puntos porcentuales desde el nivel máximo observado en 2009, del 11,2 % del PIB. Una reducción difícil porque se está produciendo en un contexto macroeconómico muy adverso, y que corresponde, por tanto, a un ajuste real de magnitud muy superior, como indica el descenso del déficit primario estructural acumulado en este período, que puede estimarse en alrededor de 7 puntos porcentuales de PIB.

El avance en este proceso ha requerido la adopción de numerosas medidas, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos.

Por el lado de los ingresos, se ha tratado de compensar los efectos sobre la recaudación del desplome del sector inmobiliario, así como el debilitamiento de las bases impositivas. Con este objetivo, se han producido incrementos en la práctica totalidad de las figuras tributarias. Por el lado del gasto, las medidas se han dirigido a corregir la dinámica insostenible que había ido adquiriendo en la fase previa a la crisis y a compensar la fuerte presión al alza que la propia crisis ejerció sobre otras partidas, como la mayor carga de intereses y las prestaciones por desempleo.

El proceso de consolidación se ha llevado a cabo también mediante una modificación profunda de nuestro marco presupuestario, con la reforma constitucional y la aprobación

de una nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria, que han supuesto un gran avance en transparencia y ampliado la batería instrumentos disponibles para reforzar la disciplina del gasto público.

Las desviaciones respecto a los objetivos establecidos en cuanto a déficit público que se produjeron entre 2009 y 2011 afectaron a la credibilidad del proceso de ajuste. El mayor grado de consecución de los objetivos el año pasado generó indudables beneficios en términos de recuperación de la credibilidad. Ello ha contribuido a aliviar la presión sobre la prima de riesgo y ha facilitado los acuerdos en el ámbito europeo, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y en el procedimiento de déficit excesivo. Las autoridades europeas aceptaron en julio pasado una pauta de ajuste fiscal más suave para España, en particular para los ejercicios 2013 y 2014, que resulta más coherente con las actuales condiciones macroeconómicas y las que prevalecerán en los próximos años.

Para consolidar esta mejora en la credibilidad es necesario cumplir los objetivos de déficit. La información relativa a la ejecución presupuestaria en 2013 es todavía limitada. En el primer semestre del año, el déficit mejoró con respecto al mismo período del año anterior (sin considerar el impacto de las ayudas al sector financiero, que, como es bien sabido, no computan a estos efectos). La ejecución presupuestaria del segundo semestre deberá ser, por tanto, muy estricta en todas las Administraciones si se quieren evitar desviaciones al final del ejercicio. Aunque existen riesgos, espero que podamos cumplir este año con el objetivo de reducir el déficit al 6,5 %.

Los avances logrados en consolidación presupuestaria no deben ocultar que el esfuerzo necesario para asegurar el saneamiento de las finanzas públicas españolas es todavía de gran magnitud. Téngase en cuenta la distancia que todavía existe entre la situación presente y el requisito establecido en el Pacto de Estabilidad y en la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria para el medio plazo, que es alcanzar un saldo estructural equilibrado. El cierre de esta brecha requerirá ajustes adicionales que nunca serán fáciles porque la recuperación del crecimiento será gradual.

Hay que tener presentes, además, los problemas que plantea la dinámica de la proporción de deuda pública al PIB y sus perspectivas a corto plazo. Hasta ahora, y como es habitual en las fases iniciales de los procesos de consolidación fiscal, esta proporción ha seguido creciendo, con una previsión para 2014 del 98,9 % del PIB. La reversión de esta trayectoria es imprescindible para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el futuro, pero requerirá el mantenimiento de superávits primarios durante un período prolongado; por supuesto, cuanto antes alcancemos un crecimiento económico sostenido más se facilitará este proceso de ajuste.

Para afrontar estos retos habrá que profundizar en los desarrollos institucionales orientados a asegurar el rigor presupuestario. La autoridad independiente de responsabilidad fiscal, que previsiblemente entrará en funcionamiento en 2014, deberá reforzar la calidad e independencia de la programación presupuestaria. En este terreno quiero mencionar la prevista revisión del sistema de financiación autonómica y la creación de la comisión de expertos para la reforma del sistema tributario, que se espera presentará su informe en los próximos meses.

En cuanto al sistema público de pensiones, me voy a permitir reiterar lo que manifesté en la Comisión de Economía el pasado mes de junio con motivo de la presentación del *Informe Anual* del Banco de España.

El sistema público de pensiones es un factor fundamental de estabilidad económica y social y está en el interés de todos hacer frente a los riesgos de insuficiencia que existen como consecuencia de la evolución demográfica. La sostenibilidad del sistema de pensiones —es decir, la seguridad de poderlo financiar adecuadamente— es fundamental para dar estabilidad a las finanzas públicas y para la credibilidad de cualquier programa de consolidación del gasto público total.

Para hacerlo sostenible, el sistema debe ser capaz de adecuar sus elementos clave, como son la edad de jubilación, el procedimiento de cálculo de las pensiones y el llamado «factor de sostenibilidad». Espero y deseo que las fuerzas políticas sigan trabajando en esta materia, tan difícil y tan importante, en el espíritu del Pacto de Toledo, acordado hace ya casi veinte años, y que ha recibido reiteradamente el apoyo de nuestras instituciones parlamentarias.

Las grandes cifras presupuestarias y el cuadro macroeconómico para 2014

Los Presupuestos para 2014 son los primeros que se elaboran tras la entrada en vigor de la última reforma de la gobernanza presupuestaria europea, que introduce en el procedimiento presupuestario de los países una valoración por parte de la Comisión Europea de los borradores de presupuesto de las Administraciones Públicas.

En el caso español, esta reforma permitirá disponer de un documento único que resuma las principales líneas de los presupuestos de todas las Administraciones Públicas, es decir, incluyendo las Comunidades Autónomas. En un país tan descentralizado en gasto público como el nuestro, igual de descentralizado o más que diferentes países con estructura política federal, la elaboración de esta documentación es un requisito fundamental para valorar adecuadamente las previsiones presupuestarias. De acuerdo con los calendarios establecidos, este documento estará disponible, a nivel europeo, en los próximos días. En mis comentarios solo me referiré, por tanto, a los Presupuestos del Estado y de la Seguridad Social.

El Proyecto de Presupuestos del Estado para 2014 se enmarca en un cuadro macroeconómico en el que se prevé que el PIB real crezca un 0,7 %. Este escenario macroeconómico, cuya previsión central es el crecimiento de las exportaciones por encima del 6 %, es prudente y se encuentra en sintonía con las previsiones de la mayoría de las instituciones nacionales e internacionales. Esboza una recuperación gradual de la actividad y el empleo en un contexto en el que proseguirá el proceso de ajuste presupuestario y el desendeudamiento de familias y empresas, y no se perderá la competitividad recuperada en 2012 y 2013.

En línea con nuestros compromisos europeos, el proyecto plantea como objetivo de déficit público, en términos de Contabilidad Nacional para el conjunto de las Administraciones Públicas, el 5,8 % del PIB, desde el 6,5 % previsto para 2013. Por agentes, se plantea un objetivo de déficit en Contabilidad Nacional del 3,7 % del PIB para la Administración Central, frente al déficit del 3,8 % del PIB previsto en 2013, y una mejora de tres décimas de PIB en el caso de la Seguridad Social y las Comunidades Autónomas, hasta situarse sus déficits en el 1,1 % y 1 %, respectivamente. Las Corporaciones Locales deberían mantener en 2014 el equilibrio presupuestario previsto ya para 2013.

Como en los años previos, tres partidas de gasto —la carga de intereses de la deuda pública, las pensiones y las prestaciones por desempleo— seguirán condicionando la programación presupuestaria. En efecto, si en el presupuesto inicial consolidado del Estado de 2013 estas tres partidas representaron alrededor del 18,2 % del PIB, en 2014 alcanzarían el 18,5 % del PIB y cerca del 55 % del gasto público consolidado total. El ajuste presupuestario seguirá concentrándose, por tanto, en el consumo público, para el cual se proyecta una reducción en términos reales del 2,9 % en 2014 en el conjunto de las

Administraciones Públicas, basada en parte en la congelación del sueldo de los funcionarios y en la prolongación de las políticas de austeridad en relación con el empleo público, y, en parte, en la reducción de la inversión pública. Un elemento adicional de contención del gasto provendrá de la revisión prevista para las pensiones que se fija en el 0,25 %, en línea con el suelo mínimo establecido en el proyecto de ley en el que se define el factor de sostenibilidad.

¿Cómo se comparan estos datos con los correspondientes al conjunto del área del euro? En términos de PIB, el peso de las prestaciones por desempleo sigue situándose muy por encima de la media del área del euro, como resultado de nuestro alto desempleo. Por su parte, los intereses de la deuda habrían superado también en España en 2013 la media del área, mientras que el gasto en pensiones se mantendría por debajo, dada una evolución demográfica todavía más favorable en nuestro país.

En cuanto a los ingresos, se prevé un incremento del 2,4 % en 2014 de los ingresos tributarios totales (incluida la participación de las Administraciones Territoriales), con escasas novedades impositivas, que se concentran en la ampliación de bases en el impuesto sobre sociedades aprobada el pasado junio. En el caso de la recaudación por IRPF e IVA se proyectan unos incrementos del 1,7 % y 2,7 %. Respecto a las cotizaciones sociales, el principal cambio normativo consiste en el incremento del 5 % de las bases máximas de cotización.

Avances en la reforma del sistema bancario

Antes de terminar, quiero dedicar unos minutos a los avances en la reforma y reforzamiento de nuestro sistema bancario, una tarea que está en el centro de las competencias y preocupaciones del Banco de España y que, como todos sabemos, ha requerido una muy considerable aportación de recursos públicos.

En estos momentos, nos encontramos en una fase muy avanzada del proceso de recapitalización y reestructuración de nuestro sector bancario.

Como Sus Señorías conocen, el punto de partida tuvo lugar en 2009, con la creación del Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), si bien dicho proceso se intensificó en 2011 con el Real Decreto Ley 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero, que incrementaba los requerimientos de capital. Pero los pasos decisivos se dan en 2012, con los dos reales decretos leyes 2/2012 y 18/2012 de saneamiento del sistema financiero, el Memorando de Entendimiento, acordado en julio con la Comisión Europea, y la línea de apoyo financiero de hasta 100.000 millones de euros aneja a ese acuerdo; y, finalmente, la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

En este contexto, se procedió a identificar las necesidades de capital de cada entidad sobre la base de una rigurosa prueba de resistencia, así como a elaborar y aprobar, de acuerdo con las autoridades europeas, los planes de reestructuración o de resolución ordenada de las entidades que lo requirieron.

En el ejercicio 2012 se realizó la recapitalización, con apoyo financiero público, de las entidades enmarcadas en el denominado «grupo 1» del Memorandum de Entendimiento y el traspaso a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) de sus activos problemáticos relacionados con la actividad inmobiliaria y promotora.

En el presente año, 2013, se ha efectuado la recapitalización de las entidades integradas en el denominado «grupo 2» del ejercicio y se han traspasado sus activos problemáticos a la SAREB; asimismo, se han realizado los ejercicios de gestión de instrumentos híbridos en

todas las entidades que lo requerían, excepto en una entidad, en la que se han iniciado recientemente y se concluirán en los próximos días.

Las ayudas financieras públicas prestadas a las entidades financieras en diversas formas de capital, desde mayo de 2009, han ascendido a 61.366 millones de euros, de los que 38.833 millones han sido prestados en el marco del Programa de Asistencia Financiera acordado con las autoridades europeas. La verificación del cumplimiento de las condiciones pactadas en el Memorandum de Entendimiento de julio de 2012, llevado a cabo por las autoridades internacionales, cuya última ronda concluyó hace solo unos días, confirma que el Memorandum y sus plazos se han cumplido de forma estricta y que su objetivo fundamental, el saneamiento y la recapitalización de nuestro sistema bancario, ha avanzado de forma satisfactoria.

Como ya he indicado, próximamente se va a aprobar por el Consejo de la Unión Europea el reglamento que regula el Mecanismo Único de Supervisión, que entrará en funcionamiento tras un período transitorio de un año. Está previsto que más de un 90 % del sistema bancario español, medido por volumen de activos, pase a ser supervisado por el Mecanismo Único.

Para la asunción efectiva de las responsabilidades supervisoras por parte del BCE está prevista la realización de una revisión y valoración de los activos de las entidades bancarias que dará lugar a la exigencia de un nivel de capital a cumplir por todas las entidades que serán objeto de revisión y, en caso necesario, a la constitución de coberturas adicionales.

Es de interés destacar que nuestras entidades parten de un nivel muy razonable, tanto desde la perspectiva de la clasificación contable de sus activos como desde la de la cobertura y provisionamiento de estos, consecuencia de la revisión realizada el año pasado en el marco de las pruebas de resistencia y de los procesos de recapitalización mencionados. Asimismo, recientemente ha concluido el proceso de revisión de las refinanciaciones por parte de las entidades, proceso que contribuye a reforzar su situación de cara a esta próxima valoración de la calidad de sus activos.

Igualmente, siempre en este camino de reforzamiento de la solvencia de nuestro sistema bancario, el Banco de España ha recomendado a las entidades que moderen el reparto de dividendos durante el ejercicio 2013 y que, en todo caso, los dividendos en efectivo que se satisfagan no excedan del 25 % del beneficio consolidado atribuible, recomendación que, desde luego, están siguiendo todos los bancos.

La posición de solvencia de los bancos españoles ha mejorado claramente en 2013. La media de capital principal de nuestro sistema bancario se situará en torno a un 10,5 % en diciembre de 2013, más de un punto por encima de la existente en la misma fecha de 2012.

Asimismo, desde el inicio de 2013 se ha producido una mejora en las condiciones de liquidez y un reequilibrio de las fuentes de financiación de los bancos españoles. Dicha mejora es el resultado de la reducción de las tensiones en los mercados de deuda soberana y de la mejora de la confianza y de la menor fragmentación en los mercados monetarios y de capitales en el área del euro.

En este sentido, los depósitos minoristas, que registraron caídas, especialmente en los meses centrales del año 2012, han venido evolucionando desde entonces de un modo más favorable, mostrando tasas de variación positivas desde comienzos de este año.

Esta recuperación de los depósitos ha supuesto una reducción de la brecha de financiación minorista, es decir, del porcentaje del crédito que las entidades no pueden cubrir con los depósitos. Ello permite reducir la necesidad de apelación a fuentes de financiación menos estables, como son los mercados mayoristas.

En este contexto, el recurso a la financiación del Eurosistema, aunque se mantiene en niveles todavía elevados, se ha reducido de forma muy significativa desde los niveles máximos alcanzados en el verano del año pasado, con una caída del 31 % en los ocho primeros meses del presente ejercicio.

En cuanto a la rentabilidad, el extraordinario esfuerzo realizado por las instituciones en 2012 para cumplir con los requisitos sobre provisiones tuvo un impacto significativo en sus cuentas de resultados. De hecho, en el conjunto del ejercicio se registraron unas pérdidas de más de 40.000 millones de euros. El primer semestre de 2013 ha supuesto un cambio en esta tendencia. Así, el beneficio consolidado de las entidades de depósito ascendió a algo más de 8.200 millones de euros, pese a que las provisiones siguen afectando negativamente a las cuentas de resultados en un período en el que la morosidad siguió siendo elevada.

Las señales de mejora en el sector no están exentas de riesgos. En un contexto caracterizado por el bajo crecimiento económico, niveles de actividad reducidos y tipos de interés relativamente bajos, los márgenes del sector bancario continuarán sujetos a presiones a la baja. Además, cabe esperar que los activos dudosos continúen aumentando en el corto plazo, si bien su impacto en términos de provisiones será menor que en el pasado reciente. En este contexto, las entidades deben perseverar en sus esfuerzos por mejorar su eficiencia y contener sus costes operativos. En particular, es esencial que las instituciones sujetas a planes de reestructuración y recapitalización cumplan estrictamente con los requisitos establecidos en dichos planes.

Conclusión

Señorías:

Las dificultades a las que se viene enfrentando la economía española requieren esfuerzos por parte de todos. Los presupuestos que van a discutir son una pieza muy importante para la continuidad de estos esfuerzos y para la salida de la crisis. El análisis que he tratado de transmitir quiere mostrar que esos esfuerzos empiezan a dar frutos en el gradual fortalecimiento de la recuperación. Creo que, si logramos mantener la política de control del gasto, de reformas estructurales y de reforzamiento de nuestro sistema financiero, 2014 puede ser el año del comienzo de la recuperación de la actividad y el empleo.

Muchas gracias por su atención.

4.10.2013.

Durante el tercer trimestre, la economía española prolongó la mejora gradual que se viene observando desde principios de año, en un entorno caracterizado por un cierto alivio en las tensiones financieras y una mejora de la confianza. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el período de julio-septiembre, el PIB pasó a crecer un 0,1 %, en tasa intertrimestral, tras nueve trimestres consecutivos de descensos (véase cuadro 1). No obstante, en términos de la tasa de variación interanual, que mide con algún desfase la situación coyuntural, el producto habría caído un 1,2 %. Por el lado del gasto, la demanda interna habría registrado un retroceso similar al del trimestre anterior (del 0,3 % en tasa intertrimestral) y la demanda exterior neta habría elevado su aportación al producto, con una contribución de 0,4 puntos porcentuales (pp).

El empleo moderó sustancialmente su ritmo de descenso en este período, estimándose una leve reducción intertrimestral del 0,1 % (-3,1 % en tasa interanual), lo que, de confirmarse, representaría la tasa menos desfavorable desde el inicio de la crisis. A su vez, habría proseguido el proceso de contención salarial, lo que, unido al comportamiento de la productividad, para la que se prevé una cierta desaceleración, hasta el 2 % en tasa interanual, permitiría anotar descensos adicionales de los costes laborales por unidad de producto. También la inflación, aproximada por la tasa interanual del IPC, acusó, más allá de lo que cabía esperar, una notable ralentización a lo largo de trimestre, que alcanzó particular intensidad en el mes de septiembre y se situó en el 0,3 % (frente al 1,5 % de agosto). La cancelación de los efectos base del incremento de los tipos del IVA y de las subidas de precios administrados en septiembre del año pasado explica el grueso de esta evolución, si bien algunos descensos no anticipados en los precios de los alimentos no elaborados provocaron un recorte adicional en la tasa interanual del IPC en este último mes. El IPSEBENE, que aproxima mejor el núcleo más estable de la inflación, finalizó el trimestre con una tasa interanual del 0,8 % (1,6 % en agosto). El diferencial de inflación con la UEM pasó a ser negativo (de 0,6 pp), retomando así valores similares a los alcanzados antes de las subidas impositivas y de precios administrados que se introdujeron en 2012. En el ámbito de las políticas económicas, el Congreso aprobó en septiembre la Ley de Apoyo a los Emprendedores y su Internacionalización, que tiene como objetivo fomentar la actividad empresarial, las actividades innovadoras y la internacionalización de las empresas (véase recuadro 4). En el terreno presupuestario, el Gobierno remitió a las Cortes el borrador de Presupuestos Generales del Estado para 2014 y envió a la Comisión Europea los dos informes que se derivan del fortalecimiento de la vigilancia de las políticas fiscales a nivel europeo: el *Informe de Acción Efectiva* y el *Plan Presupuestario 2014*.

En el panorama económico internacional, el crecimiento mundial experimentó una cierta desaceleración a lo largo del trimestre motivada por la ralentización de la actividad de las economías emergentes, ya que los países desarrollados mejoraron sus registros de crecimiento. A su vez, la evolución de los mercados financieros estuvo condicionada por el impacto del anuncio de la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos a finales del trimestre anterior, lo que determinó aumentos generalizados de los tipos de interés a largo plazo e incrementos durante el verano de la volatilidad en los mercados emergentes, con caídas de las bolsas, aumentos de los diferenciales soberanos y depreciación de numerosas monedas que afectaron a los países con una posición exterior más vulnerable. A partir de septiembre, y tras la decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambios su programa de adquisición de activos, la inestabilidad revertió parcialmente. Por su parte,

	2011	2012	2012				2013		
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
Producto interior bruto	0,1	-1,6	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	0,1
Consumo privado	-1,2	-2,8	0,2	-1,1	-0,7	-2,0	-0,5	0,0	0,1
Formación bruta de capital	-5,6	-6,9	-1,4	-3,2	0,2	-3,0	-1,4	-2,2	-0,1
Demanda interna	-2,0	-4,1	-0,5	-1,3	-1,0	-1,8	-0,6	-0,3	-0,3
Exportaciones	7,6	2,1	-3,1	0,6	6,5	0,6	-3,8	6,0	0,4
Importaciones	-0,1	-5,7	-3,3	-2,2	4,6	-2,6	-4,5	5,9	-0,7
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,1	2,5	0,1	0,8	0,6	1,1	0,2	0,2	0,4
Tasas de variación interanual									
PIB	0,1	-1,6	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2,0	-1,6	-1,2
Empleo	-2,2	-4,8	-4,3	-5,1	-4,7	-5,0	-4,5	-3,8	-3,1
Deflactor del PIB	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,0	0,9	0,7	0,8
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)									
IPC	3,2	2,4	1,9	1,9	3,4	2,9	2,4	2,1	0,3
IPSEBENE	1,7	1,6	1,2	1,3	2,1	2,1	2,3	2,0	0,8
IAPC	3,1	2,4	1,8	1,8	3,5	3,0	2,6	2,2	0,5
Diferencial del IAPC frente al área del euro	0,3	-0,1	-0,9	-0,6	0,9	0,8	0,9	0,6	-0,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 16 de octubre de 2013.

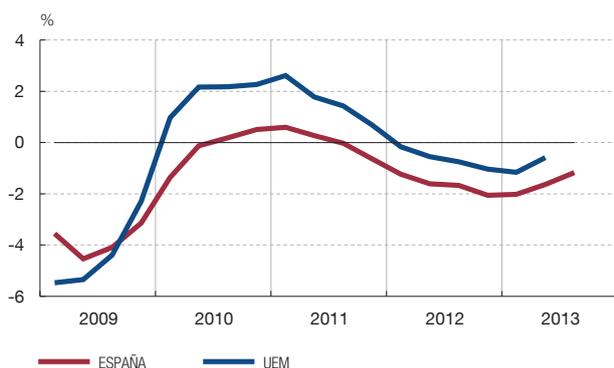
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB en puntos porcentuales.

la inflación permaneció en niveles moderados en el conjunto del trimestre, y el precio del petróleo, tras incrementarse considerablemente hasta finales de agosto ante el recrudecimiento de las tensiones de Oriente Medio, flexionó con posterioridad, situándose a mediados de octubre en un nivel en torno a 110 dólares por barril.

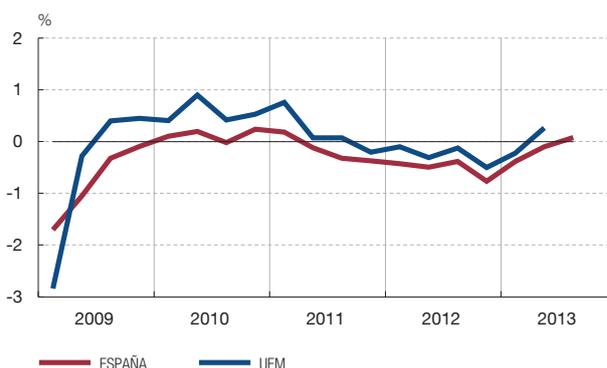
En la zona del euro, la información coyuntural disponible apunta a un crecimiento moderado de la actividad en el tercer trimestre, tras haber registrado un avance del 0,3 % en el período de abril-junio, el primero después de seis trimestres de contracción de la actividad. La mejora de la actividad en la zona del euro estuvo acompañada de una relajación de las tensiones en los mercados financieros europeos y de la fragmentación de los mercados, si bien persisten diferencias importantes en el grado de restricción financiera que soportan los países por las dificultades que tiene la política monetaria para transmitir de manera homogénea sus impulsos. La fragmentación financiera se manifiesta en condiciones de financiación considerablemente más estrictas para los hogares y las empresas de los países del área donde la situación cíclica es más débil. A su vez, la inflación del área continuó moderándose, hasta alcanzar en septiembre el IAPC una tasa interanual del 1,1 %. Las previsiones de precios para el horizonte relevante de la política monetaria sitúan las tasas de inflación en niveles significativamente por debajo del 2 %, en un entorno en que las perspectivas de crecimiento del área anticipan una recuperación muy gradual y de baja intensidad.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió prolongar el tono expansivo de la política monetaria, con lo que mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 0,5 % para las operaciones principales de financiación, y en el 1 % y el 0 % para la facilidad marginal de crédito y de depósito, respectivamente. El Consejo reiteró su intención de

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

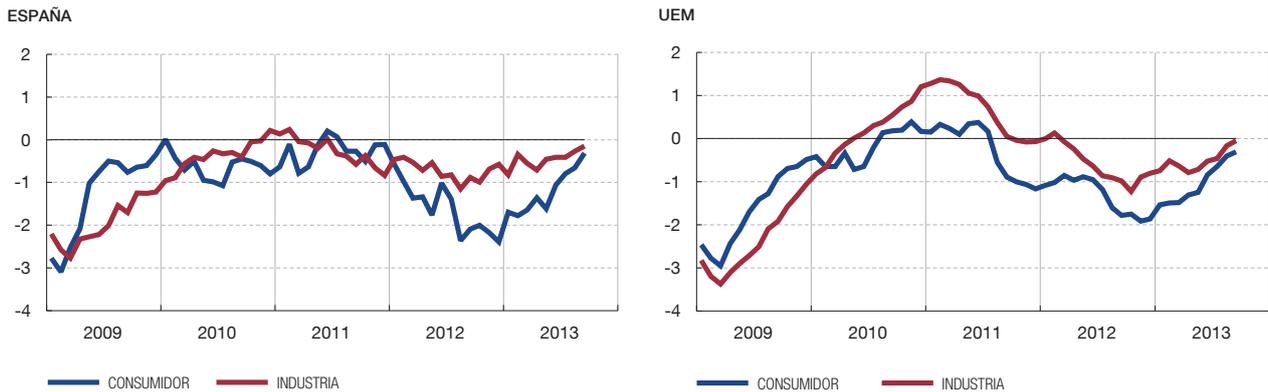
a Series ajustadas de estacionalidad.

mantener los tipos de interés oficiales en su nivel actual o en uno inferior durante un período extendido de tiempo, siguiendo la línea emprendida en julio de proporcionar una orientación sobre el curso futuro de la política monetaria (*Forward guidance*).

Por otra parte, a finales de septiembre, el Parlamento Europeo aprobó la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre de 2014. Los próximos meses serán decisivos para la construcción de una unión bancaria que refuerce el marco institucional de la Unión Monetaria y ayude a superar la situación actual de fragmentación financiera.

Los mercados financieros españoles participaron de la mejoría que se produjo a nivel europeo. Ello se plasmó en nuevos descensos de las rentabilidades de la deuda pública española y de sus diferenciales respecto a los bonos alemanes que, en el plazo de diez años, se situaban en niveles del 4,3 % y de 245 puntos básicos (pb), respectivamente, en la fecha de cierre de este boletín. También se redujeron las primas de riesgo crediticio del sector privado. En los mercados bursátiles se produjo una disminución de la volatilidad y una acusada revalorización de las cotizaciones, de modo que el IBEX-35 registró desde finales de junio una revalorización del 28,8 % (un 22,5 % en lo que va de año). La información todavía incompleta sobre la evolución del precio de la vivienda en el tercer trimestre apunta a una cierta moderación en su ritmo de descenso. Por último, se siguió avanzando en el cumplimiento del Memorando de Entendimiento que establecía las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, que se encuentra muy avanzado, tal y como se ha puesto de manifiesto con motivo de la cuarta evaluación del programa.

La traslación de esta mejoría a las condiciones de financiación del sector privado no financiero está siendo, no obstante, limitada, tal y como muestran los tipos de interés del crédito concedido a familias y empresas, que apenas variaron a lo largo del trimestre y permanecen en niveles muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria. En todo caso, la mejora del entorno exterior, al hilo de la recuperación de la zona del euro, y la consolidación del tono positivo de los indicadores de confianza en los meses estivales contribuyeron positivamente al sostenimiento de algunos componentes del gasto, estimándose, en particular, una progresiva estabilización del consumo de los hogares y una prolongación del avance de la inversión en equipo. En sentido contrario, tanto los



FUENTE: Comisión Europea.

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

componentes públicos de la demanda como la inversión residencial habrían disminuido, si bien, en este último caso, a un ritmo más moderado que en el período de abril-junio.

En concreto, se estima un pequeño avance del consumo de los hogares en el tercer trimestre, en un entorno en el que, además de los factores reseñados, la ocupación tuvo un comportamiento algo menos contractivo, que podría haber contribuido a aminorar el ritmo de descenso de la renta disponible. La notable desaceleración de la inflación a lo largo del verano habría apoyado la mejora relativa de la capacidad de compra de los hogares en términos reales. Con todo, el bajo nivel de renta, las todavía desfavorables perspectivas del mercado laboral y el elevado endeudamiento de las familias no permiten prever una recuperación sensible del consumo a corto plazo.

Por su parte, se estima una reducción de la inversión residencial a un ritmo similar al del primer semestre, en un contexto en el que la demanda de viviendas mantuvo en conjunto una tónica de marcada debilidad, a pesar del notable repunte de las compras de inmuebles por no residentes. El tono estricto de las condiciones financieras y el esfuerzo financiero que requiere la compra de vivienda para un hogar tipo continúa pesando de forma importante en las decisiones de inversión residencial. Por el lado de la oferta, la existencia de un *stock* elevado de viviendas sin vender dificulta la recuperación de la construcción de obra nueva. Por otra parte, la financiación concedida a las familias se redujo a una tasa interanual del 3,9% en agosto, algo menos que en el trimestre anterior (-4,3% en junio), interrumpiendo la pauta seguida en la primera mitad del ejercicio. Esta evolución de los pasivos de los hogares fue compatible con un nuevo descenso de su ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible.

A su vez, la inversión empresarial prolongó la mejora observada desde principios de año, sustentada en la incipiente recuperación de la inversión en equipo, para la que se estima un leve crecimiento por tercer trimestre consecutivo. Los avances en la confianza y el aumento de la cartera de pedidos que acompaña el buen tono de las exportaciones están activando este componente del gasto interno. El resto de la inversión privada, que básicamente se dirige a la ejecución de proyectos de construcción no residencial, continuó mostrando registros negativos. El crédito a las sociedades no financieras se contrajo a una tasa similar a la del trimestre precedente (-9,5% en tasa interanual), aunque se observó un cierto aumento en la captación de fondos mediante la emisión de valores de

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.

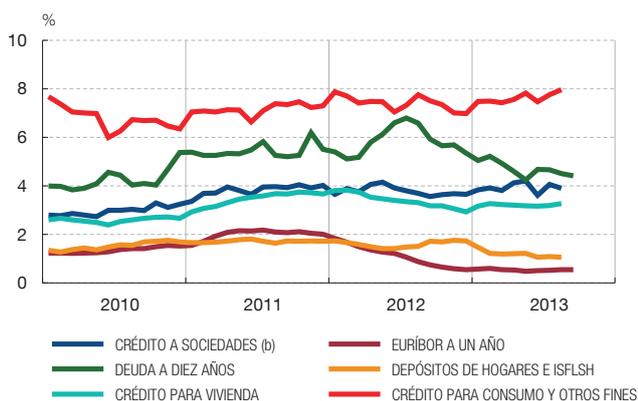
renta fija. El sector de sociedades no financieras habría reducido también su ratio de endeudamiento.

La información relativa a la ejecución presupuestaria del tercer trimestre de 2013 es todavía limitada pero parece apuntar a la continuación del proceso de consolidación fiscal que se observó en la primera mitad del ejercicio. No obstante, se percibe una cierta ralentización en el ajuste de determinadas partidas de gasto, como es el caso del consumo público y, en particular, del componente de remuneración de asalariados, así como un ritmo de recuperación de los ingresos tributarios todavía insuficiente para alcanzar los objetivos para el conjunto del año, lo que podría subsanarse en caso de que algunas de las medidas adoptadas el año pasado generaran una aportación adicional en los meses que restan de 2013 o de que se produjera una mejora en las bases imponibles sustentada en una evolución macroeconómica más favorable. El cumplimiento del objetivo de déficit para este año, cifrado en el 6,5 % del PIB, tiene gran importancia para afianzar la mejora en la percepción de la economía española y en la confianza de los agentes y mercados.

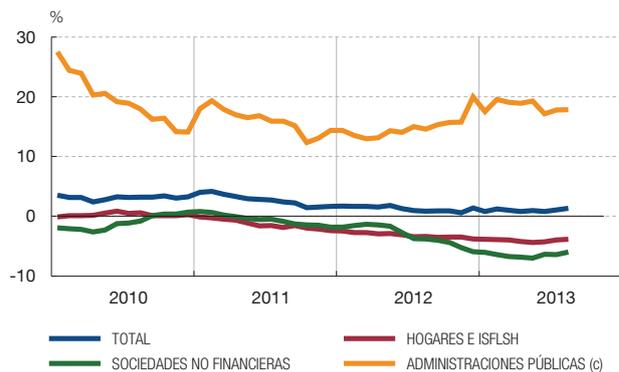
Por otra parte, el Gobierno aprobó el 30 de septiembre el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014. El proyecto establece un objetivo de déficit del 5,8 % del PIB, en línea con la nueva senda de ajuste aprobada por el Consejo Europeo de julio, lo que comportará un esfuerzo de consolidación en términos del saldo estructural primario más acotado que en años anteriores. A su vez, el objetivo de deuda pública se fija en un ratio del 98,9 % del PIB, cifra que ilustra sobre la importancia de la tarea pendiente. Estos objetivos se han de alcanzar en un contexto macroeconómico de recuperación gradual de la actividad. Adicionalmente, se ha modificado el criterio utilizado para la revalorización de las pensiones, vinculándose a la aplicación de la fórmula de indexación de acuerdo con la propuesta del factor de sostenibilidad, cuya puesta en marcha es necesaria para avanzar en la sostenibilidad a medio plazo del sistema de pensiones. En otro orden de cosas, la entrada en vigor de la Ley de desindexación de la economía en 2014, que se aplicará fundamentalmente a precios públicos, contribuirá a quebrar determinados comportamientos inerciales de algunas partidas de gasto público.

Los Presupuestos Generales del Estado son los primeros que se elaboran tras la entrada en vigor de la última reforma de la gobernanza presupuestaria europea que introduce en

TIPOS DE INTERÉS (a)



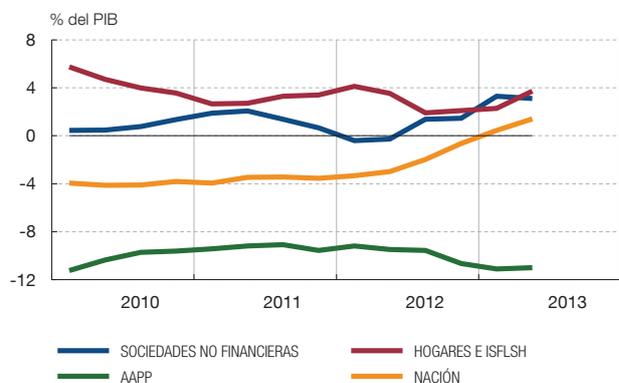
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS (Crecimiento interanual)



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



OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



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

- 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 serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

el procedimiento presupuestario de los países el envío a la Comisión Europea con suficiente antelación de las líneas principales de los borradores de los Presupuestos de las AAPP. El cumplimiento de este requisito ha exigido elaborar un documento en el que se han integrado las principales orientaciones de los Presupuestos de la Administración Central y de las CCAA, lo que representa un avance importante para evaluar la estrategia de consolidación fiscal en su conjunto.

Como viene siendo habitual, los intercambios de bienes y servicios con el exterior permitieron compensar el descenso de la demanda interna. Se estima una contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB de 0,4 pp, como resultado de una cierta moderación de las exportaciones, tras los elevados registros del período de abril-junio, y de un leve retroceso de las importaciones. Cabe destacar, en todo caso, el favorable comportamiento de las ventas al exterior en lo que va de año, que registraron un crecimiento medio del 6,6 % en el período de enero-julio, tasa superior a la que marca el ritmo

de expansión de nuestros mercados de exportación, y que pone de manifiesto el decisivo papel que está jugando el ajuste de la competitividad como factor impulsor de este componente de la demanda. Es importante subrayar igualmente la intensa recuperación de los ingresos por turismo en lo que va de año. A su vez, tanto las importaciones de bienes como las de servicios siguieron mostrando un comportamiento muy débil en línea con el decaimiento de la demanda interna. En consonancia con estos desarrollos, la corrección del desequilibrio exterior prosiguió a buen ritmo. De acuerdo con los últimos datos de la balanza de pagos, el período de enero-julio se saldó con una capacidad de financiación de 4,5 mm, frente a una necesidad de financiación de 13,7 mm en igual período del año anterior. En términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación hasta julio ascendió a 13 mm, lo que representa un 1,3 % del PIB.

Por el lado de la oferta, los distintos indicadores disponibles referidos al sector industrial y de servicios de mercado registraron mejoras progresivas durante los meses estivales. En la industria, se estima un leve incremento del valor añadido, sustentado por un cierto tono positivo apoyado, principalmente, en el repunte de los pedidos exteriores, al igual que en los servicios de mercado, donde las ramas más favorables estarían siendo el comercio y la hostelería. A su vez, el empleo atenuó considerablemente su ritmo de contracción en los meses centrales del año. Según la información que proporciona la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social, esta trayectoria fue generalizada por ramas de actividad, salvo en el sector agrícola, y alcanzó particular intensidad en las ramas industriales y en la construcción, si bien, en este último caso, los descensos del empleo fueron todavía elevados. El paro registrado, por su parte, prolongó la senda de progresiva moderación que se viene observando en los últimos trimestres, habiendo incluso anotados descensos intermensuales, corregidos de los factores estacionales, en los meses de agosto y septiembre.

Los indicadores de costes laborales disponibles para el tercer trimestre prolongaron la pauta de moderación salarial que se viene observando desde principios de año. El incremento medio de las tarifas hasta septiembre se situó en el 0,6 % (1,1 % el año pasado), con aumentos algo más reducidos entre los convenios de nueva firma (0,4 %). Esta evolución, junto con el escaso peso que se estima tendrá la cláusula de salvaguarda de la inflación y con el signo previsto para la deriva salarial, anticipan una evolución de la remuneración por asalariado para lo que resta del ejercicio similar a la de la primera parte del año. Esta tendencia, que estaría empezando a reflejar una mayor respuesta del proceso de determinación salarial a la situación cíclica del mercado laboral, resulta de vital importancia para contribuir a que la incipiente recuperación de la actividad se traslade con intensidad a la creación de empleo.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Desde el mes de julio, la evolución económica internacional ha estado condicionada por las expectativas de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y por los cambios relativos en las perspectivas de crecimiento por áreas geográficas. Los acontecimientos en torno al inicio de la moderación en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal —que está planteando un importante desafío para su política de comunicación— incidieron de manera diferenciada en la evolución de los mercados financieros desarrollados y emergentes. Estos últimos se vieron afectados también por la desaceleración que venía apreciándose en las principales regiones emergentes. El impacto de esa ralentización —que parece estar dando paso a una estabilización en el período más reciente— sobre el crecimiento mundial se ha visto compensado parcialmente por un comportamiento más favorable de las economías desarrolladas, cuyo ritmo de avance se ha situado por encima de lo previsto en varios países —de modo destacado, en Japón y Reino Unido—. Desde el mes de septiembre, las dificultades en alcanzar un acuerdo para prorrogar el presupuesto y aumentar el techo de deuda en Estados Unidos tomaron un creciente protagonismo como elemento generador de riesgos a corto plazo.

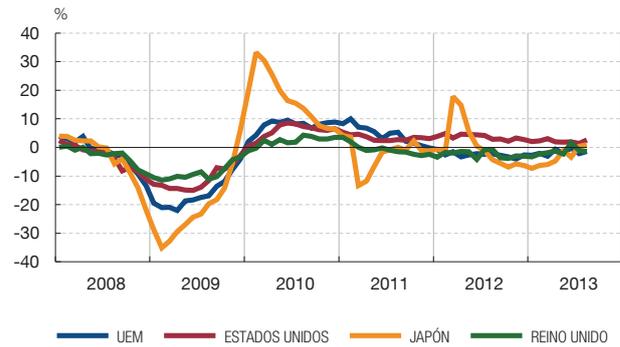
La evolución de los mercados financieros de las economías avanzadas ha atravesado por distintas fases desde el verano, en función de los cambios en las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos. Tras una relativa estabilidad en los últimos días de julio y los primeros de agosto, esta se vio truncada por la inminencia del esperado inicio de la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos y por la tensión geopolítica en Siria. Estos factores propiciaron una corrección de los principales índices bursátiles y nuevos incrementos de los tipos de interés a largo plazo, con una elevada sincronía entre países. En los primeros días de septiembre, al hilo de la publicación de los datos de empleo de agosto en Estados Unidos, que se situaron por debajo de lo esperado, comenzó a anticiparse una actuación más cautelosa por parte de la Reserva Federal, lo que provocó aumentos generalizados en las bolsas y una corrección a la baja en las rentabilidades de la deuda pública. Estas tendencias se vieron reforzadas tras la inesperada decisión de la Reserva Federal de mantener sin cambios su programa de compras de activos, a mediados de septiembre. En el período más reciente, las tensiones fiscales en Estados Unidos tomaron el relevo como factor generador de volatilidad en los mercados y descensos en las principales bolsas.

Los mercados emergentes han experimentado un endurecimiento en sus condiciones financieras, en un contexto de desaceleración económica y aumento de ciertos desequilibrios. Hasta finales de agosto predominaron las caídas en las bolsas, con aumentos en los indicadores de riesgo de crédito, depreciaciones de las monedas y salidas de capitales; una corrección que fue más intensa en países como Indonesia, India, Brasil, Turquía y Sudáfrica, con mayores vulnerabilidades externas. Posteriormente, el retraso en la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos se conjugó con una cierta mejora de los indicadores de actividad, sobre todo en China, que propició una reversión parcial del deterioro de los principales indicadores financieros y de las salidas de capitales previas. El precio del petróleo se incrementó en el mes de agosto por las tensiones geopolíticas en Oriente Medio, llegando a alcanzar los 118 dólares por barril de tipo Brent, aunque esa trayectoria se ha corregido desde entonces y la cotización ha retornado a niveles de 110 dólares. Por su parte, los precios de los metales industriales repuntaron en torno a un 5% en el mes de agosto, manteniéndose estables desde entonces.

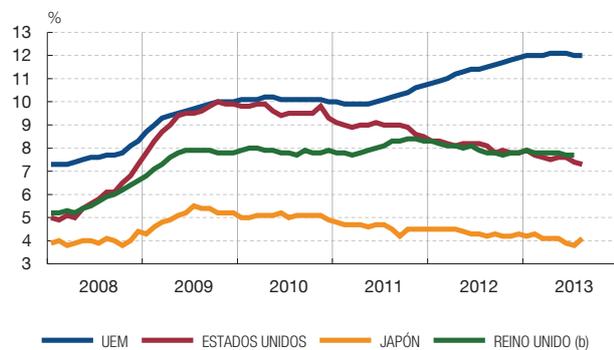
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



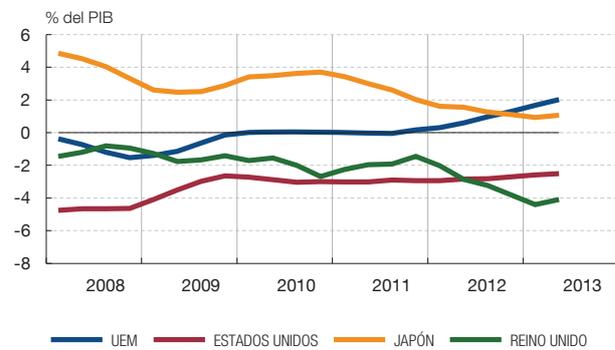
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



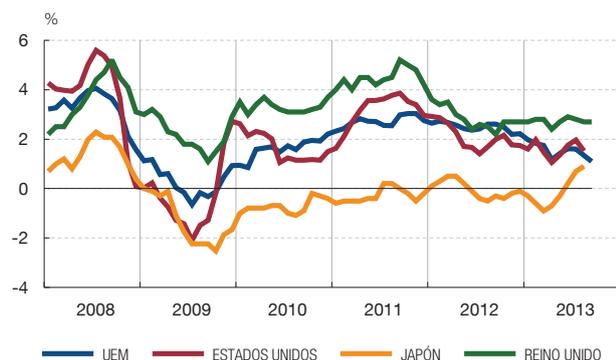
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

En *Estados Unidos*, el PIB creció un 2,5 % en tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (1,6 % interanual), frente al 1,1 % en el primero y con una aportación menor de las existencias. Hay que señalar que la publicación de diversas estadísticas e indicadores elaborados por agencias federales, se ha retrasado debido al cierre parcial de la Administración Federal. Entre los datos disponibles para el tercer trimestre, destaca el aumento del índice de sentimiento empresarial manufacturero, si bien otros indicadores, como la creación de empleo en julio y agosto, apuntan a que la actividad se habría desacelerado. No obstante, la tasa de paro ha seguido disminuyendo, hasta situarse en el 7,3 % en agosto, por la caída en la tasa de participación, que alcanzó el valor mínimo de los últimos 35 años. En el mercado inmobiliario, los datos publicados apuntan cierta moderación de la actividad y un incremento menor de los precios de la vivienda, a lo que ha podido contribuir el aumento de los tipos de interés hipotecarios desde mayo. La inflación interanual se redujo cinco décimas en agosto, hasta el 1,5 %, por la caída de los precios de los bienes energéticos, y la tasa subyacente aumentó una décima, hasta el 1,8 %. La Reserva Federal, en su reunión de septiembre, mantuvo el ritmo de sus compras de activos, en contra de las expectativas del mercado, y revisó a la baja las previsiones de crecimiento y empleo. Además, el presidente estadounidense ha propuesto a Janet Yellen como futura presidenta de la Reserva Federal. En el terreno fiscal, la falta de acuerdo en el Congreso para prorrogar el Presupuesto, que venció el 30 de septiembre, llevó al cierre de algunos departamentos y agencias de la Administración Federal hasta el 16 de octubre. Ese día se

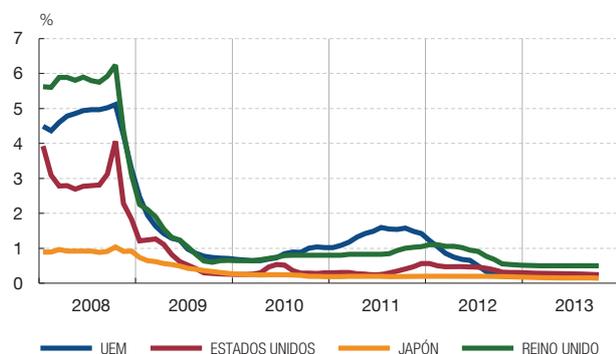
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



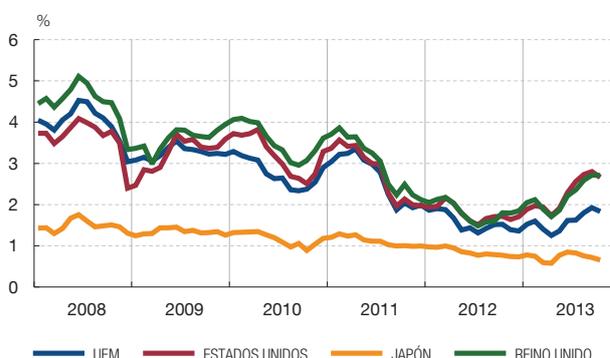
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



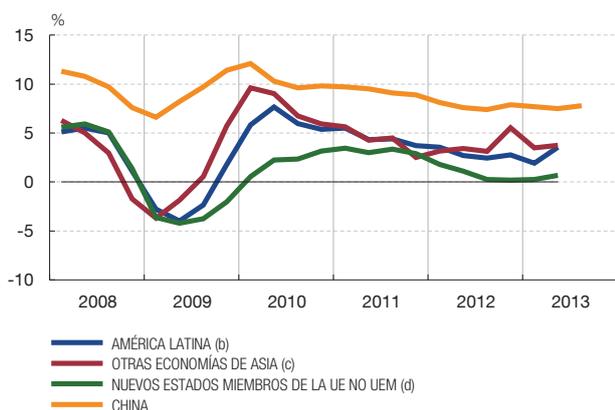
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

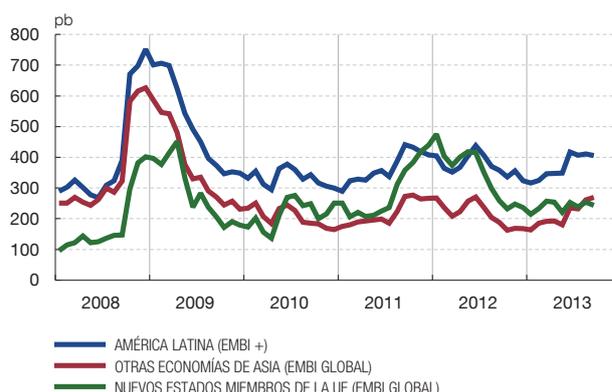
aprobaron una prórroga presupuestaria hasta el 15 de enero y un acuerdo para suspender el techo de deuda hasta el 7 de febrero.

En *Japón*, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se revisó hasta el 0,9% intertrimestral (1,2% interanual), por encima del 0,6% estimado inicialmente, debido a una mayor contribución de la demanda interna. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre sugieren la continuación de la tendencia positiva de la actividad, con avances en la confianza empresarial y en la producción industrial. Sin embargo, la confianza de los consumidores y las ventas minoristas registraron descensos respecto al segundo trimestre. El superávit corriente se redujo en julio y en agosto, por la ampliación del déficit comercial, debida a su vez al aumento de las importaciones de productos energéticos, y por un menor superávit en la balanza de rentas. En el mercado laboral, la tasa de paro aumentó ligeramente, hasta el 4,1%, y los salarios siguieron creciendo. Asimismo, la inflación —medida por el IPC sin alimentos frescos— aumentó hasta el 0,8% interanual en agosto, el registro más elevado en cinco años, y la tasa subyacente (que excluye, además, la energía) alcanzó el 0%. El Banco de Japón mantuvo su programa de compra de activos en las reuniones de agosto y septiembre, y revisó al alza su valoración de la situación económica. Por su parte, el Gobierno confirmó el incremento de 3 pp en la tarifa del impuesto sobre el consumo a partir del próximo ejercicio fiscal, y anunció un programa de estímulo que compense, en parte, el efecto contractivo de dicha subida.

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



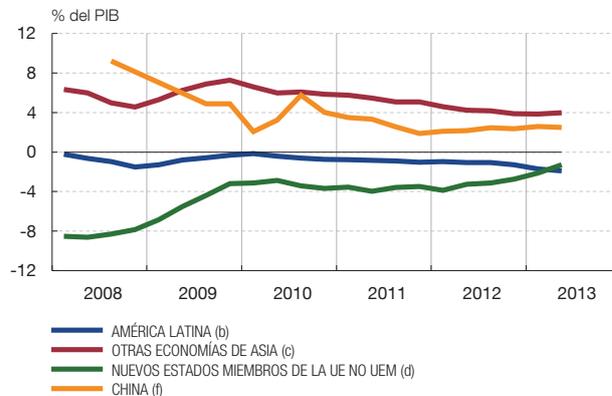
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTE: 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, 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.

En el *Reino Unido*, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento trimestral del 0,7 % en el segundo trimestre, con una revisión de la tasa interanual (desde el 1,5 % al 1,3 %). La composición del gasto es ahora menos favorable, por la revisión a la baja de la contribución de la demanda externa (0 pp), que empeora respecto al trimestre anterior. Los indicadores disponibles del tercer trimestre muestran que la actividad ha seguido recuperándose. Los índices PMI de manufacturas, servicios y construcción se estabilizaron en septiembre, pero muestran una mejoría en el promedio del trimestre, que también se aprecia en la confianza de los consumidores. La demanda de los hogares, sobre todo la de inversión en vivienda, se ha visto favorecida por la mejora de la confianza y de las condiciones de financiación. La creación de empleo mostró un mayor dinamismo durante el verano, situándose la tasa de paro en el 7,7 %. La inflación se mantuvo en el 2,7 % en septiembre, tras el descenso de una décima en cada uno de los dos meses anteriores. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo oficial en el 0,5 % y el saldo de su programa de compra

de activos, y reiteró que el compromiso de mantener el tono actual de política monetaria, anunciado en agosto, está condicionado a la situación de la tasa de paro, de la inflación y la estabilidad financiera. Finalmente, según la encuesta de condiciones de crédito correspondiente al tercer trimestre, la demanda de fondos por parte de las empresas pequeñas y medianas se incrementó, por segundo trimestre consecutivo, y la disponibilidad de crédito siguió aumentando.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro el PIB se aceleró en el segundo trimestre, hasta alcanzar un crecimiento del 0,4 % intertrimestral, tres décimas más que en el trimestre anterior. En Polonia, República Checa y Rumanía se registró un mayor ritmo de avance, mientras que en los países bálticos y en Hungría este se moderó, y llegó a cifras negativas en Bulgaria. Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan a una contribución favorable de la demanda exterior, con carácter general. Mientras tanto, la actividad permanece débil en casi todos los países. La inflación continuó moderándose, situándose en septiembre en el 0,9 % (cinco décimas por debajo del dato de junio); en parte, por la presión a la baja en los precios de los alimentos. La ausencia de presiones inflacionistas a medio plazo y la falta de dinamismo de la demanda interna motivaron recortes adicionales en los tipos de interés oficiales en Rumanía y Hungría. Asimismo, el banco central de Letonia recortó el tipo oficial en 50 pb, hasta el 1,50 %, movimiento enmarcado en el proceso de convergencia hacia los tipos del área del euro, donde este país se integrará a partir del 1 de enero de 2014. Entre los países candidatos a la UE, el banco central de Turquía elevó, en julio y agosto, el tipo superior del corredor monetario para contener la presión depreciatoria sobre la lira.

En *China*, el PIB se aceleró hasta un 7,8 % interanual en el tercer trimestre, como apuntaban los indicadores del tercer trimestre (véase recuadro 1). La tasa interanual del IPC repuntó hasta el 3,1 % interanual en septiembre y la caída de los precios de producción se ha moderado. El tono de la política monetaria se mantuvo inalterado durante el trimestre y las autoridades avanzaron en el proceso de reforma financiera, al liberalizar el tipo de interés de los préstamos, y pusieron en funcionamiento el área de libre comercio de Shanghai el 1 de octubre. En política fiscal, el Gobierno habilitó un nuevo paquete de ayudas de tamaño reducido. En el *resto de Asia emergente*, el PIB se desaceleró nuevamente en el segundo trimestre, hasta el 4,2 % interanual, una décima menos que en el primero. Los datos ya conocidos sobre producción industrial y exportaciones sugieren una suave mejora de la evolución económica en el tercer trimestre en varios países. Sin embargo, la inflación ha aumentado desde el 4 % al 4,8 % entre junio y agosto, por los repuntes en India —que han continuado en septiembre— y en Indonesia, resultado de la intensa depreciación de sus monedas. Esta evolución motivó la subida de los tipos de interés de referencia durante el trimestre en Indonesia (del 6 % al 7,25 %) y en octubre en India (del 7,25 % al 7,50 %) para defender sus divisas y frenar las salidas de capital.

En *América Latina*, el PIB creció un 1 % en el segundo trimestre en tasa trimestral, cinco décimas más que en el primero (3,5 % en tasa interanual). Esta recuperación se explica por el crecimiento, superior al esperado, en Colombia (4,2 % interanual) y, de un modo mucho más acusado, en Argentina (8,3 %). Brasil también mostró un mayor dinamismo (3,3 %) gracias a la recuperación de la inversión y de las exportaciones netas. En México, en cambio, la actividad se contrajo con respecto al primer trimestre, situándose la tasa interanual en el 1,5 %, mientras que en el resto de países tendió a moderarse de forma suave. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre en la mayoría de países, salvo en México y Colombia. La inflación repuntó, situándose el promedio regional en el 7,6 % interanual en septiembre, si bien esta cifra

Frente a un crecimiento promedio del 9,7 % interanual en el período 2008-2012, la tasa de avance del PIB se situará por debajo del 8 % en 2013 (véase gráfico 1) y, previsiblemente, no volverá a alcanzar el crecimiento previo en los próximos años. Desde hace tiempo se asume que un cambio de modelo de crecimiento en China resulta necesario para garantizar su sostenibilidad a largo plazo, aun a costa de reducir la velocidad en su desarrollo económico. No obstante, durante el segundo trimestre surgió el temor a una ralentización acusada, con implicaciones sobre la economía mundial, dado el elevado peso de China en términos del producto y del comercio mundiales. De hecho, esta coyuntura desfavorable discurrió en paralelo a la caída en los precios de las materias primas, especialmente de las vinculadas al ciclo industrial en China y al ciclo económico mundial, lo que se reflejó también en un descenso de la confianza en los países exportadores de aquellas. En este recuadro se revisa cómo han cambiado las fuentes del crecimiento en China en 2013, en un contexto en el que su economía parece volver a mostrar un tono más firme.

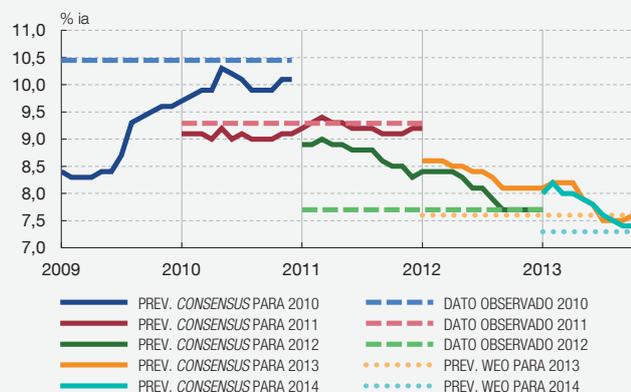
Aunque China sorteó extraordinariamente bien los efectos de la crisis financiera global, el elevado crecimiento tendió a acentuar algunos desequilibrios existentes, como el exceso de ahorro e inversión, y a generar otros nuevos, como el progresivo aumento del peso del sector inmobiliario y un notorio incremento del crédito, tanto dentro como fuera del sistema bancario —que, entre otros desarrollos, propició un marcado aumento de la deuda de los Gobiernos locales—. Sin embargo, el nuevo Gobierno, designado a finales de 2012, reafirmó su compromiso con el reequilibrio del crecimiento, que debería materializarse en una reducción del peso de la inversión y del sector exterior, y un progresivo aumento del consumo privado.

Entre marzo y junio se impulsaron una serie de medidas de contención del crédito por parte de las autoridades chinas, buscando moderar el precio de la vivienda, evitar la proliferación de productos para la gestión de patrimonio considerados de elevado riesgo, y controlar la exposición de los bancos a los vehículos de financiación

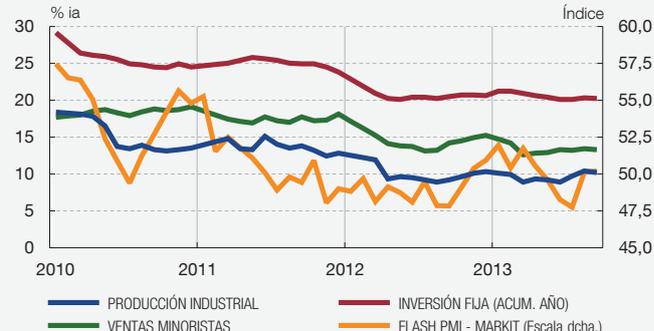
de los Gobiernos locales, lo que frenaría la financiación para el conjunto de la economía. Asimismo, se limitaron las entradas de capital que sorteaban los controles vigentes a través de las exportaciones, lo que se sumó a un contexto internacional más débil, y en el que la apreciación experimentada por el renminbi (próxima al 10 % desde mediados de 2010) parecía incidir negativamente en la competitividad de las empresas exportadoras. En este entorno, el banco central indujo una contracción súbita de la liquidez a finales de junio, al adoptar nuevas medidas para limitar la proliferación de productos de inversión especulativa, cuyos efectos supusieron un endurecimiento temporal de las condiciones de financiación más severo de lo anticipado. Este conjunto de medidas contribuyó en buena medida a la desaceleración observada en el segundo trimestre. Los indicadores económicos comenzaron a apuntar hacia un crecimiento más moderado tanto en actividad e inversión como en consumo, a pesar de que las exportaciones mantuvieron hasta abril un elevado dinamismo (véase gráfico 2). No obstante, esta firme decisión del Gobierno para mitigar algunos de los riesgos —incluso llegando a obtener resultados más intensos de lo deseado—, junto con un contexto internacional más débil de lo esperado, justificó un recorte de las previsiones de crecimiento para 2013 y 2014, de tal modo que se llegó a poner en duda el cumplimiento del objetivo de crecimiento económico del Gobierno, establecido en el 7,5 % para 2013.

Ante el deterioro de las expectativas, el Gobierno adoptó distintas medidas para recuperar la confianza. En julio, reafirmó su compromiso con un modelo de crecimiento más equilibrado, aunque con ciertos límites, afirmando que lograrían su objetivo para 2013 y que no tolerarían un ritmo de avance inferior al 7 %. También se aprobaron algunas medidas indicativas de su intención reformista; en particular, la liberalización de los tipos de interés de los préstamos bancarios y el establecimiento de una zona de libre comercio en Shanghai como proyecto piloto, entre otras medidas de alcance menor. A la vez, se adoptaron iniciativas puntuales de apoyo fiscal por cuantías limitadas a determinados sectores

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO



2 ACTIVIDAD, CONSUMO E INVERSIÓN



FUENTES: Consensus Forecast, China National Bureau of Statistics, World Economic Outlook Octubre 2013 (Fondo Monetario Internacional) y Markit Economics.

(cont.)

—pequeños empresarios y exportadores—. El banco central, por su parte, se comprometió a garantizar la disponibilidad de liquidez para el normal funcionamiento de la economía, aunque mantuvo firme su intención de controlar y limitar los productos de inversión especulativa.

De este modo, la evolución económica pareció normalizarse durante el verano, pues los datos de comercio exterior y producción industrial de julio apuntaban a que la economía se estaría estabilizando en niveles de crecimiento más moderados, en un contexto de estabilidad de precios. De hecho, el impacto positivo de las medidas pareció consolidarse con la mejora generalizada de los indicadores de agosto, ya que los datos de producción industrial, confianza empresarial, inversión fija, comercio exterior y financiación superaron las expectativas del consenso. Como resultado, el PIB se aceleró hasta el 7,8 % interanual en el tercer trimestre y, aunque las expectativas de crecimiento en China son más moderadas de lo que fueron a inicios de año, el riesgo de una ralentización intensa con efectos negativos sobre el resto del mundo parece haberse alejado.

En definitiva, la evolución reciente de la economía china ha estado condicionada por la adopción de algunas medidas de política económica orientadas a frenar el crecimiento desequilibrado de algunos segmentos de la economía. Estas medidas de corto plazo son coherentes con la estrategia de las autoridades chinas a un horizonte más dilatado, encaminada a recomponer el modelo de crecimiento del país, reemplazando algunas fuerzas motrices que parecen agotarse, como la disponibilidad de mano de obra a coste reducido y un entorno internacional capaz de absorber la notoria expansión de su sector exportador, y favoreciendo una mayor apertura financiera. Así, la desaceleración reciente puede ser interpretada positivamente, pero, en todo caso, también alerta de los riesgos derivados de esta transición. Esos riesgos afectan tanto a la vertiente externa, que sigue en fase de recuperación y sujeta a posibles vaivenes financieros, como a las vulnerabilidades internas, tanto en el sector financiero como en el fiscal, que subrayan la necesidad de atender a los importantes retos pendientes en este proceso de reequilibrio.

está influida por los registros de Venezuela (46,2 %) y Argentina; sin estos dos países, la inflación interanual se habría moderado. No obstante, en Brasil la inflación (5,9 %) sigue situada cerca del límite superior de la banda objetivo, de forma que el banco central de Brasil ha continuado su endurecimiento monetario, situando el tipo oficial en el 9,50 %. Por su parte, el Banco de México lo redujo en 25 pb, hasta el 3,75 %, por la debilidad de la actividad y el anclaje de la inflación. Y en Chile la autoridad monetaria también recortó el tipo oficial en esa misma cuantía, hasta el 4,75 %. En el resto de países con objetivos de inflación, los tipos oficiales se mantuvieron inalterados, aunque en Perú se redujeron los coeficientes de reservas bancarias. Standard and Poor's elevó el *rating* soberano de Perú y redujo el de Argentina, después de que la Cámara de Apelaciones de Nueva York ratificara la sentencia que obliga al país a pagar a los fondos que no admitieron el canje de deuda.

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

Los indicadores de actividad más recientes han tendido a confirmar las expectativas de que el PIB del área del euro volvió a experimentar un crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2013, aunque probablemente a un ritmo algo más débil que el del trimestre anterior, una vez desvanecido el efecto de los factores temporales que impulsaron al alza el producto en los meses de primavera. Más a medio plazo, las previsiones disponibles de organismos públicos y privados para 2014 y 2015 coinciden en anticipar un escenario donde la recuperación se irá consolidando gradualmente a medida que la demanda interna se fortalezca, estimulada por el tono acomodaticio de la política monetaria, políticas fiscales menos contractivas y mejoras de la confianza, en un contexto en que el área deberá continuar avanzando en los procesos en curso de absorción de los desequilibrios acumulados (véase recuadro 2) y de reformas institucionales encaminadas a fortalecer su gobernanza.

La recuperación que se anticipa es, en todo caso, solo modesta, frágil y sujeta a riesgos a la baja, ya que está condicionada por los elevados niveles de endeudamiento alcanzados —tanto públicos como privados—, las necesidades de consolidación fiscal y unas condiciones financieras que resultan excesivamente estrictas por las dificultades que impiden una transmisión homogénea de los impulsos monetarios. Aunque la mejora de la actividad ha venido acompañada de un cierto alivio en los indicadores de tensión financiera y de fragmentación de los mercados, estos continúan en niveles históricamente elevados. Esta circunstancia se traduce, en definitiva, en unas condiciones de financiación que resultan considerablemente más estrictas para los hogares y las empresas de aquellos países del área donde la situación cíclica se encuentra más deprimida (véase recuadro 3), contrarrestando así el tono expansivo de la política monetaria.

La inflación de la zona del euro continuó moderándose, hasta registrar un 1,1 % en septiembre. El último ejercicio de proyecciones del Eurosistema anticipa que la inflación tenderá a situarse a lo largo de 2014 en tasas significativamente por debajo de 2 %, en un entorno de fragilidad del contexto económico que hace improbable que puedan surgir tensiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tono acomodaticio de su política monetaria. Así, a lo largo del trimestre, los tipos de interés de las operaciones principales de financiación permanecieron en el 0,5 %, al tiempo que los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se mantuvieron inalterados en el 1 % y el 0 %, respectivamente. Además, el Consejo confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria adoptadas en julio (*forward guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado.

A mediados de octubre, el ECOFIN adoptó la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre de 2014. Los próximos meses serán claves en la construcción de una Unión Bancaria que refuerce el marco institucional de la Unión Monetaria y que ayude a superar definitivamente la actual situación de fragmentación financiera. Para ello, las autoridades políticas han de avanzar decididamente en el establecimiento en los plazos previstos de una autoridad y un fondo únicos de resolución de bancos, que son el complemento necesario al modelo de supervisión centralizada adoptado. También en los próximos meses, el BCE, en colaboración con la EBA y las autoridades supervisoras nacionales, llevará a cabo un ejercicio de revisión de

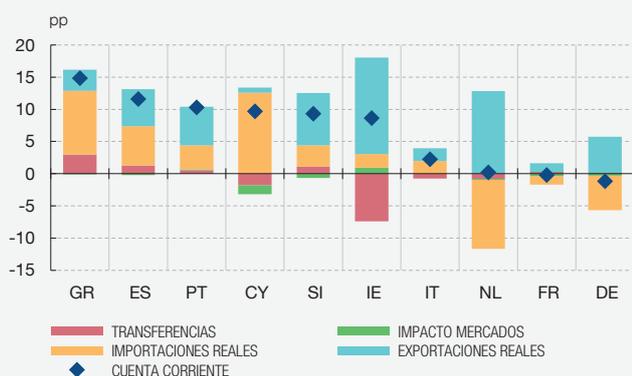
Desde 2007, algunos Estados miembros de la UEM se hallan inmersos en un proceso intenso de corrección de los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado tras su incorporación al área del euro. En un primer momento, la contracción de la financiación exterior hacia estos países trajo consigo una caída de la demanda y, especialmente, de la inversión, que dio lugar a retrocesos de las importaciones, mientras que las exportaciones mantenían una expansión modesta, en un contexto de debilidad de la demanda global y de lento reajuste de la competitividad. Pero a partir de 2010, y con mayor intensidad en 2012, estos países tuvieron que afrontar una crisis de balanza de pagos y un repliegue de los flujos de financiación, que desencadenaron un ajuste muy rápido del desequilibrio exterior. En algunos casos, la mejora del saldo de la balanza por cuenta corriente ha superado los 10 pp del PIB, y en la actualidad solo Grecia mantiene un saldo por cuenta corriente negativo, mientras que España, Italia, Portugal e Irlanda registran superávit (véase gráfico 1).

El cambio de signo de las balanzas por cuenta corriente se ha apoyado en una reversión significativa de las pérdidas de compe-

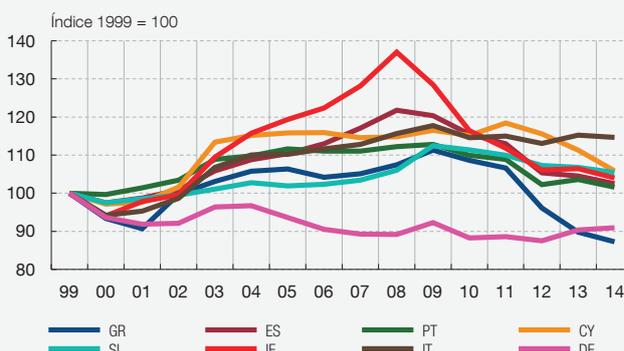
titividad que todas estas economías habían acumulado durante los primeros años de la UEM, lo que ha permitido que las exportaciones hayan contribuido también de manera notable a la corrección del desequilibrio exterior [con las excepciones de Chipre y, en menor medida, Grecia (véase gráfico 1)]. Así, aunque en un primer momento solo Irlanda registró una mejora significativa de sus indicadores de competitividad de precios y costes, la corrección de los indicadores de tipo de cambio real medidos con costes laborales unitarios se ha generalizado desde 2010 al conjunto de estos países, lo que les ha permitido recuperar niveles de competitividad próximos a los de finales de los noventa —en el caso de Grecia, estos se sitúan incluso por debajo de los valores observados en 1999—. Esta evolución se ha producido además en un contexto en el que Alemania, uno de los principales socios comerciales de estas economías, apenas ha modificado su posición competitiva (véase gráfico 2).

El dinamismo de las exportaciones, que constituye un elemento esencial en la recuperación de economías que, tras una grave crisis financiera, deben afrontar una reducción de sus niveles de en-

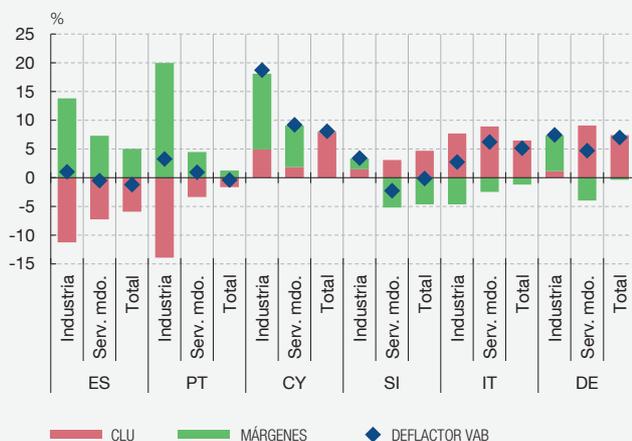
1 CAMBIOS EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE 2007-2013
CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES (% DEL PIB)



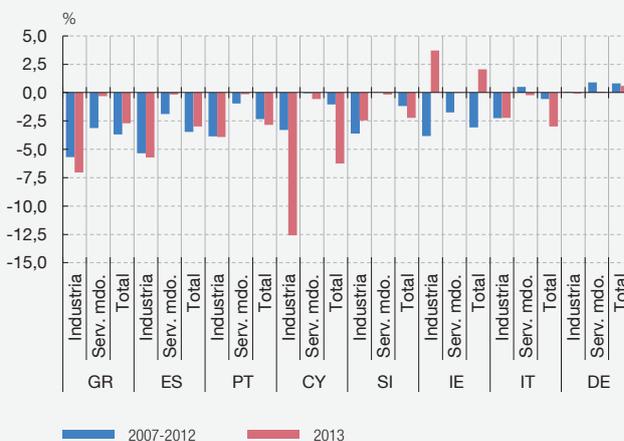
2 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS
BASADO EN COSTES LABORALES UNITARIOS



3 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO BRUTO.
VARIACIÓN 2008-II TR 2013



4 EMPLEO. CRECIMIENTO INTERANUAL



FUENTE: Comisión Europea.

deudamiento público y privado, depende también de la evolución de la relación real de intercambio interna —esto es, de los precios relativos entre sectores de la economía—, que tiene una elevada influencia sobre la reasignación de factores. En este sentido, como se aprecia en el gráfico 3, desde el año 2007, y al contrario de lo que sucedió en la anterior fase expansiva, los márgenes en las actividades de manufacturas se están incrementando a un ritmo superior al de los servicios (salvo en Italia), lo que puede facilitar una futura reasignación de recursos hacia aquellos sectores en las economías deficitarias. En cualquier caso, durante la actual crisis la reasignación sectorial está siendo muy lenta. Como se observa en el gráfico 4, todos los sectores, incluidos los industriales, han destruido empleo entre 2007-2012, y esta tendencia se ha prolongado a lo largo de 2013. La caída de la demanda es tan intensa que aún no se detectan cambios relevantes en la especialización sectorial de las economías analizadas hacia aquellos sectores industriales y de servicios con capacidad de reabsorber el desempleo.

Los elevados costes que está generando el proceso de ajuste actual en términos de desempleo y la insuficiente reasignación de la actividad hacia aquellos sectores con capacidad de generar un mayor impulso de las exportaciones y un crecimiento más sostenido podrían estar relacionados también con las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, que dificultan el desempeño eficiente de su papel como distribuidores de los recursos financieros. Por ello, resulta esencial reducir la fragmentación de los mercados financieros para permitir que, cuando se recupere la demanda, la financiación llegue a los proyectos viables. Los países que persistentemente han registrado superávits en su balanzas por cuenta corriente deberían contribuir también a la corrección de los desequilibrios en la UEM, sobre todo en la medida en que dichos superávits no sean solo el resultado de factores demográficos o de la posición competitiva de estas economías, sino que también sean el reflejo de una debilidad de la inversión productiva, lastrada por regulaciones nacionales que limitan la demanda y el potencial de crecimiento de estos países.

la calidad de los activos (AQR) de los bancos que quedarán bajo su ámbito de competencia. Este ejercicio estará diseñado con rigor y transparencia para ayudar a recuperar definitivamente la confianza en la solidez del sistema bancario del área del euro.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB creció en el segundo trimestre de 2013 un 0,3%, interrumpiendo así la etapa de contracción de la actividad que se había iniciado a finales de 2011 (véase cuadro 2). Esta tasa, que constituyó una sorpresa positiva al superar las expectativas de los analistas, vino impulsada, en parte, por factores temporales relacionados con las condiciones meteorológicas en Europa central. El aumento del producto estuvo apoyado en el avance de todos sus componentes (crecieron el consumo privado y público, la inversión y las exportaciones, que lo hicieron por encima de las importaciones) y solo se registró una aportación ligeramente negativa de la variación de existencias. Según el desglose por ramas de actividad, el valor añadido de la industria y los servicios, tanto los de mercado como los de no mercado, experimentaron un aumento, mientras que el de la construcción continuó retrocediendo, aunque a un ritmo inferior al que ha venido registrando desde el comienzo de la crisis. Finalmente, por países, el PIB creció de forma significativa en Alemania y en Francia, afectado en mayor medida por los factores temporales mencionados anteriormente, al igual que en Portugal, mientras que en Italia y en Holanda moderó su caída.

Durante el segundo trimestre, el empleo continuó retrocediendo, aunque de forma menos intensa —un 0,1%— que en los primeros meses del año. Los costes laborales unitarios, medidos en términos interanuales, avanzaron más lentamente, gracias tanto a una contención de la remuneración por asalariado como a un repunte de la productividad por ocupado. Por su parte, el deflactor del PIB aumentó por encima de los costes laborales unitarios, lo que permitió una ampliación del indicador de márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el tercer trimestre del año en curso, la mayor parte de los indicadores económicos se situaron en registros superiores a los del trimestre previo (véase cuadro 2). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial compensó en agosto el retroceso registrado en julio.

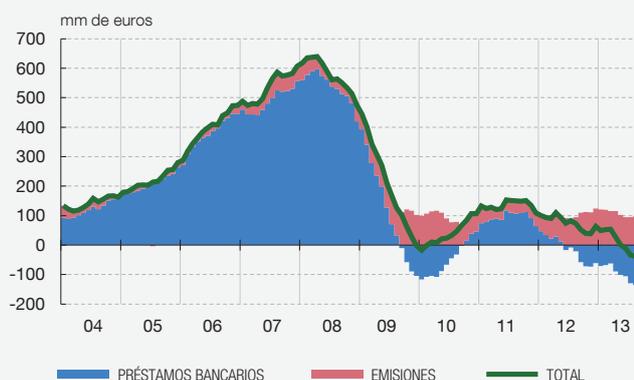
El impacto de la crisis sobre las condiciones de acceso al crédito bancario ha provocado que algunas empresas de la zona del euro hayan cubierto de forma creciente sus necesidades de financiación mediante la apelación directa a los mercados a través de la emisión de títulos de renta fija. Así, el saldo de valores de deuda de las empresas no financieras del área ha crecido en términos acumulados desde finales de 2008 por encima del 45 %. Por contra, los préstamos bancarios experimentaron una contracción del 2 % en dicho período. En conjunto, ha tenido lugar una desaceleración del volumen total de la financiación externa del sector (véase gráfico 1), que se enmarca en el contexto general de gran incertidumbre económica, situación cíclica muy adversa y alto endeudamiento del sector empresarial en algunos países.

La fortaleza de las emisiones de deuda por parte de las empresas no financieras no ha sido uniforme a lo largo de la crisis, sino que ha coincidido con los períodos de mayor contracción del crédito

bancario, en un contexto en el que la orientación expansiva de la política monetaria se habría trasladado de manera más intensa a los mercados de deuda que a los tipos aplicados en los nuevos préstamos para el conjunto del área. Como muestra el gráfico 2, la rentabilidad de las emisiones de mejor calidad se situaría en 2013 por debajo del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo por una cuantía superior al millón de euros. La brecha en el coste de la financiación se habría ampliado sustancialmente en el caso de los préstamos por importe inferior.

Atendiendo a la calidad crediticia de las emisiones, el gráfico 3 ilustra cómo las emisiones con una calificación crediticia de grado de inversión —BBB o superior— fueron particularmente elevadas en 2009, cuando se superó un volumen bruto de emisión de 260 mm de euros. Este dinamismo se retomó en 2012 y 2013, si bien en este período ha destacado de manera singular la colocación de bonos de peor calidad crediticia. Así, las emisiones de alto

1 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES DE RENTA FIJA DE LAS SNF (a)



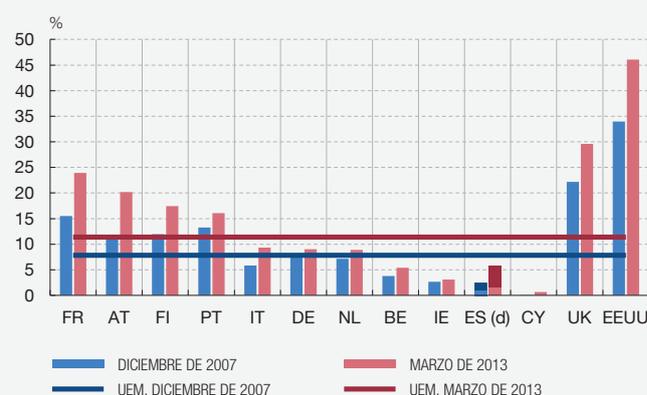
2 INDICADORES DE COSTE DE LA FINANCIACIÓN



3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA POR CALIDAD CREDITICIA (b)



4 VALORES DE RENTA FIJA EN EL TOTAL DE LA DEUDA POR PAÍSES (c)



FUENTES: Dealogic, bancos centrales nacionales, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Los flujos están acumulados doce meses. Los préstamos bancarios están ajustados de titulización y ventas a partir de 2009.
- b Los datos de 2013 están anualizados.
- c El concepto de deuda incluye los valores distintos de acciones (excluidos derivados) más el total de los préstamos de acuerdo con la información de las cuentas financieras. Para el caso de Estados Unidos se representa el peso de los bonos sobre el agregado *credit market instruments* considerando el sector *corporate, non-corporate* y *farm* de las cuentas financieras.
- d En el caso de España, los apéndices a las barras muestran cuál sería el valor de la ratio cuando se incluyen como valores las emisiones de las SNF a través de filiales financieras residentes. Véase nota a pie del texto.

rendimiento, tras quedar excluidas de los mercados en 2008, se sitúan en 2013 en niveles máximos desde 2005, con un volumen superior a los 42 mm de euros hasta septiembre. Esta expansión estaría reflejando, por un lado, la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en un entorno de bajos tipos de interés y, por otro, el aumento del número de este tipo de empresas en un contexto en el que la crisis económica ha conllevado un deterioro de la calidad crediticia del sector.

Aunque la desintermediación en la financiación se ha producido de manera generalizada, el incremento en el peso de los bonos ha sido más intenso en los países donde las empresas partían de una financiación más orientada hacia los mercados, como se ilustra en el gráfico 4. Este es el caso de Francia, Austria, Finlandia y Portugal, donde la deuda en valores ha llegado a representar entre el 16 % y el 24 %¹ en 2013. No obstante, se trata de un proceso todavía de

alcance limitado en comparación con la relevancia de la financiación de mercado en países como Estados Unidos o Reino Unido.

En resumen, la emisión de deuda está permitiendo a algunas empresas europeas mitigar —al menos, parcialmente— los efectos adversos derivados de la contracción de la oferta de crédito bancario en el contexto de la crisis financiera. La sustitución de préstamos por valores ha sido compatible con el proceso de desaparición del sector empresarial y, aunque generalizado por países, la intensidad del proceso de desintermediación ha sido superior en aquellos países que partían de una mayor orientación hacia la financiación de mercados. La experiencia reciente sugiere que reformas estructurales que fomenten una mayor diversificación de las fuentes de financiación de las empresas contribuirían a mitigar las vulnerabilidades que surgen de una excesiva dependencia de la financiación bancaria. En casos como los de las pymes, donde el acceso a los mercados resulta particularmente complejo por las restricciones que se derivan de su tamaño y su capacidad para producir la información relevante para los inversores, esa diversificación requeriría iniciativas a escala nacional y europea orientadas específicamente a este sector.

¹ La importancia de la financiación vía valores de las sociedades no financieras está infravalorada en países como Alemania o España, donde, en ocasiones, esta es captada por filiales en el extranjero o filiales financieras y distribuida posteriormente a través de préstamos interempresariales. En España, en torno al 75 % del volumen emitido por compañías residentes se realiza a través de filiales financieras (véase cuadro 8.6 de los Indicadores Económicos publicados por el Banco de España). Teniendo en cuenta estas emisiones, la ratio de valores de renta fija sobre la deuda se situaría en el 5,9 % en el primer trimestre de 2013, frente al

2,6 % en diciembre de 2007. Para más detalles sobre la financiación de las empresas, puede también consultarse *Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area. Structural Issues Report*, Documento Ocasional 151, agosto de 2013, Banco Central Europeo.

Los indicadores de opinión basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) superaron el umbral indicativo de expansión de la actividad, tras varios trimestres de recuperación sostenida. La mejora se ha extendido a las encuestas de confianza elaboradas por la Comisión Europea —con la excepción de la relativa al sector de la construcción—, de manera que los indicadores de la industria y el comercio minorista se situaron, en septiembre, por encima de su valor promedio de largo plazo. La tasa de paro se moderó hasta el 12 % en julio y agosto, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mejoraron, tanto en la industria como en los servicios.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo reflejan, en general, un comportamiento expansivo. Así, la confianza de los consumidores se fortaleció en el tercer trimestre y las ventas al por menor continuaron avanzando en julio y agosto, mientras que las matriculaciones se contrajeron. Por su parte, el grado de utilización de la capacidad productiva y la valoración de la cartera de pedidos de la industria, indicadores relacionados con la inversión, mejoraron tímidamente a lo largo del verano. Finalmente, las exportaciones nominales retrocedieron ligeramente, en promedio, en julio y agosto, a pesar del buen comportamiento de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores para el tercer trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente sugiere que el PIB volvió a aumentar en los meses de verano, aunque a un ritmo tenue. Más a medio plazo, los organismos internacionales y los analistas privados prevén que, en un contexto internacional relativamente favorable, la recuperación del PIB se prolongue a lo largo de 2014, a medida que la demanda

	2012				2013			
	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	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3		
Consumo privado	-0,4	-0,6	-0,1	-0,4	-0,3	0,1		
Consumo público	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,0	0,4		
Formación bruta de capital fijo	-1,2	-2,0	-0,4	-1,2	-2,3	0,2		
Importaciones	0,0	-0,2	0,3	-0,9	-1,0	1,6		
Exportaciones	0,8	0,9	0,7	-0,5	-0,9	2,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,5	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	0,2		
Variación de existencias	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,3	-0,2		
Demanda exterior neta	0,3	0,5	0,2	0,2	0,0	0,2		
PIB (tasa de variación interanual)	-0,2	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-0,6		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-0,5	-0,6	0,1	-1,9	0,2	0,6	-0,1	
Sentimiento económico	95,0	92,3	87,4	86,8	90,1	89,8	94,9	
PMI compuesto	49,6	46,4	46,3	46,5	47,7	47,8	51,4	
Empleo	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1		
Tasa de paro	10,9	11,3	11,5	11,8	12,0	12,1	12,0	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,7	2,4	2,6	2,2	1,7	1,6	1,1	
IPRI	3,6	2,1	2,8	2,2	0,5	0,2	-0,8	
Precio del petróleo (valor en dólares)	126,8	95,7	113,2	110,9	109,6	103,2	113,6	111,0
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,3	3,4	2,3	2,1	3,0	3,2	3,3	3,2
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,12	-1,81	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,70	-0,55
Tipo de cambio dólar/euro	1,336	1,259	1,293	1,319	1,281	1,308	1,351	1,368
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,9	-2,4	-2,3	-0,4	0,2	2,5	3,1	3,8
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	6,9	-2,2	5,9	13,8	-0,5	-1,3	9,8	15,1

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

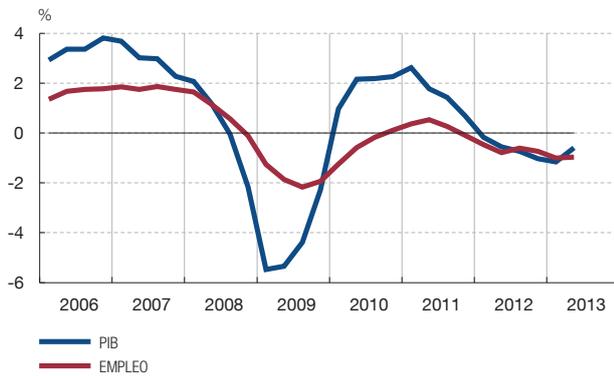
a Información disponible hasta el día 18 de octubre de 2013.

b Variación porcentual acumulada en el año.

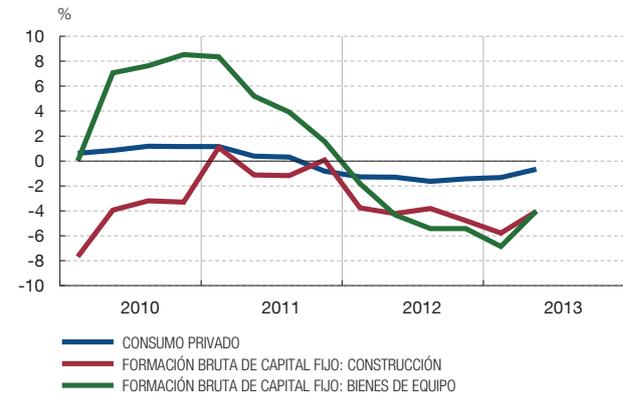
interna vaya ganando fortaleza, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria, políticas fiscales menos contractivas y el afianzamiento de un clima de mayor confianza (véase cuadro 3). De todas formas, el ritmo de avance de la demanda interna seguirá, previsiblemente, siendo débil por la necesaria corrección del exceso de endeudamiento de familias y empresas y la consolidación fiscal en curso en algunos países. En torno a estas perspectivas, predominan los riesgos a la baja relacionados principalmente con una posible evolución más débil que la prevista de la demanda global, repuntes de los precios de la energía por la materialización de riesgos geopolíticos y potenciales episodios de inestabilidad financiera asociados a dificultades políticas que pudieran surgir para avanzar en los procesos en curso de absorción de los desequilibrios acumulados en algunos países y de fortalecimiento del marco institucional del área del euro.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 1,1 % en septiembre, cinco décimas por debajo de la registrada a finales del segundo trimestre. De esta cifra, la contribución de los impuestos y precios administrados, aunque se ha moderado, continúa representando

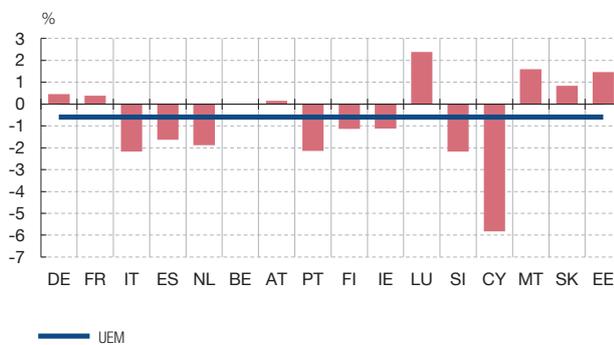
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Segundo trimestre de 2013



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

además una parte importante. Esta moderación del IAPC se apoya, en parte, en el menor dinamismo de los precios de los alimentos no elaborados y, fundamentalmente, en la caída de los precios de la energía, tras el avance que registraron en el mismo trimestre del año anterior. Por su parte, el resto de partidas que constituyen el índice apenas sufrieron modificaciones. De este modo, la inflación subyacente, medida por el índice general que excluye alimentos no elaborados y energía, disminuyó una décima, hasta el 1,3% (véase gráfico 10). Por otro lado, los precios industriales continuaron retrocediendo (un 0,8% en agosto), debido a la disminución de los precios de la energía y de los bienes intermedios.

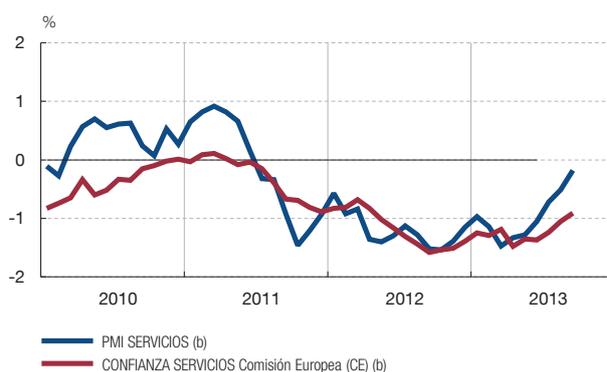
A medio plazo, se espera que la inflación siga manteniéndose en niveles muy moderados, significativamente por debajo de 2%, en el actual contexto de debilidad económica dominado por riesgos a la baja, cuyo potencial impacto sobre la evolución de los precios se ve contrarrestado por los riesgos al alza que pudieran surgir por una evolución más desfavorable de la actualmente anticipada de los precios de las materias primas, precios administrados e impuestos. La reciente tendencia apreciatoria del tipo de cambio del euro es también un factor adicional que presiona a la baja la evolución de la inflación. Con todo, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas firmemente en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y agosto de 2013 un superávit de 115,5 mm de euros (un 1,8% del

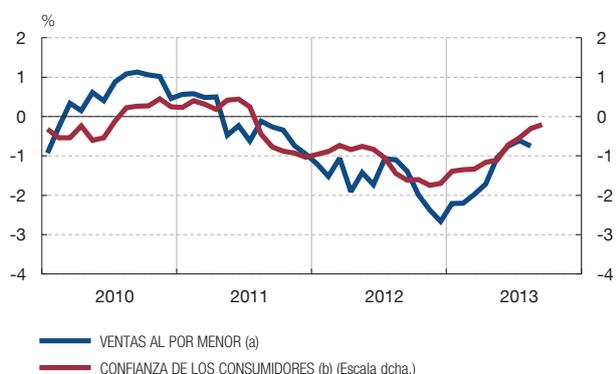
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



INDICADORES DE CONSUMO



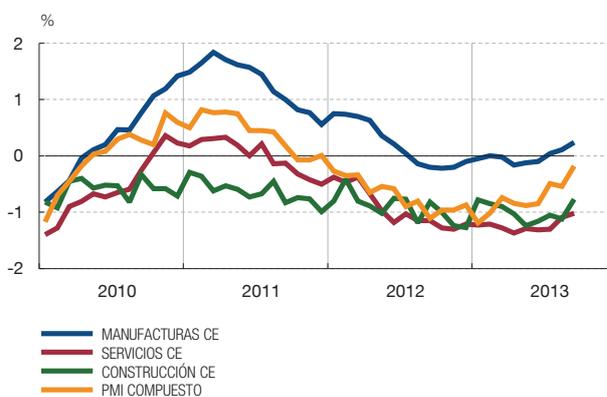
INDICADORES DE INVERSIÓN



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.

PIB), frente al superávit de 52,1 mm de euros observado en el mismo período del año anterior. Esta mejora obedeció sobre todo al comportamiento de la balanza de bienes y, en menor medida, a la de servicios. El saldo de transferencias corrientes se hizo más negativo, mientras que aumentó el saldo de la balanza de rentas. En relación con la cuenta

	2013		2014	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,3
Comisión Europea (mayo de 2013)	-0,4	1,6	1,2	1,5
FMI (octubre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,5
OCDE (mayo de 2013)	-0,6	1,5	1,1	1,2
<i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2013)	-0,3	1,5	0,9	1,4
Eurobarómetro (octubre de 2013)	-0,4	1,5	1,0	1,5

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

a Tasas de variación anual.

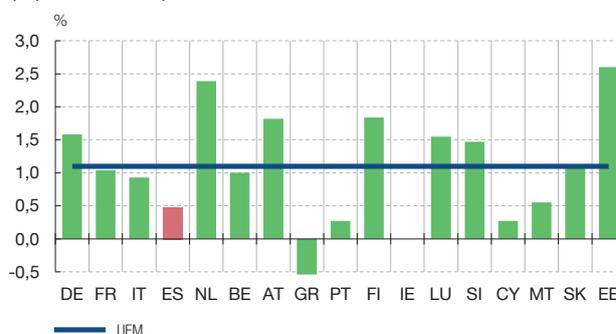
UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 10

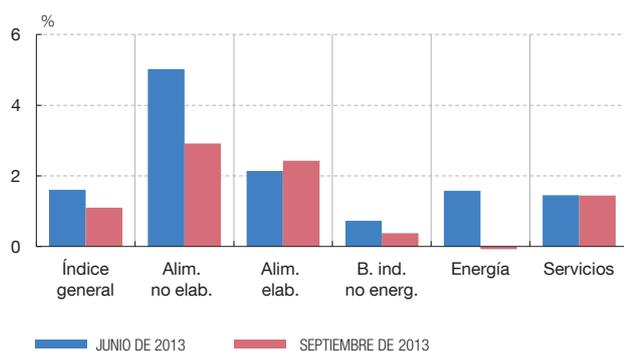
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
(Septiembre de 2013)



IAPC Y SUS COMPONENTES



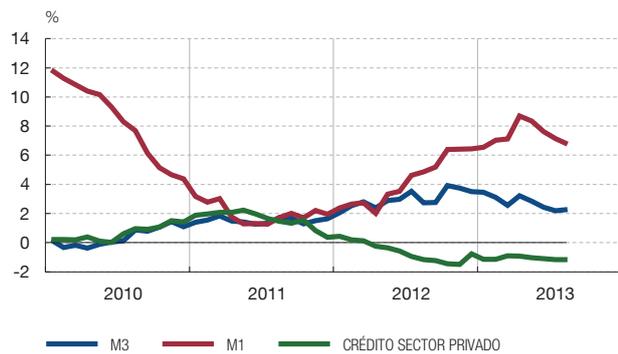
OTROS INDICADORES DE PRECIOS



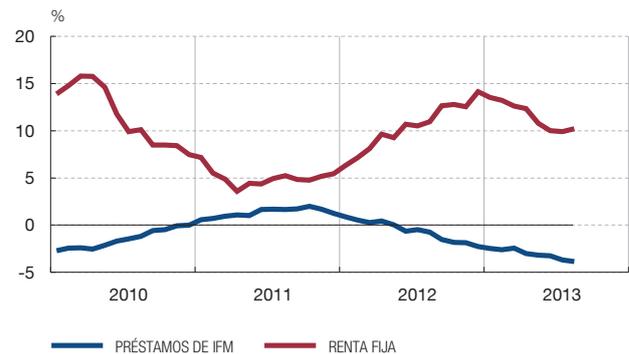
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

financiera, las salidas netas de capital en forma de inversión directa se incrementaron hasta los 83,4 mm de euros entre enero y agosto, frente a las entradas netas de 30,9 mm de euros en el mismo período del año anterior, mientras que aquellas en forma de inversión de cartera experimentaron una entrada neta de 62,3 mm de euros, frente a la salida neta de 0,8 mm de euros en el período de enero a agosto de 2012. Con todo, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones más la balanza por cuenta corriente,

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.

registró un superávit de 94,4 mm de euros entre enero y agosto de 2013, frente al superávit de 82,2 mm de euros en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

Según las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público se situará en torno al 3 % del PIB en el conjunto de la zona del euro en 2013, continuando la senda de descenso de los últimos años. Este resultado se debe en su mayor parte a un nuevo incremento de los ingresos públicos, hasta casi un 47 % del PIB, dos puntos por encima del promedio observado en los años previos a la crisis, mientras que el gasto público se mantendrá prácticamente estabilizado en valores próximos al 50 % del PIB. El ajuste estructural estimado para el 2013 se aproxima a los 0,8 pp, casi la mitad del calculado para el año anterior. Por su parte, la deuda pública aumentará hasta un 95 % del PIB (véase cuadro 4).

En línea con lo acordado en el reglamento para el fortalecimiento de la vigilancia de las políticas fiscales, que forma parte del denominado *Two-pack*, la mayoría de los países han remitido a la Comisión Europea los borradores de presupuestos para 2014. La Comisión Europea deberá comunicar en noviembre si los presupuestos presentados son compatibles con los compromisos adquiridos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y con las recomendaciones que se establecieron en junio en el marco del Semestre Europeo. Estas recomendaciones reafirman, en general, la necesidad de avanzar en una consolidación fiscal

% del PIB

	2011	2012		2013		2014	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	PE (d)	CE (b)	FMI (c)
Bélgica	-3,7	-3,9	-2,9	-2,8	-2,9	-3,1	-2,5
Alemania	-0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,1
Estonia	1,2	-0,3	-0,3	0,3	-0,3	0,2	0,2
Irlanda	-13,4	-7,6	-7,5	-7,6	-7,5	-4,3	-5,0
Grecia	-9,5	-10,0	-3,8	-4,1	-3,8	-2,6	-3,3
España	-9,4	-10,6	-6,5	-6,7	-6,5	-7,0	-5,8
Francia	-5,3	-4,8	-3,9	-4,0	-3,9	-4,2	-3,5
Italia	-3,8	-3,0	-2,9	-3,2	-2,9	-2,5	-2,1
Chipre	-6,3	-6,3	-6,5	-6,7	-6,5	-8,4	-7,5
Luxemburgo	-0,2	-0,8	-0,2	-0,7	-0,2	-0,4	-0,9
Malta	-2,8	-3,3	-3,7	-3,5	-3,7	-3,6	-3,6
Holanda	-4,5	-4,1	-3,6	-3,0	-3,6	-3,6	-3,2
Austria	-2,5	-2,5	-2,2	-2,6	-2,2	-1,8	-2,4
Portugal	-4,4	-6,4	-5,5	-5,5	-5,5	-4,0	-4,0
Eslovenia	-6,4	-4,0	-5,3	-7,0	-5,3	-4,9	-3,8
Eslovaquia	-5,1	-4,3	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,8
Finlandia	-0,8	-1,9	-1,8	-2,8	-1,8	-1,5	-2,1
PRO MEMORIA: UEM							
Saldo primario	-1,1	-0,6	0,2	-0,4		0,3	0,2
Saldo total	-4,2	-3,7	-2,9	-3,1	-2,9	-2,8	-2,5
Deuda pública	88,0	92,7	95,5	95,7	95,5	96,0	96,1

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 2013.
c Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2013.
d Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de abril de 2013.

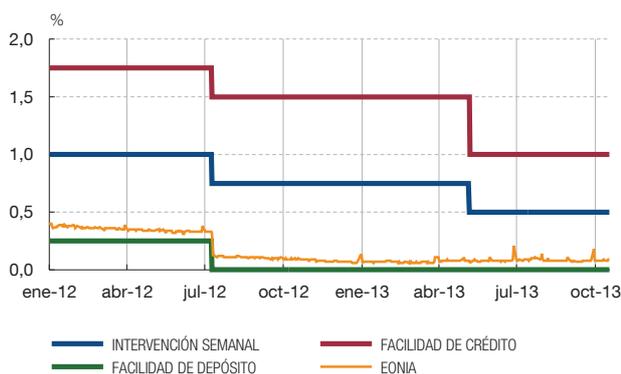
diferenciada por países que no perjudique la incipiente mejora de la actividad económica. En caso de que se estime que en algún país existen desviaciones graves, la CE podrá reclamar públicamente la revisión de los borradores.

Por lo que se refiere a los avances en la gobernanza de la UEM, lo más destacable ha sido la aprobación por el Parlamento Europeo —y posterior adopción por el ECOFIN a mediados de octubre— de la legislación que permitirá la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión en otoño de 2014, una vez que concluya el ejercicio de valoración de activos y de análisis de los balances del sistema bancario europeo. En cuanto al segundo pilar de la Unión Bancaria, tras la propuesta de la Comisión Europea, el Consejo Europeo ha seguido avanzando en la discusión del Mecanismo Único de Resolución, donde quedan todavía aspectos esenciales por definir.

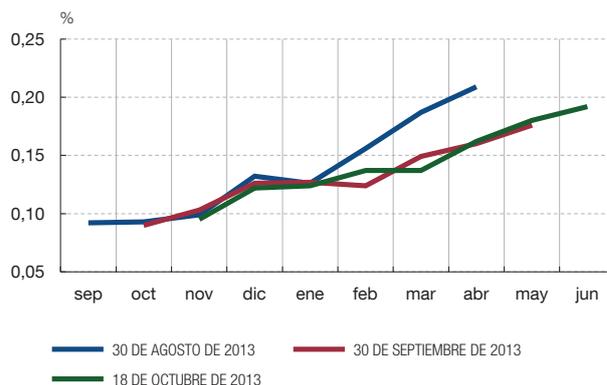
3.2 Evolución monetaria y financiera

En el tercer trimestre y en el tiempo transcurrido del cuarto, los indicadores de tensión financiera y de fragmentación de los mercados del área del euro continuaron mejorando, si bien permanecen en niveles históricamente elevados, lejos de los registros previos a la crisis financiera. En particular, las condiciones a las que hogares y empresas acceden a la financiación continúan siendo demasiado heterogéneas por países y excesivamente procíclicas en algunos de ellos.

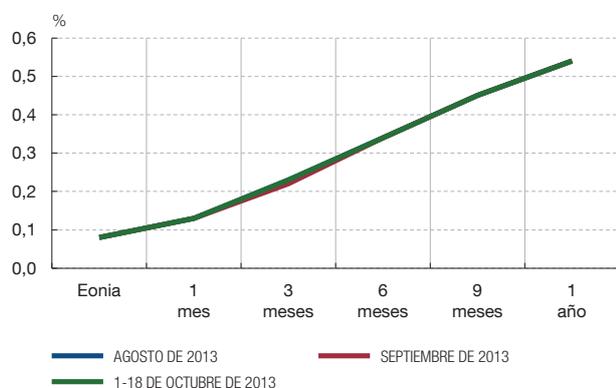
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



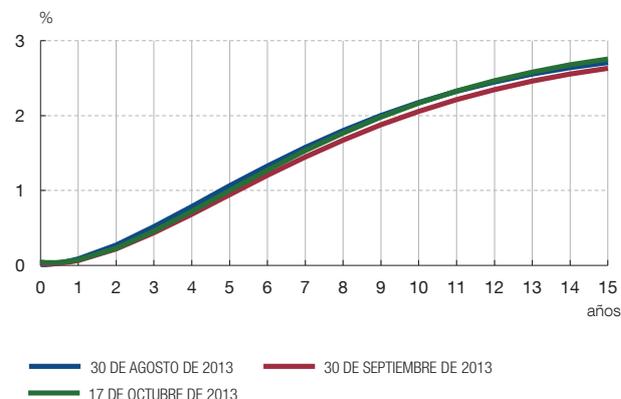
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



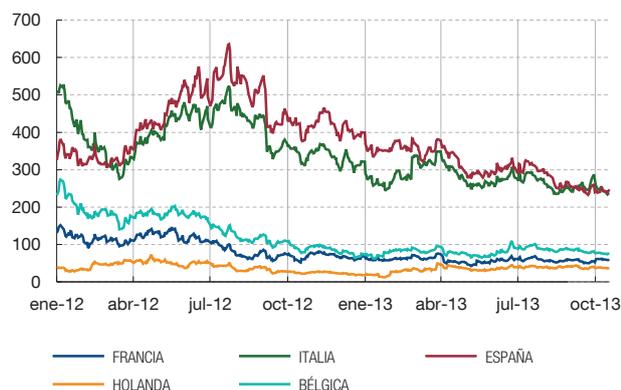
MERCADO INTERBANCARIO



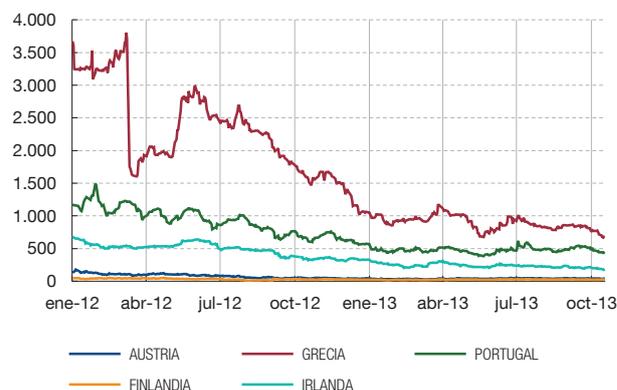
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

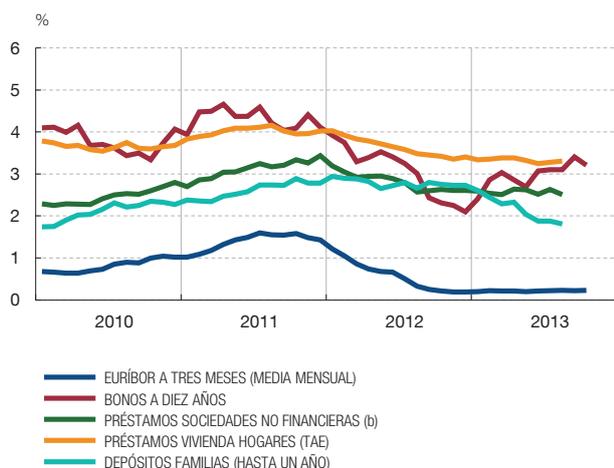


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo en los meses recientes el tono expansivo de la política monetaria, al considerar que las expectativas de inflación estaban ancladas y que la situación de debilidad económica en el área del euro hacía improbable que pudieran surgir presiones inflacionistas en el medio plazo. Así, tras el recorte de mayo, el tipo de las operaciones principales de financiación permaneció en el 0,5 %, y en el 0 % y el 1 % los tipos respectivos de la facilidad marginal de depósito y de crédito (véase gráfico 12). Además, el Consejo

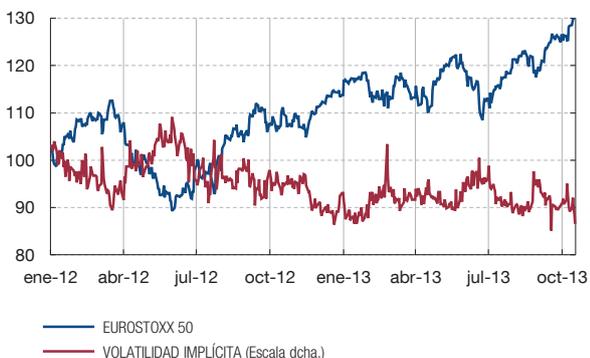
EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



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.

de Gobierno reiteró las indicaciones, aprobadas el pasado mes de julio, sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles actuales o más reducidos durante el tiempo que sea necesario. Con el anclaje más firme de las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en las perspectivas sobre la estabilidad precios en el área del euro, el Consejo pretende influir sobre los tipos de interés a corto plazo vigentes en los mercados monetarios, reduciendo su volatilidad y su sensibilidad a perturbaciones externas.

En el mercado bursátil, las cotizaciones continuaron mejorando en todos los países y sectores durante el período considerado. Así, el EUROSTOXX 50 aumentó un 16,5 % en el período comprendido entre finales de junio y los primeros días de octubre, acumulando un avance del 15,1 % desde el comienzo de 2013. Por su parte, el tipo de cambio del euro se apreció por encima del 3 % frente al dólar a lo largo del tercer trimestre, mientras que, en términos efectivos nominales, la apreciación fue mucho menor —del 0,6 %—, dada la depreciación experimentada con la libra (véase gráfico 13).

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos se han mantenido sin apenas cambios en niveles históricamente bajos, oscilando entre el 0,13 % del euríbor a

un mes y el 0,54 % del euríbor a un año. Este mismo comportamiento se ha registrado en el caso de los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*—, por lo que el diferencial entre ambos continúa estable en el entorno de los 40 pb en el caso del euríbor a un año. Más a largo plazo, en los mercados de deuda pública, la rentabilidad de los bonos a diez años de la mayor parte de los países más vulnerables ha registrado una tendencia decreciente desde finales de junio, con episodios acotados de mayor tensión en Italia y en Portugal. Por su parte, la rentabilidad del bono alemán se incrementó en línea con la elevación de los tipos de interés a largo en Estados Unidos.

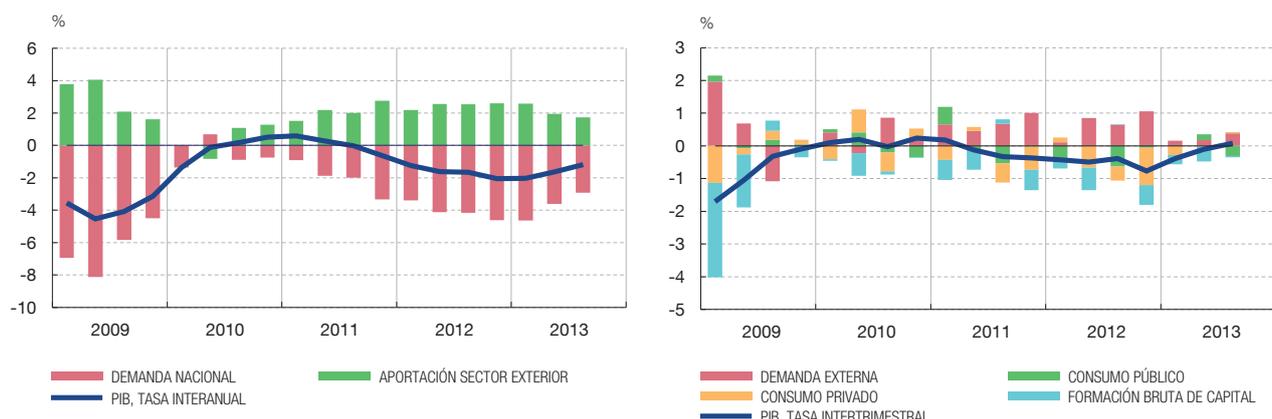
En un contexto en el que el avance de la actividad es aún modesto y en el que el coste de la financiación permanece excesivamente elevado en algunos países del área del euro, la evolución del crédito continuó mostrando signos de gran debilidad en el tercer trimestre del año. Así, el crédito a hogares se mantuvo estable en el 0,4 %, ya que tanto los préstamos para la adquisición de vivienda como para consumo registraron en agosto, respectivamente, el mismo ritmo de avance y retroceso que en el mes anterior. Por su parte, los préstamos bancarios a las empresas no financieras aceleraron su ritmo de contracción hasta el -2,9 %, evolución que viene solo parcialmente compensada por el dinamismo de la emisiones de deuda por parte de las grandes empresas (véase recuadro 3). En conjunto, el ritmo de contracción de los préstamos bancarios al sector privado se prolongó hasta alcanzar en agosto una tasa interanual, en términos ajustados de titulizaciones, del -1,5 %.

4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según la información disponible, todavía incompleta, acerca de la evolución de la economía española en el tercer trimestre de 2013, el PIB habría crecido un 0,1 % en tasa intertrimestral en ese período (véase gráfico 14). En caso de confirmarse, este sería el primer avance del producto desde el primer trimestre de 2011. La ligera recuperación de la actividad, tras la caída de una décima del trimestre precedente, sería el resultado, desde el punto de vista de los componentes de la demanda, de un comportamiento algo más favorable del saldo neto exterior. En concreto, se estima que la contribución de la demanda exterior neta al aumento de la actividad habría sido de 0,4 pp, en un contexto de cierta moderación de los flujos de exportaciones e importaciones con respecto al segundo trimestre del año, cuando ambas rúbricas mostraron un elevado dinamismo. Como en ese período, la demanda nacional habría retrocedido un 0,3 %, aunque se estima que la composición habría sido algo diferente, al haberse visto compensada la evolución relativamente más positiva del gasto ejercido por los agentes privados por un cierto debilitamiento del gasto público. En concreto, se estima que, frente al estancamiento del segundo trimestre, el consumo privado podría haber crecido levemente en el tercero, aunque todavía dentro de un panorama de marcada debilidad, como consecuencia del continuado descenso de la renta disponible —enmarcado en un contexto en el que prosiguen, aunque a un ritmo menor, las caídas de empleo—, de la pérdida de valor de la riqueza de los hogares y de la persistencia de elevadas ratios de endeudamiento. En el ámbito de la formación bruta de capital fijo, el gasto habría seguido descendiendo, aunque lo habría hecho a un ritmo inferior, como resultado del menor retroceso de la construcción, mientras que, por el contrario, se habría suavizado la magnitud del avance del componente de bienes de equipo, dentro, no obstante, de un tono de notable fortaleza. En un contexto en el que persisten unas condiciones de financiación restrictivas, la pujanza del gasto empresarial en este tipo de bienes podría estar reflejando el efecto de arrastre derivado del dinamismo de las exportaciones.

Se estima que el retroceso del producto, en tasa interanual, se habría atenuado en el tercer trimestre en 4 décimas, hasta el -1,2 %. En el mercado laboral, el descenso del empleo se desaceleró, a la luz de la información coyuntural relativa a la afiliación a la Seguridad Social y al paro registrado. En términos de la CNTR, la caída interanual de los ocupados se habría moderado, de acuerdo con las estimaciones disponibles, en 0,7 pp, situándose en el -3,1 %. De este modo, dada la evolución estimada del PIB, la ralentización de los incrementos de la productividad aparente del trabajo en el conjunto de la economía se habría prolongado por quinto trimestre consecutivo. A pesar de este comportamiento, la continuación de la trayectoria de moderación salarial habría posibilitado que los costes laborales por unidad de producto siguieran experimentando tasas de variación interanual negativas, en el entorno del -2 %. De este modo, habría seguido avanzando el proceso de devaluación interna, cuyo mantenimiento en el tiempo sigue siendo necesario para asegurar la continuidad de la corrección de algunos de los principales desequilibrios de la economía. Con la información de Balanza de Pagos disponible hasta julio, el saldo de la balanza por cuenta corriente habría mantenido su tendencia positiva en el período más reciente, impulsado por el incremento del superávit de la balanza de bienes no energéticos.

La tasa de inflación, medida por la variación interanual del IPC, aceleró su senda descendente en el trimestre. En su mayor parte, ello se debió al efecto —ya anticipado— de la desaparición de la comparación interanual en septiembre de los aumentos de precios que



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

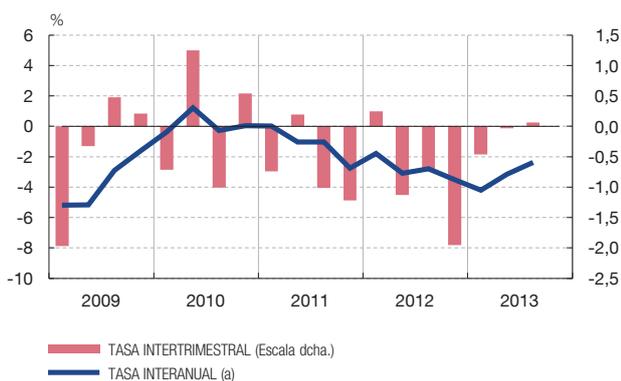
tuvieron lugar justo un año antes como consecuencia de la elevación de los tipos de la imposición indirecta y de los precios regulados de algunos bienes y servicios, aunque a ello se unió, también en septiembre, una desaceleración, muy pronunciada y no anticipada en toda su magnitud, de los precios de los alimentos no elaborados. Con ello, el IPC alcanzó una tasa del 0,3 % en septiembre, 1,8 pp por debajo del valor registrado en junio, en tanto que el IPSEBENE se ralentizó en 1,2 pp, hasta el 0,8 %. Finalmente, el diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, medido a través del IAPC, se redujo a lo largo del período en 1,2 pp, hasta situarse en -0,6 pp en septiembre, lo que supone su primer valor negativo desde julio de 2012.

Demanda

El gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría mostrado, de acuerdo con la información disponible, un tímido avance intertrimestral en el tercer trimestre de 2013, en un entorno de mejora de la confianza de los consumidores y de una evolución menos contractiva en el mercado de trabajo. En concreto, se estima que, tras la estabilización del segundo trimestre, este componente de la demanda habría experimentado un crecimiento del 0,1 % (véase gráfico 15). Entre los indicadores de naturaleza cualitativa, el índice de confianza de los consumidores mostró una notable mejoría en los meses de verano, asociada a los componentes de expectativas de la evolución del desempleo y de la situación económica general en el futuro. Asimismo, el índice de confianza de los comerciantes minoristas repuntó también en el mismo período, impulsado por los componentes vinculados a la valoración tanto de la actividad reciente como de la esperada. Por otro lado, la información proporcionada por los indicadores cuantitativos resulta coherente, considerada en su conjunto, con una incipiente mejoría del gasto. Así, las matriculaciones de automóviles particulares mantuvieron en el tercer trimestre el tono positivo de la primera mitad del año, aunque su crecimiento intertrimestral se moderó hasta el 5,7 %, y el indicador de comercio al por menor registró un repunte intermensual del 1,2 % en el promedio de julio y agosto. Por último, el indicador de ventas de bienes y servicios de consumo de grandes empresas elaborado por la Agencia Tributaria mostró en ese mismo bimestre una aceleración de la caída interanual, aunque esta evolución está afectada por la anticipación de compras en agosto de 2012 ante la subida del IVA en septiembre de ese año.

De acuerdo con los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, la renta bruta disponible nominal de los hogares moderó su ritmo de caída en siete décimas en el segundo trimestre hasta el 2,1 %, en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta evolución vino determinada por un aumento de las aportaciones del excedente bruto

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).

de explotación y rentas mixtas, de las Administraciones Públicas y del componente de otras rentas, mientras que la contribución negativa de la remuneración de asalariados se mantuvo en 4,5 pp. El menor descenso de la renta de las familias, junto con la mayor caída del consumo privado en términos nominales, hizo que se produjera el segundo repunte consecutivo de la tasa de ahorro, que se situó en el segundo trimestre de 2013 en el 11 % de la renta disponible, lo que da continuidad a la ruptura de la tendencia descendente que se venía registrando desde finales de 2009¹. El aumento de la tasa de ahorro condujo a una ampliación de la capacidad de financiación de los hogares de tres décimas, hasta el 3 % del PIB.

La información disponible sobre la inversión en equipo apunta a una prolongación de la mejoría observada desde principios del año. En concreto, este componente habría crecido en el tercer trimestre, en términos intertrimestrales, a un ritmo que podría situarse entre el 1 % y el 2 % (véase gráfico 16). Entre los indicadores cuantitativos, las matriculaciones

1 Con la publicación de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales del segundo trimestre, el INE revisó al alza la tasa de ahorro de las familias desde 2010 en unos 2 pp. Esta revisión se debe, fundamentalmente, a la incorporación del menor consumo privado nominal estimado en el marco de la Contabilidad Nacional anual publicado el pasado mes de agosto, aunque también ha contribuido a ello la mayor renta bruta disponible estimada ahora.

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).

de vehículos de carga aumentaron en torno al 4 % en el tercer trimestre, tasa análoga a la observada en el período de abril-junio, y la producción de bienes de equipo se aceleró en más de 3 pp hasta crecer en el promedio de julio y agosto a una tasa, asimismo, en el entorno del 4 % en comparación con el nivel del segundo trimestre. Por lo que respecta a los indicadores cualitativos, en el tercer trimestre se registró una nueva mejora de la confianza empresarial tanto en el conjunto de la industria como en el segmento productor de bienes de equipo, al tiempo que se registró un incremento en el grado de utilización de la capacidad productiva. Tras los avances recientes, el nivel de estos indicadores se ha aproximado a su media histórica.

La capacidad de financiación de las empresas no financieras mantuvo su senda de mejora en el segundo trimestre del año, hasta el 3,9 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres (1 pp más que en el trimestre anterior)². Este aumento se apoyó, como en el trimestre anterior, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Por su parte, la ampliación del ahorro fue el

2 Al publicar los datos del segundo trimestre, el INE revisó a la baja la capacidad de financiación de este sector institucional, principalmente en 2011-2012, período en el que ahora se estima que fue en torno a 2 pp del PIB menor que en la estimación precedente.

resultado de una ligera reducción de los intereses pagados y del comportamiento expansivo del excedente. A pesar de este repunte del ahorro empresarial, la recuperación cíclica de la inversión empresarial podría verse limitada en un entorno caracterizado por el elevado endeudamiento de estos agentes y por la persistencia de condiciones de financiación externa restrictivas.

La inversión en construcción podría haber atenuado la tendencia marcadamente contractiva observada en el primer semestre del año, a tenor de la información disponible (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, tanto el número de afiliados en la construcción como la utilización de consumos intermedios mostraron una moderación de su ritmo de retroceso intertrimestral en los meses de verano. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial habría mantenido un ritmo de caída similar al de la primera mitad del año, según se desprende del mantenimiento de la brecha negativa entre las cifras de viviendas iniciadas y terminadas, que permanece en un nivel similar al del inicio del año, en un contexto de estabilización de ambos flujos. En concreto, el número de visados de vivienda nueva parece haber frenado, con información hasta julio, su retroceso, oscilando desde finales de 2012 en torno a un promedio mensual algo superior a las 3.000 unidades, cifra cercana al mínimo histórico. En relación con las transacciones, en el segundo trimestre se vendieron aproximadamente 80.700 viviendas, retomando valores similares a los de hace un año, tras las oscilaciones que las compraventas registraron en los dos trimestres precedentes como consecuencia de los cambios fiscales que entraron en vigor en enero de 2013. En el componente de inversión en otras construcciones, los presupuestos licitados en obra civil han aminorado recientemente su elevado ritmo de contracción, de acuerdo con la información disponible hasta julio, mientras que la superficie visada en edificación no residencial se contrajo con mayor intensidad.

Los datos disponibles relativos al gasto en consumo de las AAPP apuntan hacia una nueva reducción interanual de este componente de la demanda en el tercer trimestre del año. En el apartado de gastos reales de personal, las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP registraron en el período de julio-septiembre una caída interanual inferior a la observada en el segundo trimestre. Por su parte, los indicadores relativos al gasto en consumo final no salarial parecen apuntar, con información hasta agosto, a un mantenimiento del proceso de corrección que se viene observando en los últimos trimestres.

La última información disponible sobre la evolución del sector exterior en España apunta a una modesta ampliación de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, hasta 0,4 pp, en un contexto en el que tanto las exportaciones como las importaciones moderaron su ritmo de expansión, frente al dinamismo de los tres meses anteriores (véase gráfico 17). No obstante, el impulso de las ventas al exterior continuó siendo elevado, a lo que contribuyeron positivamente las ganancias en competitividad que sigue acumulando la economía española y la mejoría en la zona del euro, principal socio comercial, factores que estarían contrarrestando la moderada apreciación del tipo de cambio. Por su parte, la debilidad de la demanda interna continúa condicionando la evolución de las importaciones.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, el ritmo de avance de las exportaciones reales de bienes se frenó en julio (último dato del que se dispone de información), con una disminución interanual del 0,1 %, frente al fuerte crecimiento, del 10,3 %, registrado en el trimestre precedente. Por grupos de productos, el dato de julio se explica por la debilidad

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 con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

de las ventas de bienes intermedios y alimentos, destacando en sentido opuesto el incremento de las exportaciones de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes de consumo duradero. Por áreas geográficas, descendieron las ventas dirigidas a la UE (a una tasa del -5,6%), con un debilitamiento de las destinadas a Alemania, Francia e Italia, mientras que las exportaciones al Reino Unido continuaron creciendo, aunque a un ritmo más moderado. Por su parte, las ventas extracomunitarias aumentaron un 9,8%, alcanzando un particular dinamismo las dirigidas a los países de la OPEP, América Latina y Sudeste asiático.

La información disponible anticipa un buen comportamiento de las exportaciones reales de servicios turísticos en el tercer trimestre del año. Así, en el período de julio-agosto, las entradas de turistas extranjeros y sus pernoctaciones hoteleras avanzaron a ritmos interanuales del 5% y 2,6%, respectivamente. A esta evolución contribuyeron positivamente los mercados tradicionales (Reino Unido, Alemania y Francia), los países nórdicos y Rusia. Asimismo, según los datos de EGATUR, el gasto nominal total de los turistas creció un 8,2% interanual en los meses de julio y agosto, impulsado tanto por el incremento del número de turistas como por el mayor gasto medio por persona. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos se habrían debilitado en el tercer trimestre del año, a la luz de los datos nominales de la Balanza de Pagos.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, disminuyeron en julio un 0,7 % en términos interanuales, frente al incremento del 6 % del segundo trimestre, como consecuencia, principalmente, del descenso de las compras a la zona del euro. Por grupos de productos, se redujeron las importaciones de bienes de consumo duradero y, en menor medida, las de bienes intermedios no energéticos. Por el contrario, destacó el vigor de las compras al exterior de bienes de capital —en particular, de material de transporte terrestre no ferroviario y aéreo, así como de maquinaria agrícola—, y de alimentos y bienes intermedios energéticos. Por último, las importaciones reales de servicios habrían continuado disminuyendo en el tercer trimestre del año, fundamentalmente por lo que respecta al componente no turístico.

Producción y empleo

Los distintos indicadores relativos a la evolución de los sectores productivos de la economía tendieron a registrar una progresiva mejoría durante los meses estivales, conformando un perfil de moderada reactivación, que habría conducido a un ligero avance intertrimestral del valor añadido bruto de la economía de mercado en el tercer trimestre (véase gráfico 18). La mejora de los indicadores cualitativos a lo largo de estos meses anticipa el mantenimiento de esta tendencia para el cierre del año.

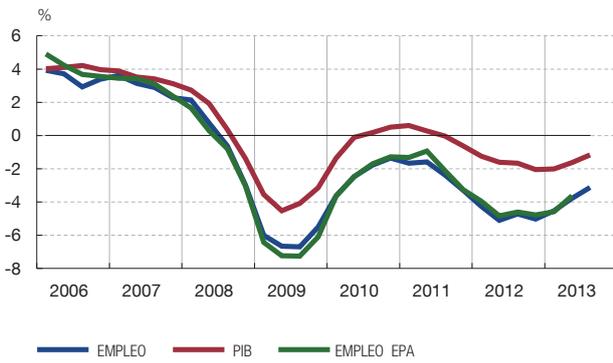
La actividad industrial habría experimentado un cierto repunte en el verano, en línea con las mejores perspectivas que ya adelantaban las encuestas de opinión del sector en los meses previos. En el tercer trimestre, el PMI de actividad superó el nivel de 50, que marca la frontera teórica entre la expansión y la contracción. La mejora de este índice, que fue generalizada por sectores, se sustentó en mayor medida en el componente de pedidos exteriores que en el de pedidos domésticos. El indicador de confianza industrial, publicado por la Comisión Europea, también aumentó en el promedio trimestral, hasta llegar a situarse solo ligeramente por debajo de su media histórica. Entre los indicadores cuantitativos, la evolución de la producción industrial en el promedio de julio y agosto fue favorable, sobre todo por lo que respecta a los componentes de bienes de equipo y de consumo duradero, destacando el avance de la producción de automóviles. Asimismo, el ritmo de caída de los afiliados en las ramas industriales continuó moderándose en el tercer trimestre. Por su parte, la información que se desprende del conjunto de indicadores relativos a la actividad en la construcción sugiere una atenuación de su ritmo de contracción, tras la acusada caída del segundo trimestre.

También en el caso de los servicios, la información disponible apunta a una cierta mejora de la actividad, tras la contracción del segundo trimestre. Los indicadores cualitativos aumentaron en los meses de verano, aunque el PMI correspondiente se mantuvo, en el promedio trimestral, en un nivel ligeramente inferior a 50. Por lo que respecta a la información cuantitativa, la cifra de los afiliados a la Seguridad Social registró una variación prácticamente nula en el promedio trimestral y el indicador de actividad del sector servicios mantuvo un perfil de crecimiento, con un modesto avance en el bimestre de julio-agosto en línea con el del segundo trimestre, apoyado, principalmente, en el comercio y la hostelería.

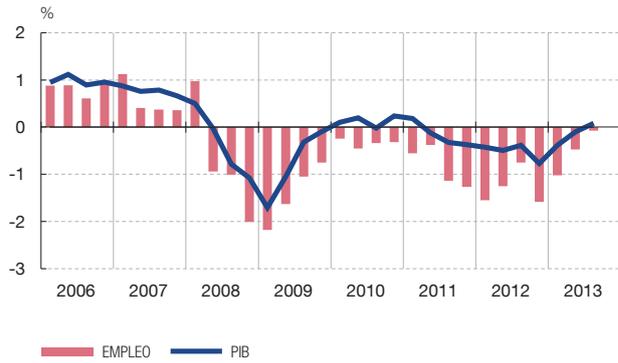
En cuanto al conjunto del mercado de trabajo, el descenso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social volvió a moderarse en el tercer trimestre, hasta el -2,4 %, para la serie corregida por las bajas de cuidadores no profesionales³. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación descendió un 0,3 % en el tercer trimestre

³ Tras la entrada en vigor del Real Decreto 20/2012 en noviembre del pasado año, los cuidadores no profesionales de personas dependientes dejaron de tener derecho a la cotización gratuita a la Seguridad Social desde noviembre del pasado año, de modo que su permanencia en situación de alta requiere que ellos mismos satisfagan sus cuotas. Este cambio normativo provocó que se diera de baja una proporción muy elevada de los 173.000 afiliados que se encontraban en esta situación en octubre de 2012. El descenso de la serie oficial de afiliados, sin esta corrección, fue del 3,3 % en el tercer trimestre de 2013.

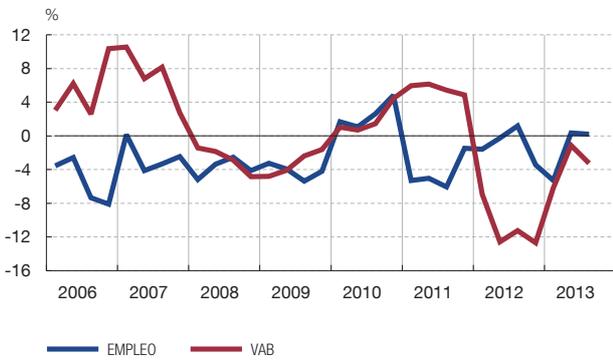
TOTAL ECONOMÍA



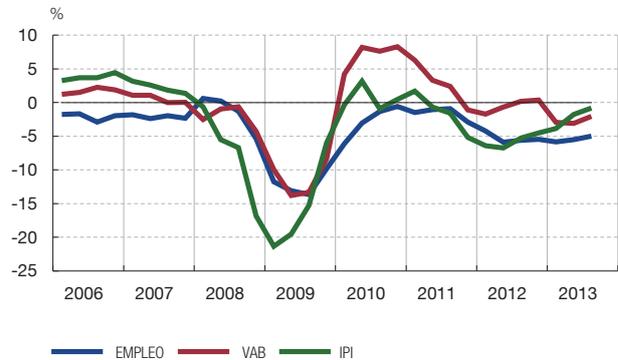
TOTAL ECONOMÍA (b)



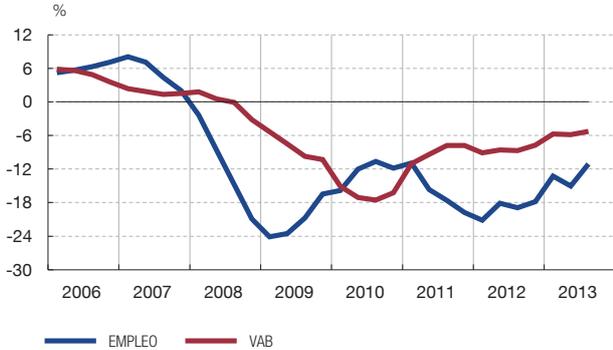
AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



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 Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

de 2013, frente al 0,5 % estimado para el trimestre precedente. Esta moderación en el retroceso de la afiliación se extendió a todas las ramas no agrícolas, siendo más intensa en la construcción, donde, no obstante, el empleo aún siguió cayendo a un ritmo interanual del 10,9 %. Dentro de los servicios, el agregado que aproxima a las ramas de no mercado suavizó su retroceso, hasta el -1,2 %⁴. En líneas generales, la evolución de las

4 Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General.

Existe abundante literatura económica sobre la influencia que las características institucionales y normativas pueden tener en los flujos de entrada y salida de empresas y en su supervivencia. Este proceso es fundamental para el crecimiento de la productividad, por su incidencia en el mecanismo de reasignación de factores productivos entre empresas y ramas de actividad, así como por los incentivos sobre la innovación¹. La dinámica empresarial también es importante para lograr un grado de competencia adecuado en los mercados de productos, pues puede contribuir a fortalecer un proceso de formación de precios que favorezca los ajustes macroeconómicos.

En este sentido, la economía española presenta una serie de debilidades institucionales que dificultan una adecuada dinámica empresarial. A modo ilustrativo, España se sitúa en el puesto 136 de 185 países en el apartado de facilidad para crear un negocio en la publicación *Doing Business 2013*, del Banco Mundial². Además, existe un amplio consenso en que la legislación española de insolvencia es particularmente severa, en particular para las compañías de menor tamaño³. En este contexto, y con el objetivo precisamente de tratar de resolver estas deficiencias, así como para fomentar las actividades innovadoras y de internacionalización de las empresas españolas, el Congreso aprobó recientemente la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Con el objeto de facilitar la iniciativa emprendedora, cabe destacar la creación de dos nuevas figuras mercantiles. En primer lugar, la del emprendedor de responsabilidad limitada, cuyo principal rasgo diferenciador frente a un autónomo es que se limita la responsabilidad derivada de sus deudas empresariales, que no afectará a su vivienda habitual siempre que su valor no supere los 300.000 euros (o 450.000 en ciudades de más de un millón de habitantes)⁴. A cambio, se establecen una serie de requisitos de publicidad registral para proteger a los acreedores. En segundo lugar, se crea la sociedad limitada de formación sucesiva, que permitirá la creación de sociedades de responsabilidad limitada sin tener que desembolsar inicialmente su capital social (3.000 euros). También se establecen una serie de requisitos para reforzar sus recursos propios y salvaguardar a los acreedores, como límites a la retribución de socios y administradores o al reparto de dividendos.

Asimismo, otro elemento importante para el fomento del emprendimiento que introduce la ley es el referido al *fresh start* o segunda oportunidad tras una situación de insolvencia. Para ello, además de la creación del empresario de responsabilidad limitada, se establece un mecanismo extrajudicial de pagos al que podrán acogerse las empresas y trabajadores autónomos con pasivos inferiores a 5 millones de euros. Según este mecanismo, se designará un mediador concursal ante un notario o un registrador mercantil que ayude a diseñar un plan de pagos que, eventualmente, podría desembocar en condonaciones de hasta el 25 % de los créditos y moratorias de hasta tres años. En caso de que no se alcanzase un acuerdo o se incumpliese el vigente, este proceso serviría de tránsito hacia el concurso de acreedores. Adicionalmente, se modifica el artículo 178.2 de la Ley Concursal para favorecer otras vías de segunda oportunidad que afecten a un mayor espectro de deudores. En concreto, bajo ciertas condiciones⁵ se permite que la resolución judicial de conclusión del concurso de acreedores declare la remisión de las deudas insatisfechas una vez liquidados los activos para pagar a los acreedores, aunque no sean suficientes para cubrir las deudas.

Otro conjunto relevante de medidas de la ley son de carácter fiscal y de apoyo a la financiación empresarial. En este caso hay que destacar, en primer lugar, la creación de un régimen especial de IVA que se liquida mediante el criterio de caja para las empresas y autónomos cuyo volumen de operaciones no supere los dos millones de euros⁶. En segundo lugar, hay que resaltar el conjunto de medidas fiscales encaminadas a fomentar la creación de empresas de base tecnológica. Para ello, se elimina el límite de aplicación de la deducción por I+D+i en el impuesto de sociedades y, además, se podrá solicitar el abono de las cantidades que no se hayan podido aplicar por haber tenido pérdidas o por insuficiencia de cuota⁷. También se da un impulso al capital de emprendimiento, a través de deducciones en la cuota estatal del IRPF para los inversores de proximidad (o *business angels*) y en capital semilla⁸, y se introducen una serie de bonificaciones a las rentas de la cesión de activos intangibles, a la reinversión de beneficios —para empresas con un volumen de negocios inferior a 10 millones de euros—, a la pluriactividad de los autónomos y a las nuevas altas de autónomos con 30 o más años de edad, entre otras.

1 Véase, *inter alia*, el estudio panorámico de C. Syverson (2011), «What determines productivity?», *Journal of Economic Literature*, 49:2, pp. 326-365.

2 Epígrafe «Starting a business». No obstante, en el índice agregado de facilidad para hacer negocios se ubicaría en la posición 44.

3 M. García-Posada y J. S. Mora-Sanguinetti (2012), «El uso de los concursos de acreedores en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 Este límite no se aplica a las deudas de derecho público.

5 Estas condiciones son: i) cuando no exista concurso culpable o delito relacionado con él, y ii) cuando se hayan satisfecho todos los créditos privilegiados y al menos un 25 % de los créditos concursales ordinarios —límite del que se exime a todo deudor que hubiera intentado sin éxito un acuerdo extrajudicial de pagos—.

6 Se establece, sin embargo, como límite para la liquidación del IVA el 31 de diciembre del año inmediatamente posterior a cuando se efectúen las operaciones comerciales. Además, los clientes que hayan emitido las facturas correspondientes no podrán deducirse el IVA soportado hasta que las abonen, con independencia de su volumen de operaciones. Entraría en vigor en enero de 2014.

7 Este abono tiene un límite de 3 millones de euros anuales y una tasa de descuento del 20 % respecto al importe inicialmente previsto de la deducción, así como una serie de requisitos relacionados con el mantenimiento del empleo y de la actividad innovadora.

8 Consisten en una deducción del 20 % de la inversión en la cuota estatal del IRPF, con una base máxima de deducción de 50.000 euros anuales. Existen, además, una serie de requisitos de tamaño de la empresa, de grado de control y de permanencia en ella.

Por último, la Ley de Emprendedores incluye otro tipo de medidas diversas, entre las que cabe destacar las encaminadas a reducir las cargas administrativas sobre las empresas, como la introducción de la regla *one-in one-out* que obliga a las AAPP a compensar cada nueva traba administrativa con la eliminación de otra ya existente, y las medidas para fomentar la participación de las pymes en licitaciones públicas. Igualmente merecen mención las novedades habidas en el ámbito de la política de inmigración. En concreto, la agilización en la concesión de visados y permisos de residencia por razones de interés económico, en particular las relacionadas con la entrada de inversores, emprendedores, investigadores y personal altamente cualificado.

En resumen, la Ley de Emprendedores contiene una serie de avances que deberían favorecer la supervivencia de negocios viables y facilitar el emprendimiento y la innovación. Entre ellos, cabría destacar los cambios en el régimen legal de insolvencia, sobre todo en el caso de autónomos y pequeños empresarios —donde el concurso personal es particularmente severo—, en el sistema de gestión del IVA y en los incentivos fiscales para las empresas de base tecnológica, así como en la reducción de las cargas administrativas. Las disposiciones de esta ley introducen una cierta complejidad en el entramado institucional español y mantienen el sesgo de la legislación española favorable a las empresas de menor tamaño.

afiliaciones en el conjunto de la economía sería compatible con una ligera destrucción intertrimestral de empleo en términos de la CNTR, de forma que el descenso interanual de esta variable se situaría en el 3,1 %, siete décimas menos que el observado en el segundo trimestre.

Por su parte, la tasa de variación del paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) mantuvo en el tercer trimestre la trayectoria de moderación que viene mostrando desde el comienzo del año, con un aumento del 1,5 %, en términos interanuales, frente al avance del 4,1 % en el trimestre previo. Esta tendencia es más evidente en términos intermensuales, con un leve descenso del paro registrado en los meses de agosto y septiembre, una vez descontados los factores estacionales.

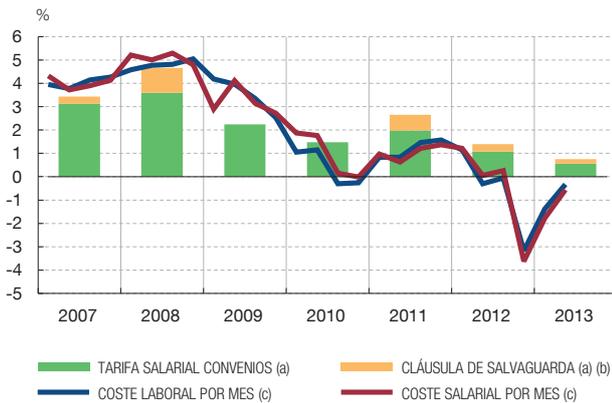
Por su parte, la contratación registrada en el SPEE aumentó un 2,6 % interanual entre julio y septiembre, tras el 1,1 % del segundo trimestre, con una caída significativa de los contratos indefinidos del 37 % y un aumento de los temporales del 7,5 %. Sin embargo, estas cifras están muy afectadas por la inclusión en 2012 de los contratos, generalmente indefinidos, relacionados con el Régimen Especial del Servicio Doméstico⁵, lo que sesga la evolución en 2013. Una vez que se corrige este efecto, la contratación total habría mostrado un mayor dinamismo en este trimestre, con un avance en el entorno del 9 %, acompañado por un aumento tanto de los contratos indefinidos (cercano al 6 %) como de los temporales (aproximadamente un 9,3 %). Por duración de la jornada, una vez descontados también los efectos del cambio normativo relativo al servicio doméstico, la contratación a tiempo parcial mantuvo el elevado dinamismo de los últimos trimestres.

Costes y precios

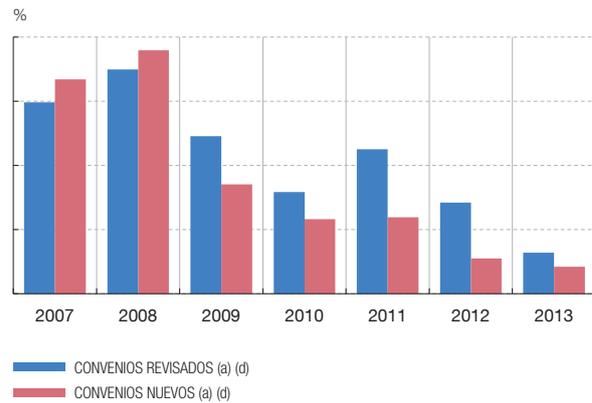
Los convenios colectivos registrados entre enero y septiembre mostraron un incremento acumulado de las tarifas salariales del 0,6 % para 2013, frente al 1,1 % del conjunto de 2012 (véase gráfico 19). De este modo, el incremento salarial observado en el presente ejercicio

5 En el primer semestre de 2012 tuvo lugar un proceso de incorporación al Régimen General de la Seguridad Social de las personas inscritas anteriormente en el Régimen Especial del Servicio Doméstico. Este proceso conllevó la obligación de documentar la relación laboral con el correspondiente contrato escrito, cuya incorporación a la Estadística de Contratos del periodo de enero-septiembre de 2012 distorsiona las tasas interanuales de la contratación en 2013 (especialmente en los contratos indefinidos y de tiempo parcial).

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 2013.
 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 él, siendo este el primer año de vigencia o el único.

está alineado con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos de 2012. En el tercer trimestre de 2013, se produjo un notable avance en la negociación, que, no obstante, continúa algo retrasada con respecto a las referencias de años anteriores. En concreto, los convenios firmados hasta septiembre afectan a unos 3,7 millones de trabajadores, frente a los 4,4 millones de idéntico período del año pasado⁶. Las tarifas salariales pactadas difirieron ligeramente entre los acuerdos revisados y los de nueva firma, con aumentos respectivos del 0,6% y del 0,4%. Esta moderación salarial se ha trasladado a la remuneración por asalariado de la CNTR en la economía de mercado, que en el segundo trimestre presentó una tasa de variación interanual nula y en el tercero podría registrar una evolución similar, a la luz de los datos proporcionados por la Agencia Tributaria sobre retribución media en las grandes empresas hasta el mes de agosto (véase gráfico 20).

En el tercer trimestre del año, se estima que el deflactor del PIB habría repuntado ligeramente hasta el entorno del 0,8% interanual, una décima más que en el período de abril-junio. En un contexto de desaceleración del deflactor del consumo privado, esta evolución estaría reflejando, fundamentalmente, un comportamiento menos contractivo de los deflatores de la formación bruta de capital y del consumo público, mientras que los deflatores del comercio exterior habrían experimentado retrocesos similares a los del segundo trimestre.

El ritmo de variación del IPC se redujo sustancialmente en el tercer trimestre. En concreto, la tasa de crecimiento de este indicador alcanzó el 0,3% en septiembre, 1,8 pp por debajo de la de junio (véase gráfico 21). Esta desaceleración se explica, en gran medida, por los efectos de comparación asociados al aumento de los tipos impositivos del IVA y al encarecimiento de los precios de los medicamentos en septiembre de 2012, en el contexto del proceso de consolidación presupuestaria. Asimismo, la evolución de los precios

6 En todo caso, la estadística de convenios incorpora un cambio metodológico desde enero de 2013 que provoca un descenso apreciable de su representatividad. Desde esa fecha, esta estadística incluye exclusivamente la información sobre convenios notificada al Ministerio de forma telemática, mientras que antes se incluía información de forma manual.

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



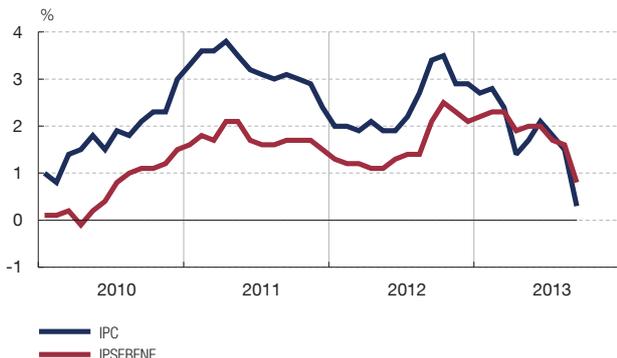
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

INDICADORES DE PRECIOS (a)
España

GRÁFICO 21

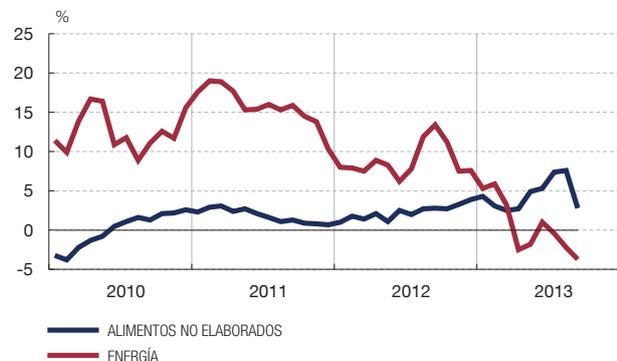
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



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.

energéticos y los de algunos alimentos no elaborados contribuyeron a reducir el ritmo de incremento del IPC en este período.

La trayectoria descendente del índice general se observó igualmente en el IPSEBENE. Así, este índice creció un 0,8 % en septiembre, 1,2 pp menos que en junio. Por componentes, el ritmo de avance de los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se redujo en 2,3 pp a lo largo del tercer trimestre, hasta el -0,8 %, reflejando los efectos de comparación antes mencionados. Esta caída fue superior a la de los precios industriales de producción nacional de estos bienes (-0,2 % en agosto), pero similar a la de los precios industriales de este tipo de productos importados (-1,1 % en agosto). La tasa de variación de los precios de los servicios se redujo nueve décimas respecto al final del segundo trimestre, hasta el 1 %. Por su parte, los precios de los alimentos elaborados crecieron en ese mes a un ritmo similar al de junio (un 3 %), en un contexto de cierta moderación del avance de los precios industriales de producción nacional de este tipo de bienes y de abaratamiento de sus precios industriales de importación.

Los componentes tradicionalmente más variables del IPC también contribuyeron a moderar la tasa de variación del índice general. Así, los precios de los productos energéticos cayeron un 3,7 % en septiembre, frente al -1 % de junio. Por su parte, el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados se situó en el 2,8 %, frente al 5,3 % registrado en junio. Esta desaceleración vendría explicada fundamentalmente por la trayectoria de los precios de las frutas, verduras y hortalizas, que experimentaron un acusado repunte en primavera.

La moderación de la inflación española en el tercer trimestre de 2013, medida por el IAPC, fue más intensa que la observada en el área del euro, reflejando el efecto base derivado del impacto de los aumentos de tipos del IVA y de los precios de los medicamentos en España. En concreto, el diferencial se redujo en 1,2 pp entre junio y septiembre, pasando a ser favorable a España (-0,6 pp) (véase gráfico 22). El diferencial en términos del IPSEBENE también se redujo, hasta situarse en -0,3 pp, (0,8 pp en junio). Por componentes, esta evolución refleja el estrechamiento del diferencial de los precios de los servicios (en 0,9 pp, hasta -0,5 pp en septiembre), de los bienes industriales no energéticos (-0,5 en septiembre, 1,9 décimas menos que en junio), de los precios energéticos (-2,8 pp en septiembre, frente a -0,6 pp en junio) y de los alimentos, que se redujo en 1 décima, hasta 0,4 pp.

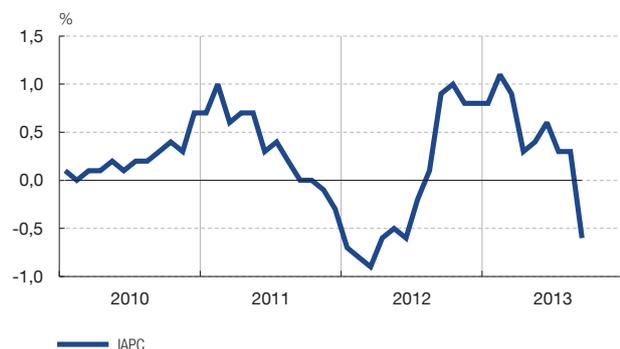
La trayectoria de moderación del índice de precios industriales ha continuado en los últimos meses, registrando una tasa interanual del -0,1 % en agosto, frente al incremento del 0,7 % de mayo. La reducción del ritmo de variación afectó a sus principales componentes. Por su parte, los precios de importación y exportación de productos industriales disminuyeron con intensidad, alcanzando en agosto tasas interanuales del -3,3 % y del -2,6 %, respectivamente

La actuación de las Administraciones Públicas

En relación con la ejecución presupuestaria de las AAPP, la IGAE ha publicado el déficit en Contabilidad Nacional del conjunto de las AAPP, que en el primer semestre de 2013 fue del 2,8 % del PIB (excluyendo las ayudas a instituciones financieras), frente al objetivo oficial para el conjunto del año del 6,5 % del PIB, mejorando en 2 décimas el déficit acumulado en el mismo período de 2012⁷. Con información más actualizada hasta julio, las AAPP excluyendo las CCLL presentaron un déficit del 4,2 % del PIB.

⁷ Por otro lado, según los últimos datos publicados por el INE, se habría revisado el déficit del conjunto de las AAPP del año 2012 en términos de Contabilidad Nacional en 2 décimas de PIB a la baja, hasta el 6,8 % (neto de ayudas a instituciones financieras).

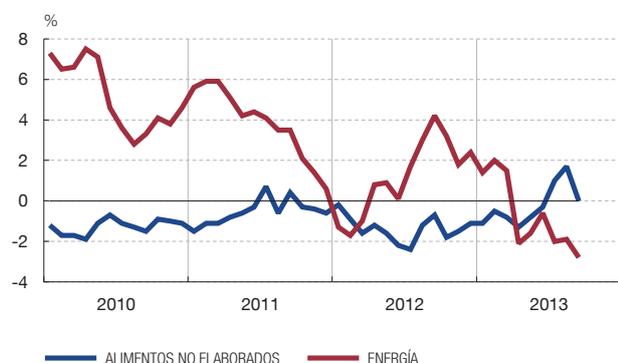
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



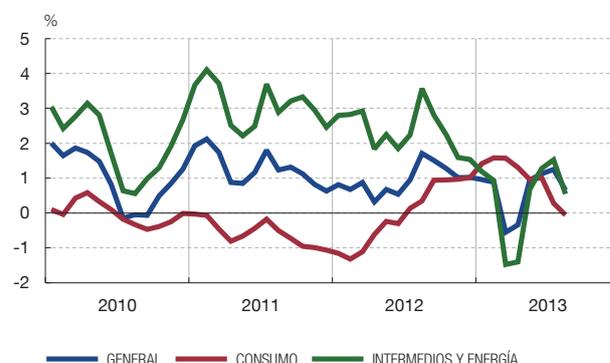
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En términos de contabilidad presupuestaria, se dispone de información sobre recaudación impositiva hasta agosto, que revela que los impuestos compartidos (Estado más Administraciones Territoriales), en términos homogéneos (ajustados, entre otros factores, por el distinto ritmo de devoluciones), muestran un incremento interanual del 3,2%. Esta tasa sería el producto, según las estimaciones de la Agencia Tributaria, de una caída de las bases imponibles del 5,5% (hasta junio) que habría sido más que compensada por el efecto de las medidas implementadas en enero-agosto de 2013 por valor de 8,3 mm de euros. Con todo, la tasa de los ingresos hasta agosto se sitúa todavía por debajo del avance de liquidación de 2013 proporcionado por el Gobierno en el marco del Proyecto de Presupuestos del Estado para 2014, que anticipa un incremento recaudatorio de estos impuestos para el conjunto del año del 4,1%. La mejora en la última parte del año se debería basar en una aportación adicional de algunas medidas en el ámbito normativo (principalmente en el impuesto de sociedades e impuestos especiales y energéticos) y en el aumento de las bases imponibles sustentado en una evolución macroeconómica más favorable.

Las AAPP redujeron el gasto total un 0,7% en el primer semestre de 2013 en términos de Contabilidad Nacional (excluyendo las ayudas a instituciones financieras). Los empleos corrientes aumentaron un 0,2%, mostrando una ligera aceleración con respecto al primer trimestre, ligada, principalmente, a la mayor carga de intereses sobre la deuda.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	2013	Ejecución			Variación porcentual 2013/2012 ene-jun
			Objetivos oficiales (a)	2012 ene-jun	2013 ene-jun	2013 ene-jul	
	1	2	3	4	5	6	7 = 5/4
1 Recursos totales	382.007	0,9	1,8	181.405	181.921	—	0,3
Recursos corrientes	380.539	0,4	—	183.310	183.059	—	-0,1
Impuestos sobre producción e importaciones	107.482	2,8	5,8	57.010	59.352	—	4,1
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.453	4,2	2,9	44.373	43.771	—	-1,4
Cotizaciones sociales	133.845	-4,0	-2,6	67.954	65.296	—	-3,9
Otros recursos corrientes	33.759	0,2	—	13.973	14.640	—	4,8
Recursos de capital	1.468	—	—	-1.905	-1.138	—	40,3
2 Empleos totales	491.414	2,7	-7,8	217.764	213.577	—	-1,9
Empleos corrientes	426.966	-1,9	—	199.809	200.170	—	0,2
Remuneración de asalariados	115.213	-6,8	-1,3	59.255	57.552	—	-2,9
Otros gastos en consumo final (b)	87.350	-6,2	-4,5	38.089	36.560	—	-4,0
Prestaciones sociales (no en especie)	167.676	2,8	1,7	75.872	77.172	—	1,7
Intereses efectivos pagados	31.191	18,5	10,8	14.902	17.301	—	16,1
Subvenciones	10.200	-12,7	15,0	4.034	3.028	—	-24,9
Otros empleos y transferencias corrientes	15.336	-10,7	—	7.657	8.557	—	11,8
Empleos de capital	64.448	48,6	—	17.955	13.407	—	-25,3
Formación bruta de capital	17.600	-43,1	-13,1	10.239	8.620	—	-15,8
Otros gastos de capital (c)	46.848	—	—	7.716	4.787	—	-38,0
De los cuales: Ayudas a instituciones financieras	39.139	—	—	5.463	2.774	—	-49,2
3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)	-109.407	—	—	-36.359	-31.656	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-10,6	—	-6,5	-3,5	-3,1	—	—
Administración Central	-8,0	—	-3,8	-3,9	-3,3	-3,8	—
De la cual: Ayudas a instituciones financieras	-3,8	—	0,0	-0,5	-0,3	-0,3	—
Seguridad Social	-1,0	—	-1,4	0,9	0,8	0,1	—
CCAA	-1,8	—	-1,3	-0,8	-0,8	-0,7	—
CCLL	0,2	—	0,0	0,2	0,2	—	—
PRO MEMORIA							
Saldo primario	-78.216	—	—	-21.457	-14.355	—	—
Empleos totales excl. ayudas a instituc. financieras	452.275	-4,5	—	212.301	210.803	—	-0,7
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-70.268	—	—	-30.896	-28.882	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e IGAE.

- a Los objetivos del saldo de las AAPP son los fijados en el Consejo de Ministros de 28 de junio de 2013. Los ingresos y gastos proceden de la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2013-2016. En la APE se presentan los objetivos en porcentajes del PIB a partir de los cuales se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2013. A partir de estos niveles de 2013 y los niveles actualizados para 2012 procedentes de las Cuentas trimestrales no financieras publicadas por el INE se calculan las tasas de variación.
- 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).

La remuneración de asalariados mostró una tasa de variación negativa (-2,9%). Por su parte, los otros gastos en consumo final disminuyeron en el primer semestre del año (-4%) y el gasto en prestaciones sociales (pensiones y desempleo) se mantuvo en línea con el trimestre anterior (1,7%). El ligero incremento en el gasto corriente fue compensado por una fuerte caída en los gastos de capital (-25%), debido a reducciones tanto en las transferencias de capital como en la inversión pública.

También se dispone de información reciente relativa a los subsectores de las AAPP. En el caso del Estado, los datos de ejecución presupuestaria hasta agosto en términos de

Millones de euros y %

	Avance liquidación 2013 (b)			Ejecución			
	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	123.344	18,4	2,5	45.572	-7,1	66.612	-0,3
Impuestos directos	52.053	-2,5	26,9	17.956	-15,2	31.723	42,3
IRPF	26.532	-20,9	50,6	14.452	-6,7	22.811	98,8
Sociedades	21.435	29,0	-1,2	2.028	-51,5	6.884	-21,7
Otros directos (c)	4.086	26,6	19,7	1.476	-1,8	2.028	0,5
Impuestos indirectos	23.590	-31,9	63,4	17.159	3,0	21.174	267,5
IVA	16.384	-35,4	64,5	12.589	0,0	14.215	454,0
Especiales	4.285	-32,3	105,9	3.216	23,9	5.265	285,2
Otros indirectos (d)	2.921	-1,5	-5,3	1.354	-8,1	1.694	-7,4
Otros ingresos (e)	47.701	195,9	-54,1	10.457	-6,7	13.715	-64,6
2 Pagos no financieros	152.357	0,8	8,8	82.922	1,0	111.798	5,5
Personal	26.851	-2,1	3,1	13.892	1,3	17.903	1,0
Compras	3.528	-18,3	-6,4	1.271	-3,6	1.726	-0,7
Intereses	26.055	17,3	19,2	13.131	10,9	22.186	9,2
Transferencias corrientes	84.244	5,4	6,1	50.551	-0,8	63.967	5,2
Inversiones reales	6.762	-1,9	-17,1	2.116	-6,4	2.771	-4,0
Transferencias de capital	4.917	-52,6	77,4	1.961	-1,9	3.244	28,1
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-29.013	—	—	-37.349	—	-45.186	—
PRO MEMORIA: Impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	160.739	3,9	3,8	67.999	-3,0	95.377	0,2
IRPF	70.631	1,2	1,9	31.105	-5,5	43.739	-2,2
Sociedades	21.435	29,0	-1,2	2.028	-51,5	6.884	-21,7
IVA	50.463	2,4	5,8	25.453	5,6	32.076	8,4
Impuestos especiales	18.209	-4,0	11,7	9.413	5,9	12.678	4,8

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de caja.
b Fuente: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2014.
c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.
e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

Contabilidad Nacional muestran una cierta aceleración en el gasto en el tercer trimestre, tanto en consumo final (remuneración de asalariados y otros gastos de consumo final) como en la carga de intereses. La inversión pública alcanzó tasas muy negativas, aunque también sigue un perfil al alza. Respecto a la Seguridad Social, el gasto en pensiones contributivas registró tasas más elevadas que las presupuestadas (cercanas al 5 % en enero-julio), mientras que las prestaciones por desempleo, por el contrario, cayeron un 2,1 % hasta agosto, intensificando la caída observada desde el último trimestre de 2012. En el ámbito de las Comunidades Autónomas, hasta julio se observó una continuación de la senda de ajuste del gasto observada en el primer semestre del año y una significativa debilidad en la evolución de los ingresos propios (-2,3 % en enero-julio).

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	Presupuesto inicial 2013 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
			3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	118.604	0,1	9,0	64.650	4,6	85.450	4,6
Cotizaciones sociales	101.106	-4,0	4,7	49.390	-3,7	66.000	-3,2
Transferencias corrientes	12.191	46,2	54,3	13.297	57,4	15.825	65,4
Otros ingresos	5.307	9,6	-13,0	1.963	-7,1	3.625	-8,4
2 Pagos no financieros	124.416	4,6	4,0	54.818	2,8	82.066	3,9
Personal	2.270	-3,8	1,9	1.113	-5,0	1.447	-3,9
Compras	1.505	-3,5	3,7	656	-3,6	861	-1,9
Transferencias corrientes	119.873	4,9	4,2	52.993	3,1	79.172	4,1
Pensiones contributivas	103.515	4,0	2,7	46.396	4,9	69.484	4,9
Incapacidad temporal	8.231	-13,7	-29,2	3.002	-11,4	4.255	-9,2
Resto	8.127	57,2	56,6	3.596	-5,0	5.433	6,3
Otros gastos	768	3,1	-19,0	55	-6,7	587	6,9
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-5.813	—	—	9.832	15,5	3.384	—
PRO MEMORIA							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Cotizaciones sociales	19.234	-6,1	1,7	9.103	-3,9	12.341	-2,5
Prestaciones desempleo	32.830	5,0	-18,7	16.307	-1,4	21.402	-2,1
Sistema Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	120.340	-4,3	4,2	58.493	-3,7	78.341	-3,1

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

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Fuente: Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social.

Balanza por cuenta corriente y de capital

Según los datos de Balanza de Pagos, 2013 ha sido el primer ejercicio desde 1997 en que la economía española ha alcanzado una capacidad de financiación en los siete primeros meses del año⁸. En concreto, el saldo positivo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 4,5 mm de euros, frente a una necesidad de financiación de 13,7 mm de euros en el mismo período del ejercicio anterior (véase cuadro 8). Por componentes, la mejora se explica fundamentalmente por la sustancial caída del saldo negativo de la balanza comercial y, en bastante menor medida, por la disminución del déficit de rentas y la ampliación de los superávits de servicios y de la cuenta de capital. Por el contrario, el déficit de transferencias corrientes se amplió.

En particular, entre enero y julio, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 83 % en términos interanuales, hasta situarse en 2,9 mm de euros, lo que se debió, sobre todo, a la notable corrección del saldo no energético, que pasó a ser superavitario, aunque también se produjo un descenso, de menor cuantía, de la factura energética.

⁸ Como en años anteriores, con la publicación de los datos de junio se revisaron los de los dos años anteriores.

Millones de euros y %

	Liquidación 2012	Variación porcentual 2012/2011	2013 Objetivos oficiales (b)		Ejecución		
			Variación porcentual 2013/2012	2013 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2013 ene-jul	Variación porcentual ene-jul
1 Ingresos no financieros	124.659	-1,3	3,8	59.337	-4,9	70.751	-3,5
Ingresos corrientes	119.262	-1,1	1,6	58.064	-5,0	69.177	-3,6
Impuestos directos	48.239	18,7	-22,9	18.648	-3,2	20.480	-38,0
Impuestos indirectos	57.889	23,0	-13,6	23.657	5,1	27.408	-32,4
Tasas, precios y otros ingresos	4.740	-1,7	1,4	1.999	-3,9	2.532	-3,1
Transferencias corrientes	7.197	-73,7	—	13.492	-20,6	18.458	—
Ingresos patrimoniales	1.197	68,5	-53,4	268	0,7	299	2,5
Ingresos de capital	5.396	-6,5	52,7	1.272	0,4	1.574	-1,6
Enajenación de inversiones reales	273	48,9	—	217	189,0	278	174,7
Transferencias de capital	5.124	-8,3	10,7	1.055	-11,5	1.296	-13,5
2 Pagos no financieros	150.199	-0,3	-5,4	63.694	-6,5	75.374	-6,2
Pagos corrientes	134.816	1,4	-6,6	59.741	-5,5	70.371	-5,3
Gastos de personal	52.541	-8,4	1,4	26.224	-4,5	30.377	-4,0
Gastos corrientes en bienes y servicios	35.614	28,7	-26,4	12.155	-6,8	14.720	-6,7
Gastos financieros	6.268	37,4	31,4	3.496	17,6	3.995	14,8
Transferencias corrientes	40.393	-6,7	-6,0	17.867	-9,4	21.279	-9,0
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	15.383	-13,4	5,2	3.952	-20,0	5.002	-17,8
Inversiones reales	6.662	-13,5	3,0	1.827	-19,8	2.248	-21,1
Transferencias de capital	8.720	-13,3	6,8	2.125	-20,2	2.755	-15,0
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-25.540	—	—	-4.357	—	-4.622	—
PRO MEMORIA							
Ingresos propios	19.312	1,4	18,6	8.849	0,1	10.539	-2,3
Impuesto sucesiones y donaciones	2.535	3,8	-7,9	1.544	3,4	1.768	5,3
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.639	-12,1	19,2	2.791	-2,9	3.286	-2,3
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.740	-1,7	1,4	1.999	-3,9	2.532	-3,1
Otros (c)	6.398	19,3	41,2	2.516	5,1	2.954	-5,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Los datos relativos a los Objetivos oficiales proceden de la información sobre ejecución presupuestaria mensual de las CCAA publicada el 24 de septiembre de 2013 por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Dichas cifras son el resultado de diversas modificaciones presupuestarias realizadas por las CCAA sobre los presupuestos iniciales. En el caso de los ingresos, las cifras se corresponden con lo que el Ministerio de Hacienda denomina «Previsiones definitivas». En el caso de los gastos, además de las modificaciones sobre los créditos iniciales, las CCAA han alterado los créditos totales declarando algunos como no disponibles. Las cifras de gastos contenidas en esta columna se han calculado como la diferencia entre los créditos totales («Créditos iniciales» + «Modificaciones de crédito») y los «Créditos declarados no disponibles».

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) Impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (a)

CUADRO 9

Millones de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2012	2013	2013/2012 (b)
Ingresos	Cuenta corriente	225.131	232.049	3,1
	Mercancías	133.833	143.103	6,9
	Servicios	60.468	61.431	1,6
	Turismo	24.002	24.646	2,7
	Otros servicios	36.465	36.784	0,9
	Rentas	21.636	18.353	-15,2
	Transferencias corrientes	9.195	9.162	-0,3
	Cuenta de capital	3.220	5.773	79,3
	Cuentas corriente + capital	228.350	237.822	4,1
Pagos	Cuenta corriente	241.279	231.967	-3,9
	Mercancías	150.663	145.986	-3,1
	Servicios	40.124	39.832	-0,7
	Turismo	6.349	6.283	-1,0
	Otros servicios	33.775	33.549	-0,7
	Rentas	35.357	29.616	-16,2
	Transferencias corrientes	15.136	16.533	9,2
	Cuenta de capital	744	1.367	83,7
	Cuentas corriente + capital	242.024	233.334	-3,6
Saldos	Cuenta corriente	-16.149	82	16.231
	Mercancías	-16.830	-2.882	13.947
	Servicios	20.344	21.599	1.255
	Turismo	17.653	18.363	710
	Otros servicios	2.691	3.236	545
	Rentas	-13.721	-11.264	2.458
	Transferencias corrientes	-5.942	-7.371	-1.429
	Cuenta de capital	2.475	4.405	1.930
	Cuentas corriente + capital	-13.673	4.488	18.161

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

El saldo positivo de la balanza de servicios aumentó un 6 %, hasta 21,6 mm de euros, gracias a la ampliación de los superávits tanto de turismo como de los servicios no turísticos. El déficit de la balanza de rentas se redujo un 18 %, hasta situarse en 11,3 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 24 %, alcanzando 7,4 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se amplió notablemente, un 78 %, hasta 4,4 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

En el tercer trimestre de 2013 se registró una mejoría de las condiciones en los mercados financieros nacionales. Así, la rentabilidad de los bonos del Estado a diez años descendió alrededor de 40 pb, hasta situarse por debajo del 4,4 %, y su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo lo hizo unos 45 pb, hasta los 260 pb. De este modo, este indicador acumulaba, a finales de septiembre, una caída de 375 pb desde los máximos registrados en julio de 2012 (véanse recuadro 5 y gráfico 23). También se redujeron las primas de riesgo crediticio de las entidades bancarias (las de las empresas no financieras retrocedieron de manera más modesta). Asimismo, en los mercados bursátiles disminuyó la volatilidad de las cotizaciones y el IBEX-35 se revalorizó un 18,3 %, más de lo que lo hicieron el EUROSTOXX 50 y el S&P 500 (11,2 % y 4,7 %, respectivamente). Se ha seguido avanzando, igualmente, en el cumplimiento del Memorando de Entendimiento, que establecía las condiciones del programa de asistencia financiera para la recapitalización de algunas entidades bancarias españolas, que se encuentra ya muy avanzado, como han puesto de manifiesto el BCE, la Comisión Europea y el FMI con motivo de la cuarta evaluación del programa. En paralelo, la SAREB ha realizado durante este período algunas operaciones importantes de venta de su cartera.

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha continuado descendiendo, si bien ligeramente (hasta el 4,3 %), al igual que el diferencial con la del bono alemán al mismo plazo, que se situaba en la fecha de cierre de este informe en 247 pb. Las primas de los derivados crediticios sobre los valores emitidos por las empresas también han seguido reduciéndose. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se ha revalorizado un 8,9 %, incremento superior al del EUROSTOXX 50 (4,1 %) y al del S&P 500 (3,1 %).

No se dispone todavía de datos oficiales sobre la evolución del precio de la vivienda durante el tercer trimestre. La información procedente de otras fuentes apunta a que durante este período se habría moderado algo el ritmo de descenso del valor de los inmuebles.

La última información disponible sobre la evolución de los costes de financiación del sector privado evidencia, en general, escasas variaciones en los tipos de interés del crédito concedido a los hogares y a las empresas, que siguen en niveles muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria (véase gráfico 23).

Los datos más recientes sobre la financiación del sector privado reflejan que la pauta de progresiva intensificación en su ritmo de contracción observada desde principios de 2011 se habría interrumpido en los últimos meses. Así, la tasa interanual de disminución de los pasivos de las familias se situó en agosto en el 3,9 %, 0,4 pp menos que en junio. Por su parte, la deuda de las sociedades se contrajo un 6 % en los últimos doce meses, tasa 0,3 pp inferior a la del segundo trimestre. El detalle por instrumentos muestra que el ritmo de retroceso de los préstamos bancarios se mantuvo próximo al 9,5 %⁹, mientras que se intensificó algo la captación de fondos mediante valores de renta fija. Las tasas intertrimestrales anualizadas reflejan retrocesos del crédito de ambos sectores inferiores a los de junio. La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al segundo

⁹ Estas cifras están corregidas del efecto de la transferencia de préstamos a la SAREB.

Durante los últimos meses se ha producido una mejoría de las condiciones en el mercado de deuda del Estado, prolongándose la pauta que, con algunas oscilaciones, se ha venido observando desde el verano de 2012, momento en el que las tensiones en los mercados financieros europeos alcanzaron su punto más álgido. Ello se ha reflejado en descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios que, en el plazo de diez años, se situaban a mediados de octubre en torno al 4,3 %, unos 50 pb por debajo de los valores de finales de junio. Esta evolución ha venido acompañada de un cierto repunte de los tipos de interés de la referencia alemana al mismo plazo, por lo que el diferencial de rentabilidad entre ambas se ha reducido en mayor medida (alrededor de 60 pb), hasta los 247 pb. Este nivel sigue siendo elevado, pero es sustancialmente inferior al que se alcanzó a mediados de julio de 2012 (640 pb).

Esta mejoría de las condiciones en el mercado secundario de deuda del Estado se ha trasladado al primario, lo que ha permitido al Tesoro captar un volumen destacado de fondos a un menor coste. Así, tal como se aprecia en el gráfico 1, entre junio y septiembre ha

emitido una cuantía bruta de 50,3 mm de euros. Las subastas han contado con una demanda elevada, equivalente a alrededor de 2,5 veces el importe adjudicado y se han resuelto a unos tipos de interés medios que han tendido, en general, a descender, situándose, en las últimas operaciones realizadas, en los niveles más reducidos desde el otoño de 2010 (véase gráfico 2). En el tercer trimestre de 2013, la disminución de los tipos de interés ha sido más evidente en los tramos medio y largo de la curva, con caídas de 48 pb y 26 pb en los plazos de tres y diez años. En cambio, en el tramo corto apenas ha habido variaciones.

Esta evolución favorable de los mercados de deuda pública se ha extendido a la parte transcurrida de octubre, período en el que el Tesoro ha emitido valores por un volumen bruto de 14,6 mm de euros. Es destacable la emisión de una referencia a treinta y un años, realizada por el procedimiento sindicado, la primera que se realiza a un plazo tan largo desde 2009. La operación ha contado con una demanda elevada (10,6 mm de euros), adjudicándose un importe de 4 mm de euros, cifra que se sitúa por encima del objetivo inicial, al tiempo que el tipo de interés (5,21 %) se ha situado 250 pb

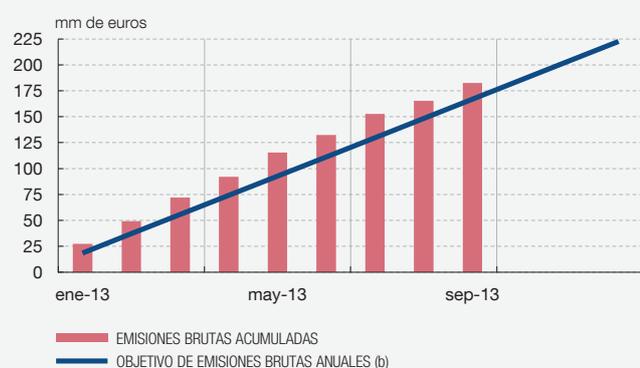
1 EMISIONES DE DEUDA DEL ESTADO



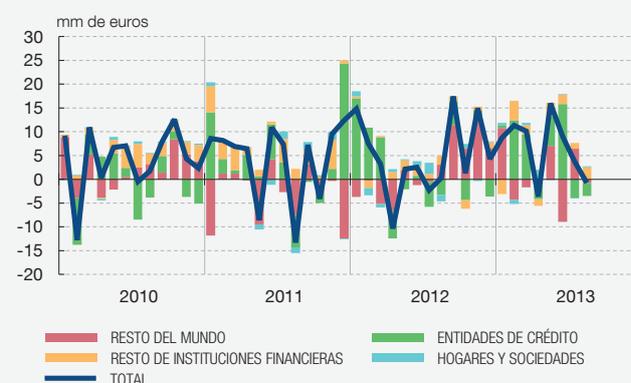
2 TIPOS DE INTERÉS MEDIO DE LAS EMISIONES



3 EMISIONES DE DEUDA DEL ESTADO: OBJETIVO Y EJECUCIÓN



4 ADQUISICIONES NETAS DE DEUDA DEL ESTADO (c)



FUENTE: Banco de España.

a Número de veces que la demanda cubre la oferta.

b Reparto lineal a lo largo del año del objetivo medio de emisión bruta para 2013 anunciado por el Tesoro a principios de año en el documento «Estrategia de emisión de valores del Estado».

c Compras en firme.

por encima del indicador de referencia para las emisiones de renta fija (*midswap*).

Como se aprecia en el gráfico 3, a lo largo de la parte transcurrida del año el volumen de emisiones ha evolucionado a un buen ritmo, de modo que a finales del tercer trimestre se había realizado el 82 % de los 223 mm de euros previstos¹ para el conjunto del ejercicio. Ello se ha reflejado en una posición de liquidez holgada. Así, a finales de agosto (último dato publicado) el

saldo de la cuenta corriente del Tesoro era de 31 mm de euros, un 65 % por encima de la cifra observada en el mismo período del año anterior.

Por último, la información disponible sobre los tenedores de deuda evidencia que, durante julio y agosto (último mes disponible), los inversores no residentes realizaron adquisiciones netas en firme de títulos emitidos por el Tesoro por un importe de 5,6 mm de euros (véase gráfico 4), lo que evidencia la mayor confianza del resto del mundo en nuestra economía. El peso relativo de estos inversores en el saldo vivo emitido se situaba en agosto en el 37 %, alrededor de 3 pp por encima de lo observado a mediados de 2012.

¹ Esta cifra es el punto medio de la banda objetivo anunciada por el Tesoro en enero de 2013 en el documento «Estrategia de emisión de los valores del Estado».

trimestre de 2013, confirma que durante este período continuó descendiendo el saldo vivo de la financiación bancaria en todas las ramas productivas.

La reducción de la deuda de empresas y de familias propició la prolongación del proceso de desapalancamiento de ambos sectores en el segundo trimestre de 2013. Como resultado de este desarrollo y del retroceso del tipo de interés medio de la deuda viva, la carga financiera también se redujo en ambos sectores. El patrimonio neto de las familias volvió a descender, ya que el ascenso del valor de su componente financiero fue inferior a la caída de la riqueza inmobiliaria. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan una nueva disminución de la actividad y de las rentas empresariales en la primera mitad de 2013, aunque menos intensa que en el mismo período del año anterior. Los datos de avance del tercer trimestre apuntan a que durante este período se habrían seguido reduciendo los ratios de endeudamiento privado.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento, pero la carga financiera asociada no se ha elevado, ya que esta evolución ha venido acompañada de un descenso de los tipos de interés medios de los pasivos. Los datos más recientes evidencian que la financiación de este sector ha seguido creciendo a un tasa elevada, que, en términos interanuales, alcanzó el 17,9 % en agosto, 0,7 pp más que en junio.

Por otra parte, de acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, en el segundo trimestre de 2013 se registraron entradas netas de capital en la economía española (excluyendo las operaciones del Banco de España), como resultado de un descenso de los activos frente al exterior más acusado que la reducción que presentaron las tenencias de los inversores extranjeros de pasivos emitidos por sectores residentes. Como resultado de esta evolución y de la capacidad de financiación que presentó la economía, que alcanzó el 2,8 % del PIB trimestral (1,4 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10), el saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo se redujo. Los datos más recientes de la Balanza de Pagos, correspondientes a julio, muestran unas salidas netas de fondos durante dicho mes que fueron ligeramente superiores a la capacidad de financiación de la nación, lo que se reflejó en un leve aumento (de 400 millones de euros) de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

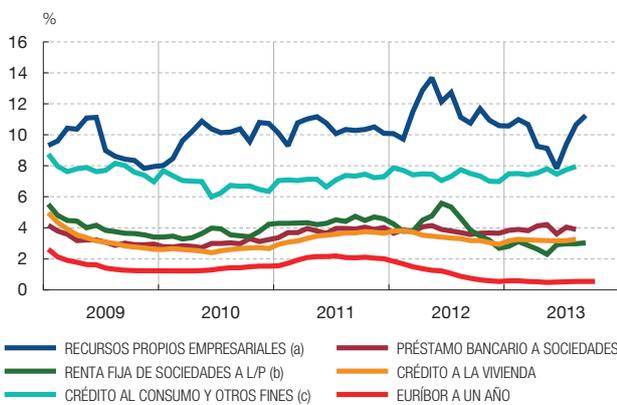
ÍNDICES BURSÁTILES



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.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2013 se ha registrado una nueva mejoría de las condiciones en los mercados financieros mayoristas. Esta mejoría no se ha trasladado a los costes de los nuevos créditos concedidos a hogares y a sociedades, que continúan siendo muy elevados para el tono expansivo de la política monetaria. Sí se ha detectado, en cambio, una interrupción de la senda de progresiva intensificación del ritmo de contracción del crédito de hogares y de sociedades que se venía observando desde principios de 2011. Esta evolución ha venido acompañada de un mayor dinamismo del PIB, por lo que el proceso de corrección de los excesivos niveles de las ratios de endeudamiento de familias y de empresas ha seguido su curso.

5.2 El sector hogares

Entre junio y agosto el tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementó en 10 pb, hasta el 3,3 %, mientras que el de los fondos destinados a consumo y otros fines, más influidos por factores estacionales, aumentó en mayor medida (49 pb), hasta alcanzar el 8 %. De este modo, el diferencial entre el coste de financiación y las rentabilidades de mercado utilizadas habitualmente como

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

	2008	2009	2010	2011	2012			2013	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-9,2	-4,4	-3,8	-3,5	-3,0	-2,0	-0,6	0,5	1,4
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-6,5	5,4	4,9	4,1	3,3	3,3	3,6	5,6	6,8
Sociedades no financieras	-6,7	-0,6	1,3	0,7	-0,3	1,4	1,5	3,3	3,1
Hogares e ISFLSH	0,2	6,0	3,5	3,4	3,5	1,9	2,1	2,3	3,7
Instituciones financieras	1,8	1,3	0,9	1,9	3,2	4,3	6,4	6,0	5,6
Administraciones Públicas	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-9,5	-9,6	-10,6	-11,1	-11,0
PRO MEMORIA									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	-10,6	-0,9	-2,2	-0,5	-1,1	0,6	1,1	1,9	1,7

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que mide el exceso de recursos disponibles tras cubrir el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada del sector (inversión real más financiera permanente) y su ahorro. Se aproxima descontando al ahorro financiero neto la inversión en el exterior de carácter permanente.

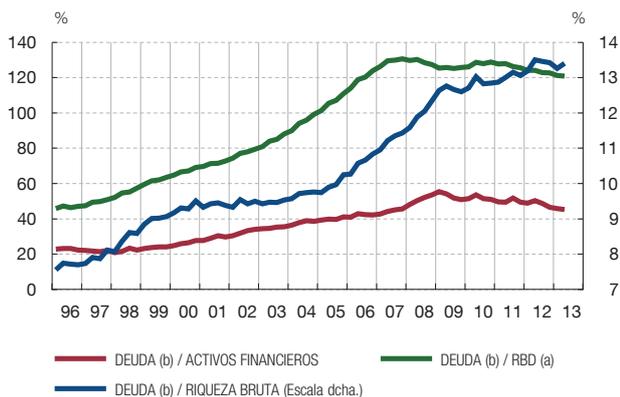
referencia en estos créditos se elevó 7 pb en el primero de estos segmentos y 46 pb en el segundo.

La deuda de las familias siguió disminuyendo, aunque a ritmo algo menos acusado que en el segundo trimestre. Así, la tasa interanual de contracción de los pasivos de las familias se situó en agosto en el 3,9%, 0,4 pp menos que en junio. El desglose por finalidades evidencia que esta evolución resultó de la moderación del descenso de los créditos al consumo y otros fines, que pasó del 4,9% al 3%, y del mantenimiento del asociado a los préstamos para adquisición de vivienda (4,2%).

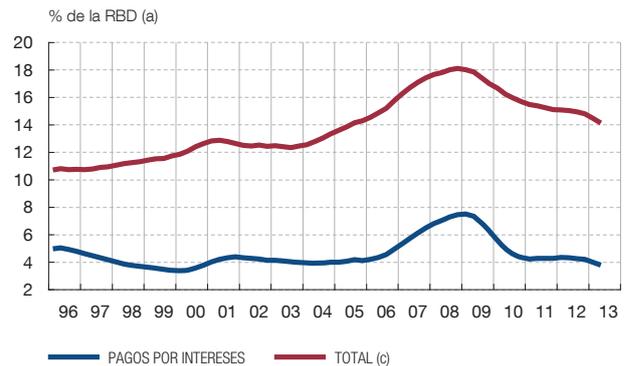
De acuerdo con la información más reciente disponible, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) de los hogares siguió reduciéndose en el segundo trimestre (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a los menores pagos por intereses, permitió que también disminuyese la carga financiera en relación con los ingresos de las familias. La tasa de ahorro bruto se mantuvo, lo que, unido al descenso de las amortizaciones de la deuda, resultó en un cierto incremento de la capacidad de ahorro una vez descontadas las obligaciones de pago, confirmando de este modo el cambio de patrón observado tres meses antes, cuando se interrumpió la tendencia descendente que desde principios de 2010 presentaba esta variable. De acuerdo con las cuentas financieras, también se elevó el ahorro financiero neto de este sector, hasta suponer el 3,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses. Por su parte, la riqueza neta de los hogares continuó descendiendo como resultado de la evolución negativa del patrimonio inmobiliario, que no fue compensada por el ascenso del valor de los activos financieros netos (es decir, una vez deducidos los pasivos).

De acuerdo con las cuentas financieras, la inversión de los hogares en activos financieros alcanzó el 6,3% del PIB en el segundo trimestre del año, muy por encima del 0,2% registrado entre enero y marzo, lo que permitió que, en términos acumulados de doce meses, pasase a situarse en valores positivos (0,1% del PIB, frente al -0,7% del primer trimestre (véase cuadro 11). El detalle por instrumentos evidencia incrementos de la inversión en depósitos y acciones, que alcanzó importes superiores al 5% del PIB trimestral en ambos casos. En contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija a un ritmo algo más acusado que en períodos anteriores (6% del PIB trimestral, frente al 5,2% de marzo).

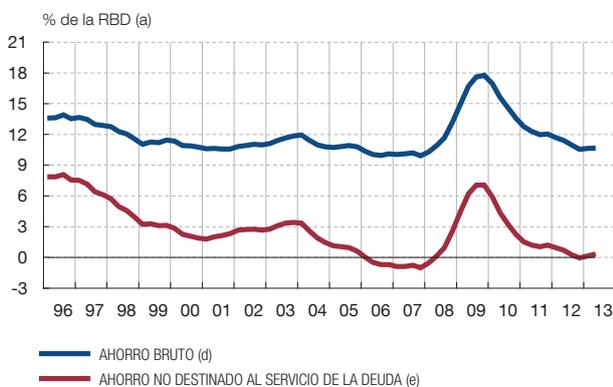
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



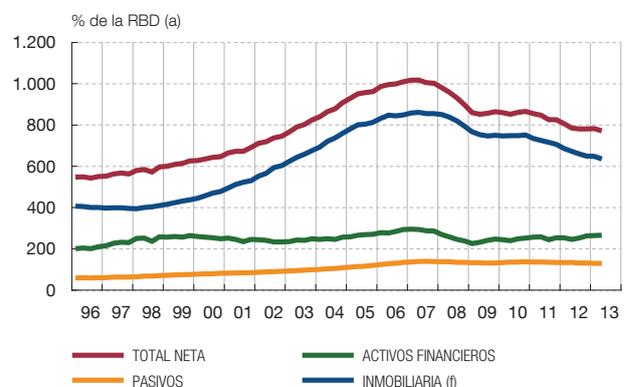
CARGA FINANCIERA



AHORRO



RIQUEZA



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

- a La serie de RBD está ajustada de estacionalidad.
 b Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
 e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

5.3 El sector de sociedades no financieras

Los tipos de interés del crédito concedido a las sociedades mostraron escasos cambios entre junio y agosto. Así, en las nuevas operaciones de importe inferior a un millón de euros, se redujeron en 9 pb, mientras que en aquellas superiores a este importe se incrementaron 3 pb. De este modo, los diferenciales entre los tipos bancarios y las rentabilidades interbancarias de referencia apenas variaron. Los costes de la emisión de valores de renta fija, para los que se dispone de información hasta septiembre, evidenciaron ciertos ascensos, tanto en el caso de las de corto plazo (36 pb) como de las realizadas a largo plazo (12 pb). El indicador que aproxima el coste de los recursos propios aumentó en mayor medida, si bien hay que tener en cuenta que se estima con mayor imprecisión y presenta una elevada volatilidad.

En agosto, la tasa de contracción interanual de la deuda de las sociedades fue de un 6 %, 0,3 pp inferior a la de junio. El detalle por instrumentos muestra que el ritmo de retroceso de los préstamos bancarios se mantuvo próximo al 9,5 % (cifra similar a la de dos meses antes), mientras que se intensificó algo la captación de fondos mediante valores de renta fija (vía utilizada por las empresas de mayor dimensión), cuyo saldo se elevó un 12,7 % con respecto al mismo período de 2012, 0,9 pp más que a finales del segundo trimestre

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013	
				IV TR	I TR	II TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	4,5	4,4	2,0	-1,0	-0,7	0,1
Efectivo	0,3	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7
Depósitos	2,4	2,6	0,0	0,5	2,1	3,4
Valores de renta fija (b)	0,7	0,9	2,0	-1,4	-3,0	-5,0
Acciones y otras participaciones (c)	1,0	1,2	0,4	1,7	1,5	1,7
Fondos de inversión	-0,1	-1,7	-0,4	-0,9	-0,4	0,2
Reservas técnicas de seguros	0,8	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5
<i>De jubilación</i>	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1
Resto	-0,6	1,1	0,4	-0,8	-1,1	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	-1,6	0,9	-1,5	-3,1	-3,0	-3,6
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-0,3	0,1	-2,1	-3,5	-3,5	-3,7
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,1	0,5	-1,1	-2,3	-2,5	-2,6
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,4	-0,3	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Resto	-1,3	0,8	0,6	0,3	0,5	0,1
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	-9,7	8,1	1,6	-4,3	-4,3	-6,0
Efectivo	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1
Depósitos	-0,3	0,1	-1,3	0,0	0,9	0,9
Valores de renta fija (b)	-0,6	1,7	1,5	0,1	-0,4	-2,1
Acciones y otras participaciones	-0,2	3,5	0,2	-1,1	-0,3	0,7
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	0,2	3,1	-0,1	-0,4	0,6	1,0
Crédito comercial e interempresas	-8,7	2,0	-1,9	-3,3	-4,6	-6,5
Resto	0,4	0,6	3,2	0,0	0,0	1,0
Operaciones financieras (pasivos)	-9,1	6,7	0,9	-5,7	-7,6	-9,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-3,2	-0,9	-3,8	-6,5	-7,2	-7,7
Préstamos exteriores	-0,1	1,0	0,6	-1,4	-1,6	-0,7
Valores de renta fija (e)	1,3	0,6	0,7	0,8	0,6	0,9
Acciones y otras participaciones	1,6	2,8	3,6	3,2	3,7	3,9
Crédito comercial e interempresas	-8,6	2,4	-2,2	-3,2	-4,4	-6,7
Resto	0,0	0,8	2,0	1,3	1,4	1,2
PRO MEMORIA: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (f)	-0,9	0,5	-2,0	-5,1	-5,6	-5,5
Hogares e ISFLSH	-0,3	0,2	-2,4	-3,8	-4,0	-4,3
Sociedades no financieras	-1,4	0,7	-1,8	-5,9	-6,7	-6,4

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

c Excluye los fondos de inversión.

d Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

e Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

f Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulación.

de 2013. Los indicadores habituales que se utilizan para aproximar la evolución del crédito a las pymes parecen indicar que en los últimos meses se habría moderado la pauta de caída del saldo de la financiación de este tipo de sociedades en las ramas distintas de la construcción y el sector inmobiliario que se venía observando desde 2011.

La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente al segundo trimestre de 2013, evidencia que durante este período continuó reduciéndose el saldo vivo

de la financiación bancaria en todas las ramas productivas. En la construcción y en el sector inmobiliario la caída se moderó ligeramente (0,5 y 0,1 pp, respectivamente, con respecto al trimestre anterior), hasta situarse en el 17,9 % en el primer caso y en el 9,1 % en el segundo. En la industria y en el resto de servicios, en cambio, el ritmo de disminución se intensificó, hasta alcanzar el 11,3 % y el 6,8 %, 2,2 pp y 0,5 pp, respectivamente, más que en marzo.

Los últimos datos disponibles de las cuentas financieras, referidos al segundo trimestre de 2013, muestran que la posición acreedora del sector de sociedades no financieras se redujo ligeramente, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 3,1 % del PIB. Esta evolución, unida al aumento de sus adquisiciones de acciones y participaciones en el resto del mundo, se tradujo en un ligero descenso del indicador «brecha de financiación» (que 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 utilizando la información de las cuentas financieras), que se situó en el 1,7 % del PIB, 0,2 pp por debajo del registro de marzo.

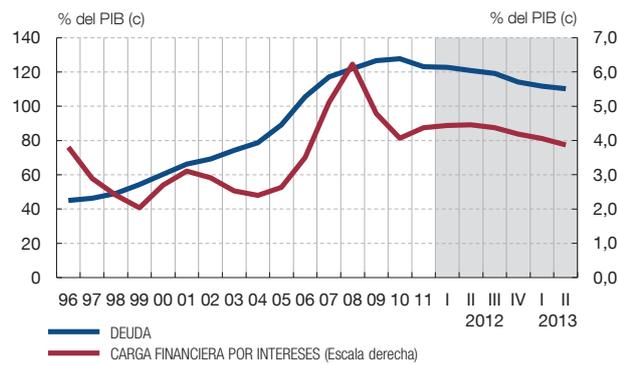
Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las empresas en relación con el PIB continuaron reduciéndose durante el segundo trimestre de 2013 (véase gráfico 25). Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan que la caída de la actividad y las rentas empresariales se prolongó en la primera mitad de 2013, aunque fue menos intensa que en el mismo período del año anterior. Así, el valor añadido bruto decreció un 3,1 % (frente al retroceso del 5,2 % registrado en el primer semestre de 2012), mientras que el resultado ordinario neto disminuyó casi un 15 % (11 pp menos que entre enero y junio de 2012). Ello se tradujo en una reducción de la rentabilidad ordinaria tanto en relación con los activos netos como con los recursos propios, que se situaron en ambos casos en el 3,6 %. El retroceso de los excedentes ordinarios fue superior a la caída de los pasivos con coste y de los gastos financieros de las empresas de esta muestra, por lo que sus ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con las rentas se elevaron ligeramente. Por su parte, el nivel de deuda en relación con los activos de estas sociedades descendió, de forma algo más acusada en el caso de los grandes grupos empresariales. En este contexto, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que aproximan el impacto que la posición patrimonial de las sociedades tiene sobre sus decisiones de inversión en capital fijo y empleo, descendieron por segundo trimestre consecutivo, aunque se sitúan en valores históricamente elevados. Por su parte, los analistas apenas han revisado sus perspectivas sobre los beneficios de las empresas cotizadas a corto plazo, para los que anticipan una estabilidad, si bien han modificado significativamente al alza sus expectativas para los horizontes más largos (véase gráfico 26).

5.4 Las Administraciones Públicas

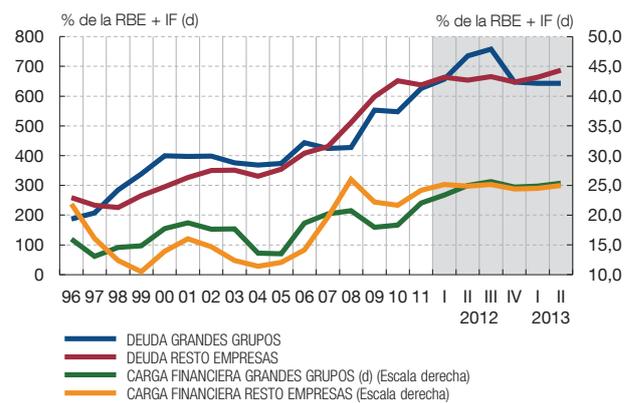
En el segundo trimestre de 2013, según las cuentas financieras, las necesidades de financiación de las AAPP se mantuvieron próximas al 11 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, sin apenas variaciones con respecto a tres meses antes.

Como es habitual, en el segundo trimestre de 2013 la principal vía usada por las AAPP para su financiación fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que se obtuvieron fondos equivalentes al 13 % del PIB de este período. En términos acumulados de doce meses, los recursos obtenidos mediante estos instrumentos alcanzaron el 9,7 % del PIB, 3 pp más que en marzo (véase gráfico 27). Parte de este incremento es atribuible a la conversión en bonos de un préstamo sindicado que se había solicitado para la constitución

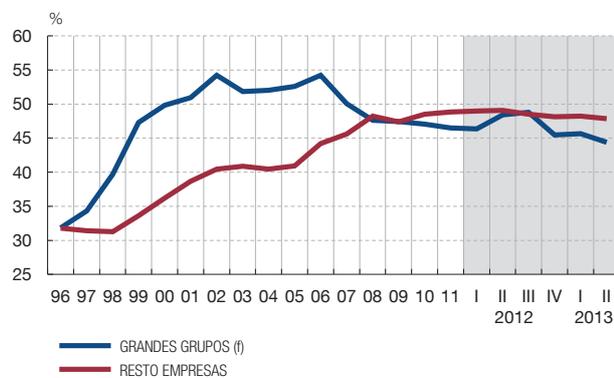
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



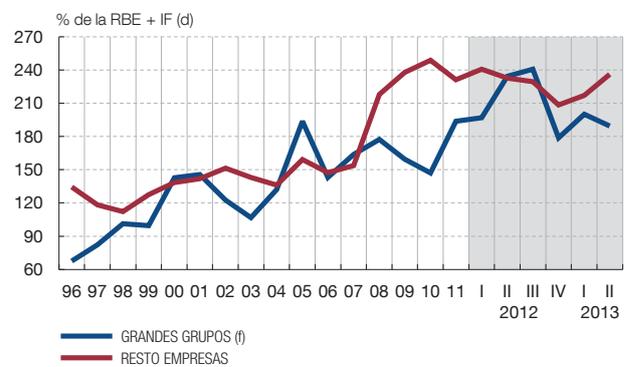
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



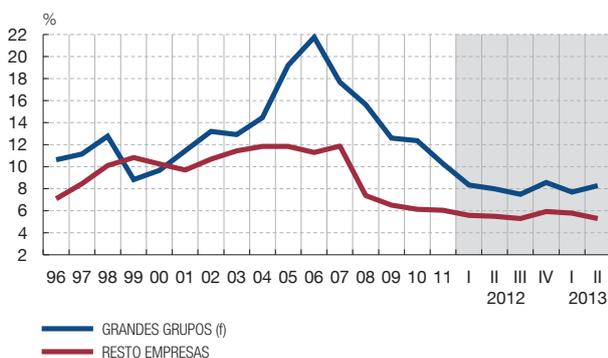
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



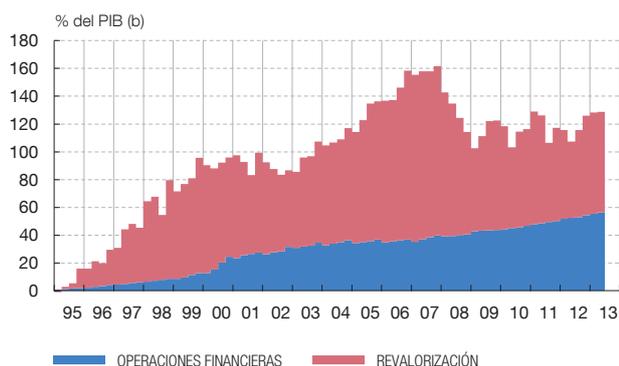
INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2011 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 La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- f Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y 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

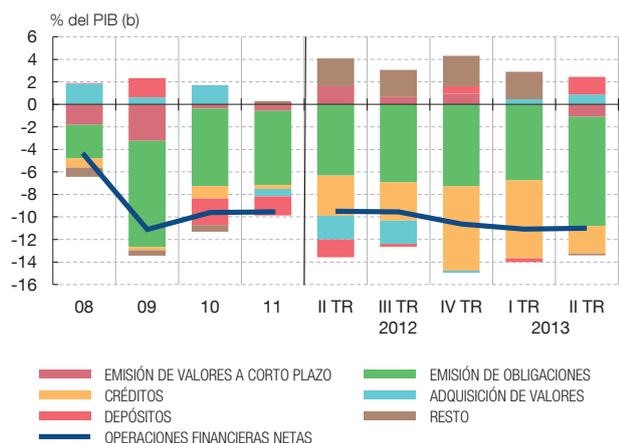


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

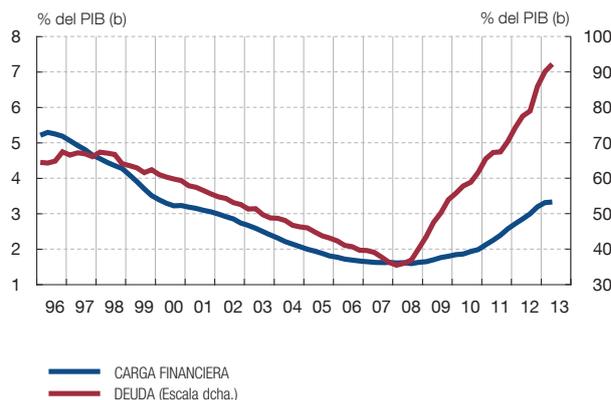
- a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS. CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



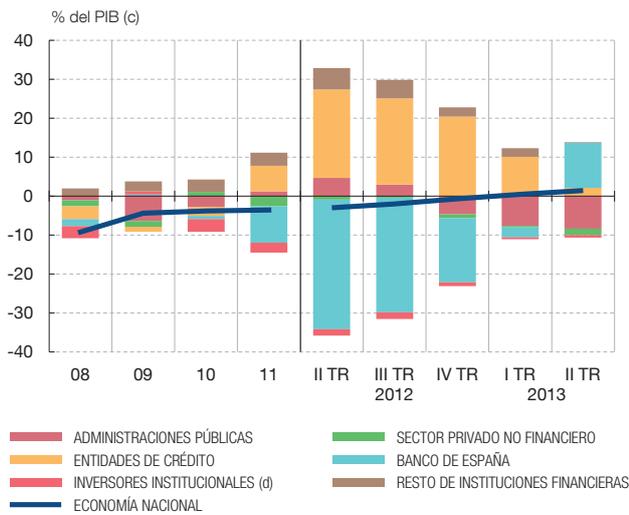
FUENTE: Banco de España.

- a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

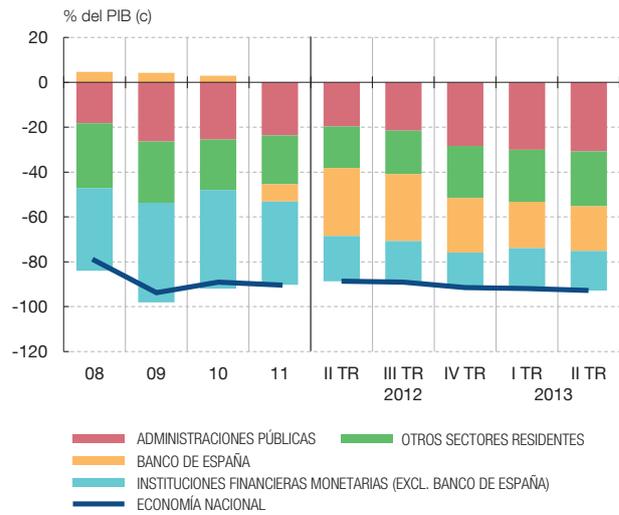
del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, lo que tiene como contrapartida una reducción de la partida de crédito. Por el lado del activo, los depósitos y las inversiones en valores siguen presentando una variación positiva, en términos acumulados de cuatro trimestres.

La expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se ha traducido en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento del sector (92,2 % del PIB en junio, 2,2 pp más que en el primer trimestre). En cambio, la carga financiera se mantuvo estable en el 3,3 % del PIB gracias al descenso de los tipos de interés medios de la deuda viva. Los datos más recientes evidencian que la financiación de las AAPP ha seguido creciendo a un tasa elevada, que, en términos interanuales, alcanzó el 17,9 % en agosto, 0,7 pp más que en junio.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



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 La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
 d Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, entre marzo y junio la economía española presentó una capacidad de financiación equivalente al 2,8 % del PIB del trimestre, lo que contrasta con las necesidades de financiación del 0,7 % del PIB del primer trimestre. En términos acumulados de doce meses, la capacidad de financiación aumentó 0,9 pp, hasta alcanzar el 1,4 % del PIB (véase cuadro 10). Este incremento fue el resultado de una elevación del saldo acreedor de los hogares, un retroceso del de las instituciones financieras y variaciones poco significativas en las necesidades de financiación de las AAPP y en el ahorro de las sociedades no financieras.

En el segundo trimestre de 2013 se registró una entrada neta de capitales en la economía española, excluyendo las operaciones del Banco de España, como resultado de un volumen de desinversiones de los agentes nacionales en el exterior superior a la reducción de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación de nación, se tradujo en un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. De este modo, en términos acumulados anuales, esta partida se redujo por un importe equivalente al 11,6 % del PIB (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a julio, muestra unas salidas netas de fondos ligeramente superiores a la capacidad de financiación de la economía, lo que se reflejó en un leve aumento en la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

Por el lado de los pasivos, el detalle por instrumentos muestra que en el segundo trimestre de 2013 los flujos más cuantiosos se canalizaron a través de la posición intrasistema del Banco de España, que se redujo en una cuantía equivalente al 6,8 % del PIB trimestral (13,5 % en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 12). También descendieron las tenencias del resto del mundo de títulos de renta fija emitidos por sectores residentes, que presentaron un retroceso equivalente al 4,1 % del PIB trimestral, como resultado de la evolución de los emitidos tanto por las AAPP como por las entidades de crédito y

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013	
				IV TR	I TR	II TR
Operaciones financieras netas	-4,4	-3,8	-3,5	-0,6	0,5	1,4
Operaciones financieras (activos)	-0,7	-3,7	1,7	1,7	-0,1	-4,4
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-3,3	-1,5	0,1	0,6	-1,3	-3,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,7	-1,3	0,0	0,2	-1,7	-2,7
Valores distintos de acciones	0,0	-7,3	-1,1	-1,2	-1,4	-1,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	1,2	-3,2	1,3	1,2	1,0	0,7
<i>Inversores institucionales</i>	-1,0	-4,1	-2,2	-1,6	-1,4	-1,4
Acciones y otras participaciones	1,6	3,1	0,6	0,4	1,3	1,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,2	3,1	-0,1	-0,4	0,6	1,0
<i>Inversores institucionales</i>	0,6	0,5	-0,4	0,4	0,4	0,2
Préstamos	0,3	1,0	2,1	1,9	1,6	-0,1
Operaciones financieras (pasivos)	3,7	0,1	5,3	2,4	-0,6	-5,8
Depósitos	-0,5	-0,5	8,9	0,6	-5,5	-16,9
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (b)</i>	0,7	-7,5	-3,6	-5,4	-1,8	-2,5
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (c)</i>	0,1	5,8	2,8	-8,2	-3,7	-1,6
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	-0,8	0,2	10,8	15,0	1,3	-13,5
Valores distintos de acciones	3,5	-2,7	-7,3	-5,6	-2,3	3,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	5,2	2,0	-1,1	0,6	3,6	4,4
<i>Entidades de crédito</i>	1,0	-1,8	-2,8	-4,2	-3,7	-0,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-2,7	-3,0	-3,5	-2,1	-2,2	-0,1
Acciones y otras participaciones	1,0	2,1	2,6	3,4	3,7	3,6
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,4	2,3	2,7	3,1	3,7	3,4
Préstamos	0,2	1,4	0,9	4,1	3,5	4,1
Otros neto (d)	-1,1	-1,1	0,0	-0,2	0,3	1,3
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	0,9	2,7	2,7	-0,3	0,4	-0,1
Inversión directa del exterior en España	0,7	2,9	2,9	2,0	2,5	2,7

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

otras instituciones financieras no monetarias. No obstante, en términos anuales, la captación de recursos por esta vía siguió siendo positiva, por importe equivalente al 3,5 % del PIB. Por su parte, la inversión del resto del mundo en acciones y participaciones emitidas por agentes residentes volvió a ser positiva, aunque inferior a la del trimestre previo (1,2 % del PIB, 3,6 % en términos acumulados de doce meses). En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España descendió 1,9 pp, hasta situarse en el 2 % del PIB trimestral. Sin embargo, en términos acumulados de doce meses, aumentó ligeramente, hasta alcanzar el 2,7 % del PIB.

Por otra parte, en el segundo trimestre los sectores residentes redujeron sus tenencias de activos frente al resto del mundo por un importe equivalente al 7,4 % del PIB trimestral (4,4 % en términos acumulados de doce meses). La desinversión en el exterior se concentró en valores de renta fija (3,7 % del PIB, 1,6 % en términos acumulados de cuatro trimestres). Aunque las tenencias de acciones y participaciones emitidas por no residentes aumentaron (alcanzaron un importe equivalente al 2,9 % del PIB trimestral), la inversión directa de España en el exterior se redujo 2,1 pp, hasta apenas un 0,1 % del PIB trimestral (-0,1 % del PIB, en términos acumulados anuales).

El curso de los flujos financieros con el exterior, junto con las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, se tradujo en un incremento de 0,8 pp de la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, que alcanzó el 92,8 % del PIB, de acuerdo con los datos procedentes de la Posición de Inversión Internacional (véase gráfico 28). Por sectores, esta evolución resultó del aumento del saldo deudor del sector privado no financiero y, en menor medida, de las Administraciones Públicas, que fue parcialmente compensado por el descenso de la posición deudora de las instituciones financieras monetarias españolas (excluyendo al Banco de España), lo que permitió una reducción de los pasivos del Banco de España frente al resto del mundo.

18.10.2013.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2013

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Cristina Rodríguez Llorens, 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 2013, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2012 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 2013: un análisis de datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentó ligeramente en la primera mitad de 2013, como resultado del 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»¹) (véase gráfico 1), ya que la economía española generó capacidad de financiación durante el período, por primera vez desde 1997. Este hecho, junto con la progresiva normalización de los mercados financieros nacionales, permitió que la economía española continuara disminuyendo su dependencia de la financiación captada a través del Eurosistema. En este contexto, los pasivos exteriores netos del Banco de España se redujeron, mientras que se amplió el saldo deudor del resto de sectores, en particular el de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y el de las AAPP, que captaron capitales del resto del mundo.

A finales de junio de 2013, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 955 mm de euros, el 93 % del PIB, 2 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2012 (véase cuadro 1). Desde finales de 2012, el valor de los activos redujo su peso en el PIB 3 pp, hasta el 134 %, mientras que el de los pasivos lo hizo en 1 pp, hasta el 227 % del PIB. La deuda externa —que recoge la parte de estos pasivos que es exigible— se redujo ligeramente, situándose alrededor del 167 % del PIB (véase gráfico 2). Si se excluye el Banco de España, la PII deudora neta se situó en 746 mm de euros, el 74 % del PIB (6 pp más que a finales de 2012).

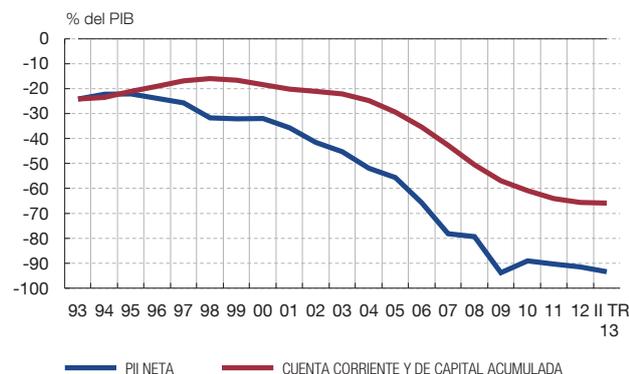
Durante la mayor parte del primer semestre de 2013, los mercados financieros europeos registraron un tono positivo, con reducciones de las primas de riesgo soberana de los países periféricos de la UEM —incluida España— y fortalecimiento del tipo de cambio del euro (véase cuadro 2). Sin embargo, este clima se vio alterado de forma transitoria, inicialmente, en marzo, por los problemas surgidos para alcanzar un acuerdo sobre la asistencia financiera a Chipre y, posteriormente, a finales de mayo, debido al cambio en la percepción del tono de la política monetaria en Estados Unidos y a un rebrote transitorio de las tensiones en los mercados financieros de la zona del euro. El aumento de la inestabilidad en los

¹ 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.

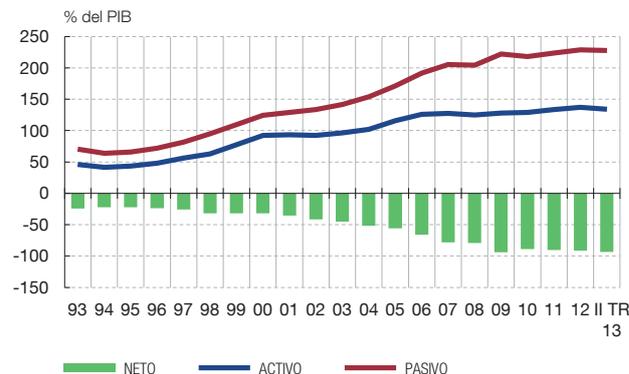
EVOLUCION DE LA PII Y DE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS
PII neta y acumulación de las transacciones financieras de la Balanza de Pagos

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

	2010	2011	2012		2013		Porcentaje del PIB	
			III TR	IV TR	I TR	II TR	2012	2013
			IV TR	II TR	IV TR	II TR		
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A - P)	-931,5	-944,8	-922,1	-940,9	-943,7	-955,1	-91,4	-93,4
Excluido el Banco de España	-961,8	-863,8	-612,8	-690,6	-732,6	-751,5	-67,1	-73,5
Inversiones directas	18,6	30,7	28,7	6,0	12,2	-12,3	0,6	-1,2
Inversiones de cartera	-634,5	-584,3	-463,8	-515,5	-524,1	-517,9	-50,1	-50,7
Otras inversiones (a)	-348,6	-316,1	-180,6	-183,2	-222,7	-223,6	-17,8	-21,9
Derivados financieros	2,7	5,9	2,8	2,1	2,0	2,3	0,2	0,2
Banco de España	30,3	-81,0	-309,3	-250,3	-211,1	-203,6	-24,3	-19,9

FUENTE: Banco de España.

a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

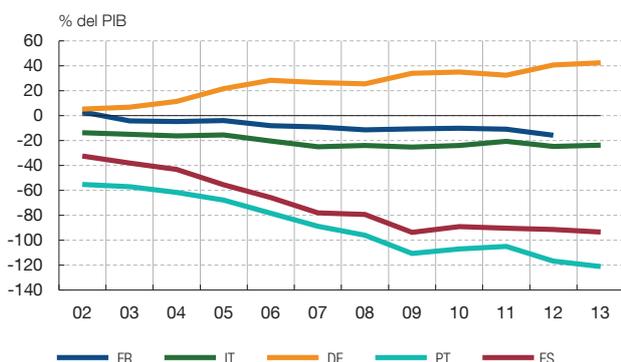
mercados financieros a partir de la segunda mitad de mayo provocó incrementos en las rentabilidades de la deuda pública española, con subidas de la prima de riesgo frente al bono alemán y una elevada volatilidad de las cotizaciones bursátiles. Pese a la mayor tensión financiera, la demanda de títulos del Tesoro mantuvo un cierto dinamismo.

A lo largo del tercer trimestre, las tensiones financieras han remitido, con reducciones de la prima de riesgo y aumentos de las cotizaciones bursátiles, aunque ha habido rebotes puntuales asociados a riesgos geopolíticos en Oriente Próximo y a las perspectivas de los mercados sobre el rumbo de las políticas monetaria y fiscal en Estados Unidos. No obstante, las condiciones de acceso a la financiación del sector privado en España continúan mostrando los efectos contractivos que se derivan de la persistente fragmentación financiera en la zona del euro, que obstaculiza la transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria, a pesar de las mejoras que se han producido en este ámbito en el último año.

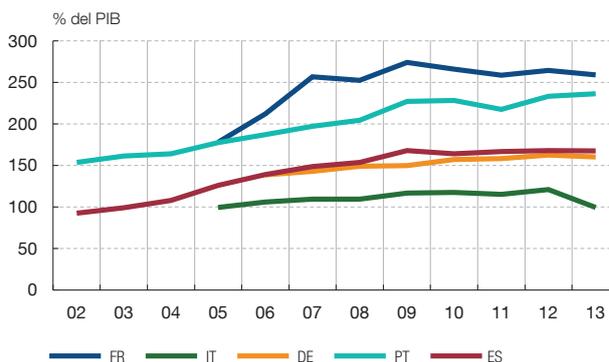
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA:
COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a) (b)**

GRÁFICO 2

PII NETA



DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional 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 2012 para Francia, al primer trimestre de 2013 para Italia y Alemania, y al segundo trimestre de 2013 para España y Portugal. En cuanto a los datos de deuda externa, el dato del año 2013 se corresponde con el primer trimestre de 2013 en los casos de Alemania y de Francia, y con el segundo trimestre de 2013 para España, Italia y Portugal.
- 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
2010	-17,4	-5,8	12,8	-3,1	-7,2	2,9	5,4	3,5	3,3
2011	-13,1	-17,1	0,0	-3,0	-3,2	1,9	5,5	2,1	2,0
2012	-4,7	13,8	13,4	-2,3	2,0	1,3	5,3	1,9	1,7
III TR 2012	8,5	8,4	5,8	-1,1	2,7	1,5	5,9	1,8	1,7
IV TR 2012	6,0	7,4	-1,0	2,3	2,0	1,3	5,3	1,9	1,7
I TR 2013	-3,0	-0,5	10,0	3,6	-2,9	1,4	4,9	1,9	2,0
II TR 2013	-2,0	-0,8	2,4	1,4	2,1	1,5	4,7	2,2	
I S 2013	-5,0	-1,3	12,6	5,0	-0,9	1,5	4,7	2,2	2,3

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.

El incremento de la PII deudora neta de España en la primera mitad de 2013 reflejó el efecto de las variaciones de los precios de los distintos activos y pasivos financieros que subyacen a la posición neta, que ascendió a 23 mm. Las nuevas transacciones hacia y desde el exterior en la primera mitad del año restaron 9 mm al saldo deudor con el que se cerró el ejercicio pasado (véase cuadro 3). En el período analizado, la apreciación del euro² frente al dólar y a las principales divisas latinoamericanas propició una reducción

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 40 % del activo y el 10 % del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en junio de 2013), por lo que la apreciación del euro genera un efecto de valoración negativo.

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)
2010	50,7	-43,3	94,0	-9,6	6,4	-33,0	39,4	2,9	-44,3	10,3	-54,6	-2,3
2011	-13,3	-28,7	15,4	-1,7	47,5	36,4	11,1	0,8	60,8	65,1	-4,3	-0,2
2012	3,9	0,8	3,1	-0,3	18,1	26,4	-8,3	-0,6	14,3	25,6	-11,3	-0,5
III TR 2012	-1,7	2,5	-4,2	0,5	-34,0	-43,8	9,8	0,7	-32,3	-46,3	13,9	0,6
IV TR 2012	-18,8	10,0	-28,8	3,1	-0,5	13,6	-14,1	-1,0	18,3	3,6	14,7	0,6
I TR 2013	-2,8	-2,4	-0,4	0,0	10,5	8,5	2,0	0,1	13,3	10,9	2,4	0,1
II TR 2013	-11,4	11,4	-22,9	2,4	-52,9	-14,2	-38,7	-2,7	-41,5	-25,6	-15,8	-0,7
I S 2013	-14,2	9,0	-23,2	2,5	-42,4	-5,7	-36,6	-2,6	-28,2	-14,7	-13,4	-0,6

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.

del valor de los activos exteriores. En el mismo sentido contribuyó la variación de los precios de los valores de renta fija a largo plazo, que aumentaron en España, incrementando así el valor de los pasivos correspondientes. En cambio, el efecto de valoración ligado a los precios de la renta variable fue positivo, debido a un retroceso de las cotizaciones bursátiles en la primera mitad del año, algo mayor en España que en el extranjero. Por lo que se refiere a la comparación internacional, solo hay datos de la PII hasta el segundo trimestre de 2013 para un número reducido de países, sin que haya una tendencia definida en la evolución de la PII de los países con saldos deudores (véase gráfico 2).

La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

El ligero incremento de la posición deudora frente al resto del mundo que se produjo en la primera mitad de 2013 reflejó la ampliación de los saldos deudores de todos los sectores institucionales, con la excepción de la Autoridad Monetaria, que se redujo 4 pp del PIB, hasta el 20 % (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Los incrementos de las posiciones deudoras del resto de sectores fueron de magnitud modesta (alrededor de 2 pp del PIB en cada caso). Así, los saldos deudores de las AAPP y de los otros sectores residentes (OSR)³ se ampliaron hasta el 30 % y el 25 % del PIB, mientras que el de las IFM se situó en niveles más reducidos, del 18 % del PIB. El deterioro de los saldos de las AAPP y de los OSR fue el resultado de un incremento de los pasivos más intenso que el de los activos exteriores. En cambio, la evolución del saldo de las IFM respondió a un retroceso del valor de los activos más acusado que el de los pasivos exteriores.

El incremento del saldo deudor de las IFM se explica por las entradas netas de financiación (29 mm de euros), que contrarrestaron el impacto positivo de los efectos de valoración (6 mm). Estas entradas de fondos se materializaron mayoritariamente a través de la otra inversión (fundamentalmente, préstamos, depósitos y *repos*), gracias, principalmente, a la constitución en las entidades españolas de depósitos a corto plazo y *repos* de los no residentes. Por el contrario, la inversión de cartera originó salidas netas de fondos, como resultado de la reducción de las tenencias de inversores extranjeros de renta variable y de bonos y obligaciones emitidos por las IFM residentes, que superaron sus desinversiones en valores

³ Este sector institucional incluye 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

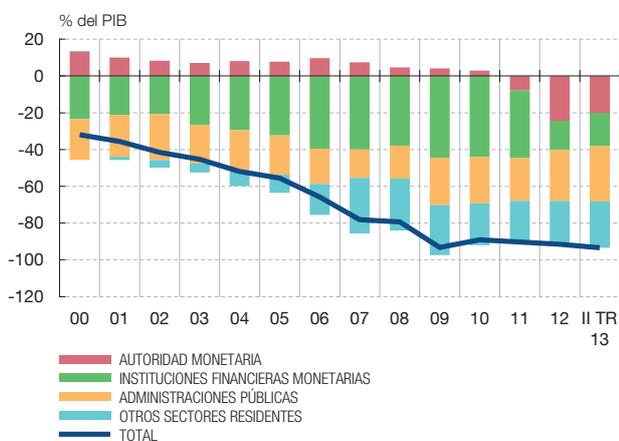
	Autoridad monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
VALOR DEL STOCK (mm de euros)												
Media 2007-2009	58,0	84,7	26,8	-434,0	502,0	936,0	-209,1	35,0	244,2	-304,2	725,2	1029,4
2010	30,3	81,7	51,4	-460,3	470,3	930,6	-264,2	24,9	289,2	-237,2	770,9	1008,1
2011	-81,0	94,5	175,5	-385,3	527,4	912,7	-244,0	30,8	274,9	-234,5	742,7	977,1
2012	-250,3	87,2	337,5	-163,9	564,0	727,9	-284,4	45,7	330,1	-242,3	716,6	958,9
I TR 2013	-211,1	86,1	297,2	-190,6	562,0	752,6	-300,9	41,9	342,8	-241,0	734,1	975,1
II TR 2013	-203,6	79,2	282,8	-186,7	527,2	713,9	-306,9	45,4	352,3	-257,9	719,4	977,3
PORCENTAJE DEL PIB (%)												
Media 2007-2009	5,5	8,0	2,5	-40,9	47,2	88,1	-19,7	3,3	23,0	-28,6	68,3	96,9
2010	2,9	7,8	4,9	-44,0	45,0	89,0	-25,3	2,4	27,7	-22,7	73,7	96,4
2011	-7,7	9,0	16,8	-36,8	50,4	87,2	-23,3	2,9	26,3	-22,4	71,0	93,4
2012	-24,3	8,5	32,8	-15,9	54,8	70,7	-27,6	4,4	32,1	-23,5	69,6	93,2
I TR 2013	-20,6	8,4	29,0	-18,6	54,9	73,5	-29,4	4,1	33,5	-23,5	71,6	95,2
II TR 2013	-19,9	7,7	27,7	-18,3	51,6	69,8	-30,0	4,4	34,5	-25,2	70,4	95,6

FUENTE: Banco de España.

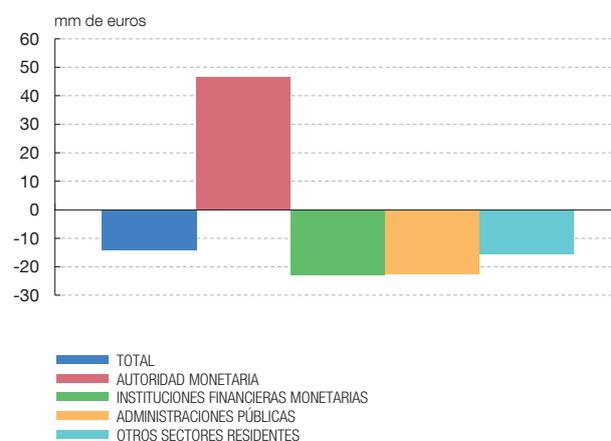
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, POR SECTORES

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2013



VARIACIÓN 2012-II TR 2013



FUENTE: Banco de España.

de renta fija emitidos por no residentes. Los efectos de valoración positivos procedieron de la inversión de cartera en renta variable. Por instrumentos, la ampliación de la posición deudora neta de las IFM respondió, sobre todo, al deterioro del saldo frente al resto del mundo de la otra inversión (3 pp del PIB), seguida por el de la inversión exterior directa (IED) (0,2 pp). Esta evolución contrarrestó la mejora de las posiciones en inversión de cartera y derivados financieros (0,9 pp y 0,1 pp del PIB, respectivamente).

El aumento de la posición deudora de los OSR reflejó las entradas netas de fondos acumuladas entre enero y junio de 2013 —de importe muy moderado (3 mm de euros)—, a lo que se sumó el impacto negativo de los efectos de valoración (13 mm de euros). Estas entradas

se concentraron en las IED y en la otra inversión, compensando las salidas netas del resto de instrumentos, en particular de la inversión de cartera. Las entradas generadas por la otra inversión fueron el resultado tanto de las inversiones del exterior en España como de las desinversiones de España en el exterior, que, en ambos casos, se extendieron a instrumentos de corto y largo plazo. Las salidas netas generadas por la inversión de cartera se explican, principalmente, por las adquisiciones por parte de residentes de renta variable extranjera y, en menor medida, por las ventas por no residentes de bonos y obligaciones emitidos por los OSR. Por su parte, los efectos de valoración negativos se concentraron sobre todo en la IED. El incremento de la posición deudora neta de los OSR fue especialmente relevante en el caso de la IED (1,6 pp), seguido por el de la otra inversión (0,5 pp). En sentido contrario, el saldo deudor de la inversión de cartera se redujo en 0,4 pp del PIB.

Al deterioro de la posición deudora neta de las AAPP frente al resto del mundo contribuyeron tanto las entradas de capitales del exterior (10 mm de euros) como el impacto negativo del efecto de valoración (13 mm de euros), pues el aumento del precio de la deuda pública española revalorizó las tenencias de no residentes. La mayoría de los fondos captados por las AAPP se materializaron a través de las compras por parte de los no residentes de títulos de renta fija a corto plazo⁴, en particular de instrumentos del mercado monetario y de depósitos y préstamos a corto plazo. Por tanto, el incremento de la posición deudora de las AAPP se concentró en buena medida en la inversión de cartera (2 pp del PIB), frente a un deterioro del saldo de la otra inversión de 0,4 pp.

Finalmente, la corrección de la posición neta deudora del Banco de España frente al resto del mundo reflejó la disminución del saldo deudor de la Autoridad Monetaria frente al Eurosistema (de 5 pp, hasta el 27 % del PIB). Por el contrario, los saldos acreedores en otros activos netos y en reservas (fundamentalmente, por la reducción de la cotización del oro) se redujeron en 0,5 pp y en 0,3 pp, hasta el 3,8 % y el 3,5 % del PIB, respectivamente.

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

Por instrumentos, la ampliación de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, fue consecuencia del aumento de los saldos deudores de todos los instrumentos, especialmente de la otra inversión, con la excepción de los derivados financieros (véanse cuadro 5 y gráfico 4).

Al final del primer semestre de 2013, la IED⁵ pasó a registrar un posición deudora del 1,2 % del PIB, en contraste con el saldo acreedor de finales de 2012 (0,6 % del PIB). Esta evolución se produjo como consecuencia, básicamente, del aumento del valor del *stock* de la inversión del exterior en España (1,6 pp del PIB), que refleja las inversiones netas realizadas por los no residentes durante el primer semestre de este año, pero también del impacto negativo sobre el activo de los efectos de valoración, en particular el derivado de la apreciación del euro frente al dólar y a las principales monedas de Latinoamérica (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 51 % de los activos totales de IED, con el 30 % en la zona del euro). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la UE, con un 29 % de la IED total. Por lo que se refiere a la procedencia de los inversores extranjeros

4 El porcentaje de deuda pública no segregada a vencimiento en manos de no residentes se redujo cerca en 2 pp en el primer semestre de 2013, hasta alcanzar el 33 % 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 2011. Los datos de los años siguientes se estiman, principalmente, por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
Desglose por instrumentos (a)

CUADRO 5

	Inversión exterior directa			Inversión de cartera			Otra inversión			Derivado		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
PORCENTAJE DEL PIB												
Media 2007-2009	-0,2	39,4	39,5	-61,1	36,6	97,8	-27,1	35,6	62,7	-0,8	7,2	8,0
2010	1,8	46,8	45,0	-60,7	29,8	90,5	-33,3	35,4	68,8	0,3	9,1	8,8
2011	2,9	48,5	45,6	-55,8	24,7	80,5	-30,2	37,8	68,0	0,6	13,4	12,8
2012	0,6	46,8	46,2	-50,1	26,7	76,8	-17,8	40,9	58,8	0,2	14,4	14,2
I TR 2013	1,2	48,6	47,4	-51,2	27,4	78,6	-21,7	41,0	62,7	0,2	13,6	13,4
II TR 2013	-1,2	46,7	47,9	-50,7	27,4	78,1	-21,9	40,5	62,4	0,2	11,8	11,6

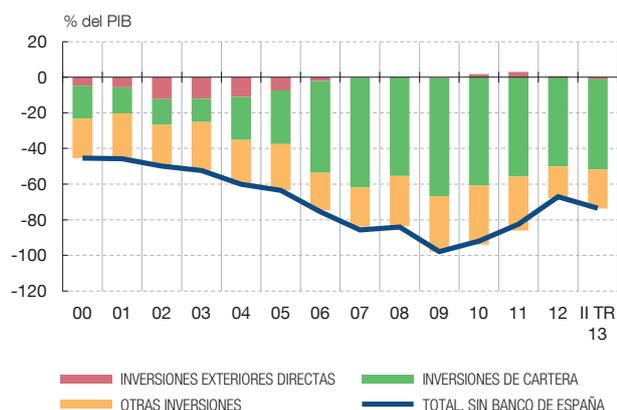
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

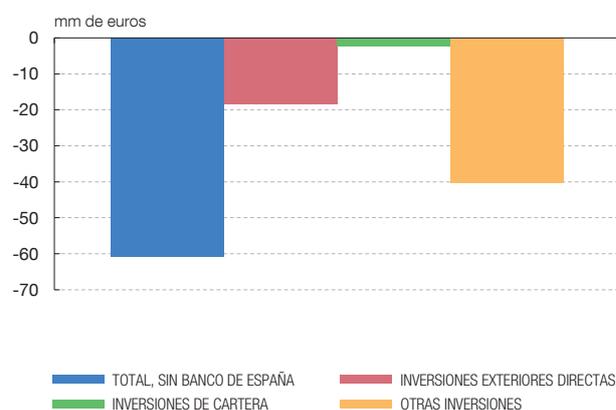
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA, POR INSTRUMENTOS (a)

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2000-II TR 2013



VARIACIÓN 2012-II TR 2013



FUENTE: Banco de España.

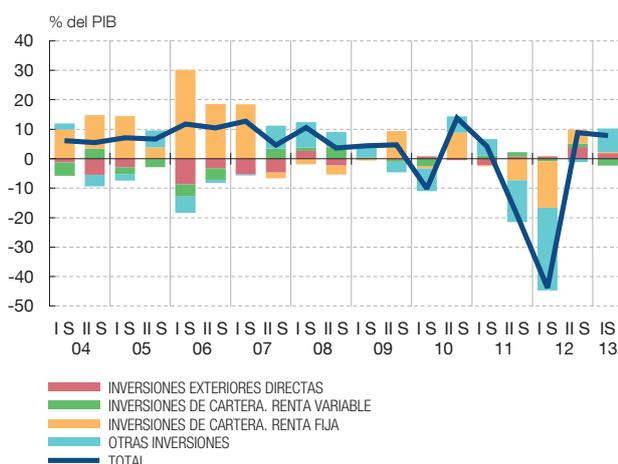
a Excluido el Banco de España. No se incluyen derivados financieros.

en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (78 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 67 %).

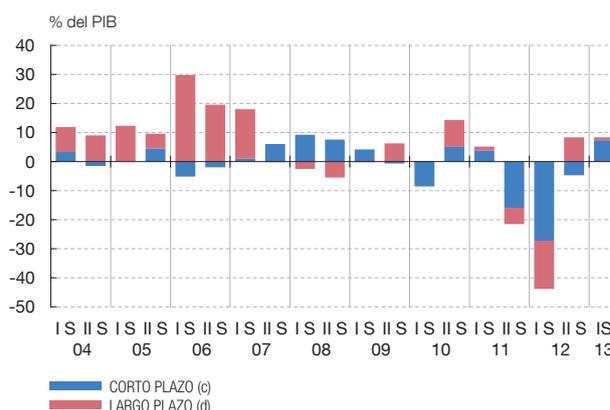
La posición deudora de la inversión de cartera aumentó en 0,6 pp del PIB, hasta situarse en el 51 %, al aumentar el valor de los pasivos en mayor medida que el de los activos (1,3 pp y 0,7 pp del PIB, respectivamente). Ambos incrementos reflejan el impacto de los efectos de valoración, por el aumento del precio de los instrumentos financieros, que superaron las desinversiones, que afectaron tanto a los flujos del exterior en España como de España en el exterior.

Cuando se analiza la inversión de cartera por tipos de instrumentos, se observa que la ampliación de la posición deudora neta se debió al aumento del saldo deudor en renta fija (de 2 pp del PIB, hasta el 43 %), debido al descenso del valor del *stock* de los activos y al incremento del de los pasivos. Por el contrario, la posición deudora en renta variable se corrigió en 1,4 pp del PIB, con lo que se situó en el 7 %, como resultado de un repunte del valor de los activos más acusado que el de los pasivos.

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.

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (86 % del total), especialmente de la UEM (78 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos 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 España⁶. Los últimos datos disponibles, aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2011, muestran el predominio de las inversiones procedentes de la UEM, especialmente de Francia y de Alemania como inversores finales (casi un 40 % de la inversión de cartera procedente del exterior), aunque también destaca el peso relativo del Reino Unido y de Estados Unidos (6 % y 9 % de los pasivos, respectivamente).

Por su parte, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión se amplió en 4 pp, hasta el 22 % del PIB, como consecuencia del incremento del valor del *stock* de los pasivos (3,6 pp del PIB) y, en menor medida, del descenso del de los activos (0,4 pp del PIB). El aumento de la posición deudora se explica, básicamente, por las inversiones de no residentes en instrumentos de corto plazo de las IFM españolas. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 79 % de los activos y el 94 % de los pasivos), y 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 28 % del activo y un 16 % del pasivo). Finalmente, el saldo acreedor en derivados financieros se mantuvo en torno al 0,2 % del PIB.

11.10.2013.

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

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

Introducción¹

En economías fuertemente bancarizadas, como la española, la evolución del crédito concedido por las entidades a las empresas y a las familias desempeña un papel importante en el desarrollo económico del país². Préstamos bancarios y PIB tienden, en general, a moverse en paralelo (si bien con un cierto desfase a favor de este último), como resultado de una serie de fuerzas que actúan tanto en una dirección como en la otra. La contracción que experimenta el crédito al sector privado en España desde 2009, en un contexto de recesión y recaída de la actividad, ofrece un ejemplo más de ese paralelismo.

En estas condiciones, es oportuno contar con un diagnóstico de la situación que permita identificar los principales factores que subyacen a la evolución del crédito, y en particular que indague sobre la posible existencia de fricciones o fallos de mercado que pudieran estar obstaculizando el acceso del sector privado a la financiación y, consecuentemente, la recuperación económica.

En este artículo, tras esta introducción, se analizan los factores explicativos de la evolución reciente del crédito y se constata la importancia que han tenido los factores de demanda, junto con la presencia de algunas restricciones por el lado de oferta, que afectan sobre todo a las pymes. A partir de este diagnóstico, en la tercera sección del artículo se realiza una breve revisión de los instrumentos utilizados en España y en otros países para estimular el crédito a las pymes, que resulta útil para identificar, en la sección cuarta, algunas líneas de acción que tendría sentido explorar para mejorar el acceso de las empresas de menor dimensión a la financiación bancaria. En el último apartado se resumen las principales conclusiones.

La evolución del crédito en España y sus factores explicativos

LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

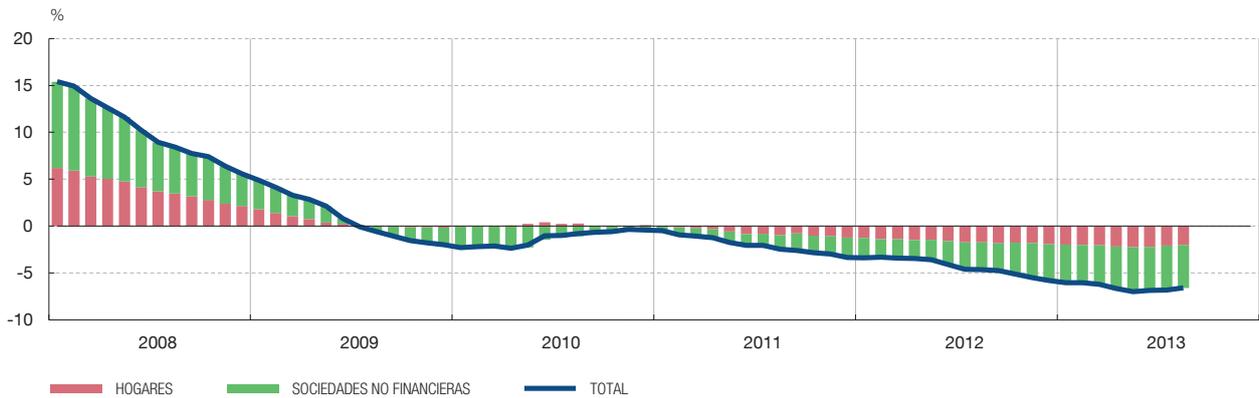
Durante la última fase expansiva, la financiación concedida por las entidades de crédito nacionales a las empresas y a las familias españolas aumentó intensamente, llegando a alcanzar tasas de expansión que triplicaron el crecimiento nominal de la economía. Con la llegada de la crisis, el saldo vivo del crédito bancario a estos sectores comenzó a disminuir (véase gráfico 1), en el contexto cíclico excepcionalmente contractivo de una doble recesión. Después de una ligera moderación de la caída en 2010, que estuvo ligada a la leve recuperación de la actividad económica registrada ese año, la tasa de contracción interanual del crédito tendió a intensificarse hasta mayo de este año. Desde entonces, el retroceso ha comenzado a moderarse, situándose la tasa de crecimiento en el -6,6 % en agosto de 2013, última fecha disponible³. La contracción está siendo más acusada para las sociedades no financieras (9,4 % de caída interanual, en la misma fecha), pero afecta también a los préstamos concedidos a los hogares (3,9 %) y, dentro de estos, tanto a los destinados a financiar la adquisición de viviendas (4,2 %) como a los créditos para consumo y otros fines (3 %).

¹ Este artículo se basa en los análisis realizados por un grupo de trabajo interno creado a instancias del Consejo de Gobierno del Banco de España, en el que el autor actuó como ponente.

² En este artículo no se analizan otras fuentes de financiación, empresarial fundamentalmente, distintas del crédito bancario nacional. En la actualidad, el peso de esas otras fuentes (emisión de valores o créditos internacionales, por ejemplo) es reducido, salvo en el caso de las grandes empresas multinacionales.

³ Estas tasas se calculan excluyendo todos los cambios que no están asociados a flujos normales de financiación, tales como la transferencia de préstamos a la SAREB que se produjo en diciembre de 2012 y en febrero de 2013, o los préstamos fallidos que se dan de baja de los balances de las entidades.

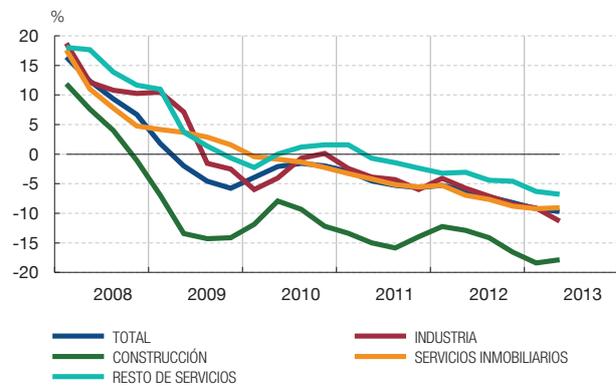
CRÉDITO A HOGARES Y A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual y contribuciones



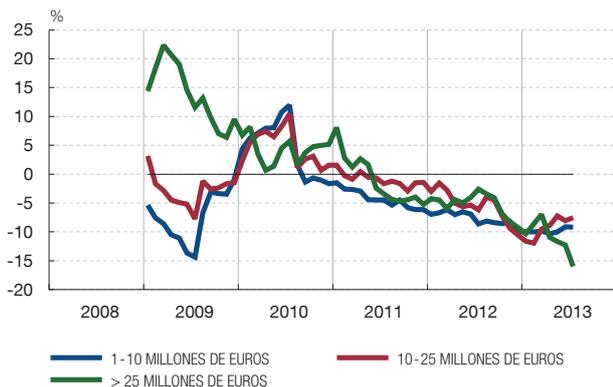
CRÉDITO A HOGARES
Crecimiento interanual



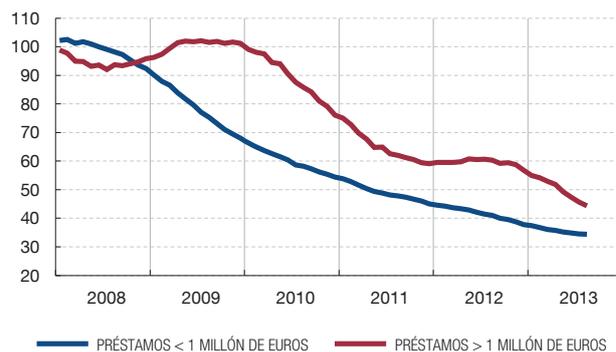
CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS, EXCLUYENDO SERVICIOS FINANCIEROS
Crecimiento interanual



CRÉDITO A EMPRESAS DISTINTAS DE LAS DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA (a)



OPERACIONES NUEVAS DE CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)
Índice. Media 2007=100



FUENTE: Banco de España.

a Clasificadas según el volumen total de su deuda en la Central de Información de Riesgos (CIR).
b Sumas móviles de 12 meses.

Dentro del segmento de la financiación a las sociedades no financieras, la contracción es también general por sectores de actividad, aunque existe cierta dispersión en la intensidad de los retrocesos. En junio de 2013, última fecha para la que se dispone de este tipo de desglose, las caídas interanuales oscilaban entre el 17,9% del sector de construcción

y el 6,8 % de la rama de servicios no inmobiliarios. En los servicios inmobiliarios la disminución era del 9,1 %, y en las compañías industriales, del 11,3 %.

El análisis de la evolución del crédito según el tamaño de las sociedades se ve dificultado por la ausencia de estadísticas específicas que permitan ligar, con el suficiente grado de detalle y sin grandes retrasos, préstamos y dimensión de las empresas. En estas condiciones, es habitual utilizar el volumen de los préstamos (en particular, el saldo de deuda registrado en la Central de Información de Riesgos —CIR—) como un indicador del tamaño de las compañías. En el panel inferior izquierdo del gráfico 1 se observan caídas del crédito desde 2011 en todos los segmentos, que generalmente han sido algo mayores para las compañías con menores niveles absolutos de deuda, entre las que seguramente ocupen un lugar destacado las pymes^{4, 5}.

A partir de las estadísticas disponibles sobre tipos de interés, es posible obtener una aproximación alternativa al crecimiento del crédito según el tamaño de las sociedades, ya que contienen información sobre los flujos de los nuevos préstamos, distinguiendo según el volumen de la operación. En este caso, el supuesto en el que se basa la separación entre pymes y el resto es que las transacciones de un importe inferior a 1 millón de euros estarán en gran medida ligadas a financiación a las primeras, mientras que los préstamos en los que se supera dicha cifra estarán destinados sobre todo a grandes empresas. El panel inferior derecho del gráfico 1, que representa la evolución del volumen de operaciones desagregado según este criterio, apunta también a un comportamiento en general algo más contractivo del crédito a las pymes frente al destinado a las grandes compañías, aunque las diferencias son nuevamente más claras en 2009.

Por su parte, los diferenciales de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito con respecto a las rentabilidades de mercado de referencia se han elevado significativamente desde 2008. Nuevamente, los aumentos han sido generalizados, aunque más notables en aquellos segmentos con un mayor nivel de riesgo relativo y donde es previsible que la crisis haya contribuido más a elevarlos, como ocurre con el crédito para consumo y otros fines, en el caso de los hogares, y con los préstamos a pymes (aproximados a partir de las operaciones de importe inferior a 1 millón de euros), en el caso de las sociedades. Por otra parte, en el gráfico 2 se observa cómo el coste de los créditos para empresas y familias españolas se ha ido separando del que se aplica en los países del núcleo de la UEM. Esta diferencia es relativamente pequeña en los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda, algo más significativa en los concedidos a las sociedades por valor superior a 1 millón de euros (segmento que aproxima la financiación de las empresas de mayor tamaño, como se ha dicho) y muy notable en los créditos de menor importe a las sociedades y en el concedido a las familias para consumo y otros fines.

LOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

A la hora de analizar los factores explicativos de esta fuerte contracción del crédito en España, resulta de utilidad separar, aunque solo sea a efectos expositivos, entre elementos de demanda y de oferta. Entre los primeros, es imprescindible tener en cuenta el

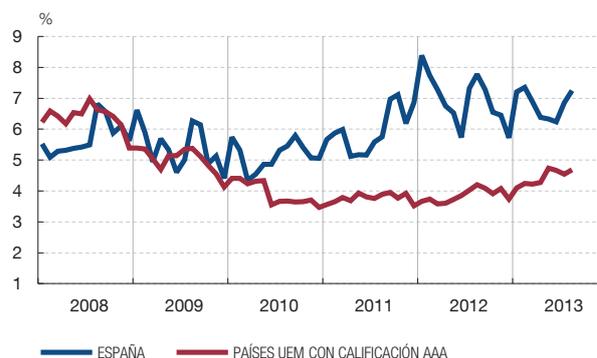
4 Para este ejercicio se han excluido las compañías de los sectores de la construcción y promoción inmobiliaria, ya que la evolución del crédito en estas compañías está dominada por factores ligados al sector y no tanto al tamaño. La desagregación por actividades (servicios, industria...) muestra, en líneas generales, un patrón muy similar al del agregado que se presenta en este panel del gráfico 1.

5 En todo caso, hay que tener en cuenta que las compañías de mayor dimensión han sustituido a lo largo de los últimos años préstamos bancarios por fondos captados en los mercados, por lo que el crecimiento de la financiación total (préstamos más valores) de estas empresas es más elevado del que se deduce del análisis del crédito bancario. Así, por ejemplo, la fuerte desaceleración del crédito bancario en los últimos meses de este grupo de sociedades que se aprecia en el panel inferior izquierdo del gráfico 1 podría estar relacionado con este fenómeno.

TIPO DE INTERÉS CRÉDITO HOGARES ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



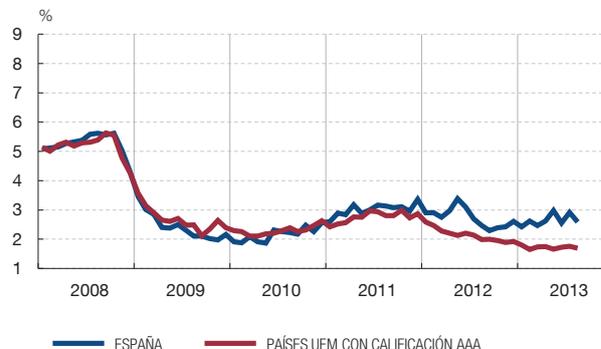
TIPO DE INTERÉS CRÉDITO HOGARES PARA CONSUMO



TIPO DE INTERÉS CRÉDITO SOCIEDADES < 1 MILLÓN DE EUROS



TIPO DE INTERÉS CRÉDITO SOCIEDADES > 1 MILLÓN DE EUROS



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Los tipos de interés son TEDR. Operaciones con período de fijación inicial del tipo de interés inferior a un año.

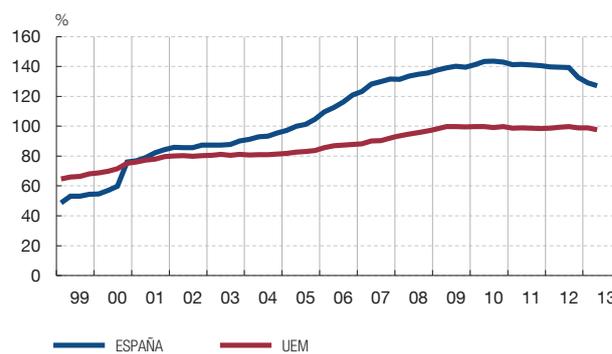
intenso aumento de las deudas de los hogares y de las sociedades no financieras españolas durante la última fase cíclica expansiva, que superó con creces los avances de sus rentas y que se tradujo en unas ratios de endeudamiento excesivamente elevadas. Este desequilibrio macroeconómico entró, con la crisis económica y financiera, en una prolongada fase de corrección. Sin embargo, a pesar del camino recorrido, la comparación de los niveles actuales con los promedios de los países de la UEM apunta a que el proceso dista aún de haberse completado (véase gráfico 3). La consiguiente necesidad de reequilibrar el peso relativo de los recursos propios y ajenos en la financiación de los planes presentes y futuros de gasto impone un freno a la demanda agregada de crédito. De hecho, la corrección del sobreendeudamiento del sector privado y la convergencia hacia ratios de deuda sostenibles harán que durante un cierto período de tiempo el crédito en nuestro país tienda a crecer, a nivel agregado, por debajo del avance de la actividad y de las rentas.

Es importante señalar que, en el caso de las empresas, una parte importante del crecimiento de la deuda durante la etapa expansiva estuvo ligada a los sectores vinculados al mercado inmobiliario. El exceso de endeudamiento, sin embargo, no es exclusivo de estas compañías, sino que afecta, aunque con menor intensidad, al resto de las sociedades (véanse paneles inferiores del gráfico 3).

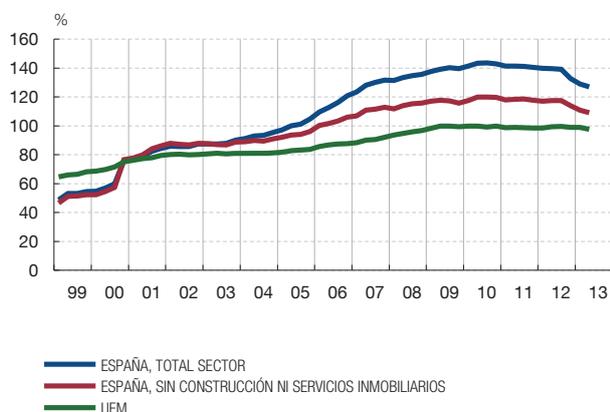
DEUDA DE LOS HOGARES / PIB



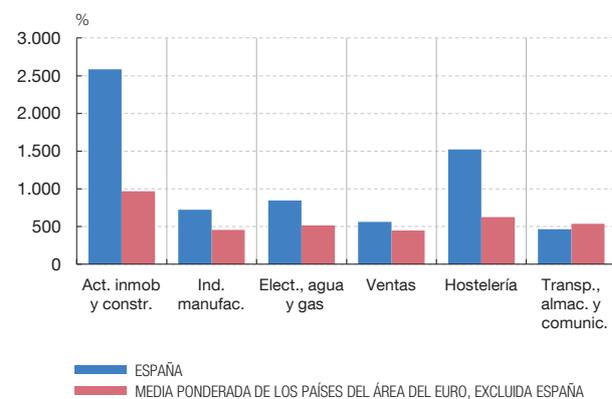
DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS / PIB



DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS / PIB



DEUDA CON COSTE / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO. 2010



FUENTES: Banco Central Europeo, Bank for the Accounts of Companies Harmonised y Banco de España.

Un segundo factor de demanda relevante es el relacionado con la adversa evolución de las rentas corrientes y esperadas de los prestatarios, que limita los niveles de gasto presentes y proyectados y, en consecuencia, la necesidad de préstamos con los que financiarlos. De manera similar, la elevada incertidumbre existente con respecto a dichas rentas futuras incide también negativamente sobre los planes de gasto (especialmente, las compras de mayor importe y la inversión empresarial) y sobre la demanda de crédito. Por otro lado, el retroceso de las rentas genera también un desequilibrio entre ingresos y gastos corrientes, que las empresas y las familias tratarán de cubrir, en primera instancia, recurriendo a la financiación ajena. Sin embargo, es importante distinguir, en este caso, si ese desequilibrio es de naturaleza transitoria o si, por el contrario, responde a razones de carácter más estructural y permanente. Es evidente que, en este último caso, atender esa demanda insolvente de crédito equivaldría a posponer un ajuste necesario para afianzar la sostenibilidad de la recuperación económica.

Por el lado de la oferta, los principales factores que inciden sobre la evolución del crédito incluyen fundamentalmente los relacionados con la situación de las instituciones financieras españolas, pero también algunos ligados a la calidad crediticia de los prestatarios. Dentro de los factores relacionados con la situación de las entidades se encuentra su posición patrimonial, que ha mejorado gracias al proceso de saneamiento y de recapitalización del sector. Los niveles de capital de las entidades se sitúan holgadamente por

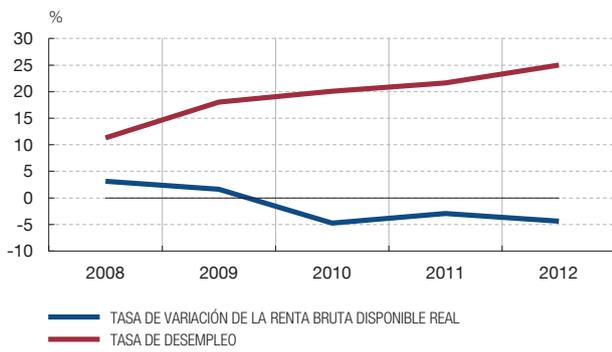
encima de los valores mínimos requeridos por la legislación española, y la exposición neta al sector inmobiliario se ha reducido notablemente gracias sobre todo al elevado volumen de provisiones realizadas en 2012 y a la transferencia de activos a la SAREB. Estos niveles no deberían, en principio, suponer una restricción importante para la concesión de crédito. Ahora bien, no se puede descartar que las perspectivas de débil crecimiento económico, un entorno regulatorio en el que todavía persisten algunos elementos de incertidumbre y una cierta presión de los inversores internacionales puedan ejercer todavía alguna restricción sobre el crédito por esta vía.

Un segundo factor que incide sobre la oferta de crédito es la situación de liquidez de las entidades. En los momentos de mayor tensión financiera en la economía española durante el verano de 2012, la política generosa de suministro de liquidez del Eurosistema y la disponibilidad de activos de garantía por parte de las entidades españolas permitieron contrarrestar los efectos del colapso de la financiación exterior que se vivió en esos momentos. Desde entonces, las tensiones en los mercados financieros se han relajado sustancialmente y algunas instituciones españolas han podido volver a emitir valores en los mercados. Junto con la evolución positiva de los depósitos, estos desarrollos han mitigado las tensiones de liquidez, lo que ha tenido un claro reflejo en la apreciable reducción del recurso al banco central, incluyendo la devolución anticipada de buena parte de la liquidez a largo plazo captada en las subastas especiales a tres años llevadas a cabo por el Eurosistema. Hay que señalar, además, que la política de provisión generosa de liquidez del BCE sigue activa y fue renovada en mayo de este año, literalmente, por el tiempo que sea preciso y, al menos, hasta el verano de 2014. De este modo, no parece probable que factores relacionados con la liquidez de las entidades constituyan en estos momentos un obstáculo significativo para la concesión de crédito.

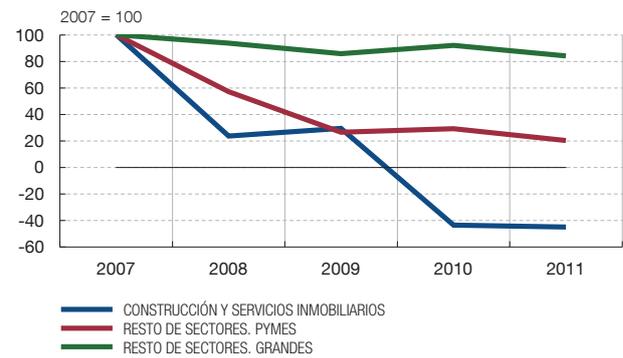
Otro factor de oferta relevante es el coste de financiación de las entidades. Pese a que, en paralelo con la relajación de las tensiones, dicho coste ha disminuido desde el verano de 2012, sigue siendo más elevado que en los países del núcleo de la UEM. En buena parte, ese diferencial es el fruto de la fragmentación de los mercados financieros europeos causada por las crisis. Las tensiones en los mercados de deuda soberana son un fiel reflejo de esa fragmentación y el tipo de interés de los valores públicos suele actuar como un suelo para las condiciones de financiación del sector privado. Además, esta situación se contagia también a los depósitos minoristas, en donde, si bien se ha producido igualmente una cierta reducción en el tipo de interés medio de las nuevas operaciones a plazo con hogares y sociedades no financieras, el nivel de este en España permanece por encima del registrado en aquellos países de la UEM cuyos soberanos gozan de una calidad crediticia AAA. Las entidades transmiten estos mayores costes de financiación a sus operaciones crediticias con sus clientes, reduciendo por esta vía el acceso al crédito. Adicionalmente, los elevados tipos de interés de la deuda pública actúan como un suelo para la rentabilidad (corregida de riesgo) a partir de la cual las entidades considerarán ventajosa la concesión de créditos al sector privado.

La existencia de entidades en reestructuración es otro elemento que incide, potencialmente al menos, sobre la evolución del crédito, ya que este grupo de bancos ha de cumplir (por haber recibido ayudas públicas del FROB) unos planes que contemplan la reducción del saldo de préstamos en sus balances en los próximos años y, a la vez, los procesos de fusiones y adquisiciones que en algunos casos los han acompañado pueden afectar a los préstamos en los que la relación cliente-prestamista es singularmente estrecha. Cabe esperar, no obstante, que una parte de dicho descenso sea absorbida por el resto de instituciones no sujetas a restricciones. La evidencia disponible muestra que entre 2011 y 2012

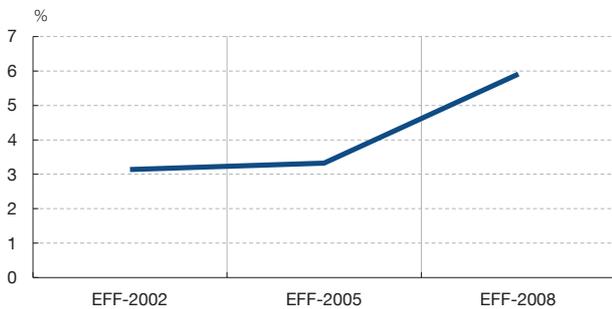
HOGARES



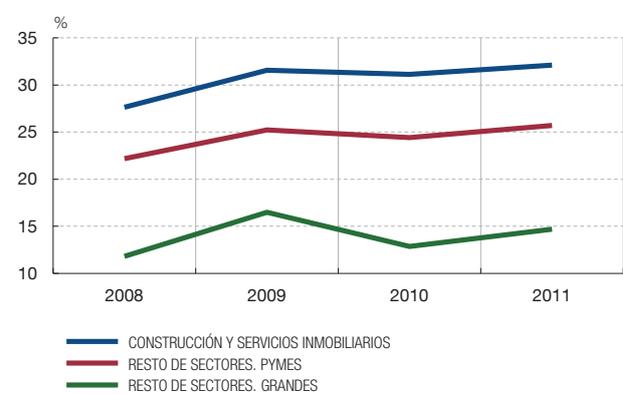
SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)
Resultado ordinario neto



PORCENTAJE DE HOGARES CON RATIO (PAGOS POR DEUDA / RENTA) SUPERIOR AL 40 % (b)



PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTAS INFERIORES A GASTOS FINANCIEROS (a) (c)



FUENTE: Banco de España.

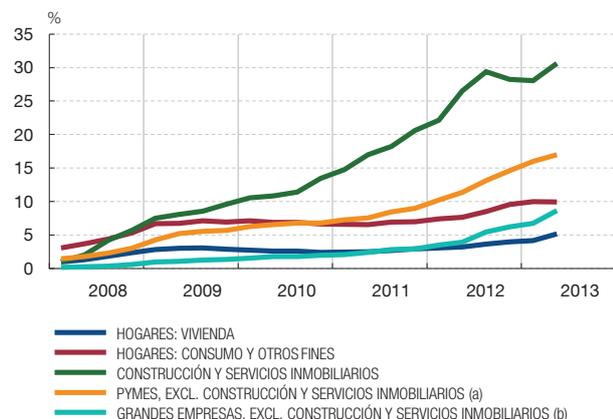
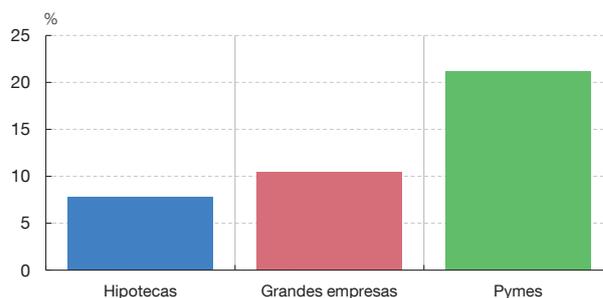
- a Calculado a partir de los datos de la CBI (Central de Balances Integrada), que incorpora los datos de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Anual (CBA) y los correspondientes a los depósitos de cuentas de los Registros Mercantiles (CBB).
- b Los pagos por deuda incluyen amortización e intereses.
- c Porcentaje de empresas para las que la suma del resultado económico bruto y de los ingresos financieros es inferior a los gastos financieros.

ya hubo un comportamiento más contractivo del crédito en los bancos en reestructuración frente al resto y que las «empresas dependientes» (entendiendo por tales aquellas que en diciembre de 2010 tenían fondos prestados de los bancos en reestructuración) pudieron sustituir con fondos de otras instituciones alrededor de un 65 % del crédito que no recibieron de los bancos en reestructuración⁶. La sustitución, por tanto, no es completa y varía entre empresas en función de sus características, siendo más reducida en algunos segmentos, como, singularmente, en el de las de menor dimensión. A medio plazo, no obstante, los efectos positivos sobre la confianza en el sistema financiero español, derivados del saneamiento y reestructuración de las entidades, deben predominar sobre los posibles efectos restrictivos sobre la oferta de crédito bancario que puedan producirse en el corto plazo.

Adicionalmente a los factores relacionados con la situación de las entidades, la crisis ha producido un deterioro de la calidad crediticia de los prestatarios (véase gráfico 4), que incide negativamente sobre sus condiciones de financiación. Este factor es especialmente relevante en el segmento de las pymes, ya que, en promedio, estas empresas presentan una menor calidad crediticia y una mayor dificultad para proporcionar la información

6 Para más detalles, véase el recuadro 6.1 del Informe Anual, 2012, del Banco de España.

RATIO DE DUDOSOS SOBRE CRÉDITO

PROBABILIDAD DE IMPAGO (c)
2012-2014

FUENTE: Banco de España.

- a Aproximado por la morosidad de las empresas con deuda total en la CIR entre 1 y 10 millones de euros.
 b Aproximado por la morosidad de las empresas con deuda total en la CIR por encima de 25 millones de euros.
 c Véase el recuadro 2.3 del *Informe de Estabilidad Financiera* de mayo de 2013.

necesaria para que las entidades puedan discriminar fácilmente entre las empresas más solventes y las más arriesgadas. Esto resulta singularmente perjudicial, sobre todo, en el caso de compañías de nueva creación o que tratan de establecer relaciones crediticias con un nuevo prestamista. No es improbable, por tanto, que algunas pymes se enfrenten, en este contexto, a unas condiciones de financiación más restrictivas de lo que estaría justificado por su solvencia. El deterioro de la calidad crediticia y la divergencia entre empresas por tamaño se observa con claridad en los datos de morosidad y en las frecuencias de impago (véase gráfico 5).

Asimismo, el descenso en el valor de los activos (especialmente, de los inmobiliarios) que se utilizan habitualmente como garantías reduce también la disponibilidad de financiación para este subsector. Hay que tener en cuenta que la proporción de préstamos a pymes que cuentan con garantías ha tendido a crecer desde el inicio de la crisis, pasando de estar próximo al 20 % a acercarse al 30 % en las ramas no vinculadas al sector inmobiliario.

Aunque esta separación entre factores de demanda y de oferta no es inmediatamente trasladable al terreno empírico, sí existen algunos indicadores que permiten contrastar, aunque de manera bastante aproximativa, la plausibilidad del análisis llevado a cabo en los párrafos anteriores. Así, las contestaciones de las entidades españolas que participan en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) confirman la existencia de determinantes tanto de demanda como de oferta en la caída del crédito de los últimos años. De acuerdo con aquellas, la disminución en las solicitudes es generalizada por segmentos (pymes, grandes empresas, préstamos para adquisición de vivienda, y para consumo y otros fines). Asimismo, también revelan que los criterios de aprobación de nuevas operaciones habrían tendido a endurecerse desde el inicio de la crisis, al mismo tiempo que las condiciones (especialmente, los márgenes aplicados) se habrían hecho más onerosas. Entre los factores explicativos de esta evolución de la oferta, las entidades participantes en la EPB destacan el deterioro en la percepción de riesgo crediticio y las dificultades de

acceso a la financiación en los mercados, en línea con las conclusiones que se desprenden de la discusión anterior⁷.

Desde el punto de vista de los prestatarios, la encuesta del BCE sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, de acuerdo con sus siglas en inglés) muestra, para las empresas españolas, un descenso en la disponibilidad de préstamos bancarios percibida y un porcentaje de rechazo de las solicitudes que es coherente con un endurecimiento de las condiciones de oferta y con el deterioro de la calidad crediticia, mayor para las pymes que para las grandes empresas⁸.

Otra herramienta útil para valorar el curso del volumen y del coste del crédito en España es comparar la evolución observada de estas variables con las proyecciones que se pueden obtener a partir de modelos que recogen de manera agregada la relación histórica de estas variables con sus determinantes de oferta y de demanda, aunque las especificaciones habituales tienden, en general, a estar dominadas por los últimos. Los resultados de este ejercicio, utilizando los modelos del Banco de España, para el volumen de crédito pueden verse en el gráfico 6. Durante 2012, el crédito total a los hogares y a las sociedades no financieras se contrajo a un ritmo ligeramente más elevado de lo que cabría esperar de la evolución de sus determinantes, entre los que se incluyen los tipos de interés de cada una de las modalidades de préstamo, magnitudes macroeconómicas (consumo, inversión) y el precio de la vivienda. El desglose sectorial evidencia que la caída no explicada por el modelo es mayor en el caso de las sociedades que en el de los hogares, lo que apunta a que las fricciones (presumiblemente, de oferta) que limitan el dinamismo de la financiación bancaria podrían ser comparativamente más relevantes para las empresas.

En el gráfico 7 se muestran los resultados de un ejercicio equivalente para los tipos de interés. En este caso, la comparación entre la evolución observada y la que cabría esperar de acuerdo con la relación histórica con sus determinantes arroja unas diferencias más acusadas⁹. De hecho, en el segmento de préstamos a las sociedades, las proyecciones muestran un descenso desde mediados de 2011, que es coherente con la relajación de la política monetaria durante este período, mientras que el tipo de interés observado se sitúa actualmente algo por encima del registrado entonces. Para aproximar en qué medida la parte no explicada por el modelo tiene que ver con la fragmentación de los mercados financieros europeos, se presentan en el gráfico las proyecciones basadas en un modelo alternativo que incluye el diferencial de rentabilidad de la deuda soberana (como variable que capta los problemas de fragmentación financiera), además de los tipos de interés del mercado interbancario. Al añadir esta variable se consigue replicar mejor la evolución observada, si bien durante los últimos meses la brecha entre las dos series se ha abierto, situándose los tipos de interés algo por encima de lo que indica este modelo. Esta evidencia apunta a que la anomalía en la evolución reciente de los costes del crédito está vinculada en buena medida a la fragmentación financiera en el área del euro.

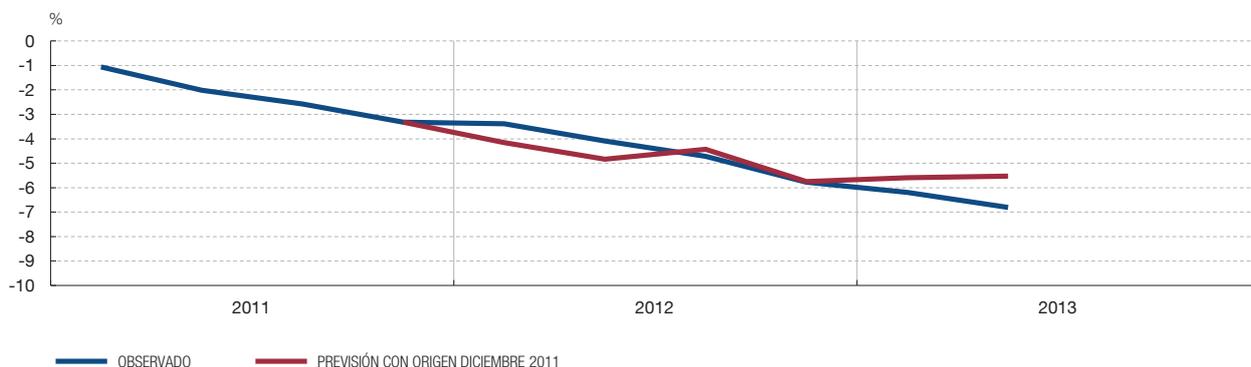
En definitiva, los resultados del análisis sugieren, en primer lugar, que factores de demanda, y en particular la necesidad de las empresas y de las familias españolas de reducir

7 Para más detalles, véanse los artículos trimestrales publicados en el *Boletín Económico* del Banco de España que resumen los principales resultados de la EPB.

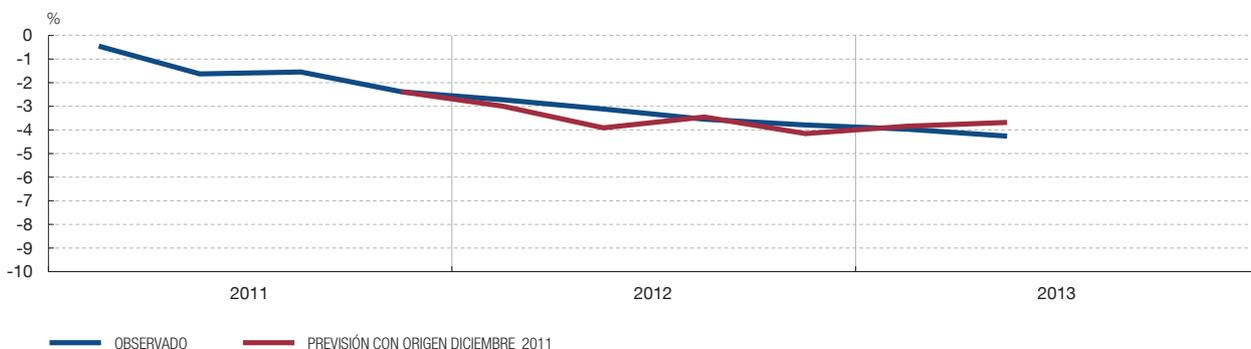
8 Para más detalles, véanse Menéndez y Mulino (2012) y el recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España (2013).

9 Las principales variables incluidas en este modelo son los tipos de interés del mercado interbancario y la tasa de paro. Esta última se incluye para recoger los efectos ligados al deterioro de la situación macroeconómica.

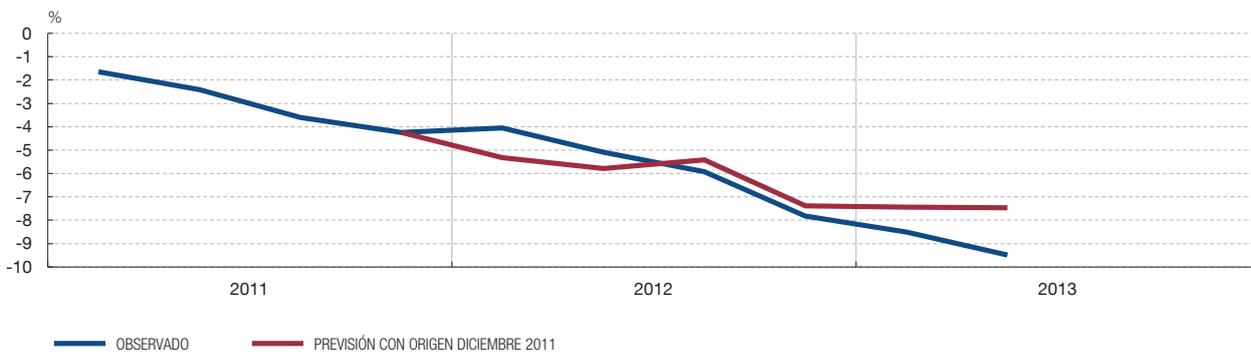
CRÉDITO A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual



CRÉDITO A HOGARES
Crecimiento interanual



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual



FUENTE: Banco de España.

su todavía elevado nivel de endeudamiento, desempeñan un papel preponderante en la evolución del crédito. Ahora bien, el proceso de desendeudamiento a nivel agregado puede y debe ser compatible con una redistribución eficiente de los recursos financieros a favor de los agentes más productivos y menos endeudados, para los que el crédito debería, de hecho, crecer. Existe alguna evidencia reciente de que esta redistribución está teniendo lugar¹⁰.

¹⁰ Véase el recuadro 6.2 del *Informe Anual, 2012*, del Banco de España.

TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



FUENTE: Banco de España.

Adicionalmente, se han identificado fricciones por el lado de la oferta, destacando singularmente el elevado coste de financiación de las entidades (que repercute, lógicamente, en el precio que pagan las familias y las empresas por los fondos), ligado a la fragmentación de los mercados financieros europeos. El deterioro de la calidad crediticia de los prestatarios, vinculado al propio ciclo económico, frena también la recuperación del crédito.

El análisis llevado a cabo permite deducir que las principales actuaciones de política económica que cabría acometer para estimular el crédito y rebajar las fricciones de oferta trascienden el ámbito estricto del mercado de préstamos bancarios. Las medidas más relevantes y eficaces son las encaminadas a reducir el grado de fragmentación financiera en el área del euro (como, por ejemplo, avanzar hacia la unión bancaria) y a afianzar la recuperación económica en España (como, por ejemplo, las reformas estructurales que se están acometiendo en distintos mercados). Pero el análisis muestra también que algunas de las fricciones de oferta afectan con especial intensidad a un sector concreto: las pymes. Es necesario, por tanto, explorar y acometer medidas específicamente dirigidas a este segmento.

Iniciativas desarrolladas en España y en otros países para impulsar el crecimiento del crédito a las pymes

En esta sección se revisan las medidas más importantes adoptadas, tanto en nuestro país como en otros de nuestro entorno, para estimular el crédito a las pymes. La revisión distingue entre las actuaciones encaminadas, fundamentalmente, a facilitar el acceso de las entidades a los recursos que luego puedan ser prestados a las pymes, y las dirigidas sobre todo a mitigar los efectos del riesgo de crédito de estas empresas sobre las condiciones exigidas por los bancos en sus préstamos.

MEDIDAS PARA FACILITAR LAS CONDICIONES DE ACCESO DE LAS ENTIDADES A FONDOS PRESTABLES A LAS PYMES

Políticas de abaratamiento de los préstamos de las entidades a las pymes

Una de las vías para mejorar las condiciones de financiación de las pymes consiste en proporcionar a las entidades fondos en condiciones más ventajosas, siempre que dichos fondos se transformen en préstamos a este tipo de empresas. En España, el instrumento que tiene un mayor protagonismo a este respecto son las líneas de mediación del ICO. A través de estas líneas, el ICO suministra fondos a las entidades a un coste inferior al que estas podrían obtener en el mercado, pero condicionados a que los recursos se destinen a un determinado tipo de actividad o de empresas, incluyendo entre estas las pymes¹¹.

11 Para más detalles sobre las características de estos instrumentos, puede consultarse García-Vaquero (2013).

En estas operaciones, los bancos asumen completamente el riesgo de insolvencia del préstamo y cobran una prima que remunera tanto sus costes operativos como el riesgo de crédito asumido. El ICO fija un techo máximo para esa prima, que en estos momentos se sitúa en el entorno de los cuatro puntos porcentuales, tras la elevación que tuvo lugar a principios de junio.

A escala internacional, existen múltiples ejemplos de instrumentos con características similares. Así, por ejemplo, tanto el Banco Europeo de Inversiones (BEI) como la entidad pública alemana Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) disponen de este tipo de productos. En algunas operaciones de pequeña magnitud (singularmente, empresas de nueva creación), KfW asume una parte importante del riesgo de crédito del deudor. Los riesgos compartidos en operaciones relativamente pequeñas son también habituales en el caso del OSEO francés¹², que ofrece apoyo financiero a las pymes, principalmente en las fases más iniciales de su ciclo vital.

En una línea diferente, el Banco de Inglaterra y el Tesoro británico desarrollaron a mediados de 2012 el programa «Funding for Lending Scheme» (FLS), con el objetivo de mejorar el acceso al crédito de las familias y de las empresas no financieras. De acuerdo con el planteamiento inicial, cada entidad bancaria que se acogiera al programa podía solicitar del FLS un volumen de fondos con condiciones ventajosas relacionado con el saldo de su cartera de préstamos al sector privado no financiero al cierre de junio de 2012 y con su crecimiento entre esa fecha y diciembre de 2013. Se fijó una comisión fija por acceder a estos fondos, pero que se bonifica en función del porcentaje de crecimiento del saldo crediticio de la entidad, de modo que existe un incentivo por esta vía a incrementar la financiación concedida. En abril de este año se revisó el programa para poner mayor énfasis en los préstamos a pymes. Aunque es pronto todavía para evaluar su efectividad, la evidencia disponible hasta ahora sugiere que el impacto del programa es algo más claro sobre el coste del crédito que sobre las cantidades disponibles.

Medidas de regulación
prudencial de las entidades

Para una entidad de crédito, el coste total de un préstamo a una pyme depende también del tratamiento de esa operación en el cálculo de sus requerimientos de capital. En este ámbito, la regulación española está armonizada con la del resto de países de la UE e incluye un factor de descuento para las operaciones minoristas con las pymes. Esta es una forma indirecta de estimular el crecimiento de la financiación a las sociedades de menor dimensión. La definición de pyme a estos efectos no está, sin embargo, homogenizada a escala europea y, en el caso de España, era, hasta la aprobación de la Circular del Banco de España 4/2013, a finales de septiembre de este año, más restrictiva que el criterio recomendado por la Comisión Europea (CE)¹³.

La nueva regulación sobre requisitos de capital de la UE, que transpondrá en Europa los acuerdos de Basilea III y que entrará en vigor en 2014, incorpora un nuevo factor de descuento para las pymes (definidas según el criterio de volumen de ingresos de la recomendación de la CE)¹⁴. En España, la aplicación de este factor de descuento se ha anticipado unos meses mediante la aprobación de la Ley de Emprendedores (Ley 14/2013, de 27 de

12 El OSEO es una sociedad *holding* que tiene consideración de organismo público (informa al Ministerio de Economía, Finanzas e Industria y al Ministerio de Educación Superior e Investigación). Recientemente, esta sociedad y otras agencias públicas han sido reagrupadas en el Bpifrance (banco público de inversión).

13 En la Circular 4/2013 se establece que la definición de «pyme» de cara al cómputo de los recursos es la correspondiente a la recomendación de la CE. Anteriormente, la definición se ajustaba a lo establecido en el Plan General de Contabilidad.

14 Concretamente, el capital requerido será el obtenido con las fórmulas actuales, pero multiplicado por 0,7619.

septiembre, de apoyo a emprendedores y su internacionalización), que entró en vigor a finales de septiembre.

Desde una perspectiva diferente, hay que señalar también que las refinanciaciones de préstamos consumen unos fondos que, en caso contrario, podrían estar disponibles para préstamos nuevos. Es importante que dichas refinanciaciones no tengan lugar en detrimento de empresas o de familias que están en una mejor posición para invertir y para generar crecimiento económico. El Banco de España ha venido exigiendo un reconocimiento temprano de las potenciales pérdidas latentes y, consecuentemente, una política adecuada y prudente de refinanciación¹⁵. En la medida en que estas actuaciones contribuyen a reducir el riesgo de una política laxa de refinanciaciones, favorecen la reasignación del crédito hacia los prestatarios más solventes.

Titulización de préstamos
a pymes

Otra forma relativamente habitual de reducir el coste de los préstamos a las pymes es la que descansa en la titulización de dichos créditos. La titulización aumenta el grado de liquidez de la operación y reduce (en determinadas circunstancias) su consumo de recursos propios. En España, los fondos de titulización de los préstamos a pymes (también denominados FTPYME) adquieren créditos (fundamentalmente, a pymes) y los financian con la emisión de bonos negociables que colocan entre los inversores. Estos títulos pueden obtener un aval del Estado de hasta un 80 % de su importe si cumplen una serie de requisitos; entre ellos, que al menos el 50 % de los préstamos titulizados corresponda a créditos concedidos a pymes, que las entidades que cedan estos préstamos reinviertan al menos el 80 % de la liquidez obtenida en nueva financiación a pymes en un plazo de dos años y que los bonos emitidos tengan al menos una calificación crediticia de A1 o de A+.

La actividad de este segmento fue relativamente importante antes de la crisis, pero en 2010 y en 2011 se redujo significativamente, y desde comienzos de 2012 no ha habido operaciones nuevas. Diversos factores han contribuido a esta evolución. Por un lado, la influencia negativa de la crisis de las *subprime* y las titulaciones en Estados Unidos, ya que los bonos FTPYME no dejan de ser «activos de titulización». Asimismo, en el contexto de la crisis de deuda soberana, el valor del aval del Estado español se ha visto afectado por las rebajas de su calificación crediticia, que han arrastrado además a la de la mayoría de los emisores residentes y que, en el caso de los bonos FTPYME, se han visto adicionalmente revisadas a la baja por el deterioro de las carteras subyacentes.

La experiencia internacional ofrece un panorama que, en general, no es muy distinto. OSEO en Francia y, sobre todo, KfW en Alemania fueron muy activas antes de la crisis en la titulización y transferencia de riesgos de los créditos a pymes (y vivienda) entre los bancos comerciales y las carteras de inversores de bonos. Pero a partir de entonces los mercados europeos han colapsado en muchos de sus segmentos de titulaciones.

Recientemente, el BEI ha anunciado su intención de aumentar el apoyo financiero a las pymes, en una iniciativa conjunta con la CE. Más concretamente, plantea tres posibles

15 En septiembre del pasado año introdujo nuevos requisitos de transparencia sobre el volumen de créditos refinanciados y reestructurados, así como sobre su clasificación en términos de riesgo de crédito (normal, subestándar y dudoso). Desde diciembre de 2012, las entidades de crédito españolas deben hacer pública esta información semestralmente, siendo el primer país de la UE que establece dicho requisito. Adicionalmente, en abril del presente año el Banco de España publicó y envió a las entidades una carta sobre los criterios que se deben aplicar para la clasificación por riesgo de crédito de ese tipo de operaciones, exigiendo que estas se clasifiquen (por defecto, y salvo evidencia suficiente en contra) como subestándar, lo que implicaría dotar las correspondientes provisiones si previamente dichos créditos se consideraban normales.

fórmulas, entre las que se incluyen algunas que se basan en la titulización de préstamos a pymes, en las que los fondos del BEI y los europeos (entre los que se incluyen, especialmente, los fondos estructurales) se utilizarían para adquirir una parte de los bonos de titulización que se generen.

MEDIDAS PARA MITIGAR LOS EFECTOS DEL RIESGO DE LAS PYMES SOBRE SUS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Garantías públicas para cubrir los riesgos de préstamos a pymes

Otro de los mecanismos que contribuyen a estimular la financiación de las pymes es la concesión de garantías públicas que cubran, parcialmente al menos, los riesgos implícitos en las operaciones de préstamo a este tipo de empresas. Desde un punto de vista operativo, la provisión de garantías se puede realizar para distintos fines. Así, puede otorgarse el aval para la concesión de un crédito o préstamo bancario, pero también para garantizar el cobro de las ventas nacionales o exteriores. Una operativa tradicional consiste en ofrecer una garantía a aquellas entidades financieras que adelantan el cobro de las facturas de exportación. En España, la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), una institución financiera con mayoría de capital público, está especializada en esta actividad.

El análisis de las experiencias comparables en otros países muestra un elenco amplio de esquemas de garantía similares. En Estados Unidos destaca el denominado «7(a) Loan Program», que está gestionado por la Small Business Administration, una agencia gubernamental que ofrece garantías sobre préstamos para diversos fines. En Alemania y en Francia, tanto el KfW como el OSEO conceden avales para las entidades de crédito que ofrecen financiación a pymes. Del mismo modo, el BEI concede también garantías a distintos tipos de instituciones financieras.

Asunción directa de los riesgos por el Estado

El Estado puede asumir directamente una parte de los riesgos de la operación o, incluso, realizar directamente el préstamo. En España, además de las líneas de mediación ya comentadas, el ICO dispone de los denominados «programas de financiación directa», instrumentos en los que, además de aportar los fondos, asume el riesgo de impago de toda la operación. Estos programas tradicionalmente se han dirigido a grandes proyectos de inversión productiva, realizados tanto en España como en el exterior. Excepcionalmente, durante 2010, 2011 y los primeros meses de 2012 el ICO concedió financiación directa a las pymes y a autónomos a través del denominado «Programa ICO-Directo». La experiencia, sin embargo, no fue positiva.

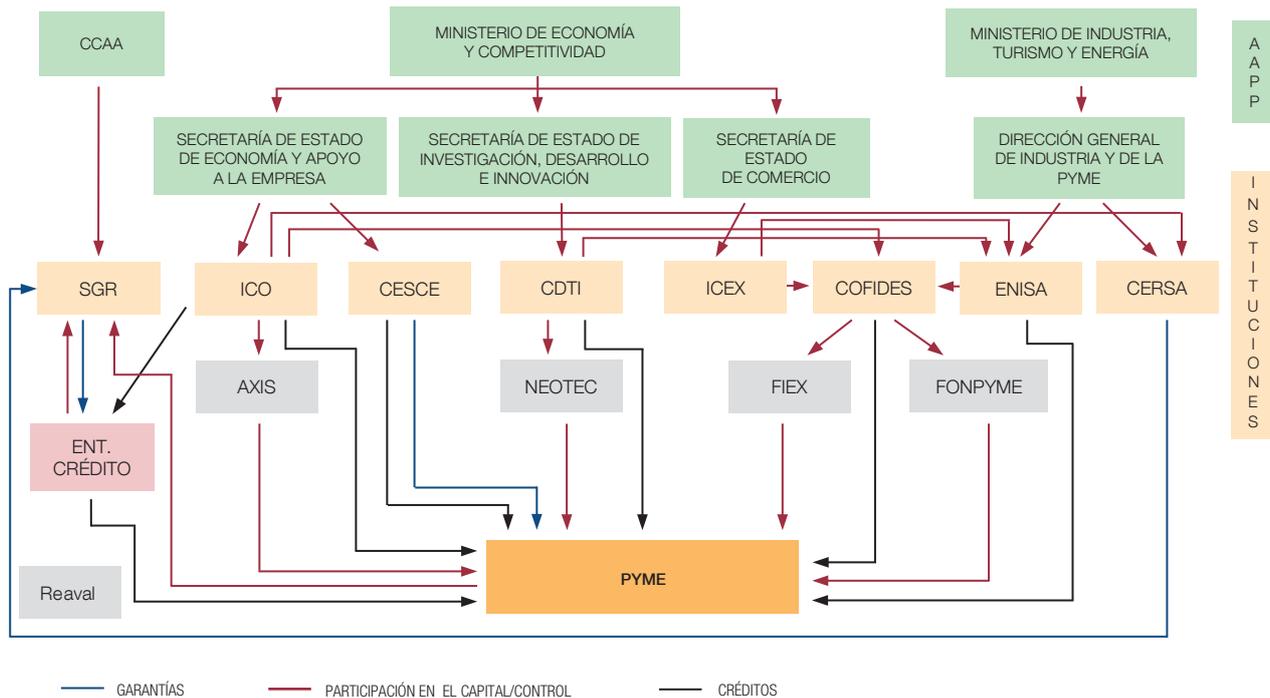
Existen otras instituciones públicas que cuentan con instrumentos de apoyo a la financiación de las pymes mediante la asunción de su riesgo de crédito, tales como el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES) y la Empresa Nacional de Innovación, SA (ENISA), que se especializan en conceder financiación a distintos tipos de empresas, entre las que se incluyen las pymes¹⁶. Este conjunto de instituciones, que en ocasiones tienen participaciones accionariales cruzadas y cuyos instrumentos son muy similares, configura un esquema complejo de apoyo financiero a las empresas (véase gráfico 8).

Entre las experiencias comparables a escala internacional, el BEI concede también préstamos directos a proyectos cuyo coste total de la inversión supere los 25 millones de euros, pudiendo financiar un máximo del 50 % de su coste total.

Diversificación de los riesgos entre las propias pymes

El riesgo de crédito de las pymes puede reducirse también mediante agrupaciones de empresas que, a través de mutualidades o similares, permitan una mejor diversificación

¹⁶ Para más detalles sobre la actividad de estas compañías, véase García-Vaquero (2013).



FUENTE: Banco de España.

de los riesgos de sus asociados y, en consonancia, reduzcan las primas de riesgo de crédito cargadas por las entidades en sus préstamos. En España, existen las sociedades de garantía recíproca (SGR), que son entidades financieras que tienen como objetivo conceder avales a sus socios partícipes (habitualmente, pymes) para facilitar el acceso al crédito o mejorar sus condiciones. Una parte importante del riesgo asumido por las SGR suele ser transferido, con un máximo de un 75 %, a la Compañía Española de Reafianzamiento, SA (CERSA), cuya actividad se basa en la cobertura parcial del riesgo asumido por las SGR, y en menor medida a las correspondientes CCAA. Existen 23 SGR y la mayoría de ellas se encuentra muy vinculada a su comunidad autónoma, que participa también normalmente en el capital de la sociedad.

En Europa, el CONFIDI italiano es el esquema de garantías de este tipo más importante. En cualquier caso, la actividad de esta clase de sociedades es, en general, limitada en Europa. Además de en Italia, solo en Hungría, en Grecia y en Portugal se alcanzan niveles mínimamente significativos.

Reducción del riesgo de liquidez de las pymes

En sus relaciones con las empresas de mayor tamaño y aun con las familias demandantes de sus productos, el poder de negociación de las pymes en sus gestiones de cobros y pagos es limitado. De ello se deriva un riesgo de liquidez cuya cobertura se traduce, en definitiva, en mayores necesidades de financiación. Medidas encaminadas a reducir dicho riesgo de liquidez redundan, por tanto, en una mejora de las condiciones de financiación de este tipo de compañías. En España se instrumentó en 2012 el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores para agilizar el cobro de las deudas comerciales pendientes de las Administraciones Territoriales (AATT) con las empresas. En 2013 el programa se extendió.

Otro mecanismo relevante para reducir el riesgo de liquidez es el que bascula sobre medidas regulatorias para la reducción de los períodos medios de cobro y pago de las pymes.

En 2000 se publicó la primera directiva comunitaria¹⁷ que tenía como objetivo el establecimiento de medidas que contribuyeran a disminuir la morosidad en las operaciones comerciales, que fue reformada en 2011¹⁸. Esta normativa, adaptada a la legislación española¹⁹, establece límites máximos en los plazos de pago efectuados como contraprestación en operaciones comerciales entre empresas, y entre estas y el sector público. La normativa fija un plazo máximo de 60 días, que en las transacciones con el sector público se reduce a 30. Recientemente se han introducido algunas reformas en este ámbito mediante el Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. En particular, se ha reducido de 60 a 30 días naturales el plazo de pago que debe cumplir el deudor (si no se hubiera fijado fecha o plazo de pago en el contrato), después de la fecha de recepción de las mercancías o prestación de los servicios. Se ha incrementado también el tipo legal de interés de demora que, llegado el caso, el deudor estará obligado a pagar al acreedor.

En Europa, desde el inicio de la crisis, diversos países han recortado también de manera sustancial los períodos máximos de pago del sector público (Bélgica, Francia, Hungría, Italia, Holanda o Reino Unido, que los ha reducido a diez días). Algunos Estados han permitido, además, posponer el pago de impuestos y acelerar la depreciación contable del inmovilizado (Francia, Alemania), pero se trata de países que no están sujetos a las mismas necesidades de consolidación fiscal que España.

Posibles líneas de acción para estimular el crédito a las pymes

La comparación entre la operativa del ICO y la de sus pares francés o alemán sugiere que una línea de acción que podría explorarse es la instrumentación por el primero de operaciones en las que comparta con las entidades de crédito una parte del riesgo del préstamo a las pymes, si bien la experiencia ya comentada del «Programa ICO-Directo» apunta a que esa parte asumida del riesgo no debería ser elevada. Esto reduciría el coste de esas operaciones para la banca y, en la medida en que el ICO cobrara una menor prima por los riesgos asumidos, también para las pymes. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que esa mayor asunción de riesgos por parte del ICO tendría que venir acompañada de un refuerzo simultáneo de su capital. Los niveles actuales de deuda pública en España constituyen una restricción que es preciso tener muy en cuenta a la hora de calibrar, en la práctica, cualquier posible medida en esta dirección (porcentaje de riesgo a compartir, alcance de las nuevas líneas...). Esa calibración, por otra parte, debería tomar también en consideración la necesidad de mantener los incentivos de todos los participantes suficientemente alineados, lo que aconsejaría que continuasen siendo los bancos los que asumiesen el grueso del riesgo de las operaciones para garantizar que ejercen su labor de selección de contrapartidas de manera eficiente.

En una línea relacionada, podría estudiarse también si una simplificación del marco actual de apoyos financieros públicos a las pymes que, como se ha comentado, descansa en una amplia variedad de instrumentos proporcionados por distintas instituciones permitiría hacerlo más fácilmente asimilable para las pymes, cuya capacidad de absorción de la

17 Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

18 Directiva 2011/7/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero de 2011, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

19 En primer lugar, por la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales; y, posteriormente, mediante la Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. No obstante, se han reformado varios aspectos y límites recientemente a través del Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

información es, probablemente, más limitada que la de las grandes empresas. La eventual simplificación podría también contribuir al logro de mayores economías de escala y redundar en una mayor eficiencia y en el aprovechamiento de todas las posibles sinergias.

En el ámbito de la regulación microprudencial, la necesaria homogeneidad de las normas a escala europea deja muy poco margen para acciones nacionales. Cabe señalar, no obstante, que el reciente cambio en la definición de «pyme» para adaptarla a la recomendación de la CE ampliará el conjunto de préstamos que se podrán beneficiar de las condiciones menos onerosas aplicadas a los concedidos a las operaciones minoristas con pymes. Igualmente, la adaptación anticipada (mediante la Ley de Emprendedores) del factor de descuento en la normativa de solvencia española reducirá, unos meses antes de lo previsto, el coste para la banca de financiar a las pymes, lo que debería redundar en una mejora del acceso al crédito de estas compañías. En cualquier caso, es evidente que el estímulo del crédito a las pymes no puede ir en detrimento de la solvencia del sistema bancario.

Un área diferente en la que también se pueden considerar posibles medidas es la relacionada con la Ley Concursal española. En situaciones cíclicas adversas tienen lugar habitualmente procesos de rediseño y reequilibrio del tejido productivo, que pasan, necesariamente, por la sustitución de las empresas menos eficientes por otras más eficaces. Para que esos procesos desplieguen todo su potencial positivo es preciso que el marco legal favorezca la reestructuración o la liquidación ordenada de las unidades ineficaces para liberar de forma no traumática los recursos que han de financiar nuevos proyectos más rentables. En España, los procedimientos concursales han sido tradicionalmente lentos y costosos, y han tendido a concluir en la inmensa mayoría de los casos con la liquidación de la empresa, ya que se recurre a ellos solo cuando su deterioro está muy avanzado. La Ley 38/2011, de 10 de octubre («Ley de Reforma Concursal»), introdujo, no obstante, una serie de reformas tendentes a facilitar la reestructuración de las empresas y de sus deudas en una fase suficientemente temprana del proceso. A pesar de ello, algunos inversores y analistas internacionales han señalado que queda aún margen de mejora en esta dirección. Entre las propuestas que se han planteado, cabe destacar las encaminadas a acortar los procedimientos de insolvencia y a hacerlos más flexibles, así como las dirigidas a facilitar mecanismos extrajudiciales de pago, a modo de segunda oportunidad, como los contemplados en la «Ley de Emprendedores»²⁰.

También parece existir un margen de mejora en la aplicación de las provisiones legales que limitan los plazos de cobro de las pymes en sus relaciones comerciales con otras empresas, y en particular con las AAPP. Parecen singularmente oportunas las medidas incorporadas en el Proyecto de Ley de Control de la Deuda Comercial en el Sector Público, actualmente en proceso de discusión en las Cortes. Más concretamente, el citado proyecto contempla una modificación de la Ley de Estabilidad Presupuestaria para ampliar el perímetro del concepto de sostenibilidad financiera, de modo que incluya no solo la deuda financiera sino también la comercial. El no cumplimiento del límite legal de los 30 días actuaría como desencadenante de las medidas de prevención, corrección y coercitivas contempladas en la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

También tendría sentido explorar posibles actuaciones en el campo de las SGR, singularmente en relación con políticas de consolidación y de reforzamiento de su capital para potenciar su papel de diversificación y aseguramiento de los riesgos de las pymes. Ya se

20 Estos mecanismos contemplan, básicamente, quitas y aplazamientos de pagos.

ha puesto en marcha una reforma para elevar el capital social mínimo de estas entidades de 1,8 a 15 millones de euros. También podría revisarse el sistema de reafianzamiento actual por el que CERSA reavala parte de las operaciones de las SGR. En estos momentos, el sistema hace que la entidad bancaria prestamista que tenga el fallido de la pyme deba acudir a la SGR y que esta, a su vez, ejecute el aval de CERSA. Pero si en mitad del proceso la SGR quiebra, la entidad no puede acudir a CERSA. Aunque el reforzamiento del capital de las SGR reduce la probabilidad de tal evento, una reforma que permitiese el contacto directo entre la entidad prestamista y el avalista último podría tener algún efecto positivo adicional sobre los préstamos a pymes.

Desde una perspectiva temporal diferente, es importante también recordar que, en última instancia, buena parte de los problemas idiosincrásicos de las pymes en su acceso al crédito radican en las dificultades que encuentran los bancos para valorar la calidad crediticia del prestatario. La crisis y la reordenación del panorama bancario español han acentuado coyunturalmente esta deficiencia estructural. El reto en este ámbito, por tanto, consiste en diseñar mecanismos que conduzcan a la producción regular de información homogénea y de calidad sobre los aspectos más relevantes del negocio de las pymes.

Conclusiones

Los resultados de este artículo sugieren que los factores de demanda relacionados, sobre todo, con el todavía elevado nivel de endeudamiento de las empresas y de las familias españolas explican una parte importante de la contracción observada del crédito en España. No obstante, el proceso de desendeudamiento a nivel agregado puede y debe ser compatible con una redistribución eficiente de los fondos a favor de los agentes más productivos y menos endeudados, de manera que exista financiación disponible para emprender nuevos proyectos rentables de inversión. Es interesante señalar que existe alguna evidencia reciente que indicaría que dicha reasignación ya se está produciendo.

Se han detectado también algunas fricciones por el lado de la oferta que podrían estar actuando como freno al proceso de recuperación económica, vinculadas fundamentalmente a los elevados costes de financiación de la banca española derivados de la fragmentación de los mercados financieros en Europa y a los efectos de la crisis sobre la calidad crediticia de los prestamistas. Estas fricciones, por otro lado, inciden con mayor intensidad sobre las pymes.

La mayor parte de las posibles actuaciones de política económica que, en este contexto, tendría sentido plantearse para relajar las condiciones de financiación trasciende, por tanto, el ámbito puramente nacional (como ocurre, por ejemplo, con las acciones encaminadas a avanzar en la unión bancaria en la UEM para romper el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano) o tiene un radio de acción que va bastante más allá del simple mercado de crédito (como sería el caso, por ejemplo, de todas las medidas necesarias para completar el proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos acumulados y afianzar así la recuperación de la economía española). Estas medidas de carácter general no han sido objeto de análisis en el presente artículo.

Sí se han considerado, por el contrario, acciones más concretas y más directamente encaminadas a estimular el segmento del crédito a las pymes. De este modo, tras revisar las actuaciones adoptadas en este terreno tanto en España como en otros países, en el artículo se ha identificado una serie de líneas de acción que podría ser útil explorar para potenciar el crédito bancario a las pymes: reforzar el papel del ICO, simplificar el marco público de

apoyo financiero a las pymes, acortar los procedimientos de insolvencia y hacerlos más flexibles, facilitar mecanismos extrajudiciales de pago, mejorar la aplicación de las provisiones legales que limitan los plazos de cobro de las pymes, reforzar y consolidar las SGR y, a más largo plazo, diseñar mecanismos para la producción regular de información homogénea y de calidad sobre los aspectos más relevantes del negocio de las pymes.

11.10.2013.

BIBLIOGRAFÍA

GARCÍA-VAQUERO, V. (2013). «Esquemas de apoyo financiero a las pymes en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

MENÉNDEZ, Á., y M. MULINO (2012). «Encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación. Análisis de resultados y evolución reciente», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA PRODUCCIÓN, DIVERGENCIA Y SINCRONÍA CÍCLICA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Burriel, Aitor Lacuesta, Gabriel Pérez-Quirós y Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La evolución del PIB en las cuatro grandes economías del área del euro (Alemania, Francia, Italia y España) ha mostrado un comportamiento divergente durante la crisis actual, al contrario de lo ocurrido en recesiones anteriores. El impacto inicial de la Gran Recesión que se inició a mediados de 2008 fue marcadamente superior en Alemania y en Italia, mientras que la recuperación posterior fue más sólida y continuada en Alemania y en Francia. Asimismo, a partir del tercer trimestre de 2011, se registró una nueva caída del PIB en España, Italia y Francia, mucho más intensa en el caso de los dos primeros países. Casi cinco años después del inicio de la crisis ninguno de estos tres países ha logrado recuperar el nivel de producto previo a la misma, cuando tras la recesión de principios de los años noventa tal recuperación ocurrió tras ocho trimestres.

En principio, en una unión monetaria estas divergencias entre países dependen de la naturaleza de las perturbaciones que originan las fluctuaciones económicas, de la similitud de las estructuras productivas de los países miembros y del grado de movilidad de los factores entre ellos¹. En efecto, si tanto la composición sectorial del PIB como la del comercio internacional fueran similares entre países, perturbaciones de naturaleza sectorial no causarían fluctuaciones cíclicas muy diferentes entre ellos. Igualmente, una elevada movilidad del factor trabajo o la existencia de un elevado grado de integración financiera podrían mitigar el impacto de dichas perturbaciones sobre las tasas de desempleo o los tipos de interés reales, respectivamente. Cuando la homogeneidad en la composición sectorial de la producción y la movilidad de los factores de producción (intersectorial, dentro de cada país, e internacional) son limitadas, no todas las herramientas de política económica son útiles para neutralizar los efectos de perturbaciones asimétricas. Así, por ejemplo, la política monetaria no es eficiente para lograr un objetivo que, sin embargo, sí podría alcanzarse mediante una mayor coordinación de las políticas fiscales².

Resulta, por tanto, de especial importancia identificar el grado de homogeneidad en la estructura productiva de los países del área del euro y hasta qué punto la movilidad de los factores de producción puede amortiguar esas diferencias. En el apartado siguiente se caracterizan ambos fenómenos. En primer lugar, se constata que el grado de homogeneidad de las estructuras productivas de los cuatro grandes países del área del euro disminuyó notablemente durante el período 2000-2008, sin que se observara un incremento paralelo significativo en la movilidad intersectorial e internacional de los factores. En parte como resultado de estos dos hechos, se documenta, en segundo lugar, que la disparidad de las fases cíclicas entre países se ha incrementado desde 2009. Dada esta constatación, en el apartado final se concluye que para la corrección de los actuales desequilibrios internos en el área del euro es fundamental seguir avanzando de forma decidida en la implementación de nuevos instrumentos de coordinación económica, fiscal y financiera que contribuyan a fortalecer la convergencia económica en el área del euro y a elevar la sincronía cíclica entre los países miembros.

¹ Véase Mundell (1961).

² Véase Kenen (1967).

ÍNDICE DE ACTIVIDAD POR PAÍS

	2000	2008	2011	2008-2000	2011-2000
Área del euro (b)	9,92	10,65	10,13	0,73	0,21
Alemania	8,03	11,36	10,51	3,33	2,48
España	11,51	12,45	10,25	0,95	-1,25
Francia	11,41	11,88	12,29	0,48	0,88
Italia	5,44	4,44	4,76	-1,00	-0,68

ÍNDICE DE ESPECIALIZACIÓN DEL ÁREA DEL EURO POR SECTOR DE ACTIVIDAD (c)

Manufacturas	2,51	3,14	2,68	0,63	0,17
Construcción	0,67	1,16	0,69	0,48	0,02
Hostelería y comercio	1,45	1,45	1,70	0,00	0,25
Transportes y comunicación	0,95	1,10	1,00	0,15	0,05
Servicios a empresas	1,84	1,75	1,78	-0,10	-0,06

ÍNDICE DE COMERCIO EN BIENES POR PAÍS

Área del euro (d)	25,30	26,60	30,00	1,30	3,40
Alemania	21,30	22,40	26,60	1,10	5,30
España	11,70	14,30	19,10	2,60	7,40
Francia	11,10	7,90	10,90	-3,20	-0,20
Italia	30,30	25,30	25,40	-5,00	-4,90

FUENTE: Eurostat.

- a El índice de especialización de Krugman toma valores entre 0 y 100, siendo más elevado cuanto mayor es la especialización de un país.
- b El agregado para el área del euro se calcula como la media ponderada por empleo de los índices nacionales.
- c En el panel inferior, el índice del área del euro se calcula como la media ponderada de los índices de los países usando solo las ramas de actividad detalladas.
- d El agregado para el área del euro se calcula como la media ponderada por comercio de los índices nacionales.

Estructuras productivas y movilidad laboral tras la creación del área del euro

En el momento de constitución de la UEM existían diferencias sustanciales en la composición sectorial del empleo entre Alemania, Francia, Italia y España (véase cuadro 1). Si se comparan los pesos de cada rama de actividad en el total de trabajadores en un país determinado con los observados en el resto de la zona, utilizando el índice de especialización sectorial propuesto por Krugman (1991)³, se observa que Alemania e Italia presentaban un grado de especialización relativamente bajo, mientras que España y Francia eran economías relativamente especializadas en actividades económicas que tienen un menor peso relativo en el resto del área del euro. Así, Francia presentaba una mayor especialización en el sector servicios —especialmente, otros servicios e información y comunicaciones— y menor en manufacturas que el resto de los países. Por su parte, España estaba relativamente especializada en hostelería y construcción, siendo bastante pequeño el peso del empleo de su sector manufacturero.

3 El índice de Krugman se calcula de acuerdo con la fórmula $I = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{i=l} \left| \frac{N_{i,p}}{N_p} - \frac{N_{i,r}}{N_r} \right|$ donde $N_{i,p}$ es el número de trabajadores en el país p que trabaja en la rama de actividad i, y $N_{i,r}$ es el número de trabajadores en el resto del área en esta misma actividad. N_p y N_r representan el número de ocupados en el país y en el resto del área del euro, respectivamente. La especialización es mínima si la suma es 0, lo que se produce cuando todos los sectores ocupan el mismo porcentaje de trabajadores que el resto de la zona, mientras que alcanzaría un valor máximo de 100 en el caso de que todos los trabajadores de un país estuvieran ocupados en ramas de actividad distintas a las que ocupan los trabajadores del resto del área. Los valores que se citan en el texto se calculan con 15 ramas de actividad de la economía de mercado. Véanse Krugman (1991) y BCE (2004).

Las diferencias en términos de estructuras tanto productivas como comerciales eran bien conocidas, y también era notoria la reducida movilidad laboral intersectorial e internacional⁴. No obstante, se pensaba que estas divergencias se corregirían gradualmente, como consecuencia de la integración comercial y financiera derivada de la UEM. Además, en aquellas zonas donde las disparidades fueran mayores, las políticas económicas de cohesión y desarrollo de la Comunidad Europea contribuirían a reforzar la convergencia económica.

Sin embargo, durante el período 2000-2008 la especialización productiva se acentuó progresivamente en la mayoría de los países del Eurosistema. Así, el índice agregado de especialización para el área del euro —una media ponderada del grado de especialización de cada una de las economías nacionales— se incrementó desde el 9,9 % al 10,65 %, el valor máximo registrado durante dicho período. Por ramas de actividad, la especialización del empleo por países fue especialmente intensa en manufacturas y en construcción (véase panel central del cuadro 1), siendo la principal causa el comportamiento diferencial de España (cuyo peso del empleo en construcción se incrementó por encima del resto de países) y de Alemania (que, a pesar de reducir el porcentaje del empleo en manufacturas, lo hizo en un grado menor que el resto de los países del área del euro). Por otra parte, el empleo tendió a distribuirse de forma similar entre países únicamente en sectores como el de servicios a empresas. En suma, la recesión de 2008 ocurrió en un momento en el que la especialización por rama de actividad de las economías grandes que forman parte del Eurosistema alcanzaba su punto álgido.

Por lo que respecta a la estructura de las relaciones comerciales, el panel inferior del cuadro 1 compara los pesos de cada rama de actividad en el total de exportaciones de bienes de un país determinado con los observados en el resto de la zona mediante el índice de especialización sectorial explicado anteriormente. Durante el período 2000-2008 la especialización productiva de las exportaciones de bienes se acentuó también en la mayoría de los países del Eurosistema. Así, el índice agregado pasó de 25,3 a 26,6 con incrementos notables de la especialización productiva de las exportaciones en Alemania (que se concentró en exportaciones de maquinaria y equipamiento de transporte) y España (que exportó relativamente más productos químicos).

Al mismo tiempo que se desarrollaba la tendencia hacia una mayor especialización productiva, la movilidad laboral dentro del área del euro no aumentó significativamente, de manera que no se observa que durante este período los trabajadores fueran rápidamente reasignados a sectores en expansión, ni dentro de cada país ni en el resto de la unión. A este fin, pueden compararse dos medidas de reasignación: la movilidad intersectorial dentro de un país y la movilidad de los trabajadores entre países. La movilidad intersectorial se define como el porcentaje de trabajadores que un año antes trabajaba en una rama de actividad diferente a la actual o que venía del desempleo. Ninguno de estos flujos ha aumentado sistemáticamente desde la recesión de 1992. Si bien en España el porcentaje de trabajadores que un año antes trabajaba en otra industria aumentó de 2,9 puntos porcentuales (pp) entre 1992 y 1993 a 4,6 pp en 2008-2009, ni en Francia ni en Italia ha habido una tendencia marcada. Por otra parte, el porcentaje de trabajadores que ha encontrado empleo habiendo estado desempleado el año anterior tampoco mostró grandes variaciones (véase cuadro 2). Una medida alternativa de la falta de reasignación sectorial nacional, si bien fuertemente influenciada por factores cíclicos, sería la propia tasa de paro que, como muestra el segundo panel del cuadro 2, ha mostrado un comportamiento mucho más divergente entre países tras la recesión de 2008 que tras la de 1992.

4 Véase BCE (2004).

PORCENTAJE DE TRABAJADORES SEGÚN SITUACIÓN HACE UN AÑO (a)

	Trabajando en otra industria			Desempleo		
	1992-1993	2000-2001	2008-2009	1992-1993	2000-2001	2008-2009
España	2,90	3,30	4,60	11,50	7,80	11,00
Alemania	-	-	1,90	-	-	5,10
Italia	8,60	7,50	4,90	6,60	5,10	5,20
Francia	6,10	6,90	6,70	8,60	7,60	8,00

PORCENTAJE DE POBLACIÓN ACTIVA EN EL DESEMPLEO (b)

	1992	1994	1997	2008	2010	2013
España	15,0	21,0	18,3	9,2	19,4	26,5
Alemania	6,1	8,1	9,3	8,0	7,5	5,4
Italia	8,7	10,4	11,2	6,6	9,8	11,9
Francia	9,0	11,3	11,2	6,5	8,5	10,9

FUENTE: Banco de España.

- a Calculado a partir de los datos de Eurostat. La información proviene de una pregunta retrospectiva a los trabajadores sobre su situación laboral del año anterior.
 b Calculado a partir de los datos de Eurostat.

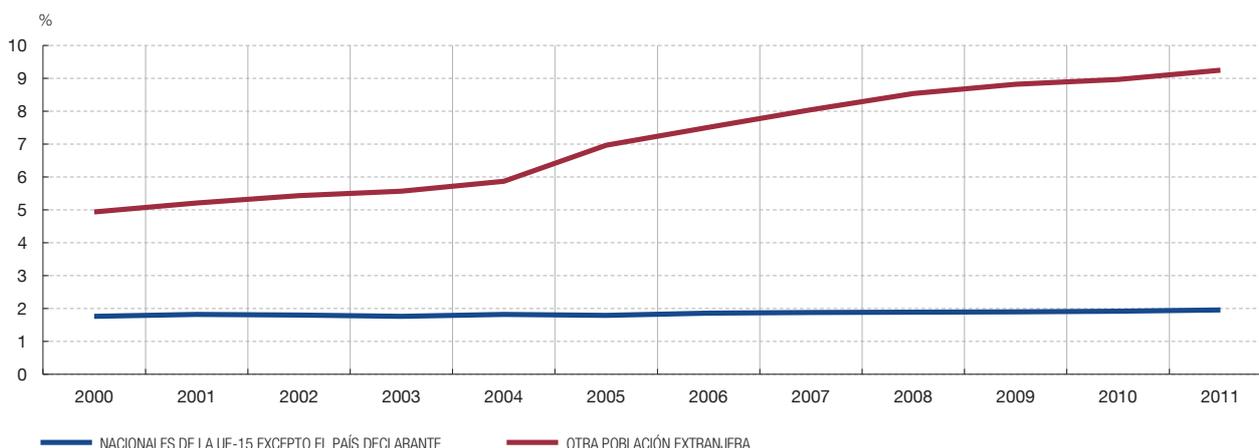
FLUJOS DE INMIGRACIÓN ENTRE LAS CUATRO PRINCIPALES ECONOMÍAS DE LA UEM (a)

	2000	2008	2009	2010	2011	2000-2008	2008-2011
Origen: Alemania							
España	99	191	196	196	197	93 %	0,10 %
Italia		41	42	43	-	16 %	0,50 %
Origen: España							
Alemania	129	106	104	105	110	-19 %	4,40 %
Italia (b)	19	18	19	20	-	-1 %	8,90 %
Origen: Italia							
Alemania	619	523	517	518	520	-16 %	0,50 %
España	35	175	184	188	192	405 %	4,00 %
Origen: Francia							
Alemania	110	108	107	109	111	-2 %	3,40 %
España	52	121	124	123	122	133 %	-1,90 %
Italia	25	32	33	33	-	26 %	4,10 %

FUENTE: Banco de España utilizando «International Immigration Database» elaborada por la OCDE. Cada entrada indica el número de inmigrantes del país de origen en cada uno de los países de destino.

- a Unidades: miles.
 b La información de Italia no está disponible para 2011. Los cambios se calculan desde 2008 a 2010.

Por lo que se refiere a la movilidad internacional del factor trabajo, durante el período 2000-2008 los flujos de inmigración entre las cuatro economías consideradas han resultado en un saldo positivo, aumentando el número de nacionales de España, Italia o Alemania que residen en uno de los otros tres países. Así, aumentó la presencia de nacionales de Francia y de Alemania en Italia y, sobre todo, en España. Entre 2008 y 2011, estos flujos se producen desde Italia y España hacia Alemania (véase cuadro 3). No obstante, su magnitud es aún limitada, ya que la práctica totalidad de la movilidad de activos (trabajadores y parados) en el área del euro ha venido explicada por la inmigración procedente de



FUENTE: Eurostat.

a Sobre el total de activos.

trabajadores de fuera del área del euro. En conjunto, menos del 2 % de los nacionales de la UE-15 viven en la actualidad en otro país de la UE-15 diferente al de su nacionalidad y, a pesar del incremento de los flujos migratorios a escala mundial y de los descritos en el cuadro 3, este porcentaje aún no ha cambiado sustancialmente (véase gráfico 1).

Sincronía cíclica entre los cuatro grandes países del área del euro

Dado que el impacto negativo de la crisis sobre la actividad económica ha sido muy intenso en cada uno de los cuatro grandes países del área del euro, los indicadores habituales de comovimientos entre variables económicas indican que la sincronía cíclica entre ellos ha aumentado. Por ejemplo, la (media de los coeficientes de) correlación (dinámica) entre cada par de tasas de crecimiento de la actividad de los países considerados (Alemania, Francia, Italia y España) aumentó a finales de 2008, pasando de valores alrededor del 0,3 en el año 2000 a valores cercanos a 0,9 a finales de 2009⁵. Si se excluyeran de la muestra los cuatro períodos correspondientes al primer año de la recesión (II TR 2008-I TR 2009), las correlaciones se incrementan solo hasta 0,5, alcanzando 0,6 con la última recesión.

Sin embargo, para caracterizar los comovimientos cíclicos entre países, resulta necesario estudiar, además, aspectos tales como la duración y la amplitud de los ciclos y la pérdida (ganancia) del PIB acumulada a lo largo de ellos⁶. Estas medidas del ciclo permiten completar la información que se obtiene a partir de simples correlaciones que pueden ser elevadas a pesar de que la coincidencia temporal de la entrada y salida de las recesiones/expansiones no lo sea o de que la intensidad de las mismas sea diferente entre países.

Aunque no existen series largas que permitan comparar estas características cíclicas en los países europeos, las diferencias entre las recesiones y expansiones de las últimas dos

5 Para el cálculo de cada correlación, se utiliza una ventana de cuatro años y, para cada nuevo trimestre, se elabora una *rolling window* incorporando un nuevo trimestre y eliminando uno ya usado. Se utilizan estos cuatro países porque son los más grandes del área del euro. Hay países con alta especialización, como Portugal e Irlanda, que no publican series del PIB antes de 1995, de manera que no se puede analizar su comportamiento cíclico en recesiones de períodos anteriores.

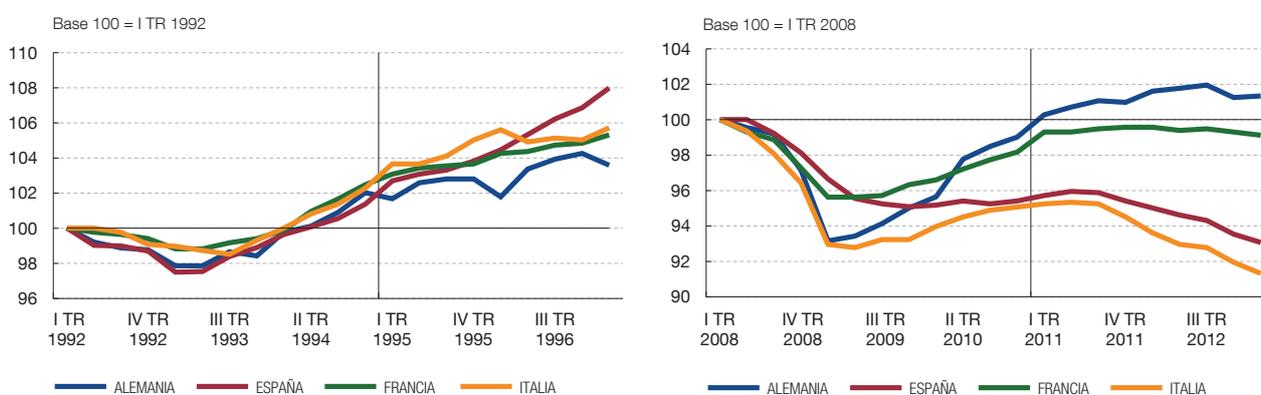
6 La amplitud del ciclo se define como la diferencia entre el nivel máximo (mínimo) alcanzado en el último punto de la expansión (recesión) y el del final de la recesión (expansión). La pérdida (ganancia) acumulada del PIB se define como la suma de las diferencias entre el nivel máximo (mínimo) y cada uno de los períodos de la recesión (expansión). Una manera intuitiva de entender la pérdida/ganancia acumulada es considerar esta la «riqueza» perdida o ganada durante las recesiones o expansiones en proporción del PIB antes del inicio del período recesivo o expansivo. Véanse Harding y Pagan (2002) y Camacho, Pérez Quirós y Saiz (2008).

		Amplitud				Pérdida/ganancia acumulada			
		Alemania	España	Francia	Italia	Alemania	España	Francia	Italia
Recesiones	I TR 1992-III TR 1993	-1,35	-1,61	-0,83	-1,49	-8,76	-9,86	-4,38	-4,92
	I TR 2008-II TR 2009	-6,58	-4,44	-4,37	-7,04	-17,51	-0,10	-13,01	-19,67
	III TR 2011-...	0,26	-2,31	-0,26	-3,27	2,02	-6,62	-0,26	-10,17
Expansiones	III TR 1993-I TR 2008 (III TR 1993-III TR 1995)	28,13 (4,21)	64,64 (5,02)	36,63 (4,41)	26,94 (5,69)	737,92 (19,36)	1.737,04 (22,9)	1.063,01 (20,88)	873,63 (27,53)
	III TR 2009-III TR 2011	8,56	-0,57	3,65	1,18	60,89	-1,71	26,12	19,88

FUENTE: Banco de España.

EVOLUCIÓN DEL PIB EN ALEMANIA, FRANCIA, ITALIA Y ESPAÑA

GRÁFICO 2



FUENTE: Eurostat.

décadas ofrecen resultados interesantes. Según el Comité de Fechado Cíclico del Centre for Economic Policy Research (CEPR), el principio de las tres últimas recesiones en el área del euro se produjo en el primer trimestre de 1992 y de 2008 y en el tercer trimestre de 2011, mientras que las expansiones empezaron en el tercer trimestre de 1993 y el segundo de 2009⁷. El uso de un fechado común impide analizar las diferencias internacionales en la duración de los ciclos, pero, por otra parte, permite detectar diferencias sustanciales en la amplitud y la pérdida (ganancia) del PIB acumulada de los distintos ciclos nacionales.

Para determinar con más precisión las diferencias cíclicas entre los cuatro grandes países del área del euro, el cuadro 4 descompone cada ciclo completo, representado en el gráfico 2, en dos períodos: el recesivo y el expansivo, y presenta las características cíclicas de amplitud y ganancia/pérdida del PIB acumulada de cada período cíclico desde 1992 en las cuatro economías del área del euro. Como se puede observar, la recesión de 2008-2009 provocó unas pérdidas del PIB de entre 4,37 pp en Francia y 7,04 pp en Italia, de forma que el rango de variación entre los cuatro países fue superior a 2,5 pp, más del doble que el registrado durante la recesión de 1992. Igualmente, las diferencias en términos de pérdida acumulada del PIB fueron superiores en un 50 % durante la recesión de 2008.

7 El CEPR marca el inicio de una recesión anterior en el primer trimestre de 1980. Dado que no se dispone de series temporales homogéneas para Alemania que cubran este período, esta recesión no se analiza.

Los resultados referidos a períodos de crecimiento del PIB van en la misma dirección. Obviamente no se pueden comparar estos períodos entre sí porque sus duraciones, a diferencia del caso de las recesiones, son muy diferentes. Así, el que se inició en 1992 duró 15 años, mientras el de 2009 concluyó tras solo dos años. Por tanto, para comparar estos períodos expansivos se utiliza una duración homogénea, que incluye los dos primeros años de cada uno. Aún así, las diferencias porcentuales de amplitud de la expansión tras 1992 no alcanzan el 2 %, siendo de más del 4 % en el caso de la más reciente. Del mismo modo, las diferencias en las ganancias acumuladas en los dos primeros años no pasan del 7 % en la de 1992, excediendo el 61 % en la última expansión. Asimismo, cabe destacar que la recesión en curso presenta la mayor disparidad entre países en términos de amplitud y pérdida acumulada para el período considerado, superando los 3,5 pp y los 12 pp, respectivamente.

Comentarios finales

La capacidad de la política monetaria para amortiguar el efecto de perturbaciones sectoriales dentro de una unión monetaria es muy limitada. Cuando las estructuras productivas de los países miembros no son similares y el grado de movilidad de los factores en y entre dichos países es escaso, las perturbaciones asimétricas causan divergencias en las economías nacionales que han de acometerse mediante el uso de otras herramientas de política económica, como, por ejemplo, las fiscales. La recesión de 2008, a pesar de ser global, impactó de forma especial en sectores específicos y ocurrió en un momento de elevada especialización de las economías que forman parte del Eurosistema, por lo que no es de extrañar que haya causado una mayor dispersión en las tasas de crecimiento del PIB que recesiones anteriores, ya que la movilidad laboral entre países o entre sectores no ha proporcionado un colchón suficiente que permita acomodar estas perturbaciones.

Si bien tras 2008 el incremento de especialización productiva del área del euro se ha empezado a corregir, el grado de especialización sigue siendo mayor que en los primeros años de la UEM. Los países han emprendido una batería de importantes políticas estructurales que deberían dotar a sus economías de mayores resortes para facilitar la reasignación de recursos entre sectores. Y la movilidad laboral internacional de países como España o Italia está aumentando, lo que también facilita el ajuste de las economías ante estos eventos. No obstante, dada la experiencia durante la Gran Recesión, resulta necesario que el área del euro se dote de mecanismos de convergencia económica y de coordinación fiscal que permitan amortiguar de manera más rápida y menos costosa las consecuencias negativas de las perturbaciones asimétricas entre países.

7.10.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2004). *Sectoral specialisation in the EU: A Macroeconomic Perspective*, Occasional Working Paper, n.º 19.
- CAMACHO, M., G. PÉREZ QUIROS y L. SAIZ (2008). «Do European Business Cycle look like one?», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (7), 2165-90.
- HARDING, D., y A. PAGAN (2002). «Dissecting the cycle: a methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 365-381.
- KENEN, P. (1967). «The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View», in R. Mundell y A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press.
- KRUGMAN, P. (1991). «Increasing returns and economic geography», *Journal of Political Economy*, 99 (3), pp. 483-499.
- MUNDELL, R. (1961). «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, 51 (4), pp. 657-665.

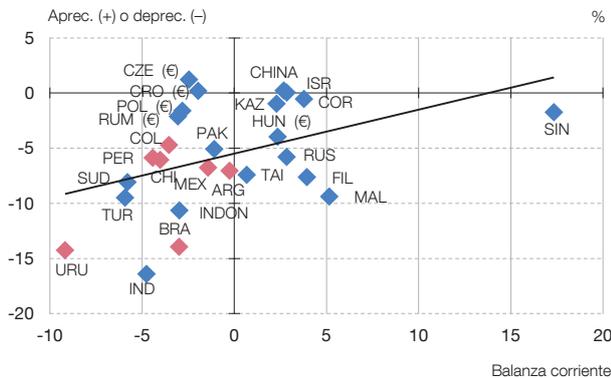
Introducción

Entre mayo y agosto de 2013, América Latina experimentó un episodio de notable inestabilidad en sus mercados financieros, similar al del resto de las economías emergentes. Este episodio vino desencadenado por el anuncio por parte de la Reserva Federal de una posible retirada gradual de los estímulos monetarios, en un contexto de moderación del crecimiento en la región y de incertidumbre sobre la intensidad de la desaceleración en China. El impacto se materializó en una depreciación significativa de los tipos de cambio de las divisas latinoamericanas —más acusado en las de los países con saldos corrientes deficitarios amplios como Brasil o Chile (véase gráfico 1)— e importantes salidas de capitales de los mercados de bonos y de renta variable durante los meses de verano. Estas tendencias revirtieron parcialmente en septiembre, sobre todo tras la decisión adoptada por la Reserva Federal —en la reunión de su comité de política monetaria de ese mes— de mantener el nivel de los estímulos monetarios, conjurando el riesgo de generar dinámicas negativas en las economías más vulnerables al contexto financiero internacional. Además, la caída de los precios de las materias primas que venía produciéndose desde 2011 se vio interrumpida en agosto por los signos de estabilización del crecimiento en China, y el petróleo llegó a repuntar, en medio de crecientes riesgos geopolíticos en Oriente Medio, lo que introdujo un elemento compensador adicional para la mayoría de los países de América Latina. No obstante, la reacción de los mercados resulta indicativa de los riesgos que el proceso de normalización de las condiciones monetarias puede traer consigo, debido, no solo a los niveles más elevados de tipos de interés, sino a que puede dar lugar a un reequilibrio de los flujos de capital a escala global, reforzando el tránsito hacia unas condiciones de financiación menos benignas para la región.

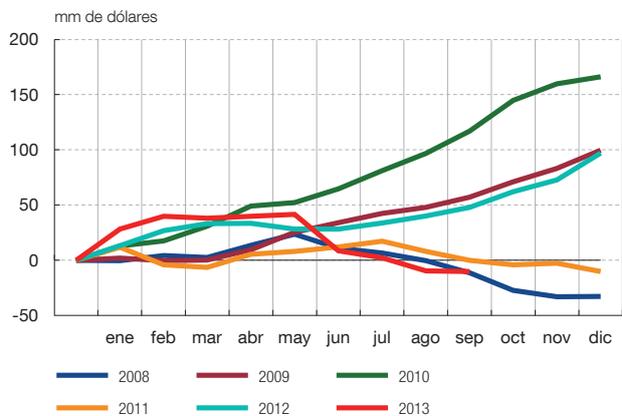
Por la parte real, en el segundo trimestre de 2013 el crecimiento del PIB experimentó una recuperación en el conjunto de la región, alcanzando una tasa del 3,5 % interanual, frente al 1,9 % del primero, si bien ese movimiento está sesgado al alza por la extraordinaria aceleración del PIB en Argentina (véase gráfico 1). Así, si ese país hubiera mantenido un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre, la actividad en la región habría crecido a una tasa del 2,9 % interanual. La ralentización ocurrida en el primer semestre no fue específica de América Latina, también en Asia se observó un pulso menos dinámico a comienzos del año por la desaceleración de China y sus efectos sobre el ciclo industrial asiático, y en última instancia por el peor comportamiento de la demanda externa global. Los indicadores más recientes muestran por ahora señales mixtas, con alguna diferenciación por países (más favorables en México y Colombia, y menos en Argentina o Brasil). De hecho, es probable que, en el promedio de la región, el crecimiento del PIB en 2013 no supere el de 2012 (en torno a un 3 %), uno de los más bajos de la última década. Por otro lado, la inflación en el promedio de la región tendió a repuntar fuertemente hasta el mes de septiembre, aunque la evolución agregada esconde una fuerte dispersión por países, del 46 % interanual en Venezuela, resultado de la devaluación de comienzos de año y de la escasez de divisas, del 10,5 % en Argentina, según las cifras oficiales, y menor —del 5,9 %— en Brasil; en cambio, en el resto de países la inflación registró un comportamiento mucho más estable.

La respuesta de las políticas económicas a la situación cíclica y a la inestabilidad de los mercados financieros ha combinado distintos elementos, apreciándose un cierto contraste entre países. Por un lado, el Banco Central de Brasil consolidó el ciclo alcista de los tipos de interés, con una elevación acumulada de 225 puntos básicos (pb) en el tipo oficial desde abril, hasta el 9,50 %; a la marcada depreciación del real respondió primero con el desmantelamiento de

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (a) Y APRECIACIÓN (+)
O DEPRECIACIÓN (-) DEL TIPO DE CAMBIO (b)



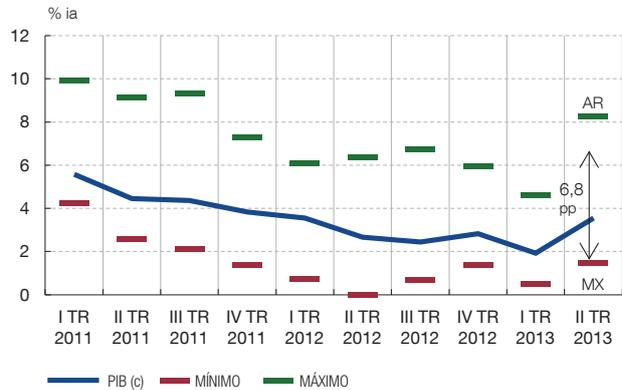
FLUJOS DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES



COSTE DE FINANCIACIÓN EN DÓLARES EN AMÉRICA LATINA



PIB INTERANUAL DE LA REGIÓN Y RANGOS MÁXIMO Y MÍNIMO POR PAÍSES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Datos del primer trimestre de 2013, en porcentaje del PIB.
- b Frente al dólar o el euro, y en el período 22 de mayo a 27 de agosto de 2013.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

los controles de capital que todavía quedaban en vigor, y después con el anuncio de un potente programa de intervención en el mercado de divisas de carácter temporal. México, en cambio, sorprendió con un descenso de 25 pb del tipo de interés oficial, en septiembre, hasta el 3,75 %, justificado por la ampliación de la brecha de producto y el anclaje en las expectativas de inflación. El banco central de Chile también recortó su tipo de interés oficial en 25 pb en octubre. En el resto de los países con objetivos de inflación no se produjeron cambios en los tipos oficiales, si bien el tono de los bancos centrales basculó hacia la posibilidad de una política monetaria más acomodaticia. Este tono, en un momento de depreciación generalizada de los tipos de cambio, muestra que existe margen para enfrentar el *shock*, al menos desde el lado de la política monetaria, y refuerza el fin del «miedo a flotar».

En una perspectiva más general, América Latina se enfrenta a medio plazo a un cambio relevante en su entorno exterior. Por un lado, a medida que las condiciones financieras globales se vuelvan menos expansivas, cabría esperar un menor impulso al crecimiento, sobre todo en las economías más dependientes de la financiación internacional y del cré-

dito. Por otro lado, aunque los indicadores recientes apuntan a que el soporte exterior que brinda China persistirá, es probable que la recomposición de su modelo de crecimiento hacia uno con menor peso de la inversión tenga efectos sobre los países que se han beneficiado en mayor medida de la exportación de materias primas más relacionadas con el ciclo industrial. Por todo ello, la reacción de los mercados debería servir como un aviso para reforzar las fuentes internas de crecimiento en América Latina con reformas estructurales, además de mantener la estabilidad macroeconómica; si ello es así, el período de turbulencia reciente habría resultado, en cierto modo, positivo. De hecho, es en situaciones de inestabilidad en los mercados financieros cuando se pone a prueba la credibilidad generada por las políticas económicas y la solidez de los fundamentos y, en este sentido, los países de América Latina presentan ahora, salvo excepciones, menores vulnerabilidades exteriores, fiscales y financieras que en la década de los noventa, aunque algo mayores que en el período expansivo de 2003 a 2007.

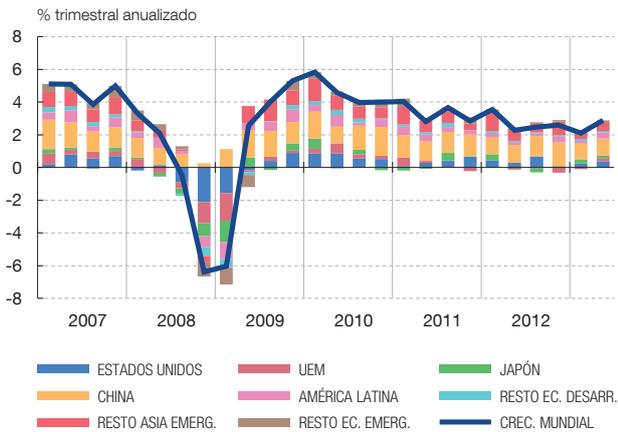
Entorno exterior

La evolución de la economía mundial en el último semestre ha estado condicionada por dos factores destacados: las dudas sobre la profundidad de la desaceleración de la economía china y los anuncios de la Reserva Federal sobre una posible reducción gradual en el ritmo de compras de activos (el denominado *tapering*) ante la creciente percepción de que la recuperación de la economía de Estados Unidos se consolida. La primera mención pública a esta posibilidad se produjo a finales de mayo y tuvo un impacto rápido y significativo sobre las curvas de rendimientos y los precios de diversos activos, y vino acompañada de un repunte de la volatilidad, que se acentuó durante el verano, por la incertidumbre en torno a la situación en Siria. Los tipos de interés a largo plazo registraron un aumento en Estados Unidos, que se reflejó en un aumento en la prima por plazo y que acabó trasladándose a las rentabilidades de largo plazo en otros países, tanto avanzados como emergentes. No obstante, desde comienzos de septiembre la percepción de que la Reserva Federal podría retrasar el inicio del *tapering* —expectativa que se confirmó en la reunión de ese mes del Comité de Política Monetaria— alivió las tensiones en los mercados financieros, revirtiendo parcialmente las tendencias que se habían observado desde finales de mayo.

En este contexto, se ha apreciado una cierta recomposición del crecimiento global (véase gráfico 2), de modo que las economías emergentes se están desacelerando, aunque continúan creciendo a tasas claramente más elevadas que las economías avanzadas y, a su vez, la incipiente recuperación en estas últimas parece ir consolidándose. En efecto, en el segundo trimestre de 2013 las principales economías avanzadas confirmaron la mejoría que, con la excepción del área del euro, habían experimentado en el primero, superando la debilidad mostrada en el último tramo del ejercicio anterior. Por su parte, la economía de la UEM salió de la recesión registrando un avance intertrimestral del 0,3 %, tras seis trimestres de retroceso. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan a una prolongación de estas tendencias, si bien la recuperación sigue siendo frágil y el balance de riesgos continúa sesgado a la baja, destacando en el corto plazo los riesgos asociados a la situación fiscal en Estados Unidos, la persistencia de la fragmentación en los mercados europeos, el tensionamiento de las condiciones financieras asociado al posible inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos, la intensificación de la desaceleración en emergentes y el agravamiento de la situación en Oriente Medio.

Las principales regiones emergentes han experimentado desde los meses de primavera una desaceleración de la actividad que, con algunas excepciones, se ha situado por debajo de las tasas esperadas. En particular, la economía de China, que se halla inmersa en un proceso de reorientación de su modelo de crecimiento hacia uno más basado en el consumo, viene experimentando una desaceleración gradual. Su ritmo de avance se situó en el

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



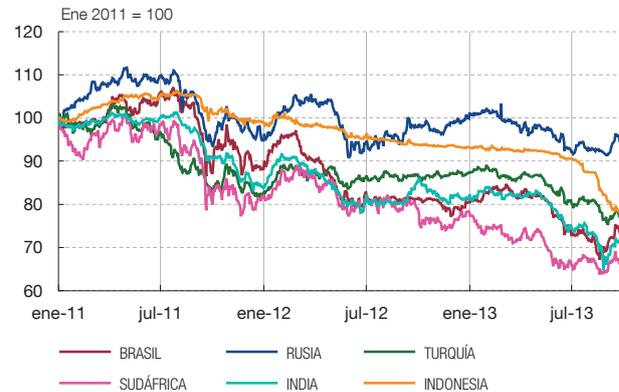
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Datastream, Dealogic, EPFR y JP Morgan.

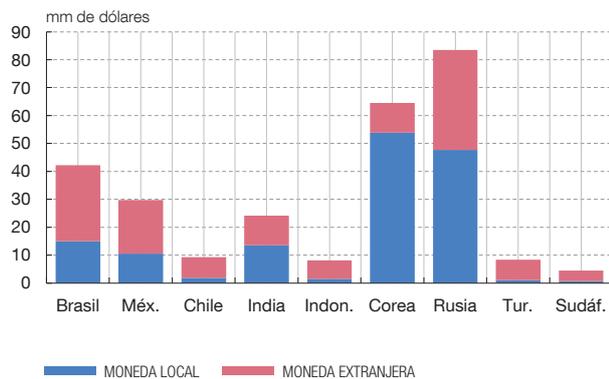
a Índices en dólares.

entorno del 7,5% en el primer semestre de 2013 y las perspectivas son de mantenimiento de ese ritmo de avance, pues los datos publicados en los meses de verano han mitigado los temores a una ralentización más abrupta. El menor dinamismo de la economía china ha tenido efectos *spillover*, especialmente sobre las economías de Asia emergente y sobre las exportadoras de materias primas. En este contexto, el tensionamiento de las condiciones financieras globales, asociadas al posible inicio de la normalización monetaria en Estados Unidos, ha conducido a un deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, especialmente de las que son más dependientes de la financiación exterior. Aunque la mayor parte de las economías emergentes cuentan con sólidos fundamentos y con importantes líneas de defensa —tipos de cambio flexibles y abultados colchones de reservas—, los riesgos a corto plazo no son desdeñables, pues las posiciones fiscales y externas son más frágiles que en 2008, por lo que no se pueden descartar episodios de sobre-reacción en los mercados que agudicen los problemas de financiación de algunas de estas economías y lleven a una desaceleración más pronunciada.

Mercados financieros y financiación exterior

En los seis últimos meses, la evolución de los mercados financieros emergentes mostró tres fases diferenciadas.

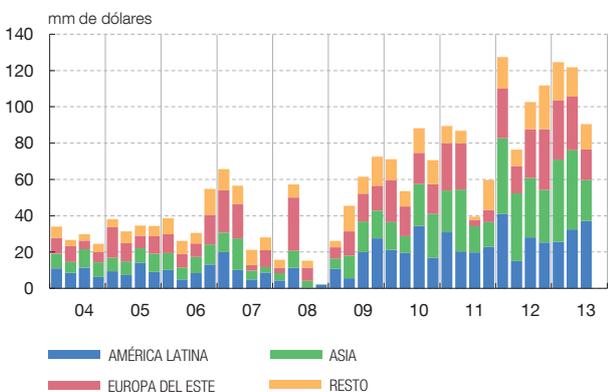
EMISIONES DE RENTA FIJA EN LOS NUEVE PRIMEROS MESES DE 2013



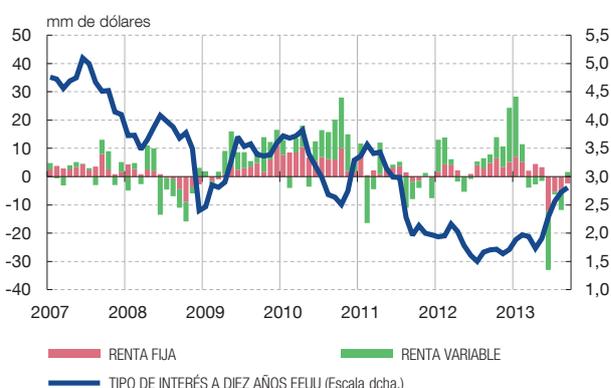
FLUJOS DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



FLUJOS A FONDOS DE BOLSA Y DEUDA DE EMERGENTES Y TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Dealogic y EPFR.

Desde abril hasta finales de mayo se produjeron algunos avances de las bolsas, aunque a ritmos inferiores a los observados en los mercados desarrollados, y ligeros descensos en los indicadores de riesgo de crédito, que se situaron cerca de los mínimos alcanzados a principios de año (véase gráfico 2). Las entradas de capitales en fondos de deuda emergente se situaron en niveles cercanos a máximos históricos, en especial en los tramos que ofrecían mayor rentabilidad —deuda emitida en moneda local—, y se mantuvo el ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales (véase gráfico 3), hasta alcanzar casi los 59 mm de dólares en abril, el máximo histórico de emisiones en un solo mes. Las condiciones de acceso a estos mercados siguieron siendo muy favorables, con diferenciales medios de 270 pb, tipos de interés del 4,7 %, y vencimientos a más de diez años, siendo en su mayoría emisiones en dólares.

Sin embargo, a partir de finales de mayo se produjeron dos acontecimientos que impactaron negativamente sobre el comportamiento de los mercados. Por un lado, se publicaron una serie de datos de actividad peores de lo esperado en algunas grandes economías emergentes —China, México y Brasil—, que apuntaban a un cambio en el patrón de crecimiento mundial en detrimento, en términos relativos, de las economías emergentes. Por otra parte, el cambio de expectativas sobre la retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos propició una elevación de los tipos de interés a largo plazo en dicho país, y desencadenó una fuerte reacción en los mercados emergentes, así como en los segmen-

tos de mayor riesgo de los mercados desarrollados. Las bolsas cayeron más de un 8 % en América Latina y Asia, los diferenciales soberanos subieron entre 80 pb y 120 pb —hasta los niveles del verano de 2012—, y los tipos de cambio se depreciaron fuertemente (véase gráfico 2). Además, se registraron importantes salidas de capitales de fondos de bolsa y deuda, hasta revertir las fuertes entradas registradas desde septiembre de 2012, y se pararon las emisiones de renta fija, en especial en el mes de junio, que registró el menor volumen de emisiones desde mayo de 2010 (véase gráfico 3).

La reacción de los mercados emergentes ante el mencionado cambio de expectativas no fue uniforme, sino que fue más intensa en las economías con elevados déficits por cuenta corriente —Indonesia, India, Turquía, Brasil o Sudáfrica— o con mayores necesidades de refinanciación en dólares (véase el recuadro 1 para un análisis de la vulnerabilidad de las economías latinoamericanas, en perspectiva histórica). No obstante, este episodio de salidas de capitales, aunque intenso, fue equiparable a otras puntas de inestabilidad observadas en los mercados financieros emergentes, como las que se produjeron en el verano de 2011, tras la revisión del *rating* soberano de Estados Unidos y de las perspectivas de crecimiento mundiales, o en el verano de 2012, con la intensificación de la crisis bancaria en la zona del euro. Por su parte, la paralización de las emisiones se dio en una situación de elevada cobertura anticipada de la financiación por parte de muchos emisores soberanos, ausencia de grandes vencimientos previstos en el segundo semestre de 2013 y posibilidad de sustituir estas fuentes por crédito bancario interno.

Finalmente, a primeros de septiembre, los inversores comenzaron a descontar una menor probabilidad de que la retirada de estímulos se produjera de forma inmediata, lo que se vio reflejado en fuertes subidas de las bolsas, descenso de los diferenciales soberanos, apreciaciones cambiarias y reanudación de las emisiones de renta fija y de la entrada de capitales en las bolsas, especialmente en los mercados que más habían retrocedido en la fase previa. Estas tendencias se acentuaron tras la decisión de la Reserva Federal de mantener los estímulos monetarios, en septiembre.

En este contexto, los mercados financieros latinoamericanos siguieron la senda general descrita. Los índices bursátiles en moneda local aumentaron cerca de un 3 % entre mediados de abril y la última semana de mayo (véase gráfico 4). Posteriormente, hasta finales de agosto, las bolsas latinoamericanas disminuyeron más de un 8 %, con un peor comportamiento relativo en Brasil (–11 %) y Chile (–15,4 %), que son los mercados más líquidos y tienen economías más expuestas a un cambio en las condiciones financieras globales y a un descenso en los precios de las materias primas. La Bolsa de México, en cambio, registró una caída de tan solo un 2,2 %, al beneficiarse de la mejora de perspectivas de crecimiento en Estados Unidos. Finalmente, en septiembre, los mercados bursátiles se recuperaron, con una subida de más de un 7,5 % del índice regional en moneda local, impulsado por los dos mercados que más habían caído anteriormente, Brasil (+11 %) y Chile (+6,5 %).

Por su parte, los diferenciales soberanos se mantuvieron relativamente estables hasta finales de mayo, y repuntaron a partir de entonces de manera generalizada (entre 50 pb y 70 pb), aumentando inicialmente la correlación entre los distintos países. Sin embargo, sí se observó cierta discriminación posterior, con un aumento superior en los diferenciales de Brasil y algo menor en los de México, Chile, Perú y Colombia. A partir de septiembre, sin embargo, los diferenciales corrigieron de nuevo, cayendo entre 20 pb y 45 pb. Por su parte, los tipos de interés a medio plazo en moneda local aumentaron mucho más, entre 2 puntos porcentuales (pp) y 4 pp en México y Brasil desde mayo, hasta niveles similares a los de finales de 2011, en paralelo con la depreciación de las divisas.

Este recuadro repasa los indicadores de vulnerabilidad más habituales para el conjunto de las principales economías latinoamericanas y los compara con episodios de inestabilidad global previos, en concreto, el de 1998 (antes de que la crisis rusa se contagiara a América Latina) y el de 2008 (antes de la quiebra de Lehman Brothers). Este enfoque está basado en la metodología de alarmas tempranas de crisis, que identifica situaciones de riesgo a través del comportamiento fuera de lo usual de una serie de indicadores¹.

Los indicadores utilizados reflejan la valoración de los mercados financieros y la evolución de los fundamentos económicos, tanto desde la vertiente del sector exterior como de la actividad, las posiciones fiscales y el sistema bancario². En algunos casos, la información que proporcionan es inequívoca: así, un país será más vulnerable en la vertiente exterior cuanto mayor sea su déficit por cuenta corriente o menores sean sus reservas internacionales de divisas. En otros casos, la valoración es más incierta: por ejemplo, si las entradas de capitales de cartera son demasiado elevadas pueden indicar sobreexposición al capital exterior y un eventual riesgo de reversión, pero si son demasiado bajas pueden apuntar falta de confianza.

El ejercicio identifica un aumento de la vulnerabilidad a partir de la desviación de los indicadores respecto de su media de largo plazo, normalizada por su desviación estándar. Esta normalización permite agregar dichos indicadores y compararlos de manera directa en distintos momentos del tiempo. Los resultados se presentan en forma de gráficos de telaraña, en los que una línea más cercana al origen representa una posición de menor vulnerabilidad en un determinado momento del tiempo.

El gráfico adjunto muestra que, para la región en su conjunto (definida como el agregado de las nueve principales economías: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Venezuela y Uruguay), los niveles de vulnerabilidad en 2013 son menores que en 1998 para aquellos indicadores que históricamente han sido clave en la anticipación de situaciones de crisis: los de sostenibilidad exterior, los bancarios y los fiscales; por el contrario, los indicadores de mercado y del sector real estarían en una situación similar. En concreto, la mejoría de los indicadores externos se deriva de una reducción tanto del nivel de deuda externa como de su servicio, de una mejoría de su posición neta frente al exterior y de un fuerte incremento de las reservas internacionales, uno de los determinantes más robustos de los diferenciales soberanos o las primas de riesgo³. En el caso de los in-

dicadores fiscales, la región está hoy en mejores condiciones que en 1998 tanto en nivel de deuda pública como en la carga de intereses⁴. También los indicadores bancarios han mejorado, ya que el sector tiene ahora más capital, mayor rentabilidad, menor morosidad y un crecimiento de los depósitos que eleva las bases de financiación para el crédito de manera sostenible, lo que implica una mejor valoración en bolsa y por las agencias de *rating*. La buena evolución del sector bancario es destacable en una región que ha registrado en el pasado crisis bancarias muy costosas, y posiblemente se haya visto reflejada también en la mejoría de la calificación de las agencias de *rating*.

Sin embargo, la comparación de los principales indicadores de vulnerabilidad entre el presente y 2008 apunta cierto deterioro. Con la única excepción de las calificaciones soberanas, los indicadores de mercado se encuentran en 2013 en peor posición que en 2008. El deterioro en la vulnerabilidad de la región en este último quinquenio proviene principalmente de los indicadores externos, especialmente las exportaciones, el saldo por cuenta corriente y la demanda externa. También han empeorado moderadamente otros indicadores con mayor inercia, como la deuda externa o la deuda de corto plazo. En sentido contrario, las reservas internacionales se situaron en el primer trimestre de 2013 muy por encima de su media de largo plazo.

En la vertiente fiscal, en 2013 se ha registrado un ligero deterioro de la posición fiscal de la región, con un aumento del déficit público y de la deuda pública respecto a 2008, lo que apunta a un menor margen de maniobra para afrontar nuevos *shocks*. En cambio, los indicadores de vulnerabilidad del sector bancario han mejorado desde la quiebra de Lehman Brothers —salvo la rentabilidad por acción—, al contrario de lo que solía ser habitual en la región en momentos de crisis. La causa es la moderación registrada en el crecimiento del crédito, en paralelo con un aumento del ritmo de avance de los depósitos, y el buen comportamiento de otros indicadores estructurales, como las ratios de capital y la valoración del sector tanto por parte de las agencias de *rating* como en bolsa.

Por países, todos se encuentran en una situación de vulnerabilidad igual o mejor que en 1998, pero no respecto a 2008, existiendo una importante heterogeneidad entre ellos (como se desprende del análisis de la sección «Evolución económica por países»). En definitiva, del análisis de estos indicadores se derivaría que la región en su conjunto registra una vulnerabilidad menor que la que presentaba antes de la crisis generada por el impago de la deuda externa rusa, en 1998, pero una fragilidad algo mayor que en 2008, por el deterioro de varios indicadores externos y reales con un mayor componente coyuntural o que dependen en mayor medida de las condiciones financieras globales, que se explicaría, en gran medida, por la evolución de los países de mayor riesgo. Es destacable que los indicadores

1 El fundamento de este tipo de análisis es la literatura sobre indicadores adelantados de crisis, cuya referencia original es el artículo de Kaminsky y Reinhart de 1996, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, International Finance Discussion Paper, n.º 544, marzo, *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Este artículo recogía un número reducido de indicadores, que fue ampliándose a medida que se profundizaba en esta línea de análisis.

2 Para mayor detalle sobre la metodología, los indicadores utilizados y la razón de incluirlos, véase Sonsoles Gallego, Sándor Gardó, Reiner Martín, Luis Molina y José María Serena (2010), *The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America*, Documentos Ocasionales, n.º 1002, Banco de España.

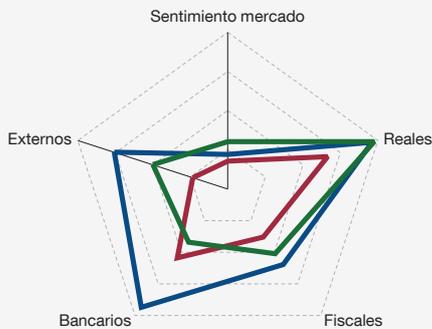
3 Véase, Alberola, Molina y Del Río (2012), *Boom-bust cycles, imbalances and discipline in Europe*, Banco de España DT 1220.

4 El déficit público aparece en una posición peor aunque su nivel actual es claramente más reducido que en 1998 porque la metodología lo compara con su media histórica previa, recogiendo que en 1998 el déficit se redujo considerablemente respecto a aquella media, incluso más de lo que se ha reducido en 2013.

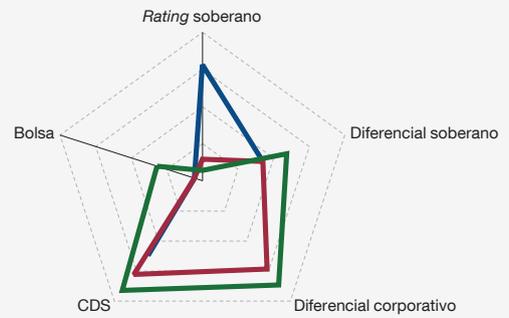
de vulnerabilidad del sector bancario, una de las fragilidades tradicionales de la región, no solo no han empeorado desde 2008, sino que han mejorado en la gran mayoría de los casos. En sentido nega-

tivo, la posición de los indicadores fiscales apunta a que existe menos margen de maniobra en la actualidad que en 2008 para afrontar una reavivación de las turbulencias externas.

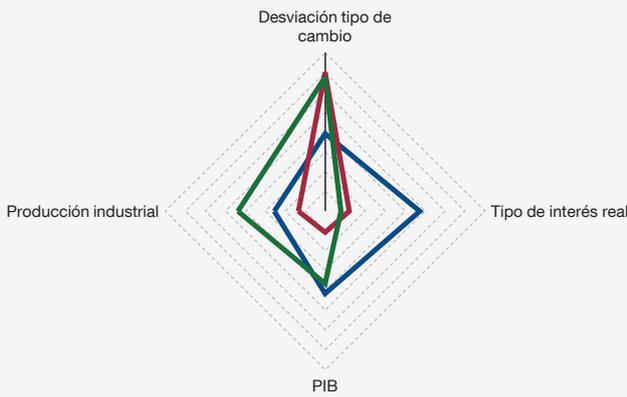
1 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): AGREGADOS



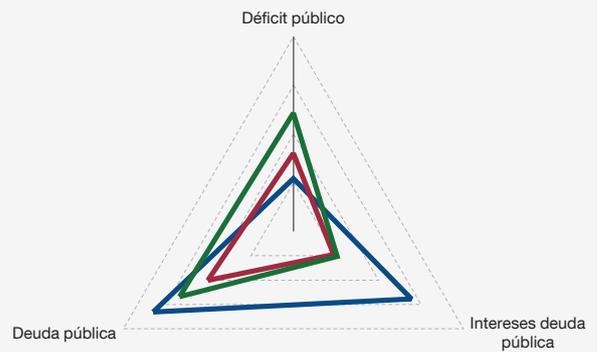
2 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): MERCADO



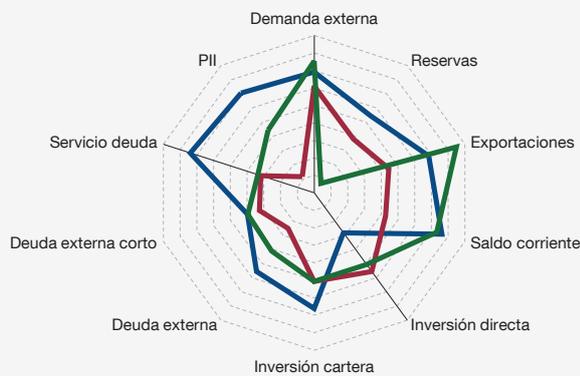
3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): REALES



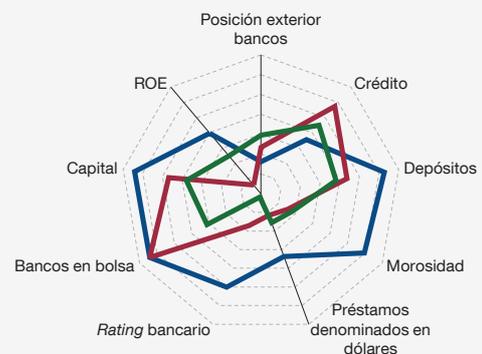
4 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): FISCALES



5 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): EXTERNOS



6 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE AMÉRICA LATINA (a): BANCARIOS



— 1998 — 2008 — 2013

FUENTE: Datastream.

a Media ponderada de las nueve principales economías de la región.

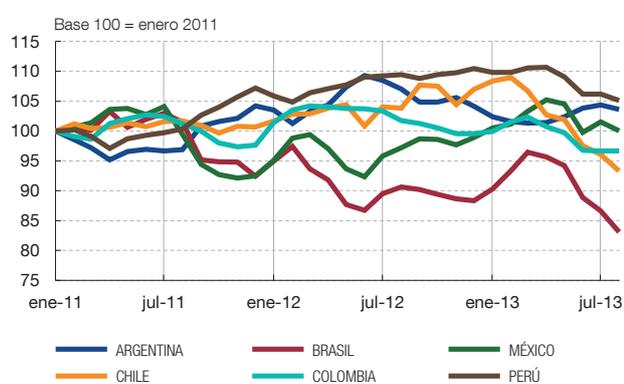
ÍNDICES DE BOLSA



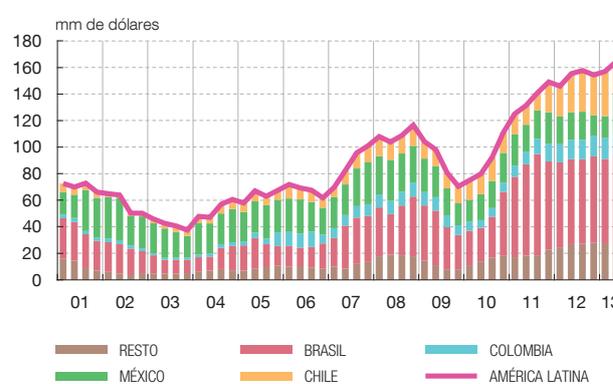
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



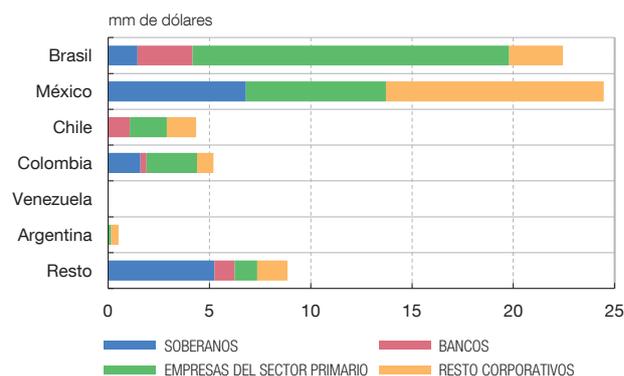
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2013



FUENTES: Datastream, Dealogic, JPMorgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

Los tipos de cambio de la región registraron cierta tendencia a la depreciación hasta finales de mayo, acentuada fuertemente después, especialmente en Brasil (cerca de un 14 %; véase gráfico 4), lo que llevó a las autoridades a revertir los controles de capitales, a elevar la cuantía de sus intervenciones en el mercado cambiario y, finalmente, a anunciar en agosto un programa de compra regular de divisas por valor de 3 mm de

dólares a la semana hasta final de año. No obstante, en algunos casos, las depreciaciones permitieron cierta corrección de las apreciaciones reales previas, de modo que la mayoría de las divisas latinoamericanas se situaron en niveles de tipo de cambio efectivo real similares a los de 2009 y 2010 (véase gráfico 4). Posteriormente, la recuperación experimentada a partir de septiembre, de mayor entidad en Brasil (8,5 %) y México (4,5 %), ha compensado solo parcialmente la depreciación real registrada a partir de mayo.

Finalmente, cabe destacar que las economías latinoamericanas registraron hasta el segundo trimestre fuertes entradas de inversión exterior directa, que se situaron en un nuevo máximo histórico en el conjunto de la región (163 mm de dólares en términos acumulados de los últimos doce meses), gracias a la reciente recuperación de las entradas de inversión directa en México —derivadas de una gran operación de 14 mm de dólares—, pero también por el aumento de las entradas en Brasil (unos 3 mm de dólares más en el segundo trimestre que en el primero). Por su parte, las entradas de capital de cartera se redujeron respecto al último trimestre de 2012, pero hacia niveles aún elevados en términos históricos. En el caso de México se produjeron salidas de inversión de cartera por la retirada de fondos del mercado bursátil por primera vez desde finales de 2008. En el período de abril a septiembre de 2013, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 66 mm de dólares (véase gráfico 4), en un mercado dominado por empresas del sector primario (40 % del total), en especial las dos petroleras estatales de México y Brasil, y por las emisiones soberanas, en especial de México. Cabe resaltar, por último, el acceso de países sin experiencia previa en estos mercados, como Bolivia, o con impagos soberanos recientes, como la República Dominicana.

Actividad y demanda

En el segundo trimestre de 2013, el PIB de América Latina creció un 3,5 % interanual (1 % trimestral), mostrando una recuperación respecto al 1,9 % (0,5 % trimestral) del primer trimestre (véase gráfico 5). La debilidad del crecimiento en el primer trimestre vino explicada tanto por la ralentización de las economías que habían mostrado previamente un comportamiento más dinámico como, sobre todo, por los avances inesperadamente bajos de Brasil, México y Venezuela (1,5 %, 0,6 % y 0,6 %, respectivamente, en tasas interanuales). Dicha evolución fue consecuencia, en parte, de una demanda externa muy débil. Brasil, entre otros países, experimentó una caída muy significativa de las exportaciones en el primer trimestre, acompañada de una inesperada moderación del consumo privado, mientras que en México a la debilidad de la demanda externa se sumó una caída de la inversión pública y una desaceleración de la privada. Por su parte, en Venezuela la actividad se frenó como consecuencia del desplome de la inversión pública, que hasta las elecciones de finales del pasado año había sido el principal motor del crecimiento. En cambio, la recuperación en el segundo trimestre se debió, principalmente, a un crecimiento superior al esperado en Colombia y Argentina, con tasas del 4,2 % y 8,3 % interanual, respectivamente, aunque también Brasil anotó un crecimiento algo más dinámico, como consecuencia sobre todo del despegue de la inversión. Argentina, en particular, aportó 1 pp al crecimiento interanual regional, casi tanto como Brasil (1,2 pp), siendo una economía tres veces menor. El excepcional comportamiento de la economía argentina refleja el rebote de la inversión, el aumento del consumo privado —apoyado por políticas públicas en los meses previos a las elecciones—, una mejor cosecha y el crecimiento de las exportaciones a Brasil. México, en cambio, experimentó una caída trimestral del PIB, que situó la tasa interanual en el 1,5 %, como consecuencia de la continuada debilidad de la inversión pública y privada, que se estima temporal, y un cambio metodológico en las series de Contabilidad Nacional, que restó algunas décimas adicionales al crecimiento.

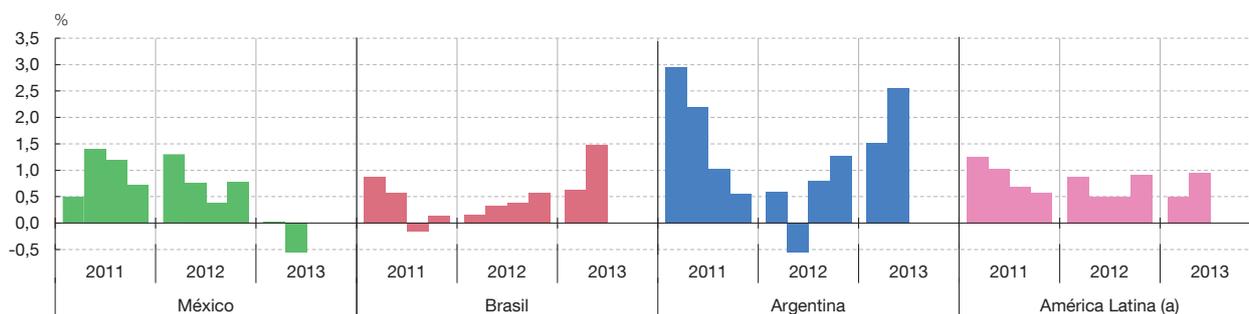
	2010	2011	2012	2011		2012				2013		
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	4,5	2,9	4,4	3,8	3,6	2,7	2,5	2,8	1,9	3,5	
Argentina (b)	9,2	8,9	1,9	9,3	7,3	5,2	0,0	0,7	2,1	3,0	8,3	
Brasil	7,5	2,7	0,9	2,1	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	1,9	3,3	
México	5,1	4,0	3,8	4,4	3,9	4,6	4,2	3,1	3,3	0,6	1,5	
Chile	5,8	5,9	5,6	3,7	4,5	5,1	5,7	5,8	5,7	4,5	4,1	
Colombia (c)	4,0	6,6	4,2	7,9	6,6	5,4	4,8	2,9	3,3	2,7	4,2	
Venezuela	-1,5	4,2	5,6	4,4	4,9	5,9	5,6	5,5	5,5	0,5	2,6	
Perú	8,8	6,9	6,3	6,7	5,5	6,1	6,4	6,7	5,9	4,5	5,6	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,3	6,8	6,2	6,9	7,0	6,6	6,1	6,1	6,1	6,4	7,3	7,6
Argentina (b)	10,5	9,8	10,0	9,8	9,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5
Brasil	5,0	6,6	5,4	7,1	6,7	5,8	5,0	5,2	5,6	6,4	6,6	5,9
México	4,2	3,4	4,1	3,4	3,5	3,9	3,9	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4
Chile	1,4	3,3	3,0	3,1	4,0	4,1	3,1	2,6	2,2	1,5	1,3	2,0
Colombia	2,3	3,4	3,2	3,5	3,9	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3
Venezuela	29,0	27,2	21,1	26,5	28,5	25,1	22,3	19,0	18,8	22,6	33,0	46,2
Perú	1,5	3,4	3,7	3,5	4,5	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6	2,5	2,8
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)												
América Latina (a) (e)	-2,2	-2,1	-2,3	-1,7	-2,1	-2,0	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	
Argentina	0,2	-1,7	-2,6	-0,4	-1,6	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,0	
Brasil	-2,5	-2,6	-2,5	-2,5	-2,6	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	-2,9	-2,8	
México	-2,9	-2,5	-2,6	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	
Chile	-0,3	1,5	0,6	2,0	1,5	1,6	1,1	0,4	0,6	0,2	-0,7	
Colombia	-3,6	-2,0	-1,9	-1,4	-2,1	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	
Venezuela	-3,6	-4,0	-4,8	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,1	0,9	1,3	0,9	0,9	1,3	2,4	1,6	1,3	1,2	0,7	
Deuda pública (% del PIB)												
América Latina (a)	38,7	39,1	40,9	39,2	38,6	40,1	40,8	41,0	41,2	—	—	
Argentina	44,6	40,1	41,5	40,8	40,2	39,7	39,5	39,9	41,5	—	—	
Brasil	53,4	54,2	58,7	54,6	54,2	56,2	57,3	58,8	58,7	59,5	59,3	
México	27,2	28,1	28,7	27,6	26,5	28,1	28,0	28,7	27,7	29,5	29,9	
Chile	8,6	11,1	11,9	10,6	11,2	11,2	11,5	11,3	11,9	11,4	12,0	
Colombia	34,9	33,4	32,2	34,1	33,8	32,9	32,4	32,4	32,2	32,4	—	
Venezuela	28,0	36,5	—	34,7	36,6	35,1	—	—	—	—	—	
Perú	23,4	21,7	20,2	20,9	21,7	20,7	19,8	19,5	20,1	18,9	18,0	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)												
América Latina (a)	-0,9	-1,0	-1,6	-0,8	-1,0	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,1	-2,3	
Argentina	0,4	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	
Brasil	-2,2	-2,1	-2,4	-2,0	-2,1	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	
México	-0,3	-1,0	-1,2	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-0,7	-1,1	-1,4	-1,7	
Chile	1,5	-1,3	-3,5	-0,4	-1,3	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	-4,1	-4,0	
Colombia	-3,1	-2,9	-3,2	-2,8	-2,9	-2,7	-3,1	-3,3	-3,2	-3,5	-2,9	
Venezuela	3,7	7,7	2,9	8,3	8,3	6,9	5,7	4,2	2,9	1,8	1,5	
Perú	-2,5	-1,9	-3,6	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-3,1	-3,6	-4,5	-5,0	
Deuda externa (% del PIB)												
América Latina (a)	21,0	20,3	21,2	19,9	19,9	20,5	20,2	21,1	21,1	21,6	—	
Argentina	35,1	31,5	29,7	31,1	30,6	33,2	28,1	29,9	29,2	30,6	—	
Brasil	12,0	12,1	13,9	12,0	12,0	12,1	12,7	13,5	13,9	14,6	14,0	
México	18,9	18,2	19,4	18,0	18,2	18,4	19,1	19,3	19,3	19,2	—	
Chile	38,6	39,2	43,9	38,6	39,5	39,4	40,0	42,0	43,9	43,3	42,7	
Colombia	22,4	22,9	21,6	21,7	22,9	21,1	21,0	22,0	21,7	21,0	—	
Venezuela	38,6	35,0	31,1	35,2	35,1	33,3	31,9	31,8	31,1	32,3	—	
Perú	28,4	26,9	29,3	27,6	26,9	28,8	28,9	29,9	29,5	30,6	29,6	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

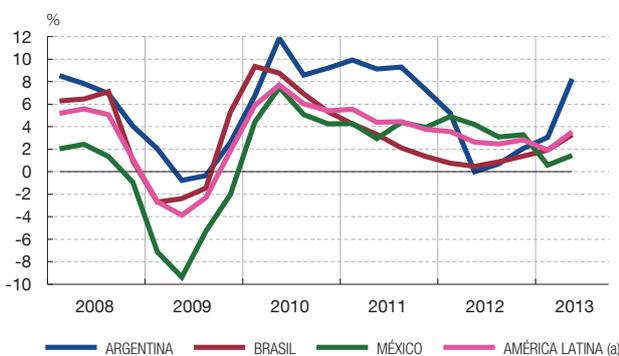
- a Agregado de los siete países representados.
b Datos oficiales.
c Ajustado de estacionalidad.
d Media móvil de cuatro trimestres.
e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

Por componentes, la demanda interna y, particularmente, el consumo privado siguieron siendo los principales soportes del crecimiento en la región, contrarrestando en parte la evolución negativa de la demanda externa, sobre todo en el primer trimestre del año. La demanda interna aportó 3,4 pp al crecimiento en el primer trimestre, y 4,2 pp en el

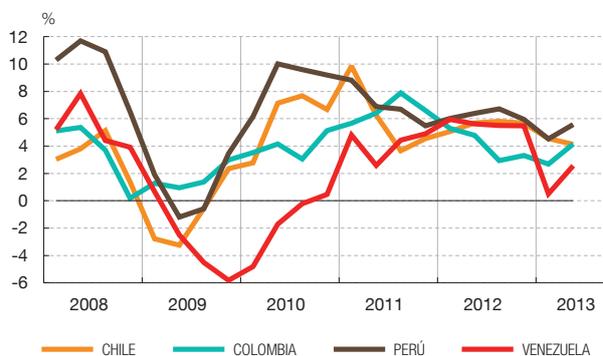
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



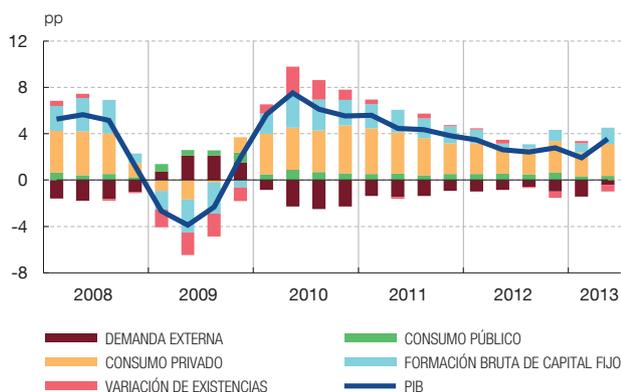
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

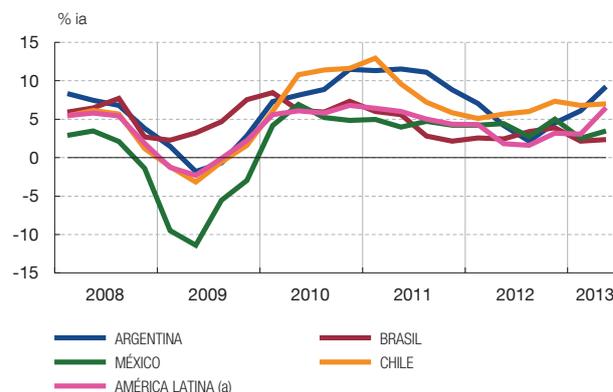
segundo (véase gráfico 6), siendo especialmente robusto su comportamiento en Perú y Chile, con aportaciones de más de 7 pp, y en Argentina en el segundo trimestre (más de 10 pp). Por su parte, el consumo privado creció en promedio regional un 3,3 % interanual en el primer trimestre y un 4,2 % en el segundo, apoyado en la fortaleza del mercado de trabajo (con una tasa de paro en el 6,3 % de la población activa, en torno al mínimo histórico de la región), un aumento de los salarios reales, aunque más moderado que en años anteriores, y un mantenimiento del crecimiento del crédito. Por su parte, la inversión, que había exhibido una significativa debilidad en el último año, especialmente en Brasil y Argentina, se aceleró hasta alcanzar tasas del 6,5 % interanual en el promedio de la región, al hilo de la recuperación en ambos países (véase gráfico 6). En otros casos, como Chile o Perú, la inversión siguió aumentando a tasas elevadas, del 8 %-9 % interanual, aunque más moderadas que en los últimos años, por la maduración del ciclo de inversiones mineras, en un contexto de tendencia a la baja de los precios de los metales.

Por su parte, la demanda externa mostró un comportamiento muy negativo sobre todo en el primer trimestre del año, restando 1,4 pp al crecimiento regional como consecuencia de la debilidad de las exportaciones, que cayeron un 4,5 % en tasa interanual y que solo tendieron a recuperarse (un 4,8 %) en el segundo trimestre, en consonancia con el comercio mundial. Las importaciones, en cambio, mantuvieron un ritmo de crecimiento más sólido (4 % y 7,1 % interanual en el primer y segundo trimestres, respectivamente), aunque lejos de las tasas de dos dígitos observadas en los tres años anteriores.

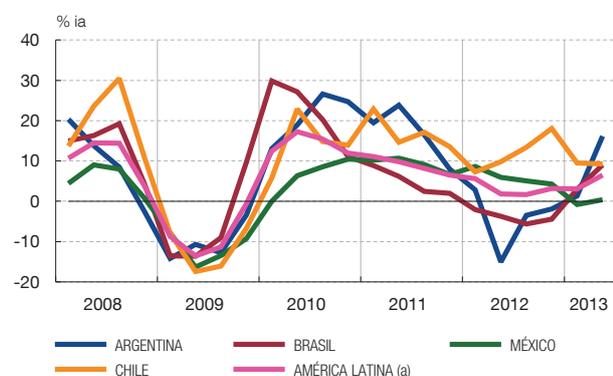
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



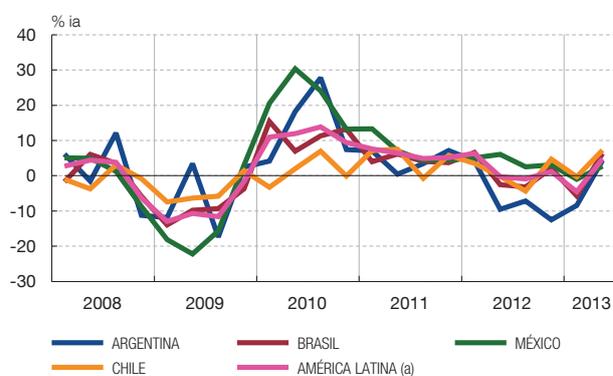
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



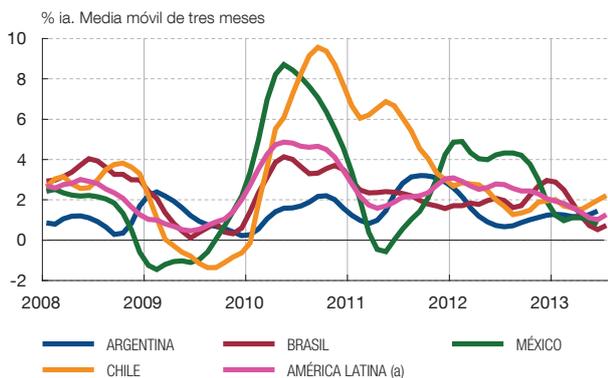
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

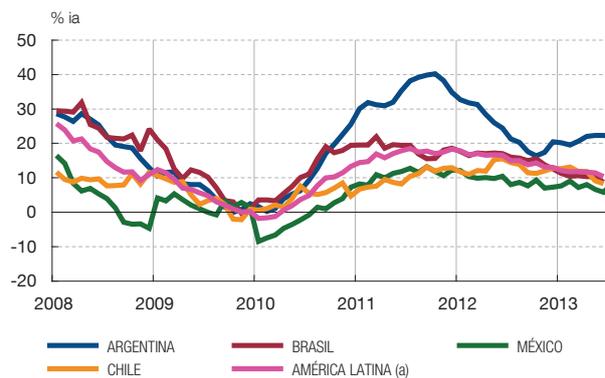
Los indicadores de alta frecuencia apuntan hacia un menor ritmo de expansión en el tercer trimestre en varios países, incluido Brasil, posiblemente con la excepción de México y Colombia. Por el lado de la oferta, la producción industrial, que había registrado una recuperación —relativamente generalizada por países— hacia tasas del 2,5 % interanual el segundo trimestre (véase gráfico 7), retornó en los meses de julio y agosto a tasas cercanas al 0 % interanual, como las registradas en 2012. Por el lado de la demanda, las ventas al por menor han moderado su ritmo de avance de los últimos años, aunque se mantienen en tasas del 5 % interanual. Por último, los indicadores adelantados de confianza empresarial y del consumidor muestran un cierto empeoramiento hasta agosto en el promedio de la región.

Con todo, se mantienen algunos elementos de fortaleza interna importantes. En el mercado laboral, la creación de empleo ha tendido a moderarse tras la pujanza de los últimos años (véase gráfico 7) y en algunos países empieza a gravitar hacia empleos considerados menos estables, pero las tasas de paro se han mantenido en torno a mínimos históricos. México constituye una excepción a este respecto, pues su tasa de paro, que sigue estando unos 2 pp por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis, y los salarios reales han mostrado un comportamiento más estable. Un factor que ha podido contribuir a la firmeza de los mercados de trabajo es el aumento de la capacidad de compra de los hogares, por el

CREACIÓN DE EMPLEO



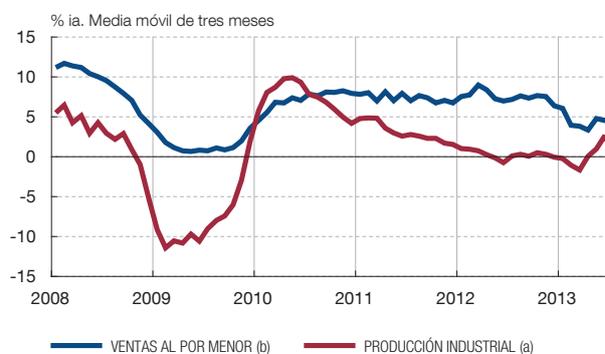
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

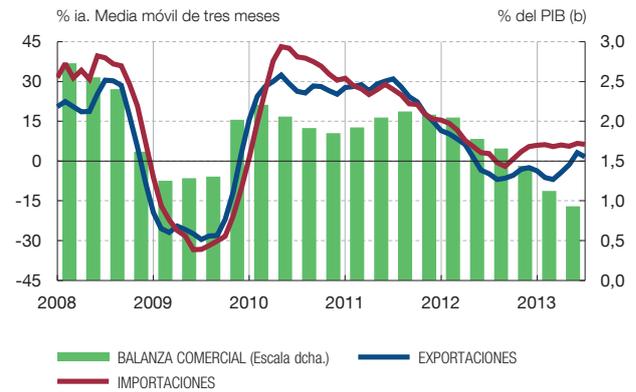
aumento de los salarios reales, que ha impulsado la demanda de servicios, y el empleo, en el sector terciario, frente a la relativa debilidad de la inversión. Por su parte, el crédito al sector privado siguió moderándose suavemente, pero se mantiene en tasas de crecimiento del 10 % interanual en el promedio regional.

En cuanto al sector exterior, destaca la fuerte reducción experimentada por el superávit comercial, que se situó en un 1 % del PIB regional en el segundo trimestre, la mitad que en 2012 (véase gráfico 8). La tendencia a la baja del superávit comercial —que solo se frenó temporalmente en los dos años posteriores a la crisis, cuando se estabilizó en torno al 2 % del PIB— refleja la debilidad de las exportaciones (en cantidades y precio), que registraron tasas interanuales negativas durante casi todo el semestre, recuperándose mínimamente en julio (véase gráfico 8). Por países, la reducción del superávit comercial fue más acentuada en América del Sur y en los países exportadores de materias primas; en México, la balanza comercial volvió a registrar un déficit similar a la media histórica en el primer semestre, después de que en 2011 y 2012 se hubieran registrado superávits. Por destinos, destacan las caídas en las exportaciones de bienes a la Unión Europea (-8 %) y dentro de la propia América Latina (-6 %), seguidas de las dirigidas a Estados Unidos (-3,5 %). Las exportaciones destinadas a Asia mantuvieron tasas de crecimiento positivas (5 %), aunque las de Chile y Perú (principalmente metales) cayeron en el semestre (-5 % y

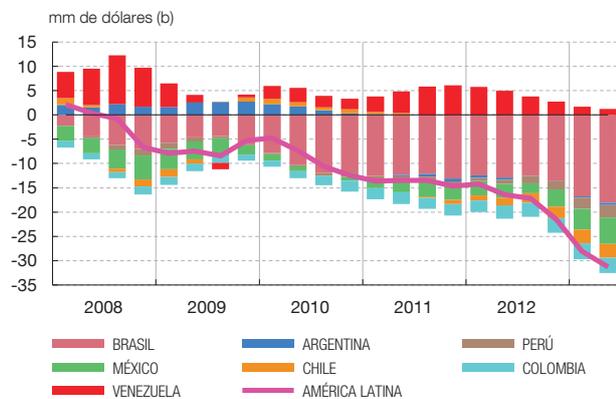
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



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.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

-12 %, respectivamente). El recuadro 2 analiza el superciclo de materias primas y las implicaciones para América Latina.

En este contexto, el déficit corriente continuó ampliándose en el promedio de la región hasta el 2 % del PIB en el segundo trimestre, el mayor registro de la última década. Aunque este déficit puede considerarse relativamente moderado y se financia mayoritariamente con inversión extranjera directa, hay que destacar la rapidez y generalidad con la que se ha ampliado. En Perú, el déficit corriente alcanzó un 5 % del PIB en el segundo trimestre; en Chile, un 4,5 %, y en Brasil, un 3,2 %, ante la desaparición del superávit comercial y la ampliación de los déficits de servicios y de rentas. Por su parte, en Venezuela siguió reduciendo el superávit corriente (hasta el 2 % del PIB), pese a la contención de las importaciones generada por el control de cambios, y en Argentina se redujo hasta cerca del equilibrio, a pesar de las restricciones a la importación.

Precios y políticas económicas

En el promedio de América Latina, la inflación experimentó un repunte en los seis últimos meses, situándose en septiembre en un 7,6 % interanual, el máximo de los últimos cuatro años (véase gráfico 9). Este promedio está muy condicionado por el comportamiento de

Las políticas puestas en marcha en China y otras economías emergentes para reorientar el patrón de crecimiento hacia un modelo menos intensivo en materias primas, junto con la expansión de las reservas viables de hidrocarburos no convencionales, podrían apuntar al fin del período de precios elevados de las materias primas vigente en la última década.

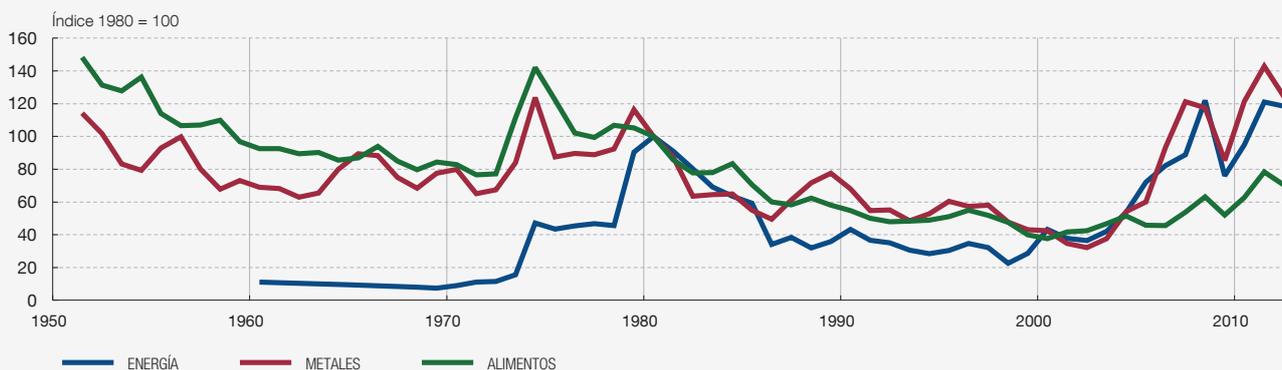
Entre 2001 y 2012, los precios reales del petróleo y los metales se triplicaron, mientras que los de los alimentos aumentaron un 69 % (véase gráfico 1), lo que sería consistente con la fase alcista de un superciclo de materias primas. Por «superciclo de materias primas» se entiende la desviación persistente de los precios reales respecto de la tendencia de largo plazo para una amplia gama de las materias primas cuya duración oscila entre 20 y 70 años. Estos superciclos se originan por el aumento de la demanda de materias primas vinculada a episodios históricos de industrialización y urbanización (recientemente, el de China o la India), que la oferta no puede acomodar de forma inmediata, lo que sitúa los precios reales por encima de la tendencia durante décadas. Los superciclos afec-

tan principalmente a las materias primas que son factores de producción de esas economías en vías de industrialización y urbanización. Las desviaciones sobre la tendencia reversionen cuando las señales de precios son lo suficientemente potentes como para inducir una respuesta de calado de la oferta. El reciente fenómeno de los hidrocarburos no convencionales podría ser un ejemplo de reacción de la oferta en un entorno de precios elevados del petróleo que, unido al avance en las técnicas de extracción, ha permitido hacer económicamente viable el acceso a grandes volúmenes de gas y de petróleo atrapados en explotaciones existentes¹.

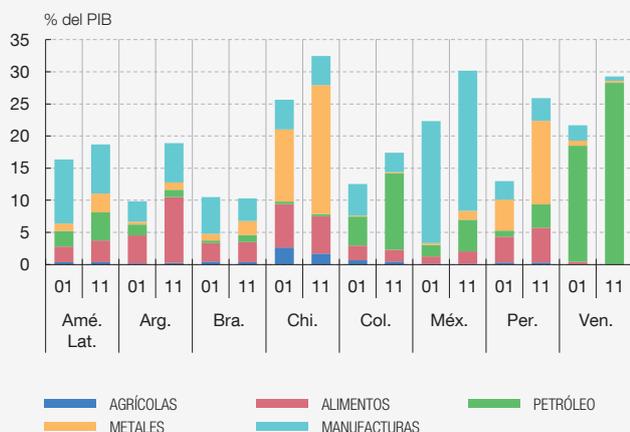
Algunos análisis concluyen que el superciclo actual estaría ahora en un punto de desviación máxima, aunque con un comportamiento heterogéneo por materias primas. Sin embargo, también existen motivos para concluir que el fin del superciclo está aún lejano o que

1 A escala mundial, de acuerdo con la Agencia Internacional de la Energía o el Departamento de Energía de Estados Unidos, las reservas de petróleo no convencional ascenderían en torno al 10 % de las reservas totales.

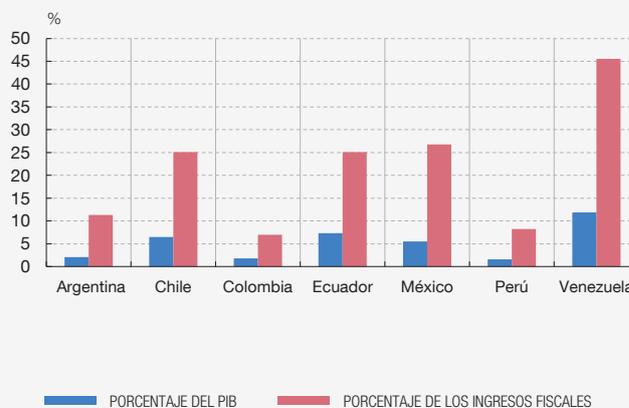
1 PRECIOS REALES DE AGREGADOS DE MATERIAS PRIMAS



2 APERTURA COMERCIAL Y EXPORTACIONES DE MERCANCÍAS. 2001, 2011



3 INGRESOS FISCALES PROCEDENTES DE RECURSOS NATURALES (MEDIA 2005-2010)



FUENTES: Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Datastream y fuentes nacionales.

a Agregado de las siete economías representadas.

la corrección de precios sería en todo caso limitada: primero, al proceso de industrialización y urbanización de China y otras economías emergentes le queda aún camino por recorrer, a la vista de las perspectivas demográficas y los planes de urbanización; segundo, la hipótesis del fin del superciclo se sustenta en tecnologías que conlleven costes hundidos elevados y costes marginales reducidos, pero en el caso de los hidrocarburos no convencionales el coste marginal de producción es relativamente elevado; tercero, la oferta podría ser cada vez menos ágil para acomodar la demanda, en un entorno en el que las nuevas explotaciones sean cada vez más complejas y costosas; y, por último, utilizando series históricas largas, y fijándose en los precios reales de algunas materias de la última década, parece más bien una recuperación respecto a la caída secular ocurrida en las últimas dos décadas del siglo anterior.

El auge de las materias primas ha reforzado la especialización productiva y exportadora de América Latina, en línea con su ventaja comparativa. A nivel agregado, las exportaciones de materias primas casi han duplicado su peso en el PIB en la última década, desde el 6 % en 2001 al 11 % en 2011 (véase gráfico 2). Este aumento ha sido generalizado por países, destacando México, Perú, Argentina y Colombia. La participación de las materias primas en el total de exportaciones de bienes ha pasado a ser mayoritaria en todos los países, excepto México, donde las manufacturas siguen constituyendo la principal base de sus exportaciones. Por productos, se observa una especialización en exportaciones de alimentos en Argentina y, en menor medida, Brasil; en petróleo, en Venezuela y Colombia; y en metales, en Chile y Perú. En Brasil, el aumento de las exportaciones de materias primas ha venido acompañado de una mayor variedad por productos, en línea con la diversidad de recursos naturales que posee el país.

Además de su importancia para la actividad y la generación de renta en estos países, las materias primas también desempeñan un papel relevante en la política fiscal. El aumento de la demanda y del precio de estos bienes ha supuesto un incremento muy considerable de los ingresos fiscales. Según datos del Banco Interamericano de Desarrollo², los ingresos fiscales procedentes de materias primas no renovables, en media del período 2005-2010, equivalían al 7,5 % del PIB y el 28 % de los ingresos fiscales de América Latina (véase gráfico 3), siendo en Venezuela, por ejemplo, el 12 % del PIB y el 46 % de los ingresos fiscales, y en México, el 6 % del PIB y el 27 % de los ingresos fiscales. Dada la elevada exposición general de las cuentas públicas a los precios de las materias primas, una eventual caída en su precio tendría un impacto significativo, limitando el margen fiscal de los países para aplicar políticas contracíclicas ante un final del superciclo; solo aquellos países con reglas fiscales bien definidas o que hayan conducido de forma prudente su política fiscal tendrían un margen más amplio de actuación.

De hecho, los principales canales por los que un *shock* de materias primas se transmite al conjunto de la economía son principalmente dos: el canal comercial y el impacto sobre las cuentas fis-

cales (además de posibles efectos confianza y sobre los flujos financieros). Para un país exportador neto, la caída de su precio implica un deterioro de la relación real de intercambio, una caída en las exportaciones, un deterioro de la balanza exterior y una depreciación de la moneda; el proceso de ajuste hacia el nuevo equilibrio implica una depreciación del tipo de cambio real que corregiría el deterioro del saldo exterior y la insuficiencia de la demanda interna. La caída del precio de las materias primas tiene también un efecto importante a través de la reducción de los ingresos fiscales, lo que da un especial protagonismo a la política monetaria, que puede convertirse en la principal herramienta de acción contracíclica. En cualquier caso, el aumento de la demanda mundial por el *shock* favorable de costes moderaría el impacto negativo.

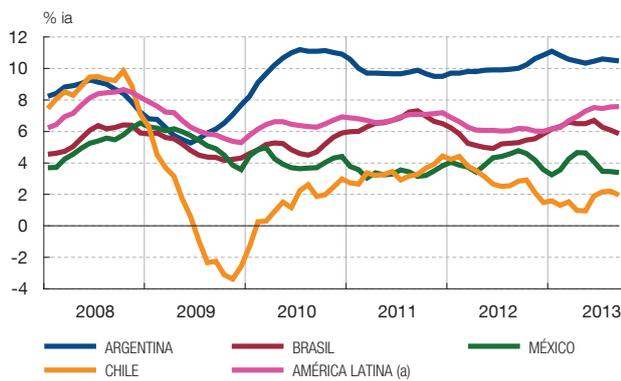
Un sencillo ejercicio de simulación utilizando un modelo global³ permite valorar las implicaciones económicas de un escenario de corrección generalizada de los precios de las materias primas en América Latina. En concreto se ha simulado una caída exógena permanente de precios del 20 % en términos nominales respecto a los niveles actuales, lo que supone una caída significativa pero no un escenario extremo. El ejercicio permite separar el efecto directo de esta perturbación, sin reacciones de política ni efectos globales, de la reacción de la política monetaria y el efecto inducido como consecuencia del *shock* positivo de oferta sobre la economía mundial. La suma de estos tres efectos determina el impacto total de la perturbación. Hay que señalar que no se tienen en cuenta ni el efecto derivado de la caída de los ingresos fiscales, que puede ser muy relevante bajo restricciones de acceso a financiación externa, ni el deterioro de la confianza de los agentes privados. Los resultados del ejercicio muestran que los efectos de la caída del precio de las materias primas son de reducida magnitud para América Latina en términos de crecimiento del PIB, y algo más significativos sobre el saldo exterior. El impacto directo supondría una reducción del crecimiento del PIB entre 2013 y 2015 de entre 2 y 3 décimas, en el conjunto de la región, aunque las políticas monetarias conseguirían limitar ese impacto hasta en una décima. Adicionalmente, los efectos inducidos por la reducción de costes a escala global —que reduce los precios y aumenta la renta mundial— podrían mitigar sustancialmente el impacto negativo sobre la actividad de las economías latinoamericanas. El impacto directo sobre las balanzas comerciales oscilaría entre 0,25 pp y 1 pp de PIB, en los tres años, aunque, considerando los efectos inducidos, el aumento de la demanda mundial situaría la caída del saldo comercial en cifras ligeramente inferiores.

La composición de las exportaciones de materias primas conllevaría diferencias en el impacto sobre cada economía. Aquí se ha supuesto una caída proporcional del precio de todas las materias primas, sin diferenciar por producto, pero el hecho de que algunas materias primas, como las agrícolas, puedan verse afectadas en menor medida por el posible final del superciclo supondría un impacto más asimétrico entre las distintas economías de América Latina.

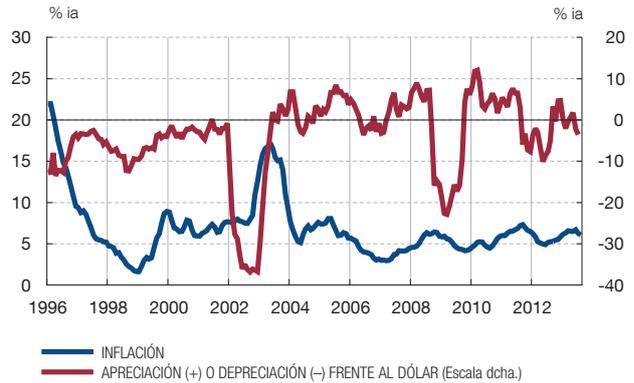
2 Banco Interamericano de Desarrollo (2013), *Recaudar no basta. Los impuestos como instrumento de desarrollo*.

3 En este caso, el modelo NIGEM.

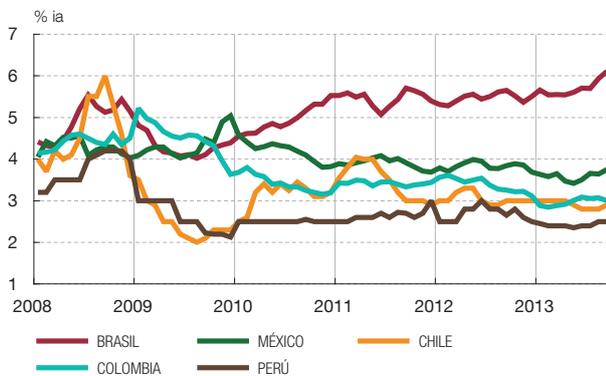
TASA DE INFLACIÓN



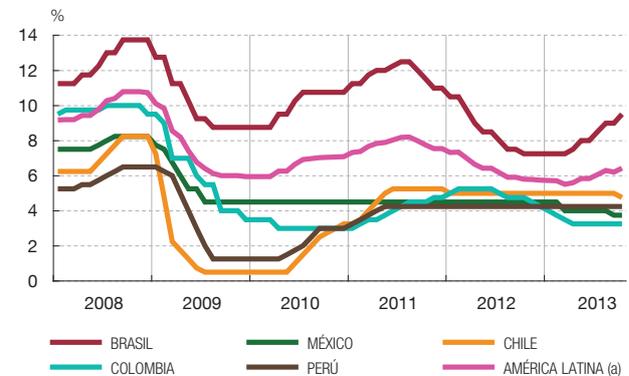
INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

la inflación en Venezuela (que sobrepasó el 46 % interanual) y, en menor medida, en Argentina (superior al 10 %, según la medición oficial). Entre los cinco países que mantienen objetivos de inflación, tan solo en Brasil se observaron tensiones, pues la inflación llegó a un máximo del 6,7 % interanual en junio, por encima del límite de la banda del banco central (6,5 %), iniciando posteriormente cierta corrección, hasta el 5,9 % en septiembre. En cambio, en los restantes países con objetivos de inflación, con la excepción de Perú, los precios al consumo registraron una tendencia al alza muy moderada, pero dentro de las bandas, y en algunos países como Chile o Colombia se mantuvieron en la parte baja del rango de objetivos (en torno al 2 % interanual).

Las perspectivas de inflación son inciertas. Por un lado, la desaceleración de la actividad debería mitigar las presiones de demanda que se observan en Brasil, Chile o incluso Perú. Por otro, la depreciación cambiaria acumulada en algunos países (principalmente Brasil) podría ser de suficiente entidad como para plantear algún riesgo al alza sobre los precios de los bienes comercializables, entre ellos los alimentos, aunque el *pass-through* se ha moderado apreciablemente en el transcurso de las últimas décadas (véase gráfico 9) y por el momento esos efectos solo son observables en los precios industriales. En este contexto, las expectativas de inflación se han mantenido sin grandes cambios en los seis últimos meses. Cabe destacar que en Brasil no se

País	2012			2013		2014
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,8	Sí	5,9	5,8	5,7
México	3 ± 1	3,6	Sí	3,4	3,6	3,9
Chile	3 ± 1	1,5	Sí	2,0	2,4	2,9
Colombia	3 ± 1	2,4	Sí	2,3	2,7	3,1
Perú	2 ± 1	2,6	Sí	2,8	3,0	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de septiembre de 2013 para final de año.

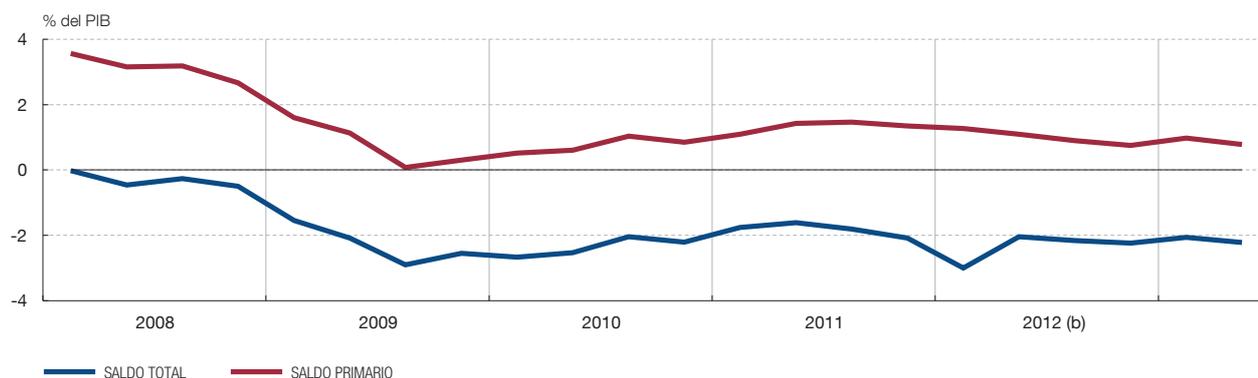
han moderado pese a la elevación de los tipos de interés oficiales (véanse cuadro 2 y gráfico 9).

Las respuestas de política monetaria y cambiaria de los distintos países en los seis últimos meses han sido diversas, en función de la intensidad de la depreciación de los tipos de cambio y de la situación de la inflación y la credibilidad del objetivo. En este sentido, en un extremo se situaría Brasil, donde la depreciación fue muy acusada y la inflación se ha mantenido por encima del objetivo de forma persistente durante los últimos tres años, de forma que las expectativas de inflación han registrado una deriva alcista gradual pero ininterrumpida. El banco central endureció significativamente su política monetaria, con cinco subidas de los tipos de interés oficiales entre abril y octubre, pese a que la recuperación de la economía es todavía incipiente (véase gráfico 9). En el extremo opuesto, en México la inflación subyacente alcanzó nuevos mínimos históricos, cercanos al 2,5 %, y el banco central bajó el tipo de interés oficial en 25 pb en septiembre, de manera inesperada, a pesar de la depreciación del tipo de cambio frente al dólar, de más del 10 % desde mayo a septiembre, y de sus mejores perspectivas de recuperación por la mejora de la economía estadounidense. También Chile recortó su tipo de interés oficial en 25 pb en octubre. Finalmente, ni Colombia ni Perú, con posiciones cíclicas diversas y diferentes grados de depreciación del tipo de cambio, modificaron sus tipos de interés de referencia, aunque sí indicaron una mayor predisposición a relajar sus políticas monetarias si fuera necesario, o utilizaron (como es el caso de Perú) la reducción del coeficiente de reservas bancarias.

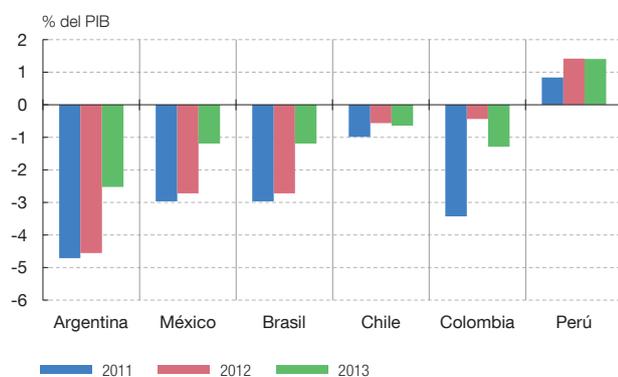
Frente a estas divergencias, un rasgo común ha sido la reacción de las políticas cambiarias: se ha tolerado una notable depreciación de los tipos de cambio en los momentos de tensión, aunque también se ha hecho uso de la intervención cambiaria para mitigar el riesgo de sobre-reacción (sobre todo en Brasil, pero también en Perú). Las reservas —medidas por casi cualquier métrica— son elevadas en los cinco países con objetivos de inflación (entre el 14 % y el 30 % del PIB), aunque en los últimos meses han tendido a reducirse en la mayoría de los casos, como consecuencia de las intervenciones, y las ratios de deuda externa a corto plazo sobre reservas, manejables. En el lado positivo, en muchos países la depreciación nominal acumulada corrige apreciaciones intensas y prolongadas, que habían erosionado la competitividad en ciertos casos. Por ello, es vista como un ajuste, en principio, benigno, que, si se mantuviera en términos efectivos reales, debería permitir una mejora a medio plazo de las balanzas corrientes.

En Argentina y Venezuela la inflación ha tenido un origen diferente y una dinámica más acentuada. La devaluación del bolívar venezolano a comienzos de año y los retrasos en la

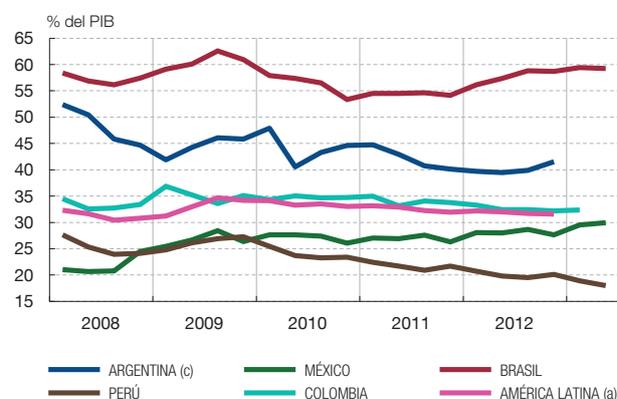
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



SALDO AJUSTADO DE CICLO



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, abril de 2013) y estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. En 2013, agregado sin Venezuela.
- c Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

entrega de divisas para importar, el aumento de las presiones cambiarias contra el peso argentino y una situación de dominación fiscal en ambos países contribuyen a explicar que la inflación se haya mantenido significativamente más elevada que en el resto. Desde el punto de vista de la vulnerabilidad exterior, las posiciones exteriores de estos dos países son relativamente sólidas, pues muestran un superávit o déficit corriente pequeño, pero esta posición externa se ha deteriorado en el último año y, además, las reservas son bajas en una comparación internacional, presentan una tendencia decreciente y, en el caso de Venezuela, la mayor parte de ellas son denominadas en oro.

En el ámbito de la política fiscal, las cuentas públicas muestran una desaceleración generalizada por el lado los ingresos en la mayoría de los países, asociada en unos casos al ciclo, como en Brasil y México, y en otros también a la caída del precio de las materias primas (como Chile, México o Perú). Los gastos, sin embargo, continuaron creciendo más que los ingresos. En el promedio de la región, el déficit presupuestario se mantuvo en el 2% y el superávit primario en el 1% del PIB regional (véase gráfico 11). En este contexto, en Brasil se anunció en el verano un ajuste del gasto del 0,2% del PIB, en un intento de cumplir con un objetivo de superávit primario del 2,3%, que ya había sido revisado a la

baja antes del verano hasta el 2,6 %. El Gobierno de México solicitó al Parlamento la ampliación del objetivo de déficit al 0,4 % en 2013, debido a la debilidad cíclica. En conjunto, los planes de consolidación fiscal trazados tras la crisis se retrasan y los presupuestos para 2014 no presentan cambios respecto a esta tendencia; en algún caso se esperan aumentos en los déficits públicos. De esta forma, la recomposición de los márgenes fiscales se está haciendo a un ritmo lento.

Comercio y reformas

En el ámbito de la integración comercial regional, los principales avances tuvieron lugar en la llamada «Alianza del Pacífico», conformada por México, Chile, Perú y Colombia, que a finales de agosto alcanzó un acuerdo sobre los plazos para eliminar el 100 % de los aranceles entre sus miembros, la mayor parte de ellos antes de finales de 2013. Además, Costa Rica se incorporó a este bloque comercial tras firmar un acuerdo de libre comercio con Colombia y tenerlo ya con los otros tres miembros restantes —condición necesaria para la integración—. En el mismo sentido, Panamá firmó un tratado con Colombia, e inició negociaciones para establecerlo con México. Colombia firmó otro acuerdo para liberalizar el comercio exterior con Israel, en una estrategia de búsqueda de nuevos mercados fuera de la región, mientras que Costa Rica y Panamá también lo hicieron con los países de la EFTA (Noruega, Suiza, Islandia y Liechtenstein). Por su parte, Chile amplió el acuerdo de acceso preferente con la India. En MERCOSUR no se produjo ningún avance en materia comercial, tema que no fue incluido en la agenda de la pasada cumbre de julio, en un contexto de suspensión de inversiones bilaterales y discrepancias entre los dos principales socios del bloque. Brasil solicitó una mayor flexibilidad a sus socios para acelerar las negociaciones con otros actores del comercio mundial, principalmente la Unión Europea, y a finales de septiembre anunció la retirada de los aranceles a 100 productos de importación aplicados el pasado año. Finalmente, Ecuador solicitó su adhesión a MERCOSUR, al que también se reintegró Paraguay, tras haber sido suspendida su presencia en 2011.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobaron las reformas del sector de las telecomunicaciones y del sector bancario, y se encuentran en proceso de tramitación parlamentaria dos de las propuestas más esperadas, la reforma del sector energético y la reforma fiscal, que cuentan con una mayor oposición que las anteriores. En Colombia se aprobó el Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE), que, entre otras medidas, amplía las ayudas al sector de la vivienda y reduce ciertos impuestos y aranceles, mientras que en Perú se anunció un paquete de medidas de reducción de trámites para iniciar proyectos y para la mejora de la financiación de pequeñas y medianas empresas con el fin de promover la inversión. Finalmente, en Argentina se suavizaron algunas de las reglas para la participación de inversores extranjeros en el sector petrolero.

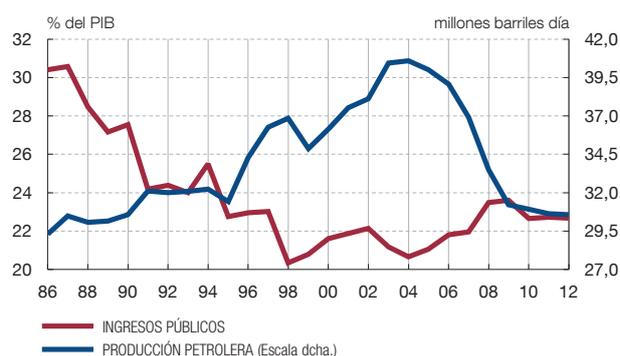
Evolución económica por países

En *Brasil*, la recuperación prosiguió a ritmo lento, si bien el PIB sorprendió favorablemente en el segundo trimestre al crecer un 1,5 % en tasa trimestral (3,3 % interanual), al contrario que en el primero, cuando creció un 0,6 % trimestral (1,9 % interanual), por debajo de lo esperado. Por componentes de demanda, el consumo privado se desaceleró, situándose en una tasa interanual del 2,3 % en el segundo trimestre, en un contexto de inflación elevada, moderación del crecimiento del crédito al consumo y un tono algo menos favorable del mercado laboral, ya que, aunque la tasa de paro se mantuvo en mínimos (5,3 % en agosto), tanto la creación de empleo como el incremento de los salarios reales se moderaron en el semestre. En cambio, la inversión, que venía contrayéndose durante varios trimestres, repuntó notablemente (hasta una tasa interanual del 9 % en el segundo trimestre). A pesar de ello, existen algunas dudas sobre en qué medida esta recuperación es fruto de la efectividad de las medidas de estímulo (reducción de impuestos, ayudas a la exportación o promoción del crédito dirigido) y también sobre su continuidad, en un

BRASIL. EVOLUCIÓN DE PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO



MÉXICO: INGRESOS PÚBLICOS Y PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO



FUENTE: Fuentes nacionales.

contexto de cierto endurecimiento en las condiciones de financiación y debilidad de los indicadores de confianza empresarial. La demanda externa mantuvo una notable aportación negativa en el conjunto del semestre, derivada principalmente de un comportamiento robusto de las importaciones, asociado a la recuperación de la inversión, mientras que las exportaciones se contrajeron con fuerza en el primer trimestre (caída del 5,7 % interanual), pero sorprendieron al alza en el segundo (incremento del 6,3 %). Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que la actividad podría desacelerarse en la segunda mitad del año.

La inflación aumentó en la primera mitad del año, hasta alcanzar el 6,7 % interanual en junio, por encima del límite superior de la banda objetivo, impulsada por *shocks* de oferta en los precios de los alimentos, la relativa estrechez del mercado de trabajo —la inflación de servicios se mantuvo por encima del 8 % interanual— y la depreciación previa de la moneda. No obstante, esta inflación hubiera podido ser más elevada sin algunos recortes impositivos y de los precios de productos regulados que se introdujeron en este período. Desde junio, la inflación ha comenzado un cierto ajuste (véase gráfico 11), a pesar de que el tipo de cambio se depreció casi un 20 % adicional frente al dólar entre mayo y agosto, en parte por la moderación de los precios de los alimentos y efectos base positivos, situándose en un 5,9 % interanual en septiembre. El crédito siguió mostrando tasas de crecimiento elevadas, del 16 % interanual en términos nominales, como consecuencia del aumento del segmento dirigido, en especial del otorgado a empresas, que compensó la notable moderación del crédito libre. En este contexto, el banco central elevó, entre abril y octubre, el tipo de interés oficial en un total de 225 pb, situándolo en el 9,50 %. La fuerte depreciación de la moneda ante la tendencia de salida de capitales desde mayo condujo a la retirada de la mayoría de medidas macroprudenciales y de control de capitales adoptadas anteriormente (el impuesto IOF sobre la inversión extranjera en renta fija, el impuesto del 1 % sobre los incrementos en las posiciones cortas en USD y los requisitos de reservas con respecto a las posiciones cortas en divisas en manos de los bancos locales). Además, el banco central anunció un amplio programa de subastas de dólares desde agosto a final de año, tras el cual, y con la estabilización de los mercados financieros emergentes, el tipo de cambio se ha recuperado significativamente.

Por otra parte, el déficit por cuenta corriente se amplió a lo largo del año, hasta alcanzar el 3,6 % del PIB en agosto, ante la fuerte caída del superávit de bienes y los crecientes déficits por servicios. Los flujos netos de inversión directa financian la mayor parte del déficit externo, pero, a diferencia de años previos, no su totalidad. En el ámbito fiscal, se

elevó el límite de gastos deducibles del objetivo de superávit primario, reduciéndose este al 2,3 % del PIB. Aún así, debido a la caída de los ingresos, se ha anunciado un recorte fiscal de pequeña magnitud, para cumplir con el objetivo del año. En el proyecto de presupuestos de 2014 se mantiene el objetivo de superávit primario en el 3,1 %, pero con gastos deducibles por inversiones por un 1 %, por lo que el superávit primario objetivo podría reducirse al 2,1 % del PIB.

En *México* la economía registró en el primer semestre un comportamiento peor del esperado, desacelerándose notablemente (1,5 % interanual en el segundo trimestre frente al 3,2 % en promedio del semestre previo). El menor dinamismo se apreció, especialmente, en el segundo trimestre, en el que el PIB cayó un 0,7 % trimestral, aunque este dato estuvo afectado por una revisión metodológica en la elaboración del PIB que incluye un cambio del año base (de 2003 a 2008) y otorga un mayor peso a las actividades de construcción y servicios inmobiliarios, que registraron un mal desempeño por un retroceso temporal en la inversión pública. En este sentido, el componente de la demanda que registró una mayor atonía fue la inversión, que descendió un 0,2 % en el conjunto del primer semestre por la caída de la inversión pública, aunque también por un menor crecimiento de la inversión privada. El consumo privado registró un avance del 3 % en el semestre, con un menor apoyo del crédito al consumo, el lastre que supone el mal comportamiento de las remesas (que se sitúan en niveles reales de 2004) y cierta desaceleración de la creación de empleo (en parte por efecto de la reforma laboral, que a largo plazo puede tener efectos beneficiosos, pero que por el momento ha supuesto un menor ritmo de aumento del empleo informal). Asimismo, la demanda externa tuvo una contribución nula pese a la desaceleración de las importaciones, pues las exportaciones mantuvieron un mal desempeño ante la caída de las petroleras y el crecimiento casi nulo de las manufactureras. Los datos de alta frecuencia apuntan a cierta reactivación de la economía. Así, se observó una mejoría de las exportaciones de manufacturas ante un mayor dinamismo de la demanda externa, especialmente de la procedente de Estados Unidos, e incluso un aumento de las ventas al por menor indicativo de cierta recuperación del consumo privado.

Por su parte, la inflación, tras alcanzar en abril un 4,6 % interanual como consecuencia del incremento en el componente de alimentos y de algunos bienes regulados (eliminación paulatina del subsidio a la gasolina), se moderó rápidamente al desvanecerse estos *shocks* transitorios, situándose en el 3,4 % en septiembre, dentro de la banda objetivo del banco central ($3\% \pm 1\%$). Además, la tasa subyacente ha permanecido en mínimos históricos (en torno al 2,5 %). En este contexto, el Banco Central redujo inesperadamente en septiembre el tipo de interés oficial en 25 pb, situándolo en el 3,75 %. En el plano fiscal, el déficit se mantuvo en el 0,5 % del PIB en el segundo trimestre del año, sin considerar la inversión de PEMEX, pero el descenso de los ingresos por la debilidad de la actividad llevó al Ejecutivo a solicitar al Parlamento una ampliación del déficit hasta el 0,4 % del PIB, frente al 0 % previsto. Para 2014 contempla en el presupuesto un déficit aún mayor, del 1,5 %, por el aumento en los gastos de inversión y de protección social. La balanza por cuenta corriente registró en el segundo trimestre un déficit del 1,7 % del PIB, mayor que en trimestres previos por el deterioro tanto del saldo comercial como de la balanza de rentas.

Finalmente, el impulso dado a las reformas por la actual Administración llevó a que dos agencias de *rating* mejoraran la calificación soberana del país, una aumentándola en un grado y otra mejorando las perspectivas de la misma. En este sentido, el objetivo de la reforma de las telecomunicaciones es aumentar la competencia y reducir los costes del sector, mientras la reforma financiera pretende mejorar los procesos de ejecución de garantías y de liquidación de entidades bancarias y potenciar la banca de desarrollo.

Estimaciones del Banco de México cifran el aumento del PIB potencial como consecuencia de esta última reforma en torno a 1,5 pp en el horizonte de los próximos tres años. Por su parte, la reforma energética, que pretende elevar la producción de crudo en un contexto de caída a niveles de 1998 (véase gráfico 11), permitiría el acceso del sector privado a determinadas actividades de exploración y extracción de crudo, reservando la propiedad del recurso natural al Estado. La reforma fiscal armonizaría los tipos impositivos del IVA entre distintos sectores de actividad, sin ampliar las bases impositivas, además de eliminar deducciones fiscales y elevar las tarifas máximas del impuesto sobre la renta. Se estima que todo ello podría elevar la recaudación en 1,4 pp de PIB a partir de 2014 en un contexto de caída de los ingresos públicos (véase gráfico 11). En la reforma fiscal se incluye también la aplicación, a partir del año que viene, de una regla fiscal estructural que permite desviaciones del equilibrio en momentos en los que el PIB crece por debajo de su tendencia, como sería el caso en 2014, y que aplique un techo al gasto corriente en situaciones de crecimiento por encima de la tendencia, frente a la actual regla de déficit cero para cada año.

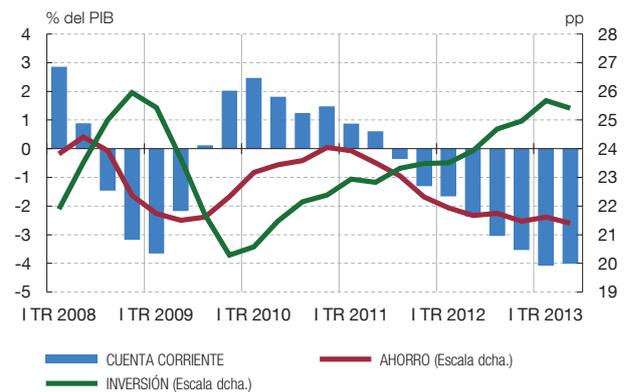
La actividad en *Argentina*, tras la fuerte desaceleración del año pasado, mostró según cifras oficiales un apreciable repunte en la primera mitad de 2013, creciendo el PIB un 8,3 % interanual en el segundo trimestre tras el 3 % del primero. La recuperación puede estar sesgada al alza por factores estacionales (una producción agrícola importante) y por el mejor comportamiento del sector automotriz. Por componentes de demanda, el consumo se mantuvo como el principal motor del crecimiento favorecido por políticas públicas (fuerte aumento de subvenciones a hogares de baja renta) y por el aumento del crédito al sector privado (en torno al 30 % interanual en términos nominales), al tiempo que el mercado laboral mantuvo una solidez importante (la tasa de desempleo disminuyó al 7,2 %). Además, se ha producido una notable mejoría de la inversión, especialmente en el componente de bienes de equipo, gracias a la suavización *de facto* de algunas restricciones a la importación y a medidas administrativas que canalizaron el ahorro hacia la inversión. Por el contrario, al reactivarse las importaciones (21,3 %), la contribución de la demanda externa se volvió muy negativa (-1,9 pp en el primer trimestre y -2,2 pp en el segundo).

En paralelo a esta reactivación, la inflación oficial ha aumentado hasta el 10,5 % en septiembre, a pesar de una congelación temporal de los precios de los alimentos; el déficit primario se ha situado en un 0,2 % del PIB (pero en un 2 % si se corrige por las transferencias del Banco Central y los fondos de pensiones), y el déficit corriente, en un 0,3 % del PIB. Las reservas internacionales han disminuido en lo que va de año en más de 8 mm de dólares, situándose en torno a 35 mm de dólares como consecuencia de una caída de los depósitos en dólares, el creciente déficit energético y una aparente pérdida de eficacia de los controles de capital (que se endurecieron para el turismo). Así, fue anunciada una amnistía fiscal con el objetivo de aumentar la entrada de dólares en la economía. La prima entre el tipo de cambio oficial y el paralelo alcanzó un 100 % a finales de abril (véase gráfico 12), pero en los últimos meses se ha logrado cierta reducción (hasta el 60 %) por medio de un aumento de las tasas de interés en pesos (la tasa Badlar pasó del 14 % anual en marzo al 19,5 % en la actualidad) y un mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial (en el último mes a una tasa anualizada del 30 %, situándose en 5,80 pesos por dólar). Los indicadores de coyuntura más recientes muestran una moderación en el ritmo de expansión de la economía, si bien una política fiscal más laxa antes de las elecciones legislativas de octubre mantiene cierto impulso. El índice bursátil subió en el semestre más de un 40 %, al actuar como refugio en un contexto de elevada inflación e incertidumbre cambiaria.

ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



CHILE: CUENTA CORRIENTE



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

Por su parte, el nivel del EMBI y de los CDS se mantuvo muy alto y volátil, pero descendió algo en el semestre, influido por el hecho de que, aunque la Cámara de Apelaciones de Nueva York ratificó la sentencia que obliga al país a pagar a los fondos demandantes que no admitieron el canje de deuda, de momento el fallo queda en suspenso ante posibles apelaciones. Argentina ha venido manteniendo una posición contraria a pagar a los *holdouts*, por lo que, de hacerse efectiva la sentencia, existiría el riesgo de impago técnico, al retenerse los pagos a los bonistas que aceptaron el canje para resarcir también a los fondos litigantes. El Gobierno argentino reaccionó a la sentencia anunciando por tercera vez la reapertura del canje de deuda para los *holdouts* en las mismas condiciones que en 2010, buscando reducir los argumentos para una sentencia negativa y abriendo la opción a los acreedores con títulos bajo leyes externas de que los cambien voluntariamente a jurisdicción doméstica. En principio, las apelaciones hechas por Argentina permiten aplazar el problema, pero si la sentencia se hace firme el canje de cambio de jurisdicción puede ser difícil. Por ello, S&P volvió a reducir la calificación de los bonos argentinos hasta CCC+.

El ritmo de crecimiento de la economía en Chile experimentó durante el primer semestre de 2013 una moderación superior a la esperada, aunque en tasas todavía muy sólidas. Así, en tasa trimestral, el PIB se expandió un 0,8 % el primer trimestre y un 0,5 % el segundo, y en tasa interanual un 4,5 % y un 4,1 %, respectivamente. La demanda interna, tras mostrar un comportamiento muy robusto en trimestres previos, registró una notable corrección (5,8 % interanual en el segundo trimestre frente a 8 % con el que terminó 2012) por la evolución de la inversión (que se moderó debido a la maduración del ciclo de inversiones mineras en un contexto de menor precio del cobre), aunque en el segundo trimestre también por el comportamiento de las existencias. Sin embargo, el consumo privado mantuvo su dinamismo (7 % interanual en el segundo trimestre) apoyado por las favorables condiciones laborales (tasa de desempleo del 5,7 % en agosto y salarios reales creciendo un 4 %, aunque recientemente se ha moderado la creación de empleo asalariado). Al mantener las importaciones también una elevada expansión, la aportación de la demanda externa fue negativa, aunque menos en el segundo trimestre que en el primero (-0,8 pp frente a -2,8 pp), en parte también como consecuencia de un repunte en las exportaciones mineras tras problemas de oferta previos. El superávit comercial ha caído casi un 65 % en el acumulado del año hasta septiembre, fruto de un aumento de las exportaciones del 1,1 % interanual y de las importaciones del 4,2 %, lo que ha ampliado el déficit por

cuenta corriente hasta el 4 % del PIB (véase gráfico 12), pese a una menor remisión de rentas mineras al exterior.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el consumo podría experimentar cierto ajuste, lo que se vería favorecido por unas condiciones crediticias más restrictivas y la reciente depreciación del peso (5 % respecto al dólar desde mayo), aunque la economía en conjunto parece estabilizarse. La inflación ha evolucionado de acuerdo con lo esperado, experimentando cierto repunte al diluirse algunos factores transitorios que la impulsaron a la baja (precio de la energía y comportamiento de los precios de bienes comerciales). Aún así, en septiembre se situó en el 2 % interanual, dentro del rango objetivo, y la subyacente se mantiene por debajo del 1,5 %. En este contexto, el banco central ha reducido la tasa de interés oficial hasta el 4,75 % en octubre ante el buen comportamiento de la inflación y la esperada moderación del consumo privado. En el plano fiscal, los menores ingresos anticipan un déficit próximo al 1 % del PIB para 2013.

En *Colombia*, tras la fuerte moderación de 2012, la actividad mantuvo un tono débil en el primer trimestre (2,7 % interanual), pero se recuperó sensiblemente en el segundo (4,2 % interanual). La contribución de la demanda interna fue superior a 3 pp en el conjunto del semestre, siendo principalmente la mejoría de la demanda externa, con una aportación de 0,9 pp, la que explica la recuperación en el segundo trimestre. El consumo privado también repuntó fuertemente (4,4 % interanual), apoyado en la reducción progresiva de la tasa de desempleo (9,9 % en julio), aunque el ritmo de creación de empleo se ha moderado. Por su parte, aunque la inversión creció menos en el segundo trimestre (4,2 % frente a 6,1 %), fue por un efecto base desfavorable y por la desacumulación de existencias. Así, mientras la inversión en obras civiles mantuvo un elevado dinamismo, la inversión no residencial evidenció cierta recuperación. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a la prolongación de este tono favorable. La inflación, que sorprendió a la baja en el primer trimestre por *shocks* transitorios en alimentos y precios regulados, ha iniciado posteriormente una senda ascendente, aunque en niveles reducidos (2,3 % interanual en septiembre). Además, la reciente depreciación (6 % respecto al dólar en términos anuales) parece estar teniendo una limitada transmisión a la inflación, permaneciendo las expectativas de inflación ancladas. En este contexto, el banco central ha mantenido la tasa de interés oficial en el 3,25 %. Asimismo, pese a la depreciación del peso, se mantuvo el programa de compra de dólares, aunque se ha reducido su cuantía para el período entre octubre y diciembre del presente año y se paralizó una propuesta de reforma que busca aumentar el nivel mínimo de activos en el extranjero de los fondos de pensiones nacionales. El déficit del Gobierno central está ampliándose ligeramente respecto al 1,9 % de 2012 como consecuencia de un menor dinamismo de la recaudación tributaria. Además, en abril se presentó un plan de estímulo económico, que incluye reducción de impuestos tanto al sector industrial como al agrícola y la ampliación hasta dos años más de la exención de aranceles a algunas importaciones. En el ámbito del sector externo, el déficit por cuenta corriente aumentó hasta el 3,2 % del PIB en el primer semestre reflejo del menor superávit comercial. Por último, S&P mejoró la calificación soberana a largo plazo en moneda extranjera de Colombia, situándola en BBB.

En *Perú*, si bien la economía mantiene un elevado dinamismo, se ha producido cierta desaceleración a lo largo del año. Así, en el segundo trimestre el PIB aumentó un 1,1 % en tasa trimestral (por debajo del 1,5 % registrado en el primero) y un 5,6 % en tasa interanual. El crecimiento se apoyó en la inversión y el consumo público (12,1 % y 8,5 % interanual, respectivamente, en el segundo trimestre). El consumo privado ha continuado cierto ajuste (5,3 % frente al 5,8 % del conjunto de 2012) en un contexto en el que merca-

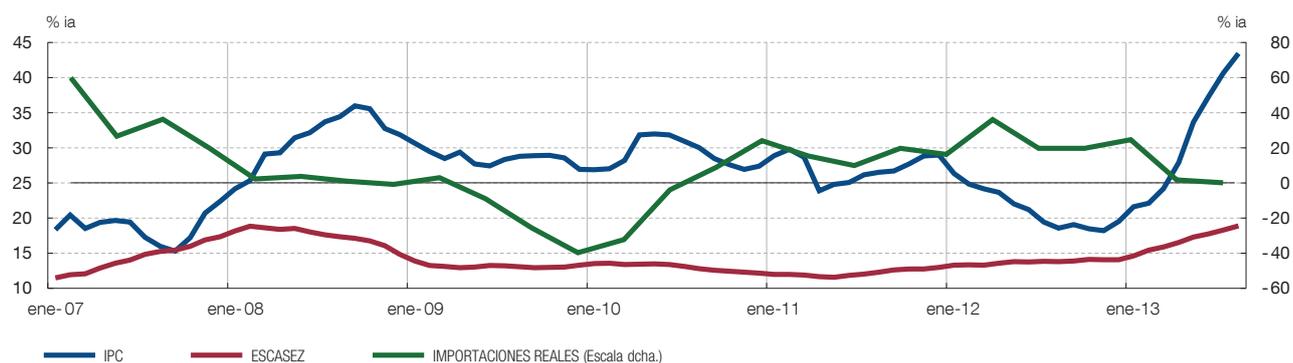
do laboral se mantiene fuerte (tasa de desempleo en mínimos históricos del 6 % y aumento de salarios reales del 3 %), pero el crédito al consumo se ha moderado notablemente. Una cierta desaceleración de las importaciones no ha compensado la moderación de las exportaciones, especialmente en el primer trimestre, con lo que la aportación de la demanda externa fue negativa (-3,8 pp en el primer trimestre y -1,1 pp en el segundo). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que se mantendría una desaceleración gradual. El déficit de la cuenta corriente aumentó en el segundo trimestre al 5 % del PIB debido a la fuerte reducción del superávit comercial.

Por su parte, la inflación se situó en un 2,8 % en septiembre, por encima del límite superior del intervalo objetivo del banco central (2 % +/- 1 pp), debido en parte a *shocks* temporales de oferta. La inflación sin energía y alimentos se ha mantenido dentro del rango meta y las expectativas de largo plazo siguen ancladas. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,25 %, nivel que está vigente desde mayo de 2011, pero en cambio gestionó activamente las políticas macroprudenciales ante la depreciación de la moneda (un 7,6 % anual) y las turbulencias externas, revirtiendo parcialmente desde mayo los altos niveles de los coeficientes de reserva bancarios. Además, a partir de julio intensificó sus intervenciones en el mercado de cambios una vez consideró que se había corregido la sobrevaloración inicial de la moneda y que la depreciación podía ser excesiva. Por el lado fiscal, el sector público no financiero alcanzó en el segundo trimestre un superávit primario equivalente al 1,8 % del PIB, menor que el de trimestres previos por cierta moderación del incremento de los ingresos corrientes y un alto nivel de gasto, especialmente por los aumentos salariales del empleo público. Finalmente, S&P mejoró el *rating* soberano a largo plazo en moneda extranjera de Perú, situándolo en BBB+.

La economía de *Venezuela* registró una notable desaceleración en el primer semestre, más acusada en el primer trimestre (tras crecer el 5,6 % interanual en 2012, lo hizo un 0,5 % en el primer trimestre y un 2,6 % en el segundo). El principal factor detrás de este debilitamiento de la actividad fue el comportamiento de la inversión (-2,9 % en el segundo trimestre frente al 23,3 % de 2012) asociado a la paralización de la inversión pública después del primer trimestre y a las dificultades de las empresas para el acceso a la financiación en dólares. Además, las exportaciones en volumen volvieron a registrar tasas interanuales negativas, de modo que acumulan un descenso de un 35 % respecto al nivel de hace diez años. Por su parte, el consumo privado se mantuvo como el componente más dinámico (creciendo un 5,5 % en el segundo trimestre), aunque tendiendo a desacelerarse en un contexto de fuerte incremento de la inflación a lo largo del año (46,2 % interanual en septiembre), especialmente en el componente de alimentos, al tiempo que el indicador de desabastecimiento alcanzaba niveles máximos. El repunte de la inflación está causado por la devaluación del pasado mes de febrero, la escasez de divisas para importar —en este sentido es significativo que las importaciones, tras aumentar más de un 25 % en términos reales en 2012, hayan ascendido tan solo un 0,1 % en el segundo trimestre, lastradas por la fuerte caída de las importaciones privadas (-12 %), en especial de bienes intermedios— y el incremento del tipo de cambio paralelo. En julio comenzó a operar el nuevo sistema de subasta de dólares (SICAD), que parece no ser suficiente para cubrir la demanda de importaciones, y por ello el Gobierno ha anunciado que creará un tercer mercado oficial de divisas.

Las cuentas públicas cerraron el año 2012 con un fuerte incremento de déficit de la Administración central, que se situó en el 4,8 % del PIB, y del déficit público (que sería notablemente mayor por el déficit de otros organismos paraestatales). Aunque la devaluación de febrero restó algo de presión por el aumento de los ingresos públicos en moneda local, el

INFLACIÓN, ESCASEZ E IMPORTACIONES



FUENTE: Banco Central de Venezuela.

déficit sigue siendo muy elevado. Además, el superávit por cuenta corriente se situó en el segundo trimestre en el 1,5 % del PIB en términos anualizados, por debajo del 2,9 % de 2012, debido al menor superávit comercial, como consecuencia tanto de la caída del volumen de exportaciones como del descenso del precio del petróleo, dado que más del 96 % de las ventas al exterior son de esta materia prima, algunas de ellas a precios muy por debajo del mercado por los acuerdos preferenciales firmados por el Ejecutivo con países de la región o con China. Las reservas disminuyeron en el semestre en cerca de 3,2 mm de dólares, y la mayor parte de ellas están materializadas en oro.

14.10.2013.

Este artículo ha sido elaborado por Daniel Garrote, Pedro del Río, Teresa Sastre y Eva Valdeolivas, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Los países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) experimentaron un *boom* económico muy intenso desde principios del presente milenio, en el contexto de su proceso de incorporación a la UE —que se produjo en 2004—, hasta que la crisis financiera global frenó en seco su crecimiento en 2008 y provocó un profundo ajuste económico. Durante los años anteriores a la crisis, estos países registraron tasas de crecimiento del PIB muy elevadas, que les permitieron avanzar en su proceso de convergencia con la UE. No obstante, este crecimiento vino acompañado de la generación de una serie de desequilibrios macroeconómicos y financieros, que incrementaron su vulnerabilidad ante *shocks* externos, haciendo insostenible ese modelo de crecimiento.

Un elemento común a los tres países bálticos durante todo ese período ha sido la presencia de regímenes de tipo de cambio fijo. La fijación del tipo de cambio no solo pudo contribuir a la acumulación de desequilibrios antes de la crisis¹, sino también a que su mantenimiento posterior les obligara a corregir sus desequilibrios mediante procesos de devaluación interna, es decir, vía reducción de precios y salarios relativos, e intensos ajustes fiscales. Esta estrategia ocasionó inicialmente una caída abrupta de la actividad, de la que las economías bálticas han logrado recuperarse con rapidez; actualmente registran las tasas de crecimiento más elevadas de la UE, y los desequilibrios fiscales y por cuenta corriente han tendido a corregirse. De hecho, de estos países, uno ha adoptado el euro y otro está a punto de hacerlo: Estonia, en 2011, y Letonia, en enero de 2014.

Este artículo analiza el proceso de ajuste de las economías bálticas mediante la estrategia de reducción de precios y salarios relativos. Empieza con una breve descripción de los intensos episodios de expansión y ajuste económico —*boom and bust*— mencionados antes, y sigue con una discusión sobre los condicionantes económicos y políticos que les llevaron a la decisión de no devaluar el tipo de cambio. Continúa con un análisis detallado de los diferentes elementos del ajuste, en los ámbitos fiscal, salarial y de precios, así como de saneamiento de los balances del sector privado, financiero y no financiero. Finalmente, evalúa el éxito de esta estrategia de ajuste, teniendo en cuenta los aspectos específicos de los países bálticos.

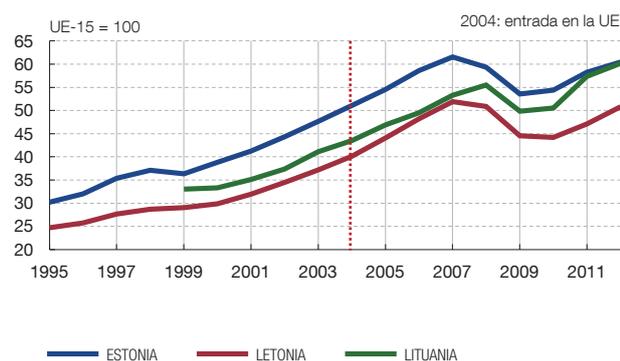
Episodios *boom-bust* en los países bálticos

Los países bálticos iniciaron una etapa de crecimiento económico muy intenso en la década previa a la crisis, fruto no solo de las transformaciones estructurales propias de los países en transición, sino también de unas condiciones financieras muy laxas, consecuencia, en buena medida, de las fuertes entradas de capitales extranjeros. Así, el PIB per cápita de estos países, que representaba un 30 % del promedio de la UE-15 en 1995, alcanzó algo más del 50 % en 2007, el año previo a la crisis financiera global (véase gráfico 1). En particular, tras su incorporación a la UE en 2004, la actividad económica avanzó a un ritmo que excedía el crecimiento potencial —con tasas que superaron el 10 % en varios años—, impulsada, fundamentalmente, por la demanda interna (véase gráfico 1).

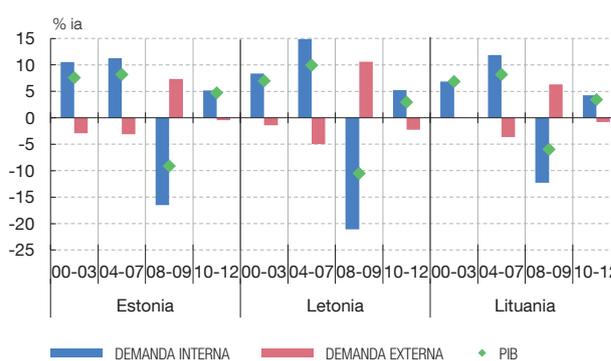
La intensa fase expansiva, de *boom* económico, se vio propiciada por las expectativas de mayor crecimiento, en el contexto de integración en la Unión Europea, el notable descenso

¹ Véase Alberola *et al.* (2012).

EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA



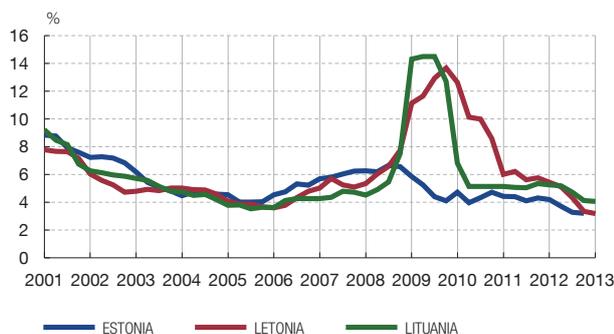
PIB: COMPONENTES DE DEMANDA



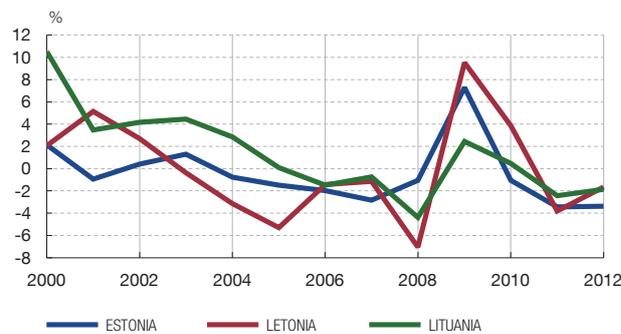
FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

TIPOS DE INTERÉS NOMINALES Y REALES

TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO



TIPO DE INTERÉS REAL A CORTO PLAZO

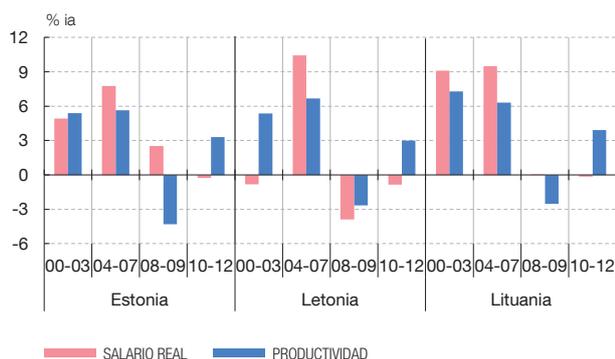


FUENTES: AMECO, Bloomberg y Eurostat.

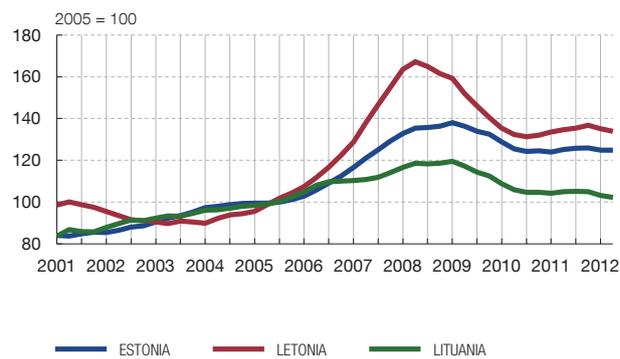
de los tipos de interés a corto y largo plazo (véase gráfico 2) —que llegaron a ser negativos, en términos reales, en los años más álgidos del *boom*—, y un incremento del precio de los activos residenciales y del endeudamiento del sector privado, favorecido por los flujos de capitales provenientes del exterior.

Las presiones de demanda que soportaron estas economías dieron lugar, en un contexto de tipos de cambio fijos (Estonia y Lituania mantenían un *currency board* frente al euro, y Letonia un tipo de cambio fijo con el euro, con una banda de fluctuación del $\pm 1\%$), a una aceleración de los precios y los salarios nominales, que se retroalimentaron unos a otros. El crecimiento de la remuneración media por trabajador aumentó de forma continua hasta 2007 —alcanzando un 35% en Letonia, más de un 20% en Estonia y un 15% en Lituania—, por encima de la inflación, de modo que los salarios reales crecieron a un ritmo muy elevado en el período 2004-2007 (7%-9% anual), más allá de lo que vendría explicado por el crecimiento de la productividad (véase gráfico 3). El crecimiento superior de los salarios al de la productividad, en un contexto de fuerte presión de demanda, dio lugar a un crecimiento de los costes laborales unitarios superior al de sus socios comerciales de la Unión Europea (véase gráfico 3). La consiguiente apreciación del tipo de cambio real supuso un notable deterioro de la competitividad-precio, que fue especialmente intenso en Letonia.

SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (a)

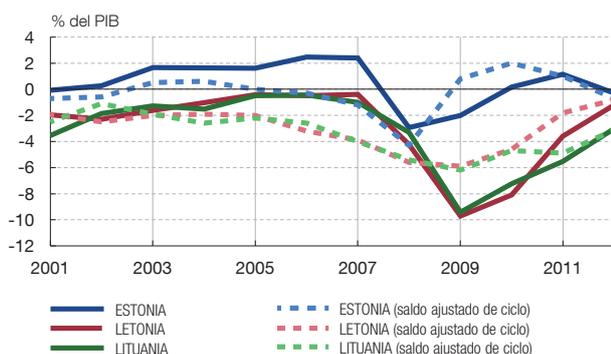


FUENTES: AMECO y Eurostat.

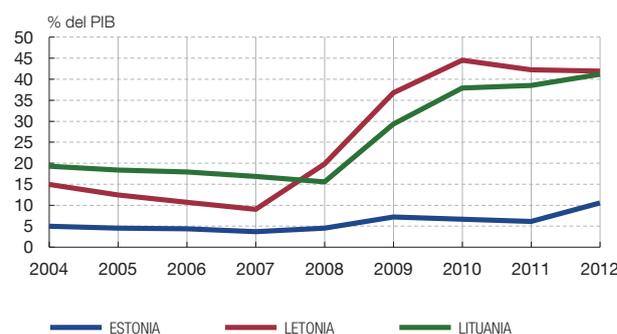
a Calculado con costes laborales unitarios frente a un conjunto de 36 países relevantes en el comercio mundial.

EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



DEUDA PÚBLICA

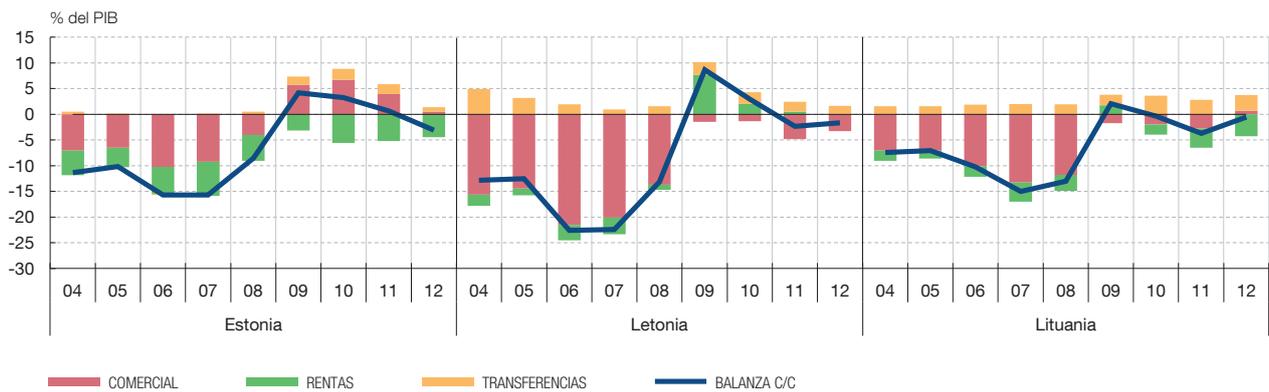


FUENTES: AMECO y Fondo Monetario Internacional.

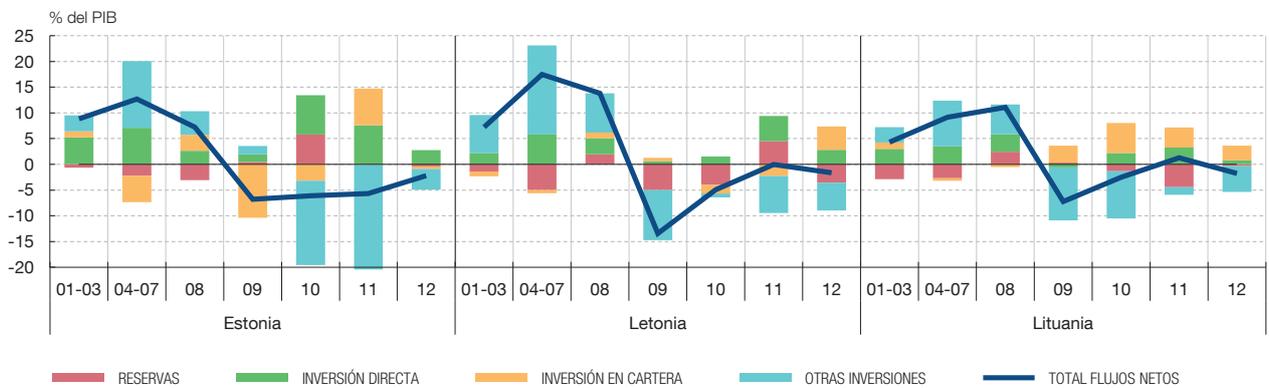
A pesar de los indicios de sobrecalentamiento, las políticas macroeconómicas adoptaron un carácter procíclico. La política monetaria estaba supeditada al mantenimiento de los tipos de cambio fijos, de modo que los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron alineados con los tipos del área del euro. La posición de las finanzas públicas, por su parte, era aparentemente saneada hasta el comienzo de la crisis, con un déficit muy reducido en Letonia y Lituania, y una posición de superávit en Estonia (véase gráfico 4). Sin embargo, esta evolución ocultaba serios desequilibrios y los saldos estructurales —que excluyen el efecto de los factores cíclicos de la actividad sobre las cuentas públicas— registraron un progresivo deterioro.

El rápido crecimiento vino acompañado de la generación de otros desequilibrios macroeconómicos y financieros. Así, los déficits por cuenta corriente alcanzaron en los años previos a la crisis unos niveles del 15 %-20 % del PIB (véase gráfico 5), reflejo de las necesidades de financiación externa del sector privado. En los años previos a la incorporación a la UE, la financiación provino de entradas de capital en forma de inversión directa extranjera, pero desde 2004 los flujos de capital pasaron a ser, mayoritariamente, préstamos de instituciones financieras de la UE, con presencia de filiales bancarias en estos

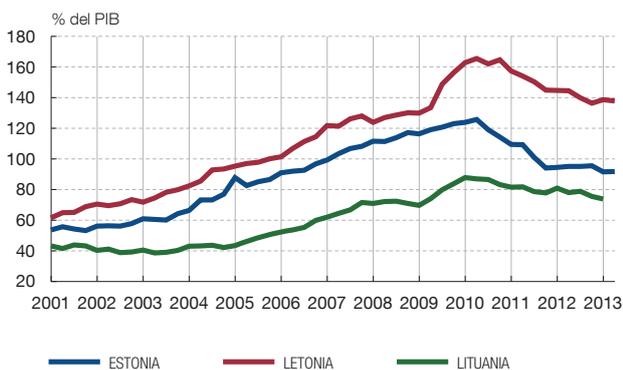
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



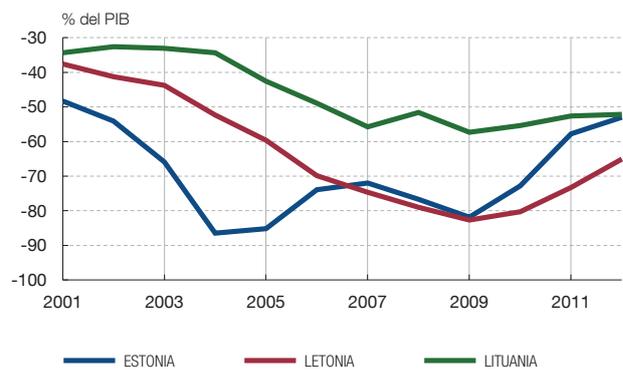
CUENTA FINANCIERA



DEUDA EXTERNA



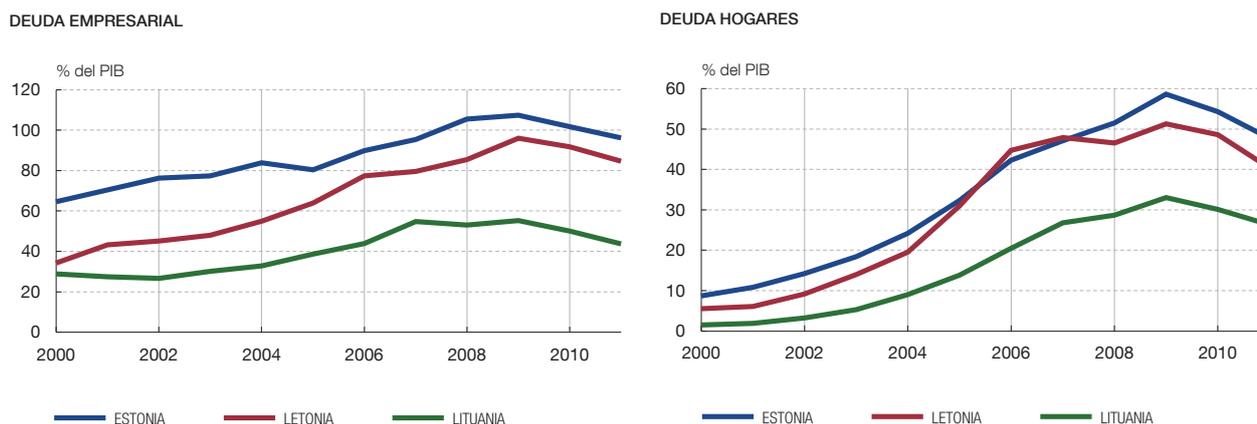
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTES: AMECO, Datastream, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

países (véase gráfico 5). La persistencia de un volumen importante de entradas de capital durante ese período originó un aumento muy notable de la deuda externa y de la posición deudora neta de estos países (véase gráfico 5).

La mayor parte de las entradas de capital se canalizó hacia el mercado interno en forma de préstamos al sector privado, que incrementó notablemente su endeudamiento (véase



FUENTE: Eurostat.

gráfico 6). El sector más endeudado fue el empresarial (en el entorno del 100 % del PIB en Estonia y en Letonia), mientras que los hogares, que partían de un volumen muy reducido de endeudamiento (inferior al 10 % del PIB en el año 2000), experimentaron un aumento muy acusado de su deuda, hasta situarla en el 50 %-60 % del PIB. Además, el mantenimiento de tipos de cambio fijos con el euro y la progresiva integración en los mercados financieros europeos contribuyeron a la extensión de la financiación en moneda extranjera —fundamentalmente, en euros—, una práctica muy común y característica de estos países (representa cerca del 90 % del crédito al sector privado).

Estos desequilibrios y vulnerabilidades hacían difícilmente sostenible el patrón de crecimiento de las economías bálticas. De hecho, a partir de 2007 los bancos que operaban en estos países se propusieron reducir de manera controlada el excesivo crecimiento del crédito, con el fin de moderar las vulnerabilidades asociadas a su elevado grado de exposición en estas economías. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la revisión a la baja de las expectativas de revalorización de los activos residenciales contribuyeron a una desaceleración intensa de la demanda interna, ya antes del desencadenamiento de la crisis financiera global.

Las turbulencias financieras posteriores, asociadas a la crisis de Lehman Brothers, afectaron de modo generalizado a la economía global, pero mucho más significativamente a las economías más dependientes de la financiación externa, como era el caso de los tres países bálticos, que en un breve lapso de tiempo registraron una abrupta retirada de capitales, de magnitud similar a las entradas previas (véase gráfico 5), y un incremento brusco de los costes de financiación (véase gráfico 2). Este proceso se concentró en la financiación procedente de las entidades bancarias, recogida en la partida de otras inversiones. El caso de Letonia fue el más paradigmático, y acabó traducéndose en una crisis de balanza de pagos que le obligó a pedir ayuda financiera al FMI, a la CE y a otros prestamistas en diciembre de 2008. En este contexto, los agentes privados iniciaron un proceso de desapalancamiento (véase gráfico 6), mientras que la posición fiscal mostró un rápido deterioro (véase gráfico 4), como consecuencia de la caída de los ingresos y del aumento del gasto público. En conjunto, el incremento de las necesidades de financiación del sector público fue muy inferior a la mejora de la capacidad de financiación del sector privado, de modo que el saldo de la balanza por cuenta corriente mejoró notablemente en las tres economías, situándose en una posición de superávit de entre el 5 % y el 10 % del PIB en 2009 (véase gráfico 5).

La elección de un ajuste sin devaluación del tipo de cambio

Los efectos sobre la actividad fueron muy acusados: entre los años 2008 y 2009, el PIB se contrajo un 20 % en Letonia, un 17 % en Estonia y un 14 % en Lituania (véase gráfico 1). A este retroceso contribuyeron tanto la demanda externa, afectada por el colapso del comercio mundial, como la demanda interna, muy deprimida por la fuerte corrección del crédito, el aumento de los tipos de interés reales, la caída del precio de los activos, el deterioro de la confianza y el proceso de consolidación fiscal que se inició en estos países. El ajuste fue generalizado, aunque afectó especialmente al sector de la construcción (caída del 50 % anual en Letonia y Lituania, y de un 40 % en Estonia), que también había experimentado un incremento excesivo en la etapa previa a la crisis.

Pese a la recomendación inicial de algunos organismos internacionales, como el FMI, y de varios académicos², de devaluar sus monedas, las autoridades de los países bálticos adoptaron una postura firme de mantener la paridad de su tipo de cambio frente al euro, optando por llevar a cabo un ajuste a través de una devaluación interna, consistente en la reducción de precios y costes relativos, acompañada de una decidida consolidación fiscal. La elección de una estrategia de este tipo estuvo motivada por aspectos tanto económicos como políticos, varios de los cuales responden a factores idiosincrásicos de estas economías³.

La razón fundamental de esta resistencia a la devaluación es que el balance entre costes y beneficios económicos era incierto. En términos de costes, el elevado peso de los pasivos en moneda extranjera en el balance de los agentes habría incrementado sustancialmente —en caso de devaluar el tipo de cambio— el volumen y la carga financiera de los pasivos del sector privado, con un gran riesgo de desestabilización del sistema financiero. En términos de beneficios, las ganancias de competitividad que reportaría una devaluación serían notablemente mermadas por el incremento de los costes de producción, dado el alto contenido importador de la producción y de las exportaciones. Además, ante la debilidad de la demanda mundial en 2008-2009 y, en particular, de importantes socios comerciales de estas economías, las autoridades no esperaban una aportación demasiado positiva de las exportaciones.

Otro aspecto fundamental, y específico de estas economías, era su objetivo de acceder al área del euro en un horizonte más o menos cercano, lo que suponía un fuerte incentivo para evitar la devaluación cambiaria. Desde su separación de la extinta Unión Soviética, los países bálticos habían usado la paridad con el dólar (en los noventa) y con el euro (posteriormente) como forma de anclar las expectativas de inflación. Por ello, las autoridades temían que si procedían a devaluar se produjera una pérdida de credibilidad internacional, que podía dar lugar a una fuga de depósitos y a una desestabilización macroeconómica. Además, la experiencia positiva con los regímenes de tipo de cambio fijo en la lucha contra la hiperinflación, en el momento de la transición, y en el control posterior de la inflación, así como la práctica inexperiencia en el manejo de una política monetaria autónoma e independiente, incrementaba la resistencia a modificar el régimen monetario y de tipo de cambio.

Por otro lado, el intenso ajuste interno era, en gran medida, inevitable, dado el escaso margen de las políticas macroeconómicas. La rápida salida de capitales y las dificultades para obtener fondos en los mercados internacionales impedían financiar una expansión fiscal contracíclica, y el objetivo de incorporación a la zona del euro, al que los Gobiernos

2 Véanse Krugman (2008), Blanchard (2012) y Rodrik (2012).

3 Véase Rimšēvičs (2012).

bálticos no deseaban renunciar, dejaban muy escaso margen de actuación a la política monetaria. Asimismo, en estas economías, una política de devaluación interna parecía factible, dadas las características estructurales de sus mercados de trabajo, caracterizados por el alto porcentaje de las retribuciones variables (bonus y horas extraordinarias), el bajo grado de sindicalización, los reducidos costes de despido o los contratos laborales de derecho privado en la Administración Pública, factores que favorecían la realización de ajustes de empleo y de salarios⁴. Las experiencias históricas anteriores, como la tumultuosa transición desde un estado de planificación central, en los años noventa, y varias crisis profundas —de las cuales estas economías emergieron satisfactoriamente— favorecían el apoyo ciudadano al proceso de devaluación interna, de forma que no se produjeron tensiones sociales ni políticas graves⁵, lo que ha sido identificado como un determinante del éxito de la estrategia adoptada⁶.

Pese a algunas reticencias iniciales, los organismos internacionales acabaron apoyando las estrategias de estos países, tanto por los argumentos que se han señalado como por el riesgo de contagio que una devaluación podía tener sobre otras economías de la región. Adicionalmente, la devaluación hubiera supuesto unas pérdidas significativas para los bancos nórdicos que habían invertido en la región, en un momento de difícil obtención de fondos en los mercados mayoristas, lo que podría haberse traducido en un deterioro de la confianza de los mercados financieros en estas entidades (véase la sección dedicada a la estabilidad del sistema financiero y apoyos internacionales).

Elementos de la estrategia de ajuste en los países bálticos

La estrategia de las autoridades de las economías bálticas perseguía favorecer la competitividad, promover la sostenibilidad de las finanzas públicas y la solidez del sistema financiero, y mejorar la flexibilidad estructural de la economía. Para ello se adoptaron diversas medidas orientadas a: i) una reducción de los costes de los factores, y en particular de los salarios nominales; ii) una rápida consolidación fiscal; iii) facilitar el desapalancamiento del sector privado, y iv) preservar la estabilidad del sistema financiero⁷.

MEJORA DE LA COMPETITIVIDAD A TRAVÉS DE LA REDUCCIÓN DE LOS COSTES LABORALES

Uno de los ejes centrales de la estrategia era conseguir ganancias de competitividad que permitieran compensar las pérdidas acumuladas en los años anteriores del *boom*. El tipo de cambio efectivo real se depreció de manera significativa en los tres países desde el inicio de la crisis, entre los 10 puntos porcentuales (pp) en Estonia y los 20 pp en Letonia (véase gráfico 3). Dada la decisión de mantener el tipo de cambio fijo frente al euro, la mayor parte de la ganancia de competitividad provino de una intensa corrección en el mercado laboral de estas economías, que dio lugar a un descenso de los costes relativos, en un contexto de incrementos moderados de los costes laborales unitarios (CLU) de sus principales socios comerciales.

Efectivamente, durante 2009 y 2010 los CLU revirtieron el fuerte crecimiento de años anteriores, con caídas muy intensas en los tres países, si bien en Letonia fueron de especial magnitud (véase gráfico 3). En los tres casos, la corrección de los costes laborales descansó tanto en la disminución de los salarios como en la mejora de la productividad, conseguida a través de un intenso ajuste del empleo (véase gráfico 7). Esto dio lugar a un aumento muy marcado de la tasa de paro, que pasó de un nivel cercano al 5 % en 2007, hasta el 18 % en Estonia y Lituania y el 21 % en Letonia en 2010. El marco institucional de estas economías facilitó el ajuste interno en las empresas (cambios en las condiciones laborales como son los salarios, las horas trabajadas y las modalidades contractuales), lo que desempeñó

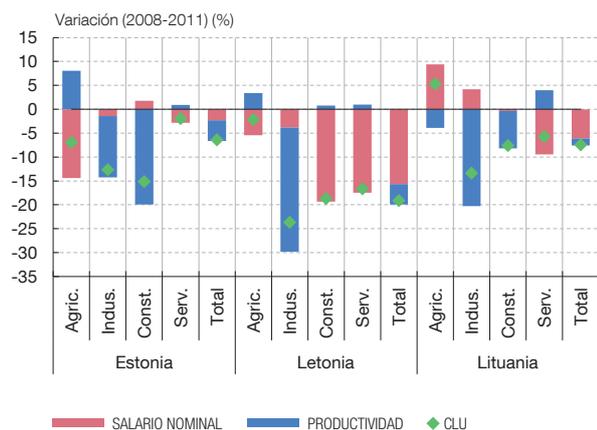
4 Véase Eamets y Masso (2004).

5 Véase Rodrik (2012).

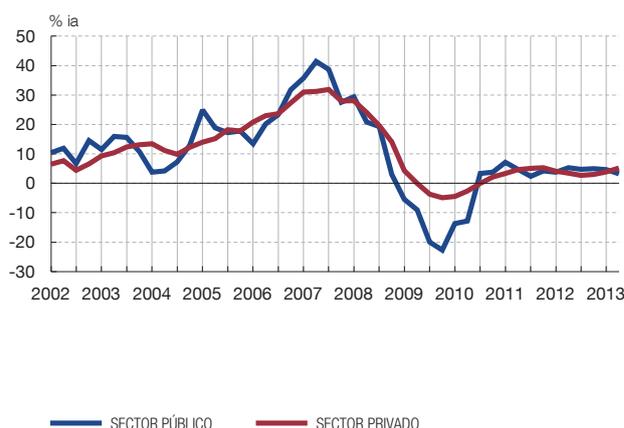
6 Véanse Blanchard (2012) y Lagarde (2012).

7 Véanse Aslund y Dombrovskis (2011), Bakker y Klíngen (2012), Dorrucchi (2012), Klóckers (2012) y Rimšēvičs (2012).

COSTE LABORAL UNITARIO (CLU) POR SECTORES



SALARIOS EN LETONIA



FUENTES: AMECO y Eurostat.

un papel relevante en la mejora de la competitividad, evitando una corrección del empleo aún mayor. El ajuste a la baja en el número de horas trabajadas por empleado originó, también, una caída del componente variable de las retribuciones salariales, que representa un porcentaje elevado en el conjunto de la masa salarial de estos países.

Entre los años 2008 y 2010, la caída de los costes laborales por sectores productivos fue generalizada, si bien de forma más acentuada en el sector manufacturero, gracias al incremento de la productividad (véase gráfico 7). Por el contrario, la reducción del CLU fue menor en sectores no comerciables, como los servicios, siendo la caída del salario nominal la razón primordial de ese descenso. En Letonia, en particular, el ajuste vía salarios se centró mayoritariamente en el sector público, donde llegaron a caer más del 20 % (véase gráfico 7), mientras que en las otras dos economías el ajuste fue más equilibrado, incluso algo mayor en el sector privado⁸.

Las ganancias de competitividad resultan, no obstante, inferiores si se miden a través de los precios de consumo relativos, en lugar de con los CLU (7 % en Letonia y poco más del 1 % en Estonia), en parte debido al incremento de la imposición indirecta en los tres países y a la fortaleza de los precios de las materias primas. Si se descuenta el efecto de estos factores sobre el IPC, o si se considera la variación en el deflactor del valor añadido, la ganancia de competitividad sigue siendo significativamente inferior a la registrada en términos de costes laborales, lo que parece apuntar a un proceso de recuperación o incremento de los márgenes de las empresas⁹.

PROCESO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

La brusca contracción de la actividad provocó un marcado deterioro de la situación fiscal, especialmente en Letonia y en Lituania, con déficits cercanos al 10 %, mientras que Estonia no llegó a superar el 3 %, partiendo de una posición inicial más saneada (véase gráfico 4). Por un lado, se produjo una fuerte caída de los ingresos públicos, debido al desplome de la principal fuente de recaudación (los impuestos indirectos) y a la desaparición de gran parte de los ingresos fiscales procedentes del *boom* inmobiliario. Por su parte, el gasto público aumentó notablemente, por el incremento de las partidas sociales y por el pago de intereses.

8 Véase Purfield y Rosenberg (2010).

9 Véase Blanchard *et al.* (2013).

Ante esta situación, las autoridades de los países bálticos realizaron un esfuerzo de consolidación fiscal, con el fin de evitar que el déficit se incrementara aún más en 2009. Esta decisión, que agudizó la contracción de la actividad, vino, en parte, motivada por el abrupto deterioro del saldo fiscal y el cierre de la financiación externa, en un momento de gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Tan solo Estonia, que mantenía un elevado volumen de reservas y donde el déficit se deterioró en menor medida, pudo evitar las tensiones a la hora de acudir a financiar sus desequilibrios públicos.

Desde finales de 2008 a principios de 2009 se aprobaron unos paquetes de ajuste fiscal con medidas muy duras, que suponían una consolidación por valor del 6 % del PIB en Estonia, del 8 % en Lituania y del 11 % en Letonia. Las medidas comprendieron tanto subidas impositivas —mayoritariamente, de impuestos indirectos— como, fundamentalmente, un ajuste del gasto público. En particular, dado el elevado crecimiento previo de los salarios públicos, todos los programas incluyeron una fuerte reducción de la remuneración de asalariados públicos. En Letonia, los presupuestos de 2009 incluyeron una reducción de los salarios públicos del 25 % (véase gráfico 7) y un elevado número de despidos. Se redujeron, asimismo, los gastos corrientes y de capital, si bien estos últimos fueron parcialmente compensados con un mayor acceso a los fondos de la UE. Estos suponían entre el 2,5 % y el 4 % del PIB en 2007, y se incrementaron hasta el 4 %-6 % del PIB.

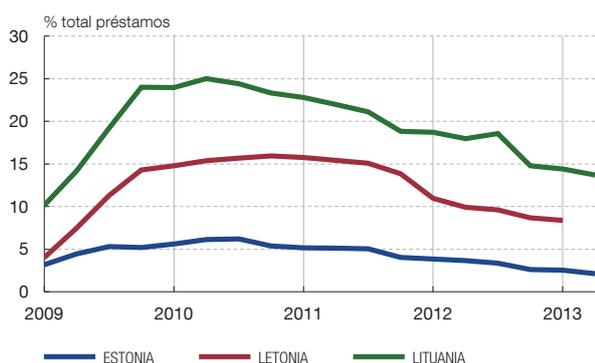
En los años posteriores, entre 2010 y 2012, los Gobiernos de estos países prosiguieron el proceso de ajuste fiscal, logrando en 2012 —con el respaldo de una recuperación vigorosa— reducir los déficits por debajo del 3 % establecido por la Comisión, en los casos de Estonia y Letonia (-1,1 % y -1,7 % del PIB, respectivamente), y situarlo en Lituania ligeramente por encima de ese valor de referencia (-3,1 %). Asimismo, tanto Letonia como Lituania, que vieron incrementar su deuda de forma rápida en el momento más álgido de la crisis, han logrado estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB en niveles en torno al 40 % (véase gráfico 4). En Estonia se ha mantenido por debajo del 10 % del PIB durante todo el período.

DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO

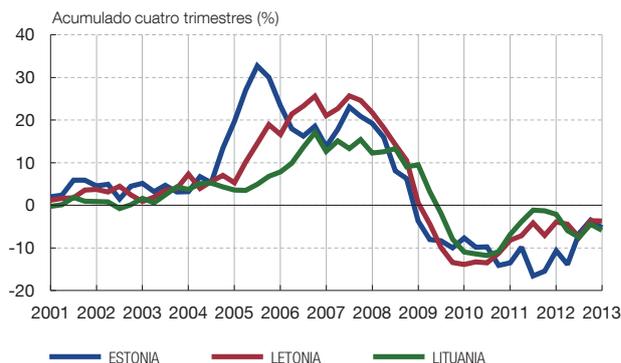
Los flujos de financiación neta al sector privado no financiero sufrieron una drástica corrección desde el año 2008. Este patrón fue generalizado en los tres países y afectó tanto al crédito destinado a hogares como a los préstamos a empresas. Destacan, no obstante, la caída de la financiación empresarial en Estonia (-15,6 % interanual en 2010) y la de hogares en Letonia (-10 % interanual en 2009). Desde 2011, el crédito a empresas ha comenzado a estabilizarse, con variaciones positivas en el caso de Letonia, mientras que los hogares siguen amortizando deuda en términos netos, aunque a menor ritmo.

En consecuencia, el endeudamiento del sector privado se ha reducido desde el inicio de la crisis (véase gráfico 6), si bien la ratio de deuda sobre el PIB siguió creciendo en 2009, por la fuerte caída de la actividad, alcanzando el máximo histórico en ese año. Cabe destacar que, a pesar de las dificultades de numerosas empresas y familias para hacer frente a los pagos de su deuda, hubo una escasa incidencia de los saneamientos (reestructuraciones e impagos), en ausencia de un marco legal de insolvencias adecuado. Tan solo en Letonia esta vía de disminución del endeudamiento tuvo un peso relevante, como consecuencia del compromiso de las autoridades letonas de desarrollar una estrategia de reestructuración de deudas bajo el programa de ayuda financiera del FMI y la UE. A pesar del ajuste realizado hasta la fecha, el endeudamiento del sector privado no financiero sigue siendo aún elevado en Estonia y Letonia (145 % y 125 % del PIB, respectivamente), aunque ya está por debajo del umbral que la Comisión Europea asocia con unos desequilibrios excesivos (160 %). En términos de su posición externa, los tres países presentan,

RATIO DE MOROSIDAD BANCARIA



FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LA BANCA INTERNACIONAL



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales y Fondo Monetario Internacional.

todavía, una significativa vulnerabilidad, como refleja el elevado saldo deudor neto de su posición de inversión internacional (véase gráfico 5).

ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Y APOYOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Uno de los puntos fundamentales de la estrategia de las autoridades bálticas era mantener la estabilidad de sus sistemas financieros, que, debido a la severidad de la crisis, se había puesto en entredicho. La contracción económica, con un fuerte repunte de la tasa de paro y una caída de las rentas, llevó consigo un deterioro abrupto de la calidad de los activos bancarios, que se manifestó en un incremento de la ratio de préstamos en mora, hasta el 15 % en Letonia y el 25 % en Lituania, si bien en Estonia se mantuvo en torno al 5 %¹⁰ (véase gráfico 8). Al mismo tiempo, el deterioro de la confianza y las presiones sobre la paridad de sus monedas dieron lugar a un descenso de los depósitos, que también afectó negativamente a los balances bancarios.

Las autoridades aprobaron diversas medidas para hacer frente a la crisis de liquidez, para lo que contaron con un elevado grado de colaboración de los países escandinavos, que tenían importantes intereses económicos en la región. En Letonia, el país más afectado por la crisis, se llegó a un acuerdo de financiación internacional por valor de 7,5 mm de euros (en torno a un 40 % del PIB) con el FMI, la UE, otros organismos internacionales (el Banco Mundial y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo) y algunos países vecinos (los países escandinavos, Estonia, República Checa y Polonia). Durante el proceso de negociación de la ayuda financiera, el banco central de Suecia otorgó un préstamo puente, lo que pone de manifiesto su compromiso con la estabilidad en la región. Estonia, por su parte, firmó una línea de *swaps* con el banco central de Suecia para mantener un cierto colchón de liquidez. Asimismo, en los tres países fue especialmente relevante la actuación de los bancos matrices, que mantuvieron, de forma decidida, la financiación a sus filiales, proporcionaron liquidez en moneda local y garantizaron los depósitos bancarios, asumiendo parte de las pérdidas (6 % del PIB en el caso de Letonia), lo cual evitó mayores presiones. La solvencia de las filiales bálticas fue, también, reforzada mediante aumentos de su ratio de capital y la dotación de provisiones por las pérdidas potenciales asociadas a los préstamos dudosos, al mismo tiempo que, en algún caso, como el de Letonia, las autoridades adoptaban medidas para facilitar el reconocimiento y la asunción de pérdidas¹¹.

¹⁰ No obstante, hay que tener en cuenta que los datos de préstamos en mora tienen problemas de comparabilidad, debido a las diferencias de definición entre unos países y otros.

¹¹ Véase Erbenova *et al.* (2011).

Los acuerdos bilaterales mencionados tuvieron lugar dentro de un marco de cooperación más amplio en la región, la denominada «Iniciativa de Viena». Este foro, creado a principios de 2009, nació con el objetivo de proporcionar un marco de coordinación para garantizar la estabilidad financiera en la Europa emergente. En su estructura participaron varios organismos internacionales — FMI, BCE, Comisión Europea, Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, Banco Mundial y Banco Europeo de Inversiones—, los grupos bancarios internacionales con exposición en la región y las autoridades nacionales tanto de Europa del Este como de los países de origen de los bancos matrices. Desde su comienzo, uno de sus objetivos principales fue evitar una salida masiva de capitales de la región, poniendo especial énfasis en el interés estratégico a largo plazo de los bancos internacionales. En enero de 2012 se puso en marcha la Iniciativa de Viena 2, dirigida a favorecer la cooperación entre supervisores y a evitar los posibles efectos adversos, de carácter transfronterizo, del despalancamiento de la banca en Europa. Esta iniciativa aboga por apoyar decididamente una transición hacia un modelo de banca más sostenible en la Europa emergente.

La Iniciativa de Viena propugna, asimismo, actuaciones orientadas al desarrollo de los mercados de capitales nacionales, que fomenten un modelo de banca más sostenible, que no descansa tanto en el recurso a la financiación externa. En las tres economías bálticas se han observado avances significativos en esta dirección, con una reducción de la ratio de préstamos sobre depósitos de entre 30 pp y 70 pp, hasta situarse en el 140 % en Lituania y Estonia, y en el 180 % en Letonia. Con todo, aún se mantienen vulnerabilidades en este terreno, pues en ninguno de estos países el incremento de los depósitos locales ha compensado la retirada de los flujos de financiación exterior, con el consiguiente efecto contractivo sobre el crédito.

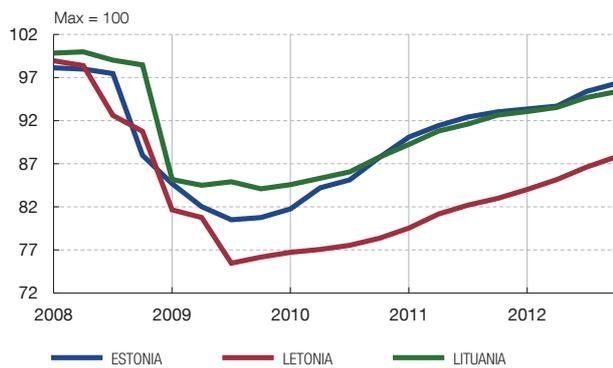
Evaluación de la estrategia seguida por los países bálticos

Tras la profunda recesión de 2008-2009, los países bálticos comenzaron a recuperarse en 2010, para crecer de forma más robusta de lo que se esperaba inicialmente en 2011 y 2012, en torno al 5 %-6 % anual, las tasas más altas de la UE (véase gráfico 9). La mejora es aún más reseñable si se tiene en cuenta que el agravamiento de la crisis soberana en la zona del euro ha debilitado el crecimiento de las economías de Europa del Este¹². Estonia y Lituania han recuperado un 95 % del nivel máximo del PIB alcanzado con anterioridad a la crisis, aunque Letonia se mantiene aún un 10 % por debajo de aquel. Apoyados en el repunte de la actividad, los mercados laborales han mostrado un comportamiento favorable en los últimos años, con mejoras en el empleo y reducciones en la tasa de paro, después del importante deterioro de los años de la crisis, cuando la tasa de paro ascendió a niveles cercanos al 20 % (véase gráfico 9). La demanda interna ha contribuido a la mejora de la actividad (véase gráfico 1), sustentada en la disminución de los tipos de interés reales, la recuperación de la confianza de los agentes privados, y la mejora del empleo y de las rentas salariales. A pesar de ello, el desempleo se mantiene aún elevado, con valores entre el 10 % y el 15 % de la población activa, y un 50 % de paro de larga duración.

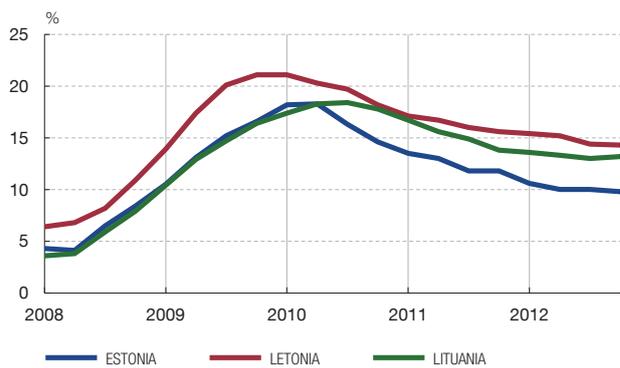
La recuperación de los países bálticos está asociada, en buena medida, a las ganancias de competitividad antes descritas y al crecimiento de sus mercados de exportación (véase gráfico 10), que se han beneficiado de una orientación comercial dirigida hacia economías de su entorno menos afectadas por la crisis, como las escandinavas y Rusia. De esta forma, los elevados déficits por cuenta corriente que acumularon los tres países bálticos han experimentado un ajuste rápido y pronunciado (véase gráfico 5).

12 Véase Comisión Europea (2012).

PRODUCTO INTERIOR BRUTO



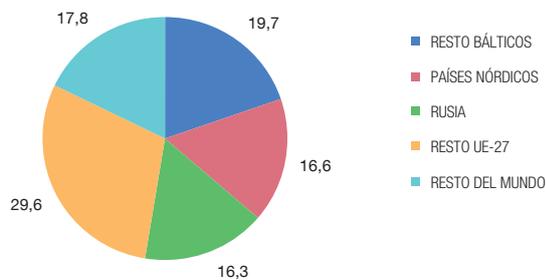
TASA DE PARO



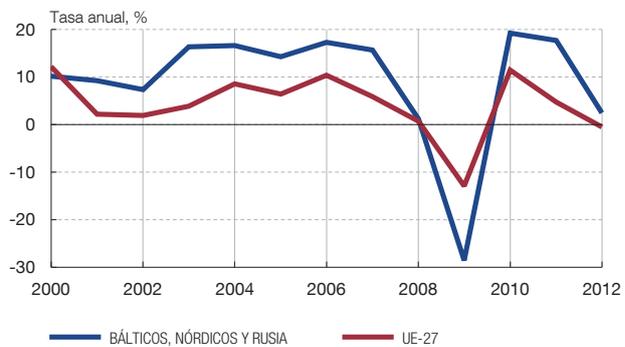
FUENTE: Eurostat.

COMERCIO EXTERIOR

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES (NOMINALES) DE LOS PAÍSES BÁLTICOS (2012) (%)



CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES (REAL)



FUENTES: AMECO, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

El proceso de consolidación fiscal se vio favorecido, a partir de 2010, por la recuperación económica, de modo que los déficits se situaron por debajo del 3% del PIB en 2012, salvo en Lituania, donde se mantiene ligeramente por encima de ese valor de referencia (véase gráfico 4). Todo ello, unido al impacto limitado de las ayudas públicas al sector bancario y a los bajos niveles de partida de la deuda pública, ha permitido que esta se mantuviera en niveles moderados (véase gráfico 4). Asimismo, los fondos procedentes de la UE han ayudado a suavizar el coste de la consolidación fiscal en estos países.

Pero, a pesar del aparente éxito de la estrategia adoptada por los países bálticos, esta no ha estado exenta de costes y estas economías distan de haber completado el ajuste de sus principales desequilibrios. En primer lugar, el drástico impulso de consolidación fiscal llevado a cabo contribuyó a una reducción sustancial del PIB, mayor de lo esperado, que no se ha recuperado en su totalidad. En segundo lugar, persisten serias deficiencias estructurales, como un escaso grado de respuesta de la oferta de trabajo, que se ponen de manifiesto con el retorno a ritmos de crecimiento de los salarios superiores a la productividad, lo que supone un riesgo de reversión de las ganancias de competitividad en los próximos años¹³.

13 Véanse Blanchard (2012) y Rodrik (2012).

Por otra parte, si bien se ha producido un cierto reequilibrio entre sectores —con una disminución del sector de la construcción de entre 2 pp y 3 pp, que ha sido asumida por el sector manufacturero—, esta reasignación parece insuficiente. El empuje de los salarios en ciertos sectores sugiere disfuncionalidades en el mercado laboral y apunta a ineficiencias en la reasignación del empleo entre sectores, que en parte reflejan los desequilibrios entre la oferta y la demanda de trabajo y, en particular, la falta de empleo cualificado, que se ha visto agravada por el proceso de emigración¹⁴.

En definitiva, aunque los avances realizados son considerables, para consolidar un crecimiento económico sostenido estas economías necesitan llevar a cabo un amplio abanico de políticas, que promueva la mejora de la productividad y que incluya políticas activas de empleo y de mejora del clima empresarial. Asimismo, se ha puesto de relieve la necesidad de implementar reformas en los mercados de productos y de servicios¹⁵, para que la reducción de los costes de los factores se traslade en mayor medida a una mejora de los precios de exportación y a ganancias de competitividad.

Finalmente, hay que señalar que la crisis financiera y la estrategia de ajuste adoptada han exacerbado los niveles de desigualdad y pobreza en Letonia y Lituania, que se sitúan entre los más elevados de la Unión Europea. El impacto de la crisis sobre el desempleo, la emigración y la desigualdad supone un gran reto en los tres países bálticos, de cara a los próximos años, no solo desde el punto de vista de la equidad, sino también para poder cimentar un crecimiento económico sostenido sobre bases sólidas. Ello requiere, necesariamente, contar con una amplia base de hogares con capacidad de consumo, que permita estabilizar las fluctuaciones de la demanda, y con capacidad de ahorro interno, que favorezca el desarrollo de los mercados de capitales locales, evitando la dependencia de la financiación exterior en una medida tan considerable como antes de la crisis.

Conclusiones

La estrategia de ajuste de los países bálticos, basada en un proceso de reducción de precios y salarios relativos, junto con una importante consolidación fiscal y manteniendo el tipo de cambio fijo, conllevó, en primera instancia, elevados costes en términos de caídas del PIB, del empleo y de los salarios. No obstante, tras el fuerte impacto inicial, estas economías iniciaron una intensa recuperación, que les ha permitido reducir sus tasas de paro, aunque registran todavía niveles elevados, y equilibrar sus cuentas públicas y sus saldos por cuenta corriente. Todo ello ha favorecido la recuperación de la confianza de los mercados financieros y una notable mejoría de las condiciones de financiación, que han apoyado la reactivación de la demanda interna.

La elección de llevar a cabo este ajuste conservando el tipo de cambio fijo se sustenta en argumentos de economía política, ligados a aspectos históricos e institucionales, y, sobre todo, en el temor a los efectos de una depreciación cambiaria sobre los balances de los agentes fuertemente endeudados en euros.

El éxito de esta estrategia se ha basado en varios aspectos, y particularmente en la prontitud y en la determinación de las autoridades en la adopción de las medidas de ajuste necesarias, la flexibilidad de sus mercados de factores y productos, los apoyos financieros internacionales —oficiales y privados— y el reducido tamaño de estos países. La flexibilidad de los precios y salarios contribuyó a facilitar y a hacer más rápido el ajuste interno,

¹⁴ Véanse Griffiths (2012), Blanchard *et al.* (2013) y Dolvik (2008), que analizan, con carácter general, el efecto de la emigración en el mercado laboral de los países emisores de emigrantes.

¹⁵ Véase FMI (2012b).

sin que este recayese exclusivamente en el empleo. La apertura comercial (las exportaciones son un 50 % del PIB), su especialización productiva y una orientación del comercio exterior hacia mercados dinámicos han favorecido, además, la recuperación de las ventas al exterior. El mantenimiento de la exposición de la banca extranjera —apoyada en la Iniciativa de Viena— ha sido otro factor de crucial importancia. Asimismo, los reducidos niveles iniciales de deuda pública (10 % del PIB), que incluso con los efectos de la crisis apenas ha superado el 40 % del PIB, han reducido notablemente el riesgo de impago de la deuda soberana. Igualmente, el reducido porcentaje de endeudamiento de los hogares les ha permitido mantener una posición patrimonial más saneada tras la crisis, que ha favorecido una recuperación rápida de la demanda interna. Todos estos factores de naturaleza idiosincrásica y no fácilmente replicables hacen que la extrapolación de la experiencia de los países bálticos a otros países en circunstancias distintas no sea inmediata.

Además, el juicio definitivo sobre el éxito de esta estrategia de ajuste es aún prematuro. El duro ajuste fiscal aplicado con rapidez tuvo unas repercusiones sobre la economía mucho más adversas de lo esperado, con caídas muy cuantiosas del PIB, que no en todos los casos se han conseguido recuperar íntegramente. Por otra parte, estas economías no han solventado sus problemas estructurales y aún tienen desafíos pendientes en su aspiración de incorporarse al área del euro, o de seguir viviendo con un tipo de cambio fijo. En este sentido, cabe cuestionarse si el ajuste de los desequilibrios externos es permanente o tiene un componente cíclico y, por tanto, transitorio. Se ha argumentado que las ganancias de competitividad no han sido tan importantes, dado que el ajuste en los salarios del sector privado no ha sido tan severo como en el sector público; de hecho, los salarios han vuelto a aumentar recientemente. Al mismo tiempo, estas economías presentan otras deficiencias estructurales e importantes cuellos de botella que hacen difícil reducir más el aún elevado desempleo. Por todo ello, es esencial que avancen en el proceso de reformas estructurales que les permita continuar su convergencia real con la UE —su renta per cápita es aún del 50 %-60 % de la media de la UE-15—, para poder afrontar la adopción del euro desde una posición sólida.

7.10.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., L. MOLINA y P. DEL RÍO (2012). «Boom-bust cycles, imbalances and discipline in Europe», *Moneda y Crédito*, 234, pp. 169-205.
- ASLUND, A., y V. DOMBROVSKIS (2011). *How Latvia came through the financial crisis*, The Peterson Institute for International Economics.
- ATOYAN, R., J. MANNING y J. RAHMAN (2013). *Your World Has Been Adjusted: Evidence from Current Account Adjustment in Europe*, Working Paper n.º 13/XX, FMI.
- BAKKER, B., y C. KLINGEN (eds.) (2012). *How emerging Europe came through the 2008/09 crisis: an account by the staff of the IMF's European Department*, FMI.
- BLANCHARD, O. (2012). «Lessons from Latvia», IMFdirect, 11 de junio.
- BLANCHARD, O., M. GRIFFITHS y B. GRUSS (2013). *Boom, Bust, Recovery. Forensics of the Latvia Crisis*, Economic Studies at Brookings, Fall 2013 Brookings Panel on Economic Activity.
- COMISIÓN EUROPEA (2012). *EU Balance-of-Payments assistance for Latvia: Foundations of success*, Occasional Papers n.º 120.
- DOLVIK, J. E. (2008). *Mobility of Labor and Services across the Baltic Sea after EU Enlargement: Trends and Consequences*, Working Paper n.º 161, Center for European Studies.
- DORRUCCI, E. (2012). «Latvia's internal devaluation in a cross-country perspective», en el seminario de la Comisión Europea y el Banco de Letonia «EU Balance-of-Payments assistance for Latvia: Foundations of Success», Bruselas, 1 de marzo.
- EAMETS, R., y J. MASSO (2004). *Labour Market Flexibility and Employment Protection Regulation in the Baltic States*, Discussion Papers n.º 1147, Institute for the Study of Labor (IZA).
- ERBENOVA, M., Y. LIU y M. SAXEGAARD (2011). *Corporate and Household Debt Distress in Latvia: Strengthening the Incentives for a Market-Based Approach to Debt Resolution*, Working Paper n.º 11/85, FMI.

- FMI (2012a). «Republic of Latvia: First Post-Program Monitoring Discussions», Country Report n.º 12/171.
— (2012b). *World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain*, p. 120 y 121, abril.
- GRIFFITHS, M. (2012). «Latvia: Looking ahead – The remaining challenges», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- KLÖCKERS, H. J. (2012). «Economic adjustment in the euro area and the experience of the Baltics», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia «Economic Adjustment under Sovereign Debt Crisis: Can Experience of the Baltics Be Applied to Others?», Riga, 2 de noviembre.
- KRUGMAN, P. (2008). «Latvia is the new Argentina», en el blog de opinión «The conscience of a liberal», *New York Times*, 23 de diciembre.
- LAGARDE, C. (2012). «Latvia and the Baltics – A Story of Recovery», discurso en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- PURFIELD, C., y C. ROSENBERG (2010). *Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-2009*, Working Paper n.º 10/213, FMI.
- RIMŠĒVIČS, I. (2012). «Lessons from Latvia's internal adjustment strategy», presentación en la Conferencia del Banco de Letonia y el FMI «Against the odds: Lessons from the recovery in the Baltics», Riga, 5 de junio.
- RODRIG, D. (2012). «What I learned in Latvia», Dani Rodrik's weblog, 8 de junio.

LAS ENTIDADES DE PAGO Y LOS ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA DE MONEDA EXTRANJERA

Este artículo ha sido elaborado por Mercedes Redondo, de la Dirección General de Regulación y Estabilidad Financiera.

Introducción

En este artículo se refleja la actividad durante 2012 de las entidades de pago que realizan envío de dinero (grupo EP), de los establecimientos de compraventa de billetes extranjeros y cheques de viajero (grupo CV) y de los establecimientos que solo están autorizados para comprar billetes extranjeros y cheques de viajero (grupo COMP), además del balance y cuenta de pérdidas y ganancias de los grupos EP y CV —excepto las redes de agentes de entidades de pago— y de las entidades de pago que no realizan envío de dinero (véase cuadro 1).

Durante 2012 se registró una nueva red de agentes, y en las entidades de pago con servicio de envío de dinero hubo 11 altas, se produjeron una baja por absorción de otra entidad de pago y el alta y la baja en el mismo año de otra entidad de pago, con lo que a 31 de diciembre de 2012 había 55 entidades de pago vivas. En el grupo CV no hubo variaciones, continuando registrados ocho titulares, tres de ellos sin actividad. En el grupo COMP se produjo un aumento neto en los dos subgrupos en los que se divide: el que tiene como objeto social principal la compra de moneda (con cinco altas y dos bajas) y otro en el que la citada actividad constituye una labor complementaria de su actividad principal (60 altas y 12 bajas), sumando un total de 2.115. Las comunidades de este grupo que más aumentaron su número fueron Canarias (19), Baleares (11) y Cataluña (10), todas ellas con gran afluencia de turistas, alcanzando el 66,5 % del número total, con 1.558 titulares.

En el grupo EP enviaron datos de actividad 42 entidades de pago en 2011 y 50 en 2012; los cinco establecimientos activos del grupo CV enviaron datos en los dos ejercicios y, en el caso del grupo COMP, 136 establecimientos en 2011 y 128 en 2012, un número muy inferior al de los registrados, porque desde 2010 la circular que los regula eximió del envío de informe de actividad a los establecimientos de este grupo con poco volumen de negocio. Con esta información se han elaborado los cuadros A.1, A.2 y A.3. El balance y la cuenta de resultados no tienen que enviarlos ni las redes de agentes ni el grupo COMP; los cuadros A.4.1 y A.4.2 se han elaborado con las 51 entidades que en 2012 han enviado estos estados.

Actividad del sector

El volumen de actividad en 2012 aumentó en un 6,6 %, alcanzando los 6,4 mm de euros, en su mayor parte envíos de dinero por transferencia. El volumen de compraventas se mantuvo estable en el grupo EP (180 m€), bajó ligeramente en el grupo COMP (499 m€ en 2011 y 473 m€ en 2012), pero se duplicó en el grupo CV, alcanzando los 68 m€, sin que fuera debido a cambios en la composición del grupo (véase cuadro A.1).

Las comisiones, expresadas como porcentaje sobre la actividad respectiva, siguen la línea de años anteriores. Fueron bastante más altas (mayor coste para los clientes) las que se percibieron por la compraventa de moneda (11,9 % en 2011 y 10,9 % en 2012) que las que se obtuvieron de las transferencias (2 % y 3,2 %, respectivamente).

La moneda más utilizada en las compras de divisas en 2012 fue el dólar (110 m€), seguida de la libra esterlina (85 m€)¹. Las transferencias emitidas se concentran en euros

¹ Como ya se ha comentado, la drástica disminución del registro de compras de libras a partir de 2010 está relacionada con el hecho de que desde esa fecha una nueva circular exime del envío del informe de actividad a los

	Situación a 31.12.2011	Altas	Bajas	Situación a 31.12.2012	Entidades informantes		
					31.12.2011	31.12.2012	Anejos
Total establecimientos	2.345	77	15	2.407	183	183	
1 Entidades de pago	44	12	1	55	42	50	
1.a Redes de agentes	1	1	—	2	1	2	A.1 a A.3
1.b Entidades de pago con servicio de envío de dinero (a) (b)	36	11	1	46	36	42	A.1 a A.4
1.c Entidades sin servicio de envío de dinero (b)	7	—	—	7	5	6	A.4
2 Establecimientos de compraventa (CV) (c)	8	—	—	8	5	5	A.1 y A.3
3 Total establecimientos de compra (COMP)	2.293	65	14	2.344	136	128	
3.a Actividad principal	226	5	2	229	53	53	A.1 y A.3
3.b Actividad complementaria	2.067	60	12	2.115	83	75	A.1 y A.3
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP							
Andalucía (d)	358	8	5	361			
Aragón	5	—	—	5			
Asturias	4	—	—	4			
Baleares	631	14	3	642			
Canarias	514	22	3	533			
Cantabria	10	—	—	10			
Castilla-La Mancha	4	—	—	4			
Castilla y León	14	—	—	14			
Cataluña	373	13	3	383			
Extremadura	3	—	—	3			
Galicia	14	—	—	14			
La Rioja	4	—	—	4			
Madrid	149	5	—	154			
Murcia	10	1	—	11			
Navarra	6	—	—	6			
País Vasco	14	—	—	14			
Valencia	180	2	—	182			

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 10 de septiembre de 2013.

- a En 2012 no remitieron información de actividad cuatro entidades.
b No remitieron balance y cuenta de resultados dos entidades en 2011 y siete entidades en 2012.
c Hay tres establecimientos sin actividad.
d Incluye Ceuta y Melilla.

(3,6 mm de euros) y en dólares (1,4 mm de euros), mientras que las recibidas son prácticamente solo en euros.

Mientras que la infraestructura propia se mantuvo estable en ambos ejercicios en los grupos CV y COMP, en el grupo EP en 2012 hubo 119 empleados asalariados menos que en 2011, hasta quedar en 1.116. Los no asalariados pasaron de 29 a 37, situándose el número de oficinas en 160, 32 menos que en 2011.

En contraste con la reducción de la plantilla, los agentes del grupo EP² experimentaron un notable crecimiento tanto en el número de personas físicas (de 14.898 en 2011 a 17.217

establecimientos con poco volumen de negocio. Cabe suponer que las compras de libras se efectúan a turistas británicos que distribuyen sus transacciones en un gran número de pequeños establecimientos de sus lugares de destino.

- 2 Los agentes son personas físicas o jurídicas a las que el titular del establecimiento les ha dado poderes para ejecutar, de manera habitual y en nombre del titular, las operaciones típicas de su actividad, excepto la compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero (CBE 6/2001, norma 12.^a, apartado 3). Por tanto, los grupos CV y COMP no informan de agentes.

en 2012) como en el de personas jurídicas (de 3.957 a 4.496). Además, el número de locales en donde los agentes ejercen su actividad pasó de 29.211 a 31.936³.

Los datos sobre países de destino de las transferencias emitidas alcanzaron el 69 % del volumen de las emitidas⁴, siendo Colombia, Ecuador y Bolivia los países que, tanto en 2011 como en 2012, acumularon alrededor de la mitad del citado porcentaje (véase cuadro A.2). En el caso de las transferencias recibidas, se conoce el origen del 42,3 % del volumen total, en su mayor parte procedente de la Unión Europea y de Estados Unidos (33,5 % en 2012).

Concentración de operaciones

Para elaborar la información sobre la concentración de operaciones se ordenan los volúmenes de cada tipo de operación de mayor a menor y se obtienen los porcentajes acumulados del de mayor volumen (R1), de los cinco mayores (R5), etc. (véase cuadro A.3).

Con respecto al ejercicio anterior, la concentración en 2012 aumentó prácticamente en todas las agrupaciones, sin que este hecho se correlacione negativamente con el número de entidades informantes a cada fecha, como sería de esperar. Así, en el caso de las compras a clientes, en el grupo COMP (Actividad complementaria) hubo ocho entidades menos y un aumento de la concentración en 2012 en todos los acumulados; sin embargo, en los grupos EP y CV se produjo un fuerte aumento en el R1, sin que el número de entidades variara. En las transferencias emitidas, con dos entidades informantes más, aumentaron todos los acumulados y el mayor aumento se produjo en el acumulado R5.

Balance y cuenta de resultados

El balance y la cuenta de resultados solo tienen que presentarlos las entidades de pago (EP) que no sean redes de agentes de entidades de pago y los establecimientos del grupo CV. Se ha desglosado del agregado de las EP el grupo que no realiza envíos de dinero.

El volumen de activo del conjunto de estas entidades alcanzó los 1.574,7 m€ en 2012 (el 90,8 % del ejercicio anterior), que se distribuyó en un 29,6 % para las EP que realizan envío de dinero (465,5 m€), el 69,2 % para las que sí lo envían (1.089 m€) y un 1,3 % para el grupo CV (20,2 m€). En el caso de las EP se produjo un fuerte contraste con relación a 2011, cuya distribución fue del 8,9 % y del 90 %. El crecimiento del balance fue relevante en las EP que envían dinero (203,1 %), lo que contrasta con la caída en los otros dos grupos (-30,3 % en las entidades de pago que no envían dinero y -2,5 % en el grupo CV) (véase cuadro A.4.1).

La cuenta de resultados acumulada (véase cuadro A.4.2) muestra resultados positivos en 2012 para las EP que no envían dinero (15,5 mm de euros) y para el grupo CV (2,1 mm de euros), y negativos para el grupo de EP que envía dinero (-17,3 mm de euros).

Las comisiones netas crecieron fuertemente en el grupo CV (87,2 %, hasta alcanzar los 7,4 m€) y en las EP que realizan envío de dinero (53 %, hasta 225,2 m€), mientras que lo hicieron moderadamente las EP que no realizan envío de dinero (7,6 %, hasta 83,4 m€). Las partidas de gasto más importantes son las de personal y las de explotación.

En las EP que realizan envíos de dinero los gastos de personal aumentaron en 18,5 m€, a pesar de haber disminuido en 119 el número de asalariados. Las comisiones cedidas a

³ En los datos de infraestructura no están incluidas las redes de agentes, porque se obtienen de la pro memoria del balance y no están obligadas a remitirlo.

⁴ Los establecimientos solo informan de los volúmenes de transferencias que se envían a o se reciben de los cinco principales países de destino u origen, o cuyo volumen supere el 5 % del total de transferencias ordenadas o recibidas.

agentes pasaron de 53,5 m€ a 134,7 m€, ya que contaron con 3.292 agentes más. Aunque los restantes gastos crecieron más moderadamente, la suma de los de personal y los de explotación (261,6 m€) superó ampliamente la suma de las comisiones netas y los otros ingresos de explotación (228,9 m€). Esto llevó a unos resultados de explotación de -36,6 m€, que las diferencias de cambio redujeron a -15,3 m€. Los ingresos, gastos y otros ajustes financieros situaron los resultados antes de impuestos en -15,1 m€, que, tras el pago de estos, dejaron los resultados del ejercicio en -17,3 m€. El ROE fue del -15,7 %.

Las EP que no realizan envío de dinero generan su cifra de negocios fundamentalmente con la emisión y la adquisición de instrumentos de pago. En 2012 alcanzaron 83,4 m€ en concepto de comisiones, que, unidos a los 66,7 m€ de otros ingresos, llegaron a 150,1 m€ por operaciones relacionadas con su objeto social. Al contar con 79 asalariados menos, los gastos de personal disminuyeron en 12,4 m€, quedando en 20,7 m€. El resto de gastos de explotación llegó a 95,3 m€ (4,9 m€ más que en 2011) y la amortización del inmovilizado disminuyó en 1,8 m€, quedando en 11,8 m€, con lo que los resultados de explotación alcanzaron los 22,3 m€, muy por encima de los del ejercicio anterior. Las diferencias de cambio y el neto de ingresos y gastos financieros situaron en 21,5 m€ los beneficios antes de impuestos y en 15,6 m€ después de estos, muy por encima de la pérdida de 1,4 m€ en 2011. El ROE en 2012 fue del 4,9 %.

El grupo CV obtuvo en concepto de comisiones 7,4 m€ en 2012, de los que una pequeña parte provenía de operaciones de transferencias que realizaron como agentes de otras entidades de pago (no están autorizados para realizarlas como grupo CV), lo que, junto con otros ingresos de explotación, situó el total de ingresos en 8,5 m€. Los gastos de personal (4,5 m€) crecieron 1,2 m€, aunque solo contaban con un asalariado más que en 2011. Los arrendamientos subieron también un millón de euros, hasta 2,3 m€, y la enajenación de inmovilizado dejó unas ganancias de 1,5 m€, llegando a un resultado de explotación de 677.000 euros. Unos resultados financieros positivos de 895.000 euros aumentaron el resultado antes de impuestos hasta 1,6 m€, que se tradujeron en unos resultados finales de 2,1 m€. El ROE cayó desde el 22,8 % en 2011 al 17 % en 2012.

8.10.2013.

ANEJOS

- A.1 Volumen de actividad y datos de estructura
- A.2 Distribución geográfica de las transferencias
- A.3 Concentración de operaciones
- A.4.1 Balance
- A.4.2 Cuenta de resultados acumulada. Entidades de pago y establecimientos de compraventa

VOLUMEN DE ACTIVIDAD Y DATOS DE ESTRUCTURA

CUADRO A.1

m€ y porcentaje

	Actividad con clientes						Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/ total actividad con clientes (%) (a)		De los que: Comisión media por transferencia de divisas (%)		Establecimientos informantes			
	Total		Compraventa de divisas		Transferencias						Número		% s/ total registrados	
	2011	2012 p	2011	2012 p	2011	2012 p	2011	2012 p	2011	2012 p	2011	2012 p		
Total	6.274	6.193	641	681	—	—	—	—	—	—	183	176	—	—
1 Entidades de pago	5.791	5.691	158	180	5.633	5.511	2,8	4,1	2,1	2,3	46	41	85,2	82,0
2 Establecimientos de compraventa	19	34	19	34	—	—	11,1	10,7	—	—	5	5	50,0	62,5
3 Establecimientos de compra	464	467	464	467	—	—	—	—	—	—	132	130	5,9	5,7
3.a Actividad principal	213	239	213	239	—	—	—	—	—	—	49	51	23,1	22,5
3.b Actividad complementaria	252	228	252	228	—	—	—	—	—	—	83	79	4,1	3,8

Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes

Contravalor en m€	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes			
					Emitidas		Recibidas					
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012		
Total	610	627	103	94	5.126	5.035	385	649	6.224	6.405		
Del que:												
<i>Euro</i>			54	48	11	13	3.646	3.593	293	647	4.006	4.301
<i>Dólar USA</i>			103	110	44	52	1.548	1.426	2	3	1.696	1.591
<i>Libra esterlina</i>			93	85	22	21	—	—	—	—	116	106
<i>Corona danesa</i>			59	67	—	—	—	—	—	—	59	67

Contravalor en m€	Infraestructura propia						Infraestructura ajena					
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Total	...	...	...	...	644	611	—	—	—	—	—	—
1 Entidades de pago	1.235	1.116	29	37	192	160	14.898	17.217	3.957	4.496	29.211	31.936
2 Establecimientos de compraventa (CV)	144	143	0	0	22	23	—	—	—	—	—	—
3 Total establecimientos de compra (COMP)	—	—	—	—	430	428	—	—	—	—	—	—
3.a Actividad principal	—	—	—	—	78	81	—	—	—	—	—	—
3.b Actividad complementaria	—	—	—	—	352	347	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 10 de septiembre de 2013. Establecimientos informantes a cada fecha.

a En los establecimientos de compraventa no se incluyen las comisiones por su actividad como agentes de otras entidades de pago.

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS

CUADRO A.2

País de destino (a)	% s/ total ordenado		País de origen (a)	% s/ total recibido	
	2011	2012 p		2011	2012 p
Total	74,24	69,07	Total	56,82	42,32
Colombia	17,84	16,23	Francia	7,89	9,93
Ecuador	13,06	12,61	Italia	8,67	6,89
Bolivia	8,53	7,59	Estados Unidos	9,89	6,81
Rumanía	4,77	5,80	Reino Unido	6,56	5,30
República Dominicana	4,92	4,84	Alemania	3,50	4,55
Paraguay	4,17	4,56	Suiza	3,92	2,43
Marruecos	4,03	4,55	Rumanía	1,84	1,49
Perú	3,28	3,40	Guinea Ecuatorial	2,92	1,45
Brasil	3,32	2,29	Colombia	0,85	0,83
Pakistán	1,64	1,76	Perú	1,27	0,75

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 10 de septiembre de 2013. Establecimientos informantes a cada fecha.

a Se seleccionan los diez primeros países por orden de importancia.

CONCENTRACIÓN DE OPERACIONES

CUADRO A.3

Porcentaje

	Compras a clientes										Transferencias emitidas	
	Total establecimientos		EP		CV		COMP				EP	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	Act. principal		Act. complem.		2011	2012
R1	6,2	8,9	40,6	56,4	34,0	54,4	10,6	10,4	10,3	11,2	13,0	15,6
R5	24,3	25,3	97,9	98,4	100,0	100,0	34,5	36,3	38,5	40,3	42,6	54,8
R10	38,4	39,0	100,0	100,0	100,0	100,0	50,3	51,9	51,6	54,1	64,7	73,1
R20	53,0	55,8	100,0	100,0	100,0	100,0	72,3	74,9	68,5	71,0	90,1	93,0
R50	77,3	80,2	100,0	100,0	100,0	100,0	99,3	99,4	90,6	93,1	100,0	100,0

Pro memoria: Número de entidades informantes

	150	142	9	9	5	5	53	53	83	75	41	43
--	-----	-----	---	---	---	---	----	----	----	----	----	----

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 10 de septiembre de 2013. Establecimientos informantes a cada fecha.

BALANCE

CUADRO A.4.1

Miles de euros y porcentaje

	Importe						% s/ total activo						% Δ		
	Entidades de pago con servicio de envío de dinero		Entidades de pago sin servicio de envío de dinero		Establecimientos de compraventa		Entidades de pago con servicio de envío de dinero		Entidades de pago sin servicio de envío de dinero		Establecimientos de compraventa		Ent. de pago con serv. de envío de dinero	Ent. de pago sin serv. de envío de dinero	Establ. de compra-venta
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2012	2012	2012
Número de entidades informantes en 2012	40		6		5										
Total activo = Total pasivo	153.543	465.450	1.561.556	1.089.016	19.726	20.234	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	203,1	-30,3	-2,5
Activo															
Caja y entidades de crédito	55.542	275.459	59.448	55.686	3.481	2.896	36,2	59,2	3,8	5,1	17,6	14,3	395,9	-6,3	20,2
Deudores	39.039	101.423	428.119	354.801	2.069	2.019	25,4	21,8	27,4	32,6	10,5	10,0	159,8	-17,1	2,5
Inversiones financieras temporales	26.197	35.524	857.082	460.282	1.537	2.320	17,1	7,6	54,9	42,3	7,8	11,5	35,6	-46,3	-33,8
Inmovilizado no financiero	21.929	33.896	204.885	208.909	1.472	1.451	14,3	7,3	13,1	19,2	7,5	7,2	54,6	2,0	1,4
Inmovilizado financiero	8.968	16.308	115	112	10.425	9.507	5,8	3,5	0,0	0,0	52,8	47,0	81,8	-2,6	9,7
Otras partidas	1.868	2.840	11.907	9.226	742	2.041	1,2	0,6	0,8	0,8	3,8	10,1	52,0	-22,5	-63,6
Pasivo															
Acreedores a corto plazo	65.993	374.946	1.231.917	744.312	4.590	3.255	43,0	80,6	78,9	68,3	23,3	16,1	468,2	-39,6	-29,1
Transferencias pendientes de pago	4.215	4.376	—	—	—	—	2,7	0,9	—	—	—	—	3,8	—	—
Corresponsales	25.331	22.024	—	—	—	—	16,5	4,7	—	—	—	—	-13,1	—	—
Otros acreedores no comerciales	18.745	153.626	1.047.624	627.764	3.509	2.255	12,2	33,0	67,1	57,6	17,8	11,1	719,6	-40,1	-35,7
Otros	17.702	194.920	184.293	116.548	1.081	1.000	11,5	41,9	11,8	10,7	5,5	4,9	1.001,1	-36,8	-7,5
Otras partidas	4.512	5.120	273	2.180	3.089	2.905	2,9	1,1	0,0	0,2	15,7	14,4	13,5	698,5	-6,0
Fondos propios	93.553	110.389	330.766	318.286	10.115	12.421	60,9	23,7	21,2	29,2	51,3	61,4	18,0	-3,8	22,8
Resultados de ejercicios anteriores	-12.994	-7.656	—	8.716	-377	-458	-8,5	-1,6	0,0	0,8	-1,9	-2,3	-41,1	—	734,0
Resultado del ejercicio	2.479	-17.349	-1.402	15.522	2.309	2.111	1,6	-3,7	-0,1	1,4	11,7	10,4	—	-1.207,1	91,4

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 10 de septiembre de 2013. Establecimientos informantes a última fecha.

**CUENTA DE RESULTADOS ACUMULADA.
ENTIDADES DE PAGO Y ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA**

CUADRO A.4.2

Miles de euros y porcentaje

	Importe						% s/ comisiones netas						% Δ		
	Entidades de pago con servicio de envío de dinero		Entidades de pago sin servicio de envío de dinero		Establecimientos de compraventa		Entidades de pago con servicio de envío de dinero		Entidades de pago sin servicio de envío de dinero		Establecimientos de compraventa		Ent. de pago con serv. de envío de dinero	Ent. de pago sin serv. de envío de dinero	Establ. de compra-venta
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2012	2012	2012
Comisiones netas	147.243	225.229	77.507	83.430	3.971	7.435	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	53,0	7,6	87,2
Por cambio de moneda	34.900	40.956	0	0	3.557	7.107	23,7	18,2	0,0	0,0	89,6	95,6	17,4		99,8
Por operaciones de transferencia (a)	112.343	184.273	0	0	414	328	76,3	81,8	0,0	0,0	10,4	4,4	64,0		-20,8
Por otras operaciones	0	0	77.507	83.430	0	0	0,0	0,0	100,0	100,0	0,0	0,0		7,6	
Otros ingresos de explotación	6.968	3.695	59.768	66.659	1.109	1.038	4,7	1,6	77,1	79,9	27,9	14,0	-47,0	11,5	-6,4
Gastos de explotación	-153.146	-261.556	-123.586	-116.053	-7.158	-8.961	-104,0	-116,1	-159,5	-139,1	-180,3	-120,5	70,8	-6,1	25,2
Sanearios e insolvencias	-2.084	-3.631	-13.638	-11.796	1.113	1.169	-1,4	-1,6	-17,6	-14,1	28,0	15,7	74,2	-13,5	5,0
Otras partidas	-575	-363	18	21	-35	-4	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,9	-0,1	-36,9	16,7	-88,6
Margen de explotación	-1.594	-36.626	69	22.261	-1.000	677	-1,1	-16,3	0,1	26,7	-25,2	9,1	2.197,7	32.162,3	
Diferencias de cambio	7.636	21.302	441	279	44	-15	5,2	9,5	0,6	0,3	1,1	-0,2	179,0	-36,7	
Margen de explotación con diferencias de cambio	6.042	-15.324	510	22.540	-956	662	4,1	-6,8	0,7	27,0	-24,1	8,9		4.319,6	
Ingresos y gastos financieros	573	849	-1.709	-1.013	2.962	3.550	0,4	0,4	-2,2	-1,2	74,6	47,7	48,2	-40,7	19,9
Otros ajustes	-1.082	-582	0	0	-108	-2.640	-0,7	-0,3	0,0	0,0	-2,7	-35,5	-46,2		2.344,4
Resultados antes de impuestos	5.533	-15.057	-1.199	21.527	1.898	1.572	-2,1	-6,7	-1,5	25,8	47,8	21,1			-17,2
Impuesto sobre beneficios	-3.054	-2.292	-203	-6.005	411	539	-2,1	-1,0	-0,3	-7,2	10,4	7,2	-25,0	2.858,1	31,1
Resultados de operaciones continuadas	2.479	-17.349	-1.402	15.522	2.309	2.111	1,7	-7,7	-1,8	18,6	58,1	28,4			-8,6
Resultados de operaciones interrumpidas	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Resultado del ejercicio	2.479	-17.349	-1.402	15.522	2.309	2.111	1,7	-7,7	77,1	79,9	58,1	28,4			-8,6
PRO MEMORIA															
ROE (%)							2,6	-15,7	-0,4	4,9	22,8	17,0			

FUENTE: Banco de España. Datos a 31 de diciembre de 2012, disponibles a 10 de septiembre de 2013. Establecimientos informantes a última fecha.

a Las comisiones por operaciones de transferencias se obtienen por su actividad como agentes de otras entidades de pago.

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

Introducción

Durante el tercer trimestre de 2013 se han publicado nuevas disposiciones de carácter financiero, cuyo contenido se resume en este artículo.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado varias decisiones: una relativa a las exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, y otras con ocasión del ingreso de Croacia en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Por su parte, el Banco de España ha introducido importantes modificaciones sobre la declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, y ha modificado la definición de «pyme» para adaptarla a la normativa europea.

En el ámbito comunitario, se han actualizado los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles, que deben publicarse en los folletos en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Además, se han publicado las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central (ECC).

Finalmente, se comentan las novedades de carácter fiscal y financiero en relación con las medidas adoptadas para el apoyo a los emprendedores y su internacionalización, así como de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo.

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

Orientación del Banco Central Europeo sobre las exigencias de información en materia de estadísticas exteriores

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/25, de 30 de julio de 2013 (DOUE del 18 de septiembre)*, por la que se modifica la Orientación BCE/2011/23, de 9 de diciembre de 2011¹, sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores.

La orientación introduce ciertas modificaciones técnicas en los anejos de la Orientación BCE/2011/23, que no cambian el marco conceptual subyacente ni afectan a la carga informativa en los Estados miembros.

Lo más relevante es la modificación del anejo III, que recoge «los conceptos y definiciones que deben emplearse en las estadísticas de balanza de pagos, posición de inversión internacional (PII) y reservas internacionales». En concreto, la aplicación estricta del método de valoración estándar utilizado actualmente para saldos de acciones en las sociedades de inversión directa no cotizadas puede producir, en determinados casos², distorsiones

¹ Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, abril de 2012, Banco de España, pp. 133-135.

² Los supuestos que se contemplan en la Orientación son los siguientes: 1) al menos una de las empresas de la cadena de inversión directa cotiza en la bolsa de valores, mientras que al menos otra no lo hace y esa circunstancia conduce a una distorsión significativa de la PII neta de una sociedad de la cadena, en este caso el precio de mercado de la sociedad cotizada puede utilizarse como referencia para la valoración de las sociedades no cotizadas relacionadas; 2) si se producen diferencias en el registro de fondos de comercio adquiridos a lo largo de una cadena de empresas de inversión directa, que conduce a una distorsión significativa de la PII neta del país en el que es residente la sociedad situada en mitad de la cadena, o 3) si las cuentas de las empresas de una cadena de inversión directa están denominadas en monedas diferentes y la fluctuación de los tipos de cambio conduce a una distorsión significativa de la PII neta del país en el que reside la sociedad situada en mitad de la cadena.

1	Introducción
2	Orientación del Banco Central Europeo sobre las exigencias de información en materia de estadísticas exteriores
3	Decisiones del Banco Central Europeo con ocasión del ingreso de Croacia en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)
4	Banco de España: modificación de la definición de «pyme»
5	Banco de España: declaración de operaciones y saldos en valores negociables
5.1	Ámbito de aplicación
5.2	Obligaciones de información estadística
6	Reglamento comunitario en relación con los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles
7	Normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central
8	Medidas de apoyo al emprendedor y su internacionalización, de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo
8.1	Modificaciones en el ámbito financiero
8.1.1	Entidades de crédito
8.1.2	Cédulas y bonos de internacionalización
8.1.3	Modificaciones en la normativa de las entidades aseguradoras
8.1.4	Otras modificaciones financieras
8.2	Cambios en la fiscalidad
8.3	Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales
8.4	Novedades en materia concursal y otras de carácter mercantil
8.5	Otras novedades

en la PII neta. En estos supuestos, se permite que los Estados miembros puedan aplicar uno de los otros métodos de valoración descritos en el *Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional* del FMI³, que son los siguientes: precios de transacción recientes; valor de los activos netos; valor presente y coeficientes precio-utilidades; método de capitalización del mercado; valor contable de los recursos propios, o prorrateo del valor global.

Si se aplicara uno de los citados métodos alternativos para valorar dichos saldos, se recomienda al responsable de compilar la PII que informe al responsable de compilación del país de contrapartida del método alternativo, y que colabore con este para minimizar el riesgo de efectuar registros bilaterales asimétricos.

La orientación se aplicará a partir del 1 de junio de 2014.

Decisiones del Banco Central Europeo con ocasión del ingreso de Croacia en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)

En virtud de la adhesión de Croacia a la Unión Europea y del ingreso de su banco central nacional (BCN), Hrvatska Narodna Banka, en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) a partir del pasado 1 de julio, el BCE ha publicado varias decisiones para ajustar las participaciones de los BCN en el BCE. Se reseñan a continuación las más relevantes:

La *Decisión BCE/2013/17, de 21 de junio de 2013 (DOUE del 6 de julio)*, modifica la *Decisión BCE/2008/23, de 12 de diciembre de 2008*, sobre la participación de los BCN en la clave para la suscripción del capital del BCE. Conforme al ingreso del nuevo Estado, se ha aumentado el capital suscrito del BCE de acuerdo con los Estatutos del SEBC, que pasa de 10.760,65 millones de euros a 10.825,01 millones de euros. Este aumento ha requerido establecer nuevas ponderaciones asignadas a cada uno de los BCN en la suscripción del

³ Véase apartado 7.16 de la sexta edición del *Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional* del FMI.

capital del BCE. En el caso del Banco de España, la ponderación de la clave de capital pasa del 8,304 % al 8,253 %.

La *Decisión BCE/2013/19, de 21 de junio de 2013 (DOUE del 6 de julio)*, sustituye y deroga las decisiones BCE/2008/24 y BCE/2010/27, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro. De acuerdo con las nuevas ponderaciones en la clave del capital establecidas en la Decisión BCE/2013/17, se modifica el importe total del capital suscrito y desembolsado de cada BCN de la zona del euro. En el caso del Banco de España, el importe del capital suscrito y desembolsado pasa de 893,56 millones de euros a 893,42 millones de euros.

La *Decisión BCE/2013/20, de 21 de junio de 2013 (DOUE del 6 de julio)*, sustituye y deroga la Decisión BCE/2010/28, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro. Cada BCN no perteneciente a la zona del euro continuará desembolsando el mismo porcentaje del 3,75 %, pero sobre el nuevo capital del BCE.

La *Decisión BCE/2013/16, de 21 de junio de 2013 (DOUE del 6 de julio)*, modifica la Decisión BCE/2010/29, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros. Como consecuencia de las nuevas ponderaciones en la clave del capital se especifican nuevas claves de asignación de billetes en euros a partir del 1 de enero de 2013. En el caso de España, dicha clave pasa del 10,919 % al 10,916 %.

La *Decisión BCE/2013/15, de 21 de junio de 2013 (DOUE del 6 de julio)*, sustituye y deroga la Decisión BCE/2008/27, de 12 de diciembre de 2008, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del BCE y para el ajuste de los activos de los BCN equivalentes a las reservas exteriores transferidas.

Los ajustes de las ponderaciones en la clave del capital, y el consiguiente cambio de las participaciones de los BCN de la zona del euro en el capital suscrito del BCE, exigen ajustar las reservas exteriores que los BCN han proporcionado al BCE. De este modo, los BCN cuyas reservas aumenten a causa del aumento de sus ponderaciones en la clave del capital deberán realizar una transferencia compensatoria a favor del BCE, mientras que el BCE debe hacer una transferencia compensatoria a favor de los BCN cuyas reservas disminuyan.

En el caso de España, hasta el 30 de junio de 2013 las reservas exteriores transferidas al BCE ascendían a 4.783,65 millones de euros, y a partir del 1 de julio deben situarse en 4.782,87 millones de euros, por lo que el BCE realizará una transferencia compensatoria de 0,78 millones de euros.

**Banco de España:
modificación
de la definición de «pyme»**

Se ha publicado la *CBE 4/2013, de 27 de septiembre (BOE del 12 de octubre)*, que modifica la definición de «pyme» contenida en la CBE 3/2008, de 22 de mayo⁴, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, para adaptarla a la contenida en la Recomendación 2003/361/CE, de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. De este modo, se adecua al concepto imperante a escala europea.

⁴ Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2008, Banco de España, pp. 147-158.

Hasta la fecha, la definición de «pyme» venía determinada en el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre⁵, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas. Así, se incluían en este ámbito todas las empresas, cualquiera que sea su forma jurídica, individual o societaria, que durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos, dos de las tres circunstancias siguientes: 1) que el total de las partidas del activo no superara los 2.850 millones euros; 2) que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los 5,7 millones de euros, y 3) que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no fuera superior a cincuenta. Las empresas pierden su condición si dejan de reunir, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, dos de las tres circunstancias anteriores.

Asimismo, quedaban excluidas de esta definición aquellas empresas que: 1) hubieran emitido valores admitidos a negociación en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación, de cualquier Estado miembro de la Unión Europea; 2) formaran parte de un grupo de sociedades que formulara o debiera haber formulado cuentas anuales consolidadas; 3) su moneda funcional fuera distinta del euro, o 4) se tratara de entidades financieras que captaran fondos del público asumiendo obligaciones respecto a aquellos y las entidades que asumieran la gestión de las anteriores.

Por su parte, la Recomendación 2003/361/CE incluye dentro de la categoría de pymes las microempresas, y las pequeñas y medianas empresas. Las empresas medianas se caracterizan porque ocupan a menos de 250 personas y tienen un volumen de negocios anual que no excede de 50 millones de euros o bien un balance general anual que no excede de 43 millones de euros. Las pequeñas empresas son las que ocupan a menos de 50 personas y tienen un volumen de negocios anual o un balance general anual que no supera los 10 millones de euros. Por su parte, las microempresas ocupan a menos de 10 personas y un volumen de negocios anual o un balance general anual que no supera los 2 millones de euros.

Cuando la empresa, en la fecha de cierre de las cuentas, constate que se han rebasado en un sentido o en otro, y sobre una base anual, los límites máximos de efectivos o los límites máximos financieros durante dos ejercicios consecutivos, se reclasificará en la categoría que corresponda de acuerdo con su nueva situación.

La circular entró en vigor el 12 de octubre.

**Banco de España:
declaración
de operaciones y saldos
en valores negociables**

Se ha publicado la *CBE 3/2013, de 29 de julio* (BOE del 2 de agosto), sobre declaración de operaciones y saldos en valores negociables, que deroga la *CBE 2/2001, de 18 de julio*, sobre declaración de operaciones y saldos de activos y pasivos exteriores en valores negociables, cuya entrada en vigor será el 1 de enero de 2014.

La circular incorpora en su normativa los preceptos del Reglamento (UE) 1011/2012, del BCE, de 17 de octubre de 2012⁶, relativo a las estadísticas sobre carteras de valores, desarrollados por la Orientación BCE/2013/7, de 22 de marzo de 2013, relativa a las estadísticas sobre carteras de valores.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

Quedan sometidos a esta normativa: 1) las entidades de crédito y las sucursales en España de entidades de crédito inscritas en los registros oficiales del Banco de España que

⁵ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 155-158.

⁶ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 121-123.

actúen como depositarias o liquidadoras en los mercados regulados de valores negociables; 2) las entidades financieras residentes inscritas en los registros oficiales de la CNMV que actúen como entidades depositarias o liquidadoras en los mercados regulados de valores negociables, y 3) las entidades financieras inscritas en estos registros que actúen como sociedades gestoras de fondos de inversión españoles.

Los dos primeros grupos de entidades anteriormente citados deberán remitir al Banco de España, con periodicidad mensual, los datos «valor a valor» (desglosados por clase de valor, y por valor individual, identificado mediante su código ISIN) sobre:

- 1) Las operaciones realizadas con valores negociables y los saldos mantenidos por cuenta de sus clientes, incluidos los correspondientes a los fondos de inversión. Únicamente informarán de los saldos cuando se trate de valores negociables emitidos por residentes, mantenidos por cuenta de clientes residentes. Las entidades residentes comercializadoras en España de fondos de inversión extranjeros, inscritas como tales en los registros oficiales de la CNMV, comunicarán la información (operaciones y saldos) de las participaciones de los inversores.
- 2) El total de las operaciones y los saldos de las cuentas de valores de la entidad (propias y de terceros), correspondientes a valores emitidos por residentes que se encuentren depositados en cuentas de la propia entidad abiertas en entidades depositarias no residentes, en depositarias centrales no residentes o en sistemas de compensación y liquidación internacionales.

En relación con las sociedades gestoras de los fondos de inversión españoles, informarán de las operaciones que se realicen con participaciones en dichos fondos (excepto de las que correspondan a las entidades citadas anteriormente) y de sus saldos. No obstante, dicha información podrá ser proporcionada por las correspondientes entidades depositarias si así fuese acordado con las sociedades gestoras. A tal efecto, estas deberán facilitar a las depositarias la información que estas pudieran precisar. Para poder utilizar este procedimiento, ambos tipos de entidades deberán comunicarlo previamente al Banco de España.

La información se remitirá por medios telemáticos, de conformidad con los formatos, condiciones y requisitos que se establezcan en las «aplicaciones técnicas» de la circular.

En la primera declaración, que deberá remitirse dentro de los primeros 10 días hábiles del mes de febrero de 2014, se indicarán como saldos iniciales los existentes a 31 de diciembre de 2013; como saldos finales, los existentes a 31 de enero de 2014, y como operaciones, las correspondientes al mes de enero de 2014.

Reglamento comunitario en relación con los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles

Se ha publicado el *Reglamento Delegado (UE) 759/2013, de la Comisión, de 30 de abril de 2013 (DOUE del 8 de agosto)*, por el que se modifica el Reglamento (CE) 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril de 2004, en lo que respecta a los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles.

El Reglamento 809/2004 establecía la información mínima que, respecto de distintas clases de valores, ha de incluirse en los folletos, en cumplimiento de lo dispuesto en la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

Ahora, el Reglamento Delegado 759/2013 introduce los requisitos de información que se deben incluir en el folleto para las acciones con *warrants* que den derecho a adquirir las acciones del emisor que no estén admitidas a cotización en un mercado regulado (la información exigida figura en el anejo XII, excepto el punto 4.2.2).

Por otro lado, se establece la información exigible para los valores con una denominación por unidad inferior a 50.000 euros que sean canjeables o convertibles en acciones ya admitidas a cotización en un mercado regulado (la información exigida corresponde al punto 4.2.2 del anejo XII). Igualmente se detalla la información exigible para estos valores que sean emitidos por una entidad perteneciente a su grupo, así como para las acciones subyacentes que no estén ya admitidas a cotización en un mercado regulado (dicha información figura en el anejo III o, cuando proceda, en el esquema establecido en el anejo XXIV). Finalmente, cuando los valores de deuda con *warrants* den derecho a adquirir las acciones del emisor y estas acciones no estén admitidas a cotización en un mercado regulado, se proporcionará, asimismo, la información exigida en el esquema que figura en el anejo XII.

El reglamento delegado entró en vigor el 28 de agosto.

Normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central

Se ha publicado el *Reglamento Delegado (UE) n.º 876/2013, de la Comisión, de 28 de mayo de 2013 (DOUE del 13 de septiembre)*, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012⁷, relativo a los derivados extrabursátiles, las ECC⁸ y los registros de operaciones, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de ECC⁹.

A este respecto, el reglamento delegado detalla la organización operativa de los colegios; su gobernanza, así como el intercambio de información entre sus miembros, en especial con la autoridad competente de la ECC; el modo de facilitar o solicitar información a las autoridades competentes que no sean miembros del colegio, y la delegación y atribución voluntaria de tareas entre los miembros.

El reglamento delegado entró en vigor el 3 de octubre.

Medidas de apoyo al emprendedor y su internacionalización, de estímulo al crecimiento y a la creación de empleo

Se ha publicado el *Ley 11/2013, de 26 de julio (BOE del 27)*, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y a la creación de empleo, cuya entrada en vigor se produjo el 28 de julio. La norma revisa las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 4/2013, de 22 de febrero, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo al crecimiento y a la creación de empleo, aprovechando para introducir diversas modificaciones, algunas de las cuales afectan al sector financiero.

Más recientemente, se ha publicado la *Ley 14/2013, de 27 de septiembre (BOE del 28)*, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, que entró en vigor el 29 de septiembre, salvo para determinados capítulos para los cuales se establecen distintas fechas para su entrada en vigor. Esta norma no solo complementa la anterior, sino que introduce también nuevos apoyos fiscales y en materia de Seguridad Social a los emprendedores, e impulsa los canales de financiación y de crecimiento en los mercados internacionales.

7 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 197-201.

8 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.

9 El Reglamento (UE) n.º 648/2012 establece que la autoridad competente de la ECC creará, gestionará y presidirá un colegio con el fin de facilitar el desempeño de las tareas de la ECC especificadas en la norma, reseñando quiénes serían los miembros del citado colegio (véase art. 18).

A continuación se reseñan las novedades más importantes de ambas normas, resaltando las de carácter financiero y fiscal.

MODIFICACIONES EN EL ÁMBITO FINANCIERO

Entidades de crédito

Se reducen las exigencias de recursos propios y de capital principal de las entidades de crédito en relación con las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito de pymes, ya que ahora los requisitos de capital por este tipo de riesgos se multiplicarán por un factor corrector de 0,7619¹⁰.

Por otro lado, se eleva sustancialmente el capital social mínimo de las sociedades de garantía recíproca (SGR), que pasa de 1,8 millones de euros a 10 millones de euros, cifra que será exigible a partir del 28 de junio de 2014. Asimismo, se establece que el importe de la cifra de recursos propios computables de las SGR no podrá ser inferior a 15 millones de euros, y su cálculo se realizará conforme fije el Banco de España.

Finalmente, se eliminan determinados índices o tipos de interés de referencia. En particular, a partir del 1 de noviembre de 2013 el Banco de España dejará de publicar en su sede electrónica los siguientes índices oficiales aplicables a los préstamos o créditos hipotecarios: 1) tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por los bancos; 2) tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las cajas de ahorros, y 3) tipo activo de referencia de las cajas de ahorros.

Estas referencias deberán ser sustituidas en la próxima revisión de los tipos aplicables por el tipo o índice de referencia sustitutivo previsto en el contrato. En su defecto, la sustitución se realizará por el tipo de interés oficial denominado «tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años, para adquisición de vivienda libre, concedidos por las entidades de crédito en España», aplicándole un diferencial equivalente a la media aritmética de la diferencia entre el tipo que desaparece y el citado anteriormente, calculado con los datos disponibles entre la fecha de otorgamiento del contrato y la fecha en la que efectivamente se produce la sustitución del tipo.

La sustitución de los tipos implicará la novación automática del contrato, sin suponer una alteración o pérdida del rango de la hipoteca inscrita. Asimismo, las partes carecerán de acción para reclamar la modificación, alteración unilateral o extinción del préstamo o crédito como contrapartida de la aplicación de lo dispuesto en norma.

Cédulas y bonos de internacionalización

Se actualiza el marco regulatorio de las cédulas de internacionalización, con mayor detalle de los activos que sirven como cobertura, y se crea un nuevo instrumento, los «bonos de internacionalización», con el fin de añadir mayor flexibilidad a la emisión de títulos que tengan como cobertura préstamos vinculados a la internacionalización (sin perjuicio, en todos los supuestos, de la responsabilidad patrimonial universal del emisor).

En relación con la normativa anterior¹¹, se detallan más ampliamente los activos de cobertura y se hacen extensibles a los bonos de internacionalización. Así, el capital y los intereses de las cédulas estarán especialmente garantizados por créditos y préstamos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o a la internacionaliza-

¹⁰ Con ello se ajusta nuestra normativa a lo establecido en el artículo 501.2 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

¹¹ Véanse 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.

ción de empresas que cumplan ciertos requisitos; entre otros, que tengan una alta calidad crediticia, y que concurren ciertas circunstancias, como que dichos créditos o préstamos hayan sido concedidos a Administraciones Públicas o entidades del sector público dentro o fuera de la Unión Europea o a bancos multilaterales de desarrollo u organizaciones internacionales, o, con independencia del prestatario, cuenten con garantías personales de estos organismos.

En el caso de los bonos, su capital e intereses estarán garantizados por aquellos créditos y préstamos que, reuniendo los requisitos indicados para las cédulas, se afecten a cada emisión en escritura pública y, además, por aquellos otros, afectados también en la referida escritura, concedidos a empresas vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios españoles o de otra nacionalidad o la internacionalización de empresas residentes en España o en otros países siempre que reciban una ponderación de riesgo, como máximo, del 50 %, conforme al cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito establecidos en la normativa de solvencia de las entidades de crédito. También están incluidos en esta categoría los préstamos del ICO a entidades financieras en el marco de sus líneas de mediación para la internacionalización, siempre que reciban idéntica ponderación de riesgo.

En ambos casos, podrán añadirse también como garantía determinados activos de sustitución y los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

El importe total de las cédulas de internacionalización emitidas por una entidad de crédito no puede ser superior al 70 % del importe de los préstamos y créditos no amortizados que cumplan los requisitos antes mencionados y que no hayan sido afectados a la emisión de bonos de internacionalización. Por su parte, el valor actualizado de los bonos de internacionalización deberá ser inferior, al menos, en un 2 % al valor actualizado de los préstamos y créditos afectados. La forma de cálculo de este valor se determinará reglamentariamente.

Las cédulas y bonos de internacionalización serán admitidos como inversiones de las reservas obligatorias de las sociedades y empresas mercantiles, equiparándose a estos efectos a los valores cotizados en Bolsa. En particular, serán admitidos para los siguientes fines: 1) inversiones para la cobertura de provisiones técnicas de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, siempre que las cédulas o bonos hayan sido emitidos por sociedades establecidas en el Espacio Económico Europeo (EEE)¹²; 2) inversiones aptas para los fondos de pensiones; 3) inversión de los recursos de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, y 4) inversión de los fondos de reserva de las entidades de la Seguridad Social.

Los títulos representativos de las cédulas y bonos de internacionalización serán transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público, ni notificación al deudor. Cuando sean nominativos, podrán transmitirse por declaración escrita en el mismo título. En caso de que los títulos sean al portador, se presumirá que su propietario es el último receptor de intereses.

Finalmente, la emisión, transmisión y cancelación de las cédulas y bonos de internacionalización, así como su reembolso, gozarán de la exención establecida en la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

12 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.

Modificaciones en la normativa de las entidades aseguradoras

Se introducen ciertas modificaciones en el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre. En particular, se recoge la posibilidad de que las entidades aseguradoras puedan invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)¹³ o en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)¹⁴, así como en entidades de capital-riesgo, y que dichas inversiones sean consideradas aptas para la cobertura de provisiones técnicas con ciertas condiciones, aunque no podrán computarse por un importe superior al 10 % del total de las provisiones técnicas. En la misma línea, se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, para recoger la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertir en esos mismos valores.

En ambos casos, se establece un límite máximo específico del 3 % del total de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras o del activo del fondo de pensiones para la inversión en valores emitidos por una misma entidad, que podrá llegar al 6 % cuando estén emitidos o avalados por entidades pertenecientes a un mismo grupo.

Otra novedad es una modificación del texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, con el fin de adaptar parcialmente la Directiva 2004/113/CE, del Consejo, de 13 de diciembre de 2004, relativa a la aplicación del principio de igualdad de trato entre mujeres y hombres en el acceso a bienes y servicios y su suministro. De este modo, las entidades aseguradoras no podrán establecer en el cálculo de las tarifas de los contratos de seguro diferencias de trato entre mujeres y hombres en las primas y prestaciones de las personas aseguradas, cuando aquellas consideren el sexo como factor de cálculo.

Otras modificaciones financieras

Se mantiene lo dispuesto en el Real Decreto Ley 4/2013 en relación con la supresión en determinados supuestos del límite impuesto a las sociedades de capital, por el que el importe total de las emisiones de obligaciones no puede ser superior al capital social desembolsado más las reservas¹⁵. Esta flexibilización solo será aplicable en aquellos casos en los que las emisiones vayan dirigidas a inversores institucionales, para asegurar una adecuada protección de los inversores minoristas. En concreto: 1) cuando se dirijan exclusivamente a inversores cualificados; 2) cuando se trate de oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor, para cada oferta separada, o 3) cuando se trate de oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea, al menos, de 100.000 euros.

Asimismo, se introducen ciertas precisiones a las emisiones de obligaciones o de otros valores de las sociedades de capital que reconozcan o creen deuda que vayan a ser admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación. Así, no les será exigible el otorgamiento de escritura pública, ni la inscripción de la emisión o de los demás actos relativos a

13 El MAB es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características. Ofrece un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúan sobre: acciones y otros valores de instituciones de inversión colectiva (IIC); valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización, y otros valores e instrumentos que, por sus especiales características, se acogen a un régimen singularizado.

14 El MARF es un sistema multilateral de negociación que tiene por objeto la financiación empresarial a través de los mercados de capitales, mediante valores negociables de renta fija, que sean emitidos por entidades en las que concurran circunstancias que requieran un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales y estén destinados a inversores cualificados.

15 Véase el artículo 405 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

ella, en el Registro Mercantil, incluyendo el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*. Las condiciones exigidas legalmente para la emisión y las características de los valores se harán constar en certificación expedida por las personas facultadas conforme a la normativa vigente. La publicidad de todos los actos relativos a estas emisiones se efectuará a través de los medios establecidos a tal fin por los sistemas multilaterales de negociación.

Se mantiene el marco fiscal del Real Decreto Ley 4/2013, que favorece al autónomo que inicia una actividad emprendedora, con el objetivo de incentivar la creación de empresas y reducir la carga impositiva durante los primeros años de ejercicio de una actividad. Así, en el impuesto sobre sociedades para las entidades que hubieran iniciado el ejercicio de una actividad económica a partir de 1 de enero de 2013, tributarán en el primer período impositivo en que la base imponible resulte positiva a un tipo de gravamen del 15 % para los primeros 300.000 euros de base imponible, y del 20 % para el resto.

Igualmente, en el IRPF se establece una reducción del 20 % sobre los rendimientos netos de la actividad económica obtenidos por los contribuyentes que hubieran iniciado el ejercicio de una actividad económica, aplicable en el primer período impositivo en que el rendimiento neto resulte positivo y en el período siguiente. Asimismo, conforme se establecía en el Real Decreto Ley 4/2013, se suprime el límite actualmente aplicable a la exención de las prestaciones por desempleo en la modalidad de pago único (hasta ahora están exentos solo hasta 15.500 euros).

En relación con el impuesto sobre sociedades, se establece una nueva deducción por inversión de beneficios para aquellas entidades que tengan la condición de empresas de reducida dimensión (cifra de negocios inferior a 10 millones de euros), vinculada a la creación de una reserva mercantil de carácter indisponible. Dichas entidades tendrán derecho a una deducción en la cuota íntegra del 10 % de los beneficios del ejercicio¹⁶ que se inviertan en elementos nuevos del inmovilizado material o inversiones inmobiliarias afectos a actividades económicas.

Por otro lado, se introducen incentivos fiscales a las actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, siendo aplicable a partir del período impositivo iniciado el 1 de enero de 2013, pudiendo llegar a aplicarse una deducción del 20 % de su importe cumpliendo los requisitos establecidos en la norma. Si se trata de actividades de investigación y desarrollo e innovación tecnológica, la deducción practicada no podrá superar conjuntamente, y por todos los conceptos, los 3 millones de euros anuales. Si solo se trata de actividades de innovación tecnológica, el límite se establece en 1 millón de euros anuales.

De igual modo, se modifica el régimen fiscal aplicable a las rentas procedentes de determinados activos intangibles, de manera que los ingresos procedentes de la cesión del derecho de uso o de explotación de patentes, dibujos o modelos, planos, fórmulas o procedimientos secretos, de derechos sobre informaciones relativas a experiencias industriales, comerciales o científicas, se integrarán en la base imponible por un 40 % de su importe (antes era el 50 %). En el caso de cesión de activos intangibles, se precisa la definición de las rentas producidas como diferencia positiva entre los ingresos del ejercicio procedentes de la cesión del derecho de uso o de explotación de los activos, y las cantidades que sean deducidas por deterioros y por los gastos del ejercicio directamente rela-

¹⁶ Para las empresas que tributen de acuerdo con la escala de gravamen reducido en el impuesto sobre sociedades por mantenimiento o creación de empleo, la citada deducción será del 5 %.

cionados con el activo cedido. En el supuesto de activos intangibles no reconocidos en el balance de la entidad, se entenderá por rentas el 80 % de los ingresos procedentes de la cesión de aquellos. Finalmente, se amplían sustancialmente las deducciones por creación de empleo para trabajadores con discapacidad.

En el IRPF, se introducen nuevos incentivos fiscales relacionados con las empresas de nueva o reciente creación. Así, los contribuyentes podrán deducirse el 20 % de las cantidades satisfechas por la suscripción de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente creación cuando se cumplan ciertas condiciones; entre ellas, que dichas acciones o participaciones permanezcan en su patrimonio por un plazo superior a tres años e inferior a doce años. La base máxima de deducción será de 50.000 euros anuales y estará formada por el valor de adquisición de las acciones o participaciones suscritas.

Cuando el contribuyente transmita este tipo de acciones o participaciones, podrán excluirse de gravamen las ganancias patrimoniales, siempre que el importe total obtenido por su transmisión se reinvierta en la adquisición de acciones o participaciones de las citadas entidades en las condiciones que reglamentariamente se determinen. Cuando el importe reinvertido sea inferior al total percibido en la transmisión, únicamente se excluirá de tributación la parte proporcional de la ganancia patrimonial obtenida que corresponda a la cantidad reinvertida.

En relación con el IVA, se establece un régimen optativo, que se conoce como «criterio de caja» para los sujetos pasivos cuyo volumen de operaciones durante el año no supere los 2 millones de euros. Conforme a dicho régimen, los sujetos pasivos del IVA pueden optar por un sistema que retrasa el devengo y la consiguiente declaración e ingreso del IVA repercutido en la mayoría de sus operaciones comerciales hasta el momento del cobro, total o parcial, a sus clientes, con la fecha límite del 31 de diciembre del año inmediato posterior a aquel en que aquellas se hayan efectuado. De forma simétrica, los sujetos pasivos verán retardada igualmente la deducción del IVA soportado en sus adquisiciones hasta el momento en que efectúen el pago de estas a sus proveedores, y con igual límite del 31 de diciembre del año inmediato posterior a aquel en que se hayan efectuado las operaciones.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA
LA MOROSIDAD EN LAS
OPERACIONES COMERCIALES

En el ámbito privado, al igual que hizo el Real Decreto Ley 4/2013, la ley recoge la reducción del plazo de pago de 60 a 30 días naturales que debe cumplir el deudor (si no se hubiera fijado fecha o plazo de pago en el contrato), después de la fecha de recepción de las mercancías o prestación de los servicios, incluso cuando hubiera recibido la factura o solicitud de pago equivalente con anterioridad. Dicho plazo puede ser excepcionalmente ampliado a 60 días naturales por acuerdo de las partes.

De igual modo, el tipo legal de interés de demora que el deudor estará obligado a pagar al acreedor es de ocho puntos porcentuales (antes eran siete puntos), a los que se ha de sumar el tipo de interés aplicado por el BCE a su más reciente operación principal de financiación. Asimismo, cuando el deudor incurra en mora, se establece una cantidad fija de 40 euros, que el acreedor tendrá derecho a cobrarle al deudor, y que se añadirá, sin necesidad de petición expresa, a la deuda principal. A este importe se añadirán todos los costes de cobro debidamente acreditados que haya sufrido a causa de dicha mora.

En relación con las cláusulas y prácticas abusivas, la ley introduce ciertas precisiones al Real Decreto Ley 4/2013, ampliando su ámbito de aplicación. De este modo, será nula una cláusula contractual o una práctica relacionada con la fecha o el plazo de pago, el tipo de

interés de demora o la compensación por costes de cobro cuando resulte manifiestamente abusiva en perjuicio del acreedor teniendo en cuenta todas las circunstancias del caso.

En todo caso, la ley considera que son nulas las cláusulas pactadas entre las partes o las prácticas que excluyan el interés de demora, o cualquier otra sobre el tipo legal de interés de demora establecido con carácter subsidiario cuando tenga un contenido abusivo en perjuicio del acreedor, entendiéndose que será abusivo cuando el interés pactado sea un 70% inferior al interés legal de demora, salvo que, atendiendo a las circunstancias previstas en la norma, pueda probarse que el interés aplicado no resultara abusivo.

La ley establece un período transitorio de aplicación para las nuevas medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. De esta forma, a los contratos celebrados con anterioridad a su entrada en vigor se les aplicará la nueva normativa a partir de un año desde su publicación en el *BOE* (27 de julio).

En relación con el sector público, tal como establecía el Real Decreto Ley 4/2013, las Administraciones Públicas tendrán la obligación de abonar la deuda dentro de los 30 días siguientes a la fecha de aprobación de las certificaciones de obra o de los documentos que acrediten la conformidad con lo dispuesto en el contrato de los bienes entregados o servicios prestados, y, si se demorase, deberán abonar al contratista los intereses de demora y la indemnización por los costes de cobro establecidos anteriormente para las operaciones comerciales del sector privado.

Para que se inicie el cómputo de plazo para el devengo de intereses, el contratista deberá de haber cumplido la obligación de presentar la factura ante el registro administrativo correspondiente, en tiempo y forma, en el plazo de treinta días desde la fecha de entrega efectiva de las mercancías o la prestación del servicio. Si incumpliera el plazo de presentación, el devengo de intereses no se iniciará hasta transcurridos 30 días desde la fecha de presentación de la factura en el registro correspondiente.

Como novedad, la ley añade que el contratista podrá pactar con los suministradores y subcontratistas plazos de pago superiores a los establecidos anteriormente, respetando los límites previstos en las operaciones comerciales del sector privado, siempre que dicho pacto no constituya una cláusula abusiva y que el pago se instrumente mediante un documento negociable que lleve aparejada la acción cambiaria, cuyos gastos de descuento o negociación correrán en su integridad por cuenta del contratista. Adicionalmente, el suministrador o subcontratista podrá exigir que el pago se garantice mediante aval.

NOVEDADES EN MATERIA
CONCURSAL Y OTRAS
DE CARÁCTER MERCANTIL

- 1) Se regula un mecanismo de «negociación extrajudicial de pago de deudas de empresarios», ya sean personas físicas o jurídicas, que cumplan ciertas condiciones. En particular, que en los empresarios individuales su balance no supere 5 millones de euros. En este caso, se solicitará el nombramiento de un mediador concursal ante el Registrador Mercantil o ante el notario del domicilio del deudor. Una vez solicitada la apertura del expediente, el deudor podrá continuar con su actividad laboral, empresarial o profesional. Desde la presentación de la solicitud, el deudor se abstendrá de solicitar la concesión de préstamos o créditos, devolverá a la entidad las tarjetas de crédito de que sea titular y se abstendrá de utilizar medio electrónico de pago alguno. Los créditos de derecho público no podrán verse afectados por el acuerdo extrajudicial, y, en su caso, los créditos con garantía real únicamente podrán incorporarse al acuerdo extrajudicial y verse afectados por él si así lo decidiesen

los acreedores que ostentan su titularidad. El mediador impulsará una reunión con todos los acreedores del deudor común, y se propondrá un plan de pagos, en el que la espera o moratoria no podrá superar los tres años y en el que la quita o condonación no podrá superar el 25 % del importe de los créditos. Para que el plan de pagos se considere aceptado, será necesario que voten a favor acreedores que sean titulares, al menos, del 60 % del pasivo. En caso de que el plan de pagos consista en la cesión de bienes del deudor en pago de deudas, dicho plan deberá contar con la aprobación de acreedores que representen el 75 % del pasivo y del acreedor o acreedores que, en su caso, tengan constituida a su favor una garantía real sobre estos bienes.

- 2) En relación con los acuerdos de refinanciación, recogidos en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se regula de una manera más completa y flexible el procedimiento para el nombramiento por el registrador mercantil del experto independiente que debe verificar los acuerdos de refinanciación. En particular, puede solicitarse al registrador su nombramiento y seguirse el procedimiento sin necesidad de que el acuerdo esté concluido o el plan de viabilidad cerrado. Por otro lado, se reduce del 75 % al 55 % el porcentaje de la mayoría del pasivo titularidad de entidades financieras que suscribe el acuerdo de refinanciación como requisito legal mínimo para su homologación judicial. Como consecuencia de ello, los términos y condiciones de espera contenidos en dicho acuerdo se imponen al conjunto de las entidades financieras acreedoras no participantes o disidentes cuyos créditos no estén dotados de garantía real.
- 3) En lo concerniente a la conclusión del concurso, anteriormente el deudor continuaba siendo responsable del pago de los créditos restantes por liquidación o insuficiencia de masa activa. A partir de ahora, la resolución judicial de conclusión del concurso deberá declarar la remisión de las deudas insatisfechas (salvo las tributarias y de seguridad social), siempre que se cumplan ciertas condiciones: que no se trate de un concurso culpable ni exista un delito del deudor relacionado con el concurso; que se hayan satisfecho todos los créditos contra la masa y los créditos privilegiados, y que se haya satisfecho, al menos, el 25 % de los créditos concursales ordinarios. Este requisito no se exige si el deudor hubiera intentado sin éxito un acuerdo extrajudicial de pagos.
- 4) Se crea una nueva figura, el emprendedor de responsabilidad limitada (identificado con las siglas «ERL»), gracias a la cual las personas físicas podrán evitar que la responsabilidad derivada de sus deudas empresariales afecte a su vivienda habitual bajo determinadas condiciones que se detallan en la norma. En este sentido, la operatividad de la limitación de responsabilidad queda condicionada a la inscripción y publicidad de esta nueva figura en el Registro Mercantil y en el Registro de la Propiedad. No obstante, no podrá beneficiarse de esta limitación el deudor que hubiera actuado con fraude o negligencia grave en el cumplimiento de sus obligaciones con terceros, siempre que así constara acreditado por sentencia firme o en concurso declarado culpable.
- 5) Se introduce una nueva figura de sociedad, la sociedad limitada de formación sucesiva (SLFS), sin capital mínimo, cuyo régimen es idéntico al de las sociedades de responsabilidad limitada (SRL), excepto ciertas obligaciones es-

pecíficas tendentes a garantizar una adecuada protección de terceros. Así, mientras no se alcance la cifra de capital social mínimo fijado para una SRL (3.000 euros), la SLFS estará sujeta a las siguientes reglas: 1) deberá destinarse a reservas una cifra, al menos, igual al 20 % del beneficio del ejercicio sin límite de cuantía; 2) una vez cubiertas las atenciones legales o estatutarias, solo podrán repartirse dividendos a los socios si el valor del patrimonio neto no resultara inferior al 60 % del capital legal mínimo, y 3) la suma anual de las retribuciones satisfechas a los socios y administradores no podrá exceder del 20 % del patrimonio neto del correspondiente ejercicio. Además, en caso de liquidación, si el patrimonio de la SLFS fuera insuficiente para atender al pago de sus obligaciones, los socios y los administradores de la sociedad responderán solidariamente del desembolso de la cifra de capital mínimo requerido para las SRL.

6) Se regula la figura de «miniempresa» o «empresa de estudiantes», que tendrá una duración limitada a un curso escolar, prorrogable a un máximo de dos. Deberá liquidarse al final del año escolar presentando la correspondiente acta de liquidación y disolución. Estará cubierta por un seguro de responsabilidad civil u otra garantía equivalente suscrito por la organización promotora. Asimismo, deberá inscribirse por la organización promotora del programa miniempresa en el registro que se habilitará al efecto, lo que permitirá a la miniempresa realizar transacciones económicas y monetarias, emitir facturas y abrir cuentas bancarias. Reglamentariamente, se determinarán los requisitos, límites de sus estatutos y los modelos que facilitarán el cumplimiento de sus obligaciones tributarias y contables.

OTRAS NOVEDADES

1) Se crean los puntos de atención al emprendedor (PAE), que serán ventanillas únicas electrónicas o presenciales a través de las que se podrán realizar todos y cada uno de los trámites para el inicio, ejercicio y cese de la actividad empresarial. Se garantiza la existencia de, al menos, un PAE electrónico que utilizará el sistema de tramitación telemática del Centro de Información y Red de Creación de Empresa (CIRCE). Su sede electrónica se ubicará en el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, y prestará la totalidad de los servicios previstos en la ley.

2) Se establecen políticas de fomento de la internacionalización de la economía española, que desarrollará el sector público junto con el sector privado, para facilitar y reforzar la dimensión internacional de la economía española y fomentar la presencia exterior de las empresas y de los emprendedores como factores de estabilidad, crecimiento y generación de empleo. Dicha dimensión se extiende, asimismo, a la acción económica institucional en foros bilaterales y multilaterales, y a las acciones de fomento de la inversión extranjera en España y de España en el exterior. Por su parte, el apoyo financiero oficial a la internacionalización de la empresa estará constituido por el ICO; la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES); el Fondo para Inversiones en el Exterior (FIEEX) y el Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME); el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM); el Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI), y cualesquiera otros organismos de ayuda a la internacionalización que se puedan crear a propuesta del Ministerio de Economía y Competitividad.

- 3) Se establecen medidas para impulsar la contratación pública con los emprendedores. En particular, se establece la posibilidad de contratar con el sector público a las uniones de empresarios que se constituyan temporalmente al efecto, sin que sea necesaria su formalización en escritura pública hasta que se haya efectuado la adjudicación del contrato a su favor; se reduce de doce meses a seis meses desde la terminación de la obra o servicio el plazo para la devolución de garantías, y de ocho meses a seis meses el plazo de demora para solicitar la resolución del contrato, cuando en ambos casos la empresa adjudicataria sea una pyme.
- 4) Se prevén diversas medidas de reducción de las cargas administrativas. Entre ellas, cabe resaltar la obligación de las Administraciones Públicas de que, si en el ejercicio de sus competencias crean nuevas cargas administrativas para las empresas, deberán eliminar, al menos, una carga existente, siempre a coste equivalente.
- 5) Se incluyen medidas dirigidas a la mejora de la intermediación laboral, como: la creación de un «portal único de empleo», que contendrá toda la información de utilidad para orientar a los jóvenes y poner a su alcance herramientas que faciliten la búsqueda de empleo o el inicio de una actividad empresarial; un mayor impulso en la colaboración público-privada con las Comunidades Autónomas para la intermediación en el ámbito de los servicios públicos de empleo, y la habilitación a las empresas de trabajo temporal para celebrar contratos para la formación y el aprendizaje.
- 6) Finalmente, se facilita el visado de residencia para los extranjeros no residentes que se propongan entrar en territorio español con el fin de realizar una inversión significativa de capital. Para ser considerada una inversión de estas características, deberá cumplir alguno de los siguientes supuestos: 1) una inversión inicial por un valor igual o superior a 2 millones de euros en títulos de deuda pública española, o por un valor igual o superior a 1 millón de euros en acciones o participaciones sociales de empresas españolas, o depósitos bancarios en entidades financieras españolas; 2) la adquisición de bienes inmuebles en España con una inversión de valor igual o superior a 500.000 euros por cada solicitante, o 3) un proyecto empresarial que vaya a ser desarrollado en España y que sea considerado y acreditado como de interés general, para lo cual se valorará el cumplimiento de ciertas condiciones que se detallan en la norma.

3.10.2013.

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 ¹	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	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 ¹ (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 ¹ (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 ¹ (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (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 plazo¹ (BE) 59*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (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).

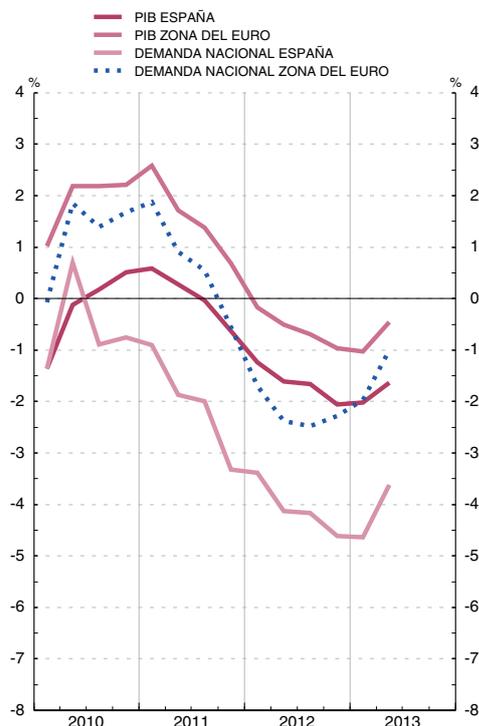
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

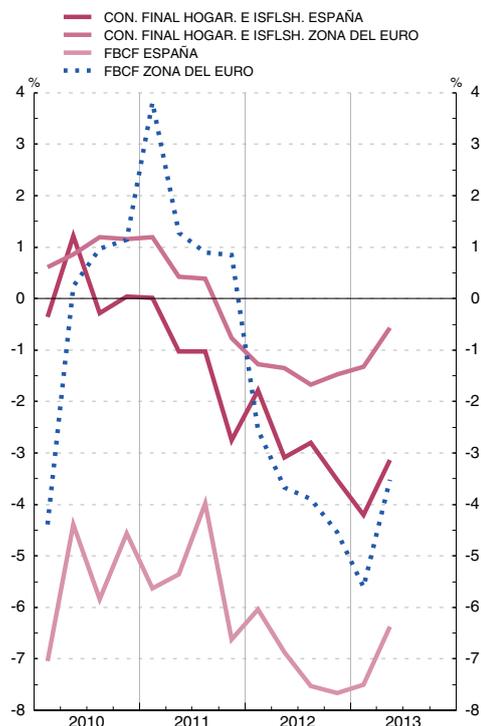
Tasas de variación interanual

	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
10	-0,2	1,9	0,2	1,0	1,5	0,6	-5,5	-0,5	-0,6	1,2	11,7	11,5	9,3	9,9	1 046	9 161
11	0,1	1,6	-1,2	0,3	-0,5	-0,1	-5,4	1,7	-2,0	0,7	7,6	6,6	-0,1	4,6	1 046	9 419
12	-1,6	-0,6	-2,8	-1,4	-4,8	-0,6	-7,0	-3,7	-4,1	-2,2	2,1	2,7	-5,7	-1,0	1 029	9 486
10 ///	0,2	2,2	-0,3	1,2	1,5	0,4	-5,8	1,0	-0,9	1,4	11,3	12,6	6,5	10,8	261	2 301
IV	0,5	2,2	0,0	1,2	-0,2	-0,1	-4,6	1,1	-0,7	1,7	14,1	12,4	8,4	11,4	262	2 315
11 /	0,6	2,6	0,0	1,2	1,8	0,1	-5,6	3,8	-0,9	1,9	12,2	10,8	5,8	9,2	262	2 343
II	0,3	1,7	-1,0	0,4	-0,7	0,0	-5,4	1,3	-1,9	0,9	7,4	6,5	-0,7	4,6	262	2 352
III	-0,0	1,4	-1,0	0,4	-2,2	-0,4	-4,0	0,9	-2,0	0,5	7,2	5,7	0,0	3,8	261	2 361
IV	-0,6	0,7	-2,8	-0,8	-0,7	-0,2	-6,6	0,8	-3,3	-0,6	4,2	3,5	-5,1	0,6	260	2 363
12 /	-1,2	-0,2	-1,8	-1,3	-4,9	-0,3	-6,0	-2,6	-3,4	-1,7	0,1	2,6	-6,9	-0,9	259	2 368
II	-1,6	-0,5	-3,1	-1,3	-4,4	-0,7	-6,9	-3,7	-4,1	-2,4	0,5	3,4	-7,7	-0,8	258	2 370
III	-1,7	-0,7	-2,8	-1,7	-4,9	-0,6	-7,5	-3,9	-4,2	-2,5	3,3	2,8	-4,6	-1,2	257	2 375
IV	-2,1	-1,0	-3,5	-1,5	-5,0	-0,7	-7,7	-4,5	-4,6	-2,3	4,4	2,0	-3,5	-0,9	255	2 373
13 /	-2,0	-1,0	-4,2	-1,3	-3,3	-0,4	-7,5	-5,6	-4,6	-2,0	3,6	0,1	-4,8	-1,9	256	2 381
II	-1,6	-0,5	-3,1	-0,6	-2,4	0,3	-6,4	-3,5	-3,6	-1,0	9,2	0,7	3,1	-0,4	255	2 401

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.

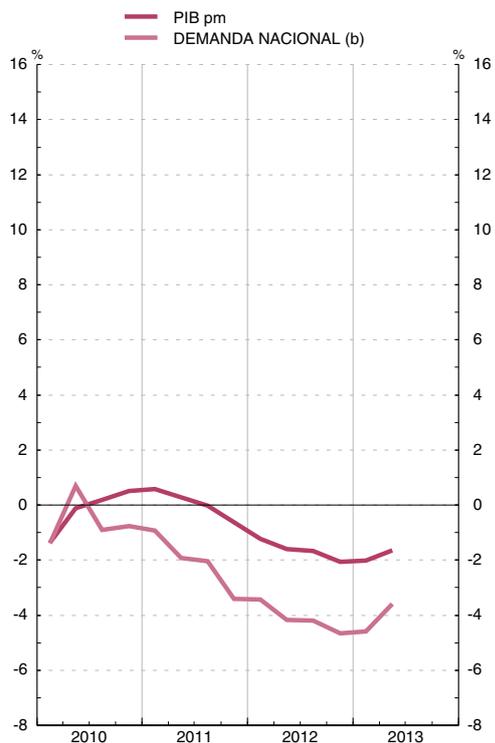
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

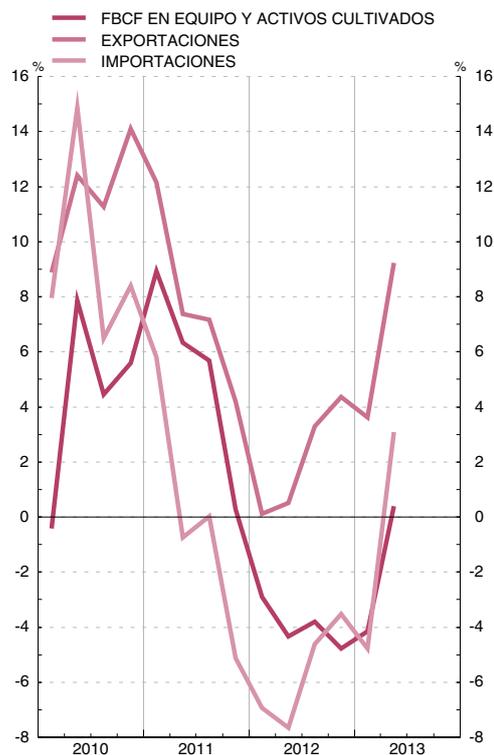
Tasas de variación interanual

		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	Consumo final de no residentes en territorio económico	Total	Bienes	Servicios	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		
10	P	-5,5	-6,4	-9,9	4,3	10,3	0,3	11,7	15,3	5,0	2,6	9,3	12,2	0,5	0,5	-0,6	-0,2
11	P	-5,4	-6,3	-10,8	5,3	7,8	-0,1	7,6	8,6	5,5	6,4	-0,1	0,5	-2,2	-4,9	-2,1	0,1
12	A	-7,0	-7,8	-9,7	-3,9	2,9	0,0	2,1	2,4	1,6	-0,5	-5,7	-7,2	-0,2	-7,4	-4,1	-1,6
10	///	-5,8	-6,7	-10,5	4,5	8,8	0,3	11,3	13,8	6,6	5,1	6,5	9,5	-2,8	2,7	-0,9	0,2
11	///	-4,6	-5,5	-9,4	5,6	11,5	0,2	14,1	16,7	9,3	4,5	8,4	11,2	-0,3	-0,3	-0,8	0,5
11	/	-5,6	-6,8	-12,4	8,9	11,9	-0,0	12,2	16,3	4,0	5,4	5,8	8,3	-2,3	-4,1	-0,9	0,6
11	//	-5,4	-6,2	-11,1	6,3	6,2	0,0	7,4	8,3	5,5	8,6	-0,7	0,3	-4,3	-8,2	-1,9	0,3
11	///	-4,0	-4,9	-9,2	5,7	9,1	-0,1	7,2	7,5	6,5	6,2	0,0	-0,2	0,9	-3,1	-2,0	-0,0
11	IV	-6,6	-7,4	-10,6	0,3	4,0	-0,2	4,2	3,3	6,0	5,5	-5,1	-5,7	-3,0	-4,3	-3,4	-0,6
12	/	-6,0	-6,8	-8,6	-2,9	3,6	-0,1	0,1	-0,9	2,4	-0,1	-6,9	-8,0	-3,0	-9,4	-3,4	-1,2
12	//	-6,9	-7,6	-9,3	-4,3	2,6	-0,0	0,5	0,5	0,5	-1,3	-7,7	-10,1	1,4	-2,6	-4,2	-1,6
12	///	-7,5	-8,6	-10,9	-3,8	4,8	0,0	3,3	3,2	3,6	1,4	-4,6	-5,6	-0,9	-9,2	-4,2	-1,7
12	IV	-7,7	-8,3	-10,0	-4,8	0,4	0,1	4,4	6,5	-0,2	-2,0	-3,5	-4,9	1,7	-8,1	-4,7	-2,1
13	/	-7,5	-8,2	-10,2	-4,1	-0,1	0,0	3,6	5,2	0,1	1,1	-4,8	-5,0	-3,9	-4,4	-4,6	-2,0
13	//	-6,4	-6,7	-10,5	0,4	-2,4	-0,0	9,2	12,7	2,0	1,9	3,1	4,6	-2,0	-3,0	-3,6	-1,6

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.

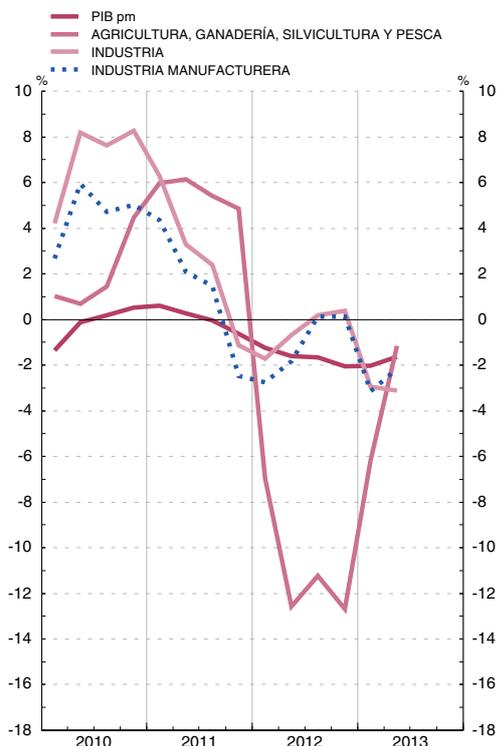
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

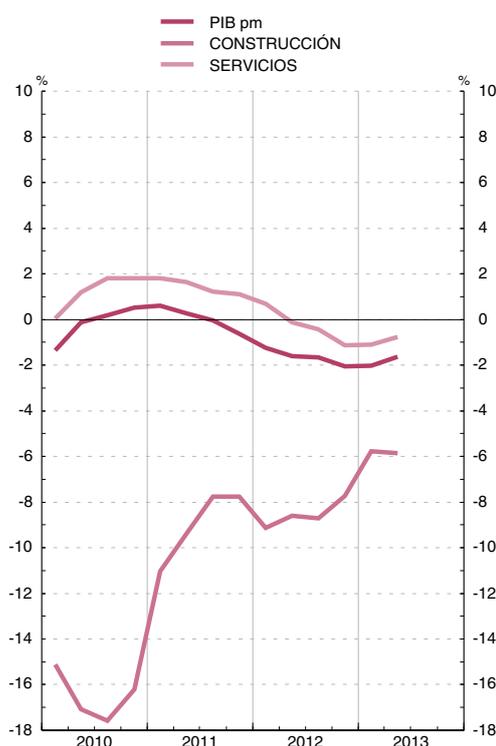
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios							Impuestos netos sobre los productos		
				Total	Del cual		Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación		Actividades de artes, recreativas y otros servicios	
					Industria manufacturera											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	P	-0,2	1,9	7,1	4,6	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6	
11	P	0,1	5,6	2,7	1,3	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1	
12	A	-1,6	-10,9	-0,5	-1,1	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9	
10	III	P	0,2	1,4	7,6	4,7	-17,6	1,8	2,1	7,8	0,1	-1,2	0,1	3,1	-0,9	-0,3
	IV	P	0,5	4,5	8,3	5,0	-16,2	1,8	1,8	6,5	1,7	-0,5	-0,0	3,1	-2,0	-1,1
11	I	P	0,6	6,0	6,3	4,3	-11,0	1,8	2,2	1,6	-4,0	3,0	5,1	1,6	-0,7	-5,6
	II	P	0,3	6,1	3,3	2,1	-9,4	1,6	2,0	0,1	-3,9	2,9	5,4	1,4	-0,9	-5,8
	III	P	-0,0	5,4	2,4	1,5	-7,8	1,2	0,8	-0,0	-3,6	3,1	5,5	0,8	1,3	-6,6
	IV	P	-0,6	4,9	-1,1	-2,5	-7,8	1,1	0,1	-0,2	-1,2	3,0	5,2	0,8	1,2	-6,5
12	I	A	-1,2	-6,9	-1,7	-2,8	-9,1	0,7	1,3	0,9	0,8	0,9	-1,2	0,4	0,7	-5,0
	II	A	-1,6	-12,6	-0,7	-1,8	-8,6	-0,1	0,2	1,3	1,0	0,8	-2,6	-0,1	-2,2	-4,7
	III	A	-1,7	-11,2	0,2	0,1	-8,7	-0,4	1,0	1,0	-6,1	1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-4,9
	IV	A	-2,1	-12,7	0,4	0,1	-7,7	-1,1	-0,5	0,5	-6,9	1,1	-2,2	-1,1	-3,0	-5,1
13	I	A	-2,0	-6,2	-3,0	-3,2	-5,8	-1,1	-1,8	-1,1	-3,5	-0,3	-0,8	0,0	-2,0	-2,6
	II	A	-1,6	-1,2	-3,1	-2,2	-5,9	-0,8	-1,1	-0,1	-4,1	-0,2	-0,5	0,1	-1,0	-1,7

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

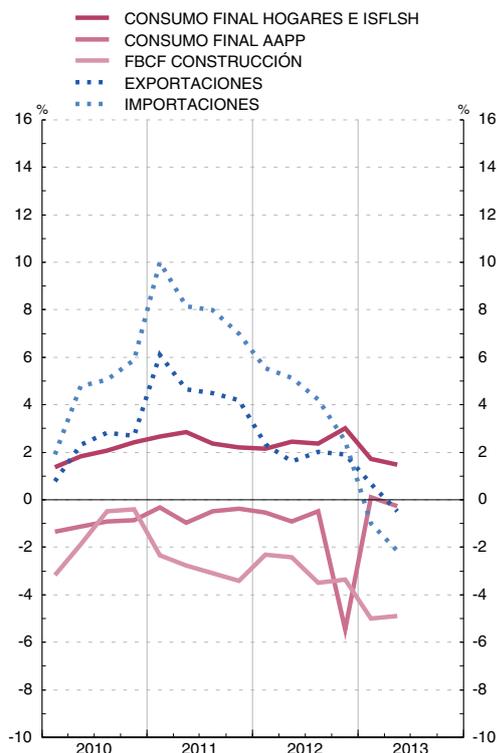
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

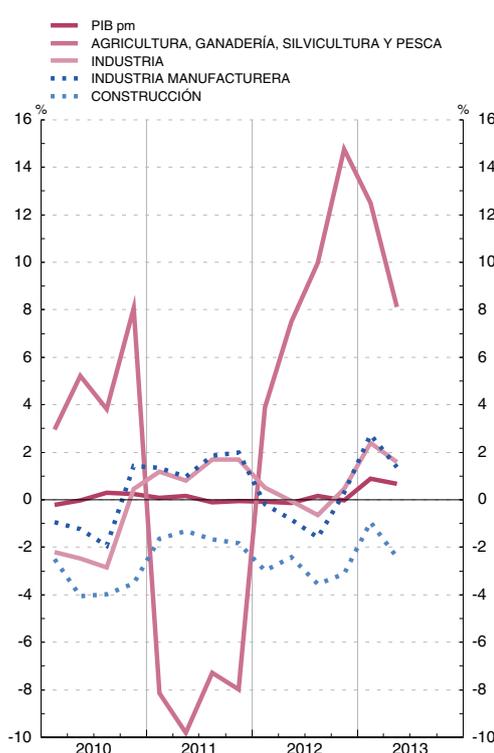
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	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 ser- vicios	Impor- tación de bienes y ser- vicios	Agricultura, ganade- ría, sil- vicultura y pesca		Industria		Const- rucción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales						Acti- vos fijos inma- teriales	Total		Indus- tria manu- factura- ra	Total	Comer- cio, trans- porte y hoste- lería	Infor- mación y comu- nicación	Acti- vidades financieras y de seguros	Acti- vidades inmo- biliarias	Acti- vidades profesio- nales	Admi- nistración pública, sa- nidad y edu- cación	Acti- vidades artísticas, recrea- tivas y otros servicios	
					Const- rucción	Bienes de equi- po y activos culti- vados																	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
10	P	1,9	-1,1	-0,6	-1,5	0,9	3,6	2,2	4,4	0,1	5,0	-1,8	-0,7	-3,5	-1,5	-0,6	-6,0	-20,3	13,6	-1,5	-1,5	0,5	
11	P	2,5	-0,6	-1,5	-2,9	1,2	-0,1	4,8	8,2	0,0	-8,3	1,3	1,5	-1,6	0,1	0,8	-1,4	-4,4	4,6	-0,5	-1,2	0,8	
12	A	2,5	-1,8	-2,0	-2,9	-1,1	1,3	2,0	4,3	-0,0	8,9	0,1	-0,6	-3,0	-0,3	0,8	-2,5	4,5	1,6	-0,6	-3,4	1,2	
10	III	2,1	-0,9	0,2	-0,5	1,1	3,5	2,8	5,1	0,3	3,8	-2,9	-1,9	-4,0	-2,4	-0,6	-7,0	-24,4	10,9	-0,8	-2,7	0,1	
11	IV	2,4	-0,9	0,4	-0,4	1,4	3,4	2,7	5,9	0,3	8,1	0,4	1,4	-3,5	-0,3	1,8	-5,5	-21,6	20,1	-0,3	-2,9	1,1	
11	I	2,6	-0,3	-0,9	-2,3	1,8	-0,1	6,1	10,0	0,1	-8,1	1,2	1,3	-1,6	-0,6	0,6	-2,1	-12,5	4,5	-0,7	-1,0	0,8	
12	II	2,8	-1,0	-1,3	-2,8	1,5	0,3	4,6	8,1	0,1	-9,8	0,8	1,0	-1,3	0,4	1,0	-0,9	-3,0	6,5	0,2	-1,5	0,6	
13	III	2,4	-0,5	-1,6	-3,1	1,6	-0,5	4,5	8,0	-0,1	-7,3	1,7	1,9	-1,7	0,1	0,7	-1,2	-2,7	4,0	-1,2	-1,1	0,7	
14	IV	2,2	-0,4	-2,1	-3,4	0,1	-0,1	4,2	7,0	-0,0	-8,0	1,7	2,0	-1,8	0,3	0,8	-1,4	1,6	3,3	-0,5	-1,3	1,1	
12	I	2,1	-0,5	-1,6	-2,3	-0,8	0,5	2,3	5,5	-0,1	3,9	0,5	-0,2	-3,0	-0,0	-0,1	-2,1	3,8	1,9	-0,9	-1,0	0,9	
13	II	2,4	-0,9	-1,7	-2,4	-1,2	1,4	1,6	5,1	-0,1	7,5	-0,0	-0,8	-2,4	0,5	0,7	-2,8	8,8	2,5	-1,0	-1,2	0,8	
14	III	2,3	-0,5	-2,3	-3,5	-1,1	1,5	2,0	4,2	0,2	10,0	-0,6	-1,6	-3,5	-0,0	0,8	-3,0	2,8	0,8	-1,0	-1,2	0,9	
15	IV	3,0	-5,5	-2,3	-3,3	-1,3	1,7	1,9	2,5	-0,0	14,7	0,5	0,3	-3,1	-1,7	1,7	-2,1	2,6	1,4	0,3	-10,0	2,1	
13	I	1,7	0,1	-3,7	-5,0	-2,5	0,1	0,7	-1,0	0,9	12,5	2,4	2,7	-0,9	1,6	3,0	-1,1	2,9	1,6	0,6	0,2	2,7	
14	II	1,5	-0,3	-3,7	-4,9	-2,5	-0,3	-0,5	-2,2	0,7	8,1	1,6	1,4	-2,4	0,4	1,6	-2,8	1,2	0,8	-0,4	-0,8	2,3	

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.

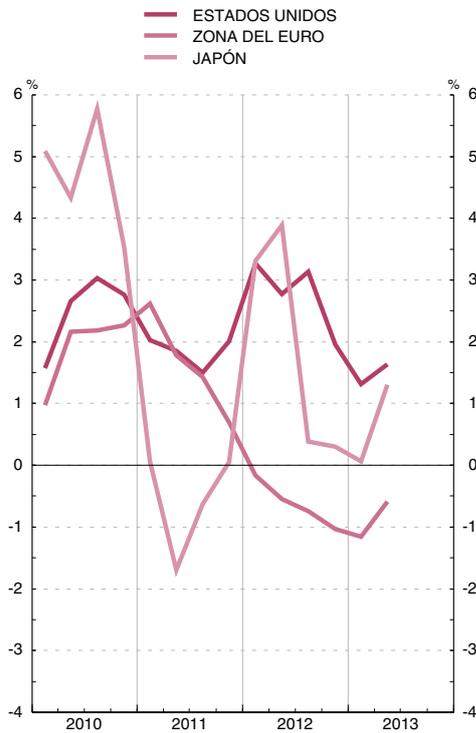
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

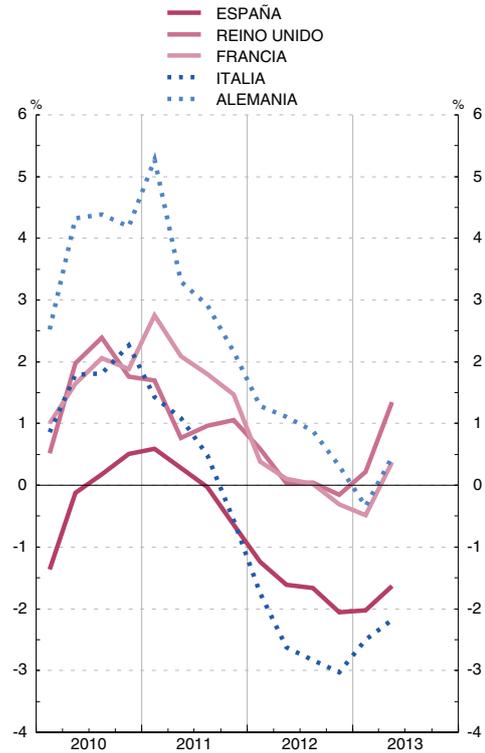
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 28	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
10	3,0	2,0	1,9	3,9	-0,2	2,5	1,6	1,7	4,7	1,7
11	2,0	1,7	1,6	3,4	0,1	1,8	2,0	0,6	-0,6	1,1
12	1,6	-0,4	-0,6	0,9	-1,6	2,8	0,0	-2,6	2,0	0,1
10 //	3,2	2,2	2,2	4,3	-0,1	2,7	1,6	1,8	4,3	2,0
///	3,3	2,4	2,2	4,4	0,2	3,0	2,1	1,8	5,8	2,4
IV	3,1	2,4	2,3	4,2	0,5	2,8	1,9	2,3	3,5	1,8
11 /	2,5	2,6	2,6	5,3	0,6	2,0	2,8	1,4	0,1	1,7
II	1,8	1,8	1,8	3,3	0,3	1,9	2,1	1,1	-1,7	0,8
III	1,8	1,5	1,4	2,9	-0,0	1,5	1,8	0,5	-0,6	1,0
IV	1,7	0,8	0,7	2,2	-0,6	2,0	1,5	-0,6	0,1	1,1
12 /	2,1	0,1	-0,2	1,3	-1,2	3,3	0,4	-1,8	3,3	0,6
II	1,9	-0,3	-0,5	1,1	-1,6	2,8	0,1	-2,6	3,9	0,0
III	1,4	-0,5	-0,7	0,9	-1,7	3,1	0,0	-2,8	0,4	0,0
IV	0,9	-0,7	-1,0	0,3	-2,1	2,0	-0,3	-3,0	0,3	-0,2
13 /	0,6	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	1,3	-0,5	-2,5	0,1	0,2
II	1,0	-0,2	-0,6	0,5	-1,6	1,6	0,4	-2,2	1,3	1,3

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.

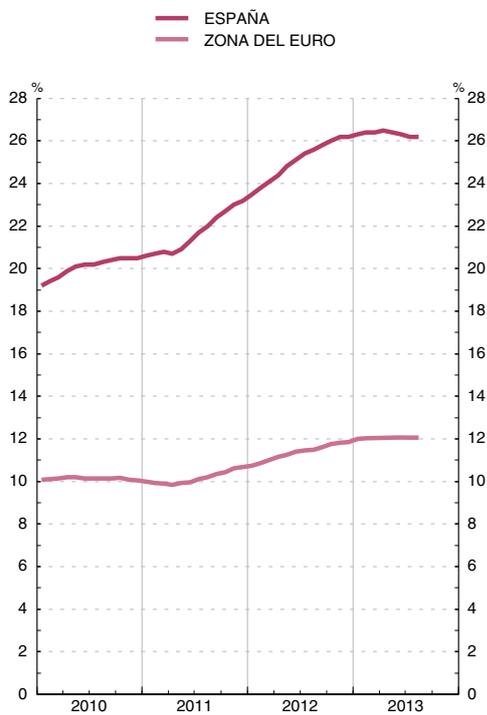
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

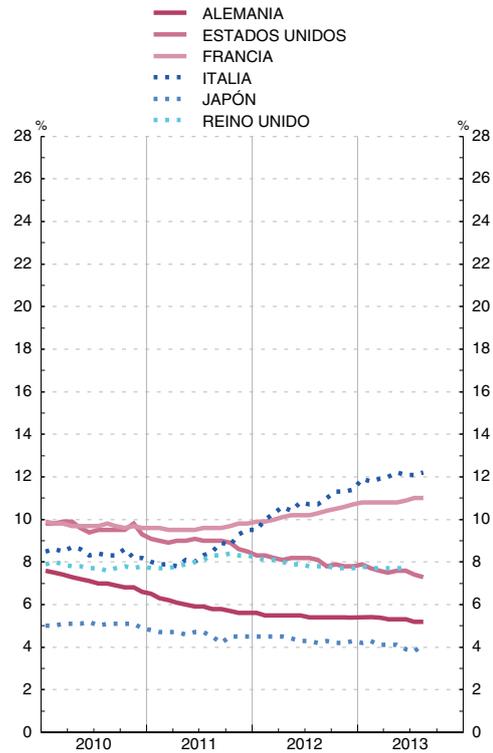
Porcentajes

	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
10	8,3	9,7	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8
11	8,0	9,7	10,2	5,9	21,7	8,9	9,6	8,4	4,6	8,0
12	8,0	10,5	11,4	5,5	25,1	8,1	10,3	10,7	4,3	7,9
12										
<i>Mar</i>	7,9	10,3	11,0	5,5	24,1	8,2	10,0	10,3	4,5	8,1
<i>Abr</i>	7,9	10,4	11,2	5,5	24,4	8,1	10,1	10,6	4,5	8,0
<i>May</i>	8,0	10,4	11,2	5,5	24,8	8,2	10,2	10,4	4,4	7,9
<i>Jun</i>	8,0	10,5	11,4	5,5	25,1	8,2	10,2	10,8	4,3	7,9
<i>Jul</i>	8,0	10,5	11,5	5,4	25,4	8,2	10,2	10,7	4,3	7,8
<i>Ago</i>	8,0	10,6	11,5	5,4	25,6	8,1	10,3	10,7	4,2	7,8
<i>Sep</i>	7,9	10,6	11,6	5,4	25,8	7,8	10,4	11,0	4,3	7,8
<i>Oct</i>	8,0	10,7	11,7	5,4	26,0	7,9	10,5	11,3	4,2	7,7
<i>Nov</i>	8,0	10,8	11,8	5,4	26,2	7,8	10,6	11,3	4,2	7,7
<i>Dic</i>	8,0	10,8	11,9	5,4	26,2	7,8	10,7	11,4	4,3	7,7
13										
<i>Ene</i>	8,1	10,9	12,0	5,4	26,3	7,9	10,8	11,9	4,2	7,8
<i>Feb</i>	8,0	11,0	12,0	5,4	26,4	7,7	10,8	11,8	4,3	7,7
<i>Mar</i>	8,0	10,9	12,0	5,4	26,4	7,6	10,8	11,9	4,1	7,7
<i>Abr</i>	8,0	11,0	12,1	5,3	26,5	7,5	10,8	12,0	4,1	7,7
<i>May</i>	8,0	10,9	12,1	5,3	26,4	7,6	10,8	12,2	4,1	7,7
<i>Jun</i>	8,0	10,9	12,1	5,3	26,3	7,6	10,9	12,1	3,9	7,7
<i>Jul</i>	7,9	10,9	12,0	5,2	26,2	7,4	11,0	12,1	3,8	...
<i>Ago</i>	7,9	10,9	12,0	5,2	26,2	7,3	11,0	12,2	4,1	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

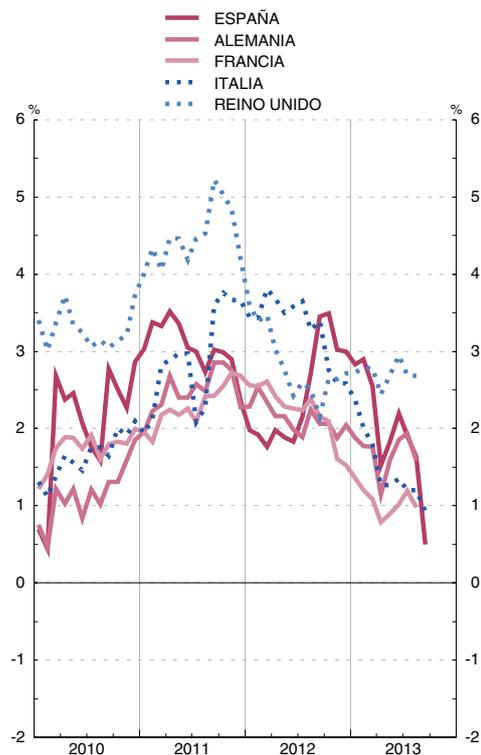
Tasas de variación interanual

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

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.

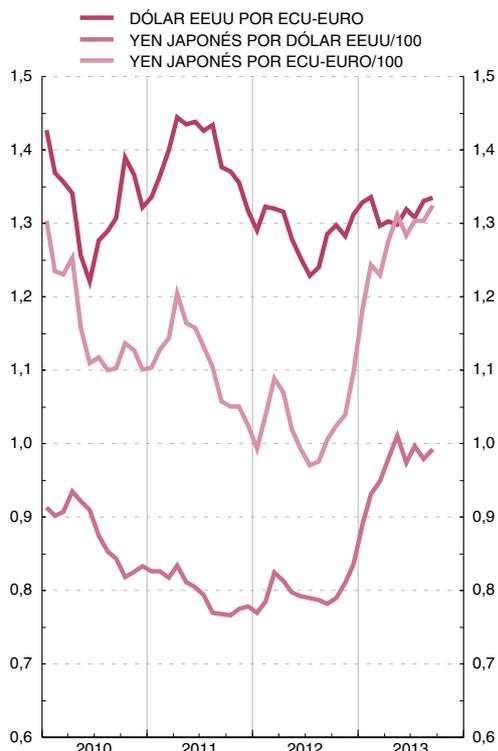
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ 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	
10	1,3267	116,42	87,78	103,6	78,6	119,9	101,5	86,7	90,2	98,0	93,1	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,6	82,4	92,8	97,6	90,6	88,8
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,1	85,8	93,9	92,1	95,2	88,4
12 E-S	1,2813	101,68	79,34	97,9	76,9	132,7	95,1	86,0	94,9	92,0	95,3	89,3
13 E-S	1,3169	127,34	96,71	101,2	79,6	108,1	98,6	89,2	76,6	96,3	98,7	72,9
12 Jul	1,2288	97,07	78,99	95,4	78,5	135,8	92,9	87,8	96,7	90,3	96,9	90,9
<i>Ago</i>	1,2400	97,58	78,69	95,3	77,6	135,4	92,6	87,1	96,1	89,8	96,5	89,9
<i>Sep</i>	1,2856	100,49	78,17	97,2	75,9	134,0	94,4	85,2	94,8	91,4	95,0	88,7
<i>Oct</i>	1,2974	102,47	78,98	97,8	75,9	132,2	95,0	85,0	93,5	92,1	94,9	87,5
<i>Nov</i>	1,2828	103,94	81,02	97,3	76,9	129,6	94,6	85,9	91,5	92,1	95,2	86,2
<i>Dic</i>	1,3119	109,71	83,61	98,7	76,4	124,2	96,0	85,1	87,8	93,8	94,3	83,1
13 Ene	1,3288	118,34	89,05	100,4	77,0	116,2	97,7	86,4	82,3	95,2	95,2	77,7
<i>Feb</i>	1,3359	124,40	93,12	101,7	78,1	111,1	98,8	87,8	78,2	96,0	97,1	74,0
<i>Mar</i>	1,2964	122,99	94,87	100,2	79,8	110,7	97,6	89,6	77,6	94,9	99,0	74,0
<i>Abr</i>	1,3026	127,54	97,90	100,5	79,9	106,9	98,0	89,6	75,2	95,8	99,3	71,8
<i>May</i>	1,2982	131,13	101,02	100,6	80,7	104,1	98,2	90,5	73,2	96,1	100,4	69,8
<i>Jun</i>	1,3189	128,40	97,37	101,6	79,8	107,4	99,0	89,7	75,4	97,1	99,4	72,0
<i>Jul</i>	1,3080	130,39	99,70	101,5	80,9	105,6	99,0	91,0	74,4	97,0	100,3	70,9
<i>Ago</i>	1,3310	130,34	97,93	102,2	79,9	106,6	99,7	...	...	97,7	...	...
<i>Sep</i>	1,3348	132,41	99,20	102,0	79,7	104,8	99,5	...	...	97,4	...	...

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), (2004-2006) y (2007-2009) 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.

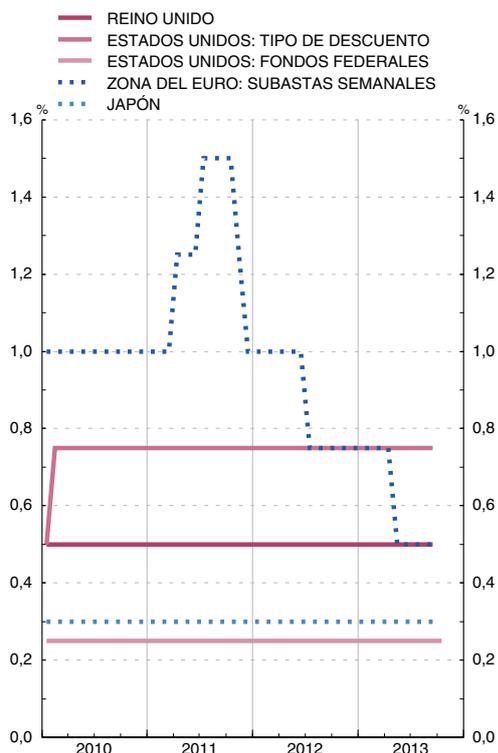
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

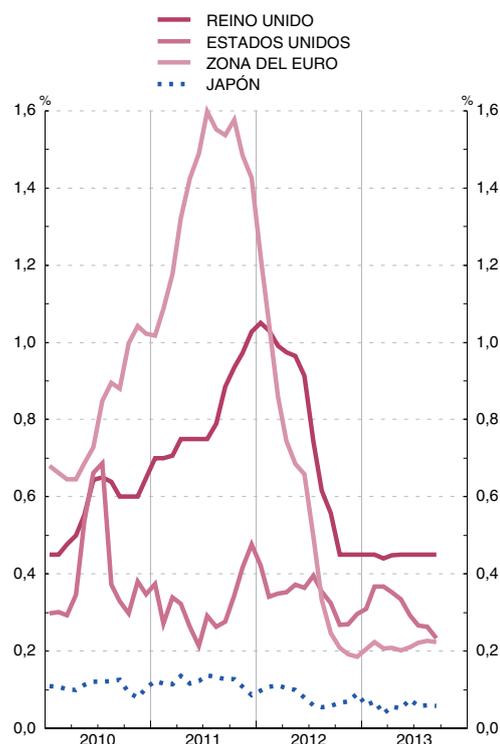
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América		Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		Tipo descuento (b)	Fondos federales												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	1,01	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,63	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
12 May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	0,76	0,68	-	-	0,37	-	-	0,10	0,96
Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,82	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
Jul	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
Ago	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
Sep	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
Oct	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,59	0,27	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Nov	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,25	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Dic	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,24	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45
13 Ene	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,55	0,26	0,20	-	-	0,31	-	-	0,06	0,45
Feb	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,27	0,22	-	-	0,37	-	-	0,07	0,45
Mar	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,57	0,26	0,21	-	-	0,37	-	-	0,04	0,44
Abr	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,55	0,26	0,21	-	-	0,35	-	-	0,06	0,45
May	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,57	0,38	0,20	-	1,75	0,33	-	-	0,05	0,45
Jun	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,26	0,21	-	-	0,29	-	-	0,08	0,45
Jul	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,27	0,22	-	0,22	0,27	-	-	0,06	0,45
Ago	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,54	0,36	0,23	-	1,25	0,26	-	-	0,06	0,45
Sep	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,50	0,27	0,22	-	-	0,23	-	-	0,06	0,45
Oct	-	-	0,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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).

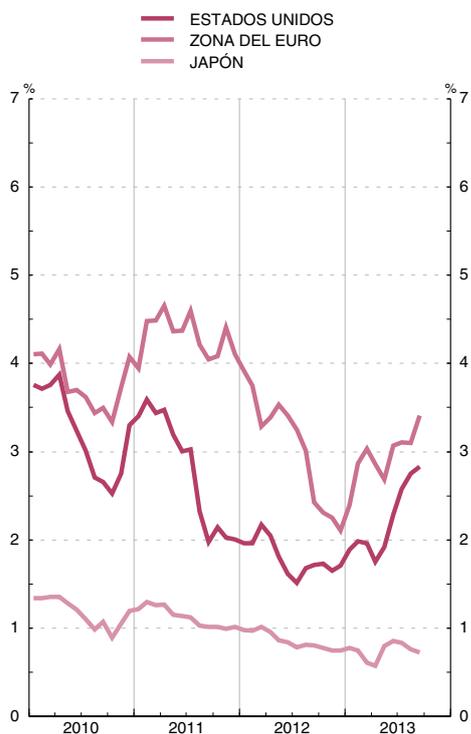
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

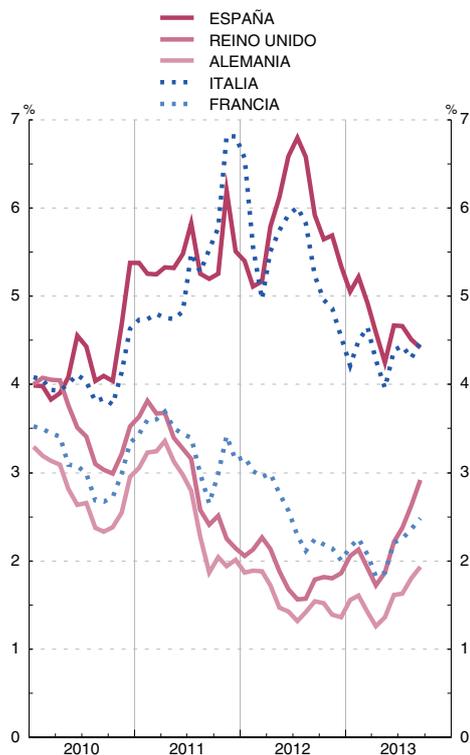
Porcentajes

	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
10	3,15	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
11	3,15	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
12	2,35	3,43	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88
12										
<i>Abr</i>	2,57	3,65	3,39	1,72	5,79	2,05	2,99	5,51	0,95	2,14
<i>May</i>	2,42	3,63	3,53	1,47	6,13	1,81	2,76	5,75	0,86	1,88
<i>Jun</i>	2,32	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68
<i>Jul</i>	2,20	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56
<i>Ago</i>	2,25	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57
<i>Sep</i>	2,22	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78
<i>Oct</i>	2,16	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82
<i>Nov</i>	2,10	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80
<i>Dic</i>	2,07	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86
13										
<i>Ene</i>	2,20	2,78	2,40	1,56	5,05	1,89	2,16	4,22	0,78	2,05
<i>Feb</i>	2,27	2,89	2,86	1,61	5,22	1,98	2,25	4,50	0,75	2,13
<i>Mar</i>	2,19	2,76	3,03	1,42	4,92	1,96	2,07	4,65	0,61	1,92
<i>Abr</i>	2,02	2,55	2,86	1,26	4,59	1,75	1,82	4,28	0,57	1,72
<i>May</i>	2,08	2,47	2,69	1,36	4,25	1,92	1,87	3,96	0,80	1,87
<i>Jun</i>	2,42	2,83	3,07	1,62	4,67	2,29	2,21	4,39	0,85	2,22
<i>Jul</i>	2,59	2,90	3,10	1,63	4,66	2,58	2,25	4,44	0,83	2,37
<i>Ago</i>	2,70	2,97	3,10	1,80	4,51	2,75	2,36	4,30	0,76	2,63
<i>Sep</i>	2,79	3,12	3,41	1,93	4,42	2,83	2,48	4,48	0,73	2,91

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

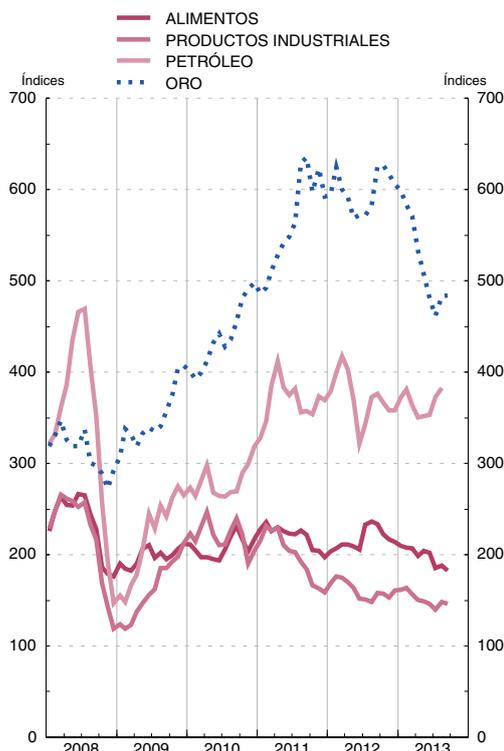
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
	1	2	3	Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
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
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73
12 E-S	184,2	190,1	216,7	162,5	175,9	156,9	375,5	112,9	591,9	1 651,3	41,44
13 E-S	165,0	175,2	198,3	151,2	162,3	146,4	...	109,5	522,0	1 456,3	35,56
12 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	376,6	113,2	625,3	1 744,5	43,59
Oct	189,4	190,6	222,7	157,4	160,0	156,2	366,2	112,2	626,2	1 747,0	43,28
Nov	180,1	185,6	217,1	152,8	156,2	151,3	358,3	110,2	616,9	1 720,9	43,12
Dic	177,8	187,8	214,0	160,5	161,5	160,1	358,3	110,9	605,3	1 688,5	41,38
13 Ene	174,1	185,8	209,6	161,2	166,7	158,9	372,0	113,9	599,0	1 671,0	40,40
Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	363,4	109,6	571,0	1 592,9	39,53
Abr	167,3	175,0	198,9	150,2	163,2	144,7	350,1	103,7	532,6	1 485,9	36,65
May	169,6	177,2	204,2	149,2	164,2	142,8	351,9	103,3	506,7	1 413,5	35,00
Jun	164,5	174,7	202,3	146,1	159,8	140,2	353,3	103,2	481,2	1 342,4	32,74
Jul	153,2	163,3	185,6	140,2	153,5	134,5	372,6	108,6	461,2	1 286,7	31,63
Ago	156,5	168,6	188,4	148,0	157,1	144,1	382,7	113,0	482,9	1 347,1	32,57
Sep	151,6	164,5	182,3	146,0	159,6	140,2	...	113,6	483,9	1 349,9	32,51

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 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)									
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matriculaciones en zona euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio								
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)					Total	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocales	Pro memoria: zona del euro (a)		
				1			2	3	4	5								6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
10	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	3,1	-8,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,0
11	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	-17,7	-0,7	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	93,0	93,0	93,0	-0,0
12	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	84,3	84,3	-1,4
12 E-S	-29,6	-28,7	-16,6	-22,4	-21,1	-15,0	-10,3	-11,0	-10,3	87,7	88,1	93,5	83,5	96,4	85,2	85,4	85,4	85,4	-1,1
13 E-S	-27,3	-23,1	-13,6	-13,3	-20,2	-14,4	-1,1	-1,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 Oct	-35,8	-34,9	-21,8	-20,5	-25,5	-17,3	-20,5	-21,7	-15,0	84,0	84,3	93,7	75,1	97,4	80,7	80,6	80,6	80,6	-2,8
Nov	-37,7	-35,3	-21,8	-16,1	-26,7	-14,8	-19,4	-20,3	-15,1	80,0	79,5	89,2	74,8	89,4	75,7	76,1	76,1	76,1	-1,7
Dic	-40,0	-39,7	-23,0	-18,0	-26,3	-15,9	-22,1	-23,0	-12,1	97,7	99,3	108,0	113,7	110,9	95,1	87,0	87,0	87,0	-2,5
13 Ene	-32,5	-28,8	-17,8	-20,3	-23,9	-15,5	-8,6	-9,6	-14,2	87,2	88,0	84,7	91,4	96,9	87,3	80,9	80,9	80,9	-1,5
Feb	-33,4	-29,4	-17,3	-16,6	-23,6	-16,1	-8,9	-9,8	-8,8	74,3	74,4	80,9	69,6	83,1	71,0	72,2	72,2	72,2	-1,7
Mar	-31,9	-27,6	-15,1	-16,9	-23,5	-17,1	-13,6	-13,9	-10,9	79,7	79,7	91,2	72,2	92,5	74,4	76,8	76,8	76,8	-2,0
Abr	-28,9	-24,8	-15,0	-13,6	-22,2	-18,4	11,3	10,8	-6,5	80,8	80,9	89,7	71,5	93,1	77,2	78,5	78,5	78,5	-1,1
May	-31,6	-31,3	-15,8	-18,5	-21,8	-16,7	-2,9	-2,6	-8,0	83,2	83,2	91,7	74,1	94,6	79,4	81,2	81,2	81,2	0,2
Jun	-25,7	-23,3	-14,8	-12,5	-18,8	-14,6	0,1	-0,7	-7,2	83,3	83,6	91,0	76,6	95,1	79,6	80,6	80,6	80,6	-1,1
Jul	-22,7	-18,1	-10,4	-9,3	-17,4	-14,0	16,0	14,9	-0,1	93,1	94,0	96,4	91,7	107,5	91,3	87,1	87,1	87,1	-0,5
Ago	-21,2	-14,7	-9,1	-6,5	-15,6	-10,6	-18,0	-18,3	-4,1	84,7	84,7	95,5	81,9	101,8	80,2	76,4	76,4	76,4	-0,3
Sep	-17,5	-9,6	-6,7	-5,3	-14,9	-7,0	28,1	28,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

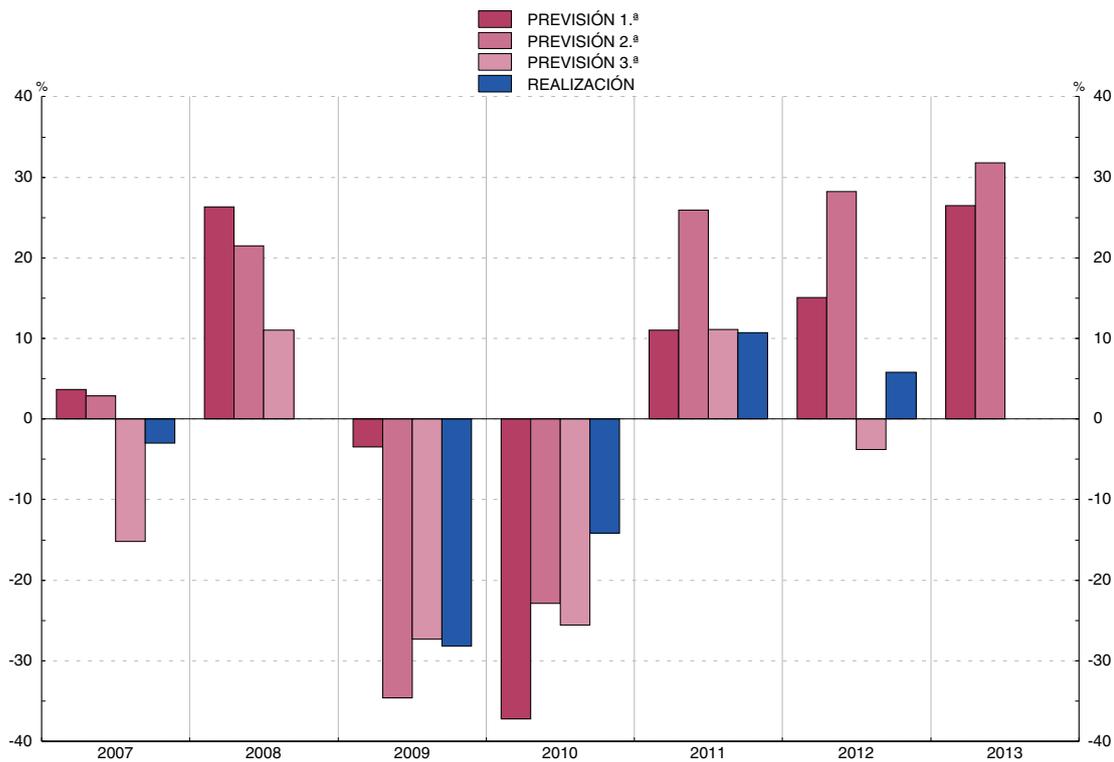
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4	
	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	
07					
08		-3	4	3	-15
09		-	26	22	11
10		-28	-4	-35	-27
11		-14	-37	-23	-26
12		11	11	26	11
13		6	15	28	-4
		...	27	32	...

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.

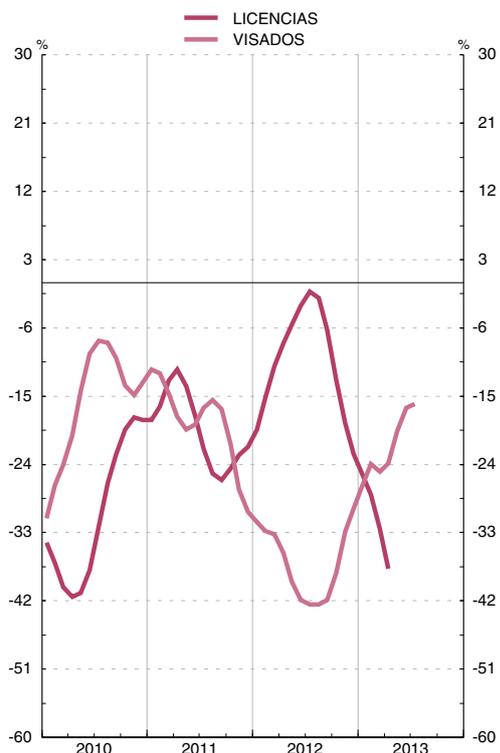
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

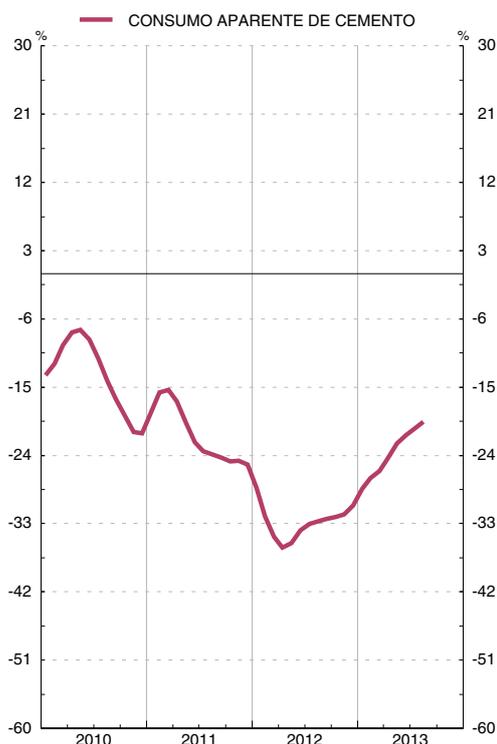
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-38,2	-38,2	-20,6	-38,0	-37,5	-15,2	-45,4	-15,4
11	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-47,0	-47,0	-57,6	-54,0	-51,0	-58,5	-40,7	-16,4
12	P -19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-48,7	-48,7	-48,4	-68,4	-62,4	-43,3	-48,9	-33,6
12 E-A	-21,0	-25,5	-24,4	-11,8	-36,8	-36,9	-46,7	-46,7	-53,7	-74,9	-66,8	-47,7	-43,6	-33,7
13 E-A	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-23,3
12 May	-16,8	-37,1	-36,1	32,1	-38,9	-36,3	-35,4	-45,3	-45,3	-73,6	-55,4	-40,6	-33,5	-35,7
Jun	-39,9	-26,9	-26,3	-59,7	-49,2	-55,2	-49,7	-45,8	-43,4	-87,0	-82,8	-21,7	-52,7	-31,7
Jul	11,6	4,9	8,9	24,6	-38,8	-38,4	-50,4	-46,3	-54,8	-49,1	-49,8	-57,0	-48,1	-30,6
Ago	4,0	-10,0	-15,9	31,0	-42,1	-38,0	-50,1	-46,7	-48,2	-60,9	-22,0	-45,3	-51,0	-32,0
Sep	P 3,7	-13,1	-13,0	54,1	-52,1	-56,5	-64,6	-48,4	-35,4	-35,8	-95,9	-35,3	-73,0	-38,2
Oct	P -16,0	-17,2	-18,9	-13,9	-40,2	-43,7	-23,4	-47,3	-58,9	-37,6	39,5	-60,4	16,0	-24,7
Nov	P -24,9	-13,2	-11,8	-48,9	-17,6	-31,0	-68,7	-49,3	-32,2	-80,8	-68,5	-24,8	-75,3	-33,7
Dic	P -24,4	-39,9	-40,8	36,6	-35,3	-48,5	-36,6	-48,7	16,8	29,4	65,2	15,2	-61,9	-36,8
13 Ene	P -35,1	-53,6	-52,6	24,9	-32,8	-26,9	7,1	7,1	-26,3	77,2	68,3	-34,9	28,6	-21,5
Feb	P -8,9	-23,0	-23,5	22,2	7,6	-9,5	-44,8	-31,3	-57,6	430,5	471,9	-70,5	-40,9	-25,1
Mar	P -31,2	-38,9	-40,8	-16,2	-45,3	-46,0	37,4	-17,4	8,9	-57,7	-29,8	32,1	56,4	-39,8
Abr	P -43,5	-53,8	-56,0	-30,8	-20,3	-25,9	3,0	-13,6	27,0	32,6	38,1	26,5	-9,2	-13,0
May	P ...	...	...	...	-18,3	-26,9	-67,1	-34,6	-20,6	287,7	137,0	-43,7	-74,4	-20,4
Jun	P ...	...	...	...	-14,1	-17,3	8,3	-29,7	-41,5	116,5	41,6	-54,6	36,3	-24,1
Jul	P ...	...	...	...	-11,6	2,2	186,6	-8,2	308,9	-61,2	-83,7	473,3	131,2	-17,2
Ago	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-23,4

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.

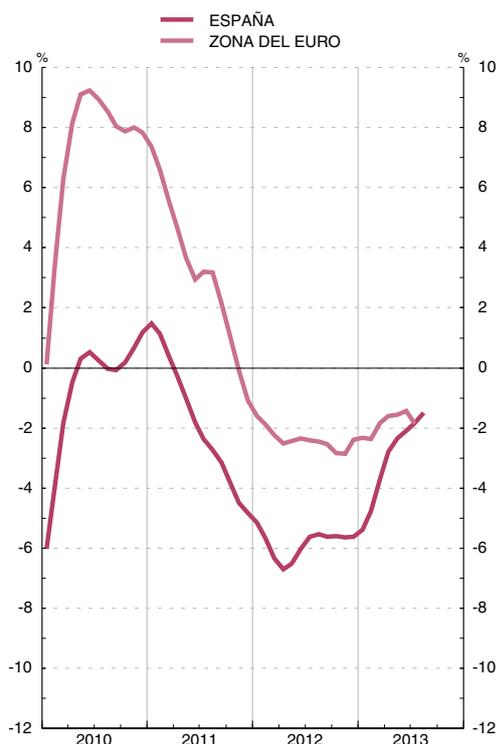
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

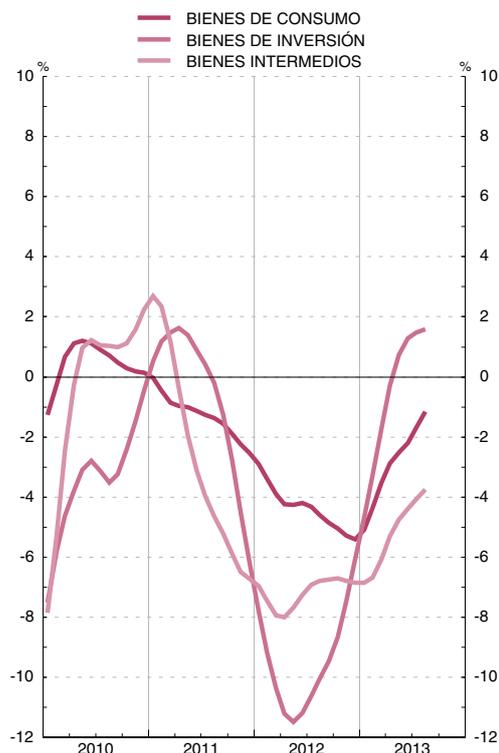
Tasas de variación interanual

		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	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	2,8	8,9	10,0	
11	MP	81,9	-1,8	-1,4	0,3	-2,6	-3,6	-14,6	-1,4	-3,6	3,2	4,4	0,9	8,2	3,8	
12	MP	77,0	-5,9	-4,7	-10,7	-7,2	0,9	-19,1	-6,4	-0,1	-2,4	-2,6	-2,4	-1,1	-4,4	
12 E-A	MP	77,7	-5,5	-3,5	-10,9	-7,0	1,0	-17,7	-6,0	0,4	-2,1	-2,3	-2,5	-0,2	-4,2	
13 E-A	MP	75,3	-3,2	-3,0	0,3	-5,3	-3,4	-17,7	-2,7	-5,3	...	...	...	...	...
12 May	P	82,0	-5,9	-3,0	-12,7	-6,7	0,3	-16,0	-6,5	2,3	-2,4	-2,7	-2,2	-1,9	-4,1	
Jun	P	80,7	-6,9	-3,1	-13,6	-8,0	-1,9	-42,7	-6,9	-1,7	-1,9	-2,2	-1,4	-1,0	-3,9	
Jul	P	82,5	-2,9	-1,4	-7,2	-4,8	4,9	-35,6	-2,7	0,5	-2,5	-2,5	-2,6	-1,1	-4,6	
Ago	P	62,5	-2,5	-2,9	-5,8	-4,6	4,2	-21,0	-3,1	2,5	-1,4	-1,6	-1,0	0,2	-3,8	
Sep	P	74,6	-12,1	-12,0	-19,1	-12,2	-1,9	-26,7	-12,7	-4,4	-2,6	-2,7	-2,9	-1,4	-4,2	
Oct	P	81,8	0,9	2,7	-2,2	-0,9	5,7	-15,9	1,1	2,0	-3,1	-3,3	-2,3	-3,7	-4,2	
Nov	P	78,1	-7,0	-5,8	-12,9	-7,4	-0,9	-23,5	-7,4	-1,3	-4,0	-4,3	-2,9	-4,4	-5,6	
Dic	P	67,8	-8,6	-13,0	-6,0	-10,6	0,1	-22,2	-9,6	-1,3	-2,0	-2,4	-0,5	-1,7	-4,8	
13 Ene	P	75,7	-3,4	-5,6	-1,1	-2,3	-4,0	-20,1	-3,0	-4,7	-2,4	-2,7	0,3	-3,8	-3,8	
Feb	P	73,5	-9,0	-6,8	-8,0	-11,7	-9,0	-31,3	-8,4	-11,5	-3,1	-2,4	-0,5	-3,7	-2,9	
Mar	P	74,4	-10,0	-11,2	-8,2	-13,4	-2,2	-37,3	-10,5	-3,0	-1,6	-3,2	-2,4	-3,6	-4,1	
Abr	P	77,7	7,5	11,4	11,8	4,0	2,1	-27,7	9,3	-2,8	-0,9	-0,8	-0,3	0,4	-2,4	
May	P	80,7	-1,6	-1,9	3,3	-4,1	-1,8	-17,8	-0,7	-7,3	-1,9	-2,0	-0,9	-2,4	-2,6	
Jun	P	77,0	-4,6	-7,7	1,6	-6,0	-3,3	17,3	-4,5	-7,5	-0,4	-0,1	-0,5	1,2	-1,3	
Jul	P	83,0	0,6	1,3	5,4	-2,1	-1,6	13,5	0,4	1,1	-2,1	-2,1	-1,1	-3,3	-1,2	
Ago	P	60,0	-4,0	-1,9	-2,3	-5,4	-6,7	-19,0	-3,4	-6,6	...	...	...	...	...

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.

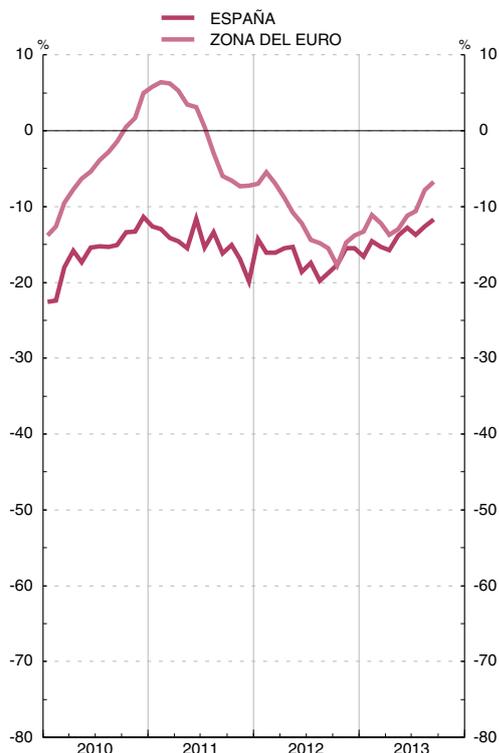
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

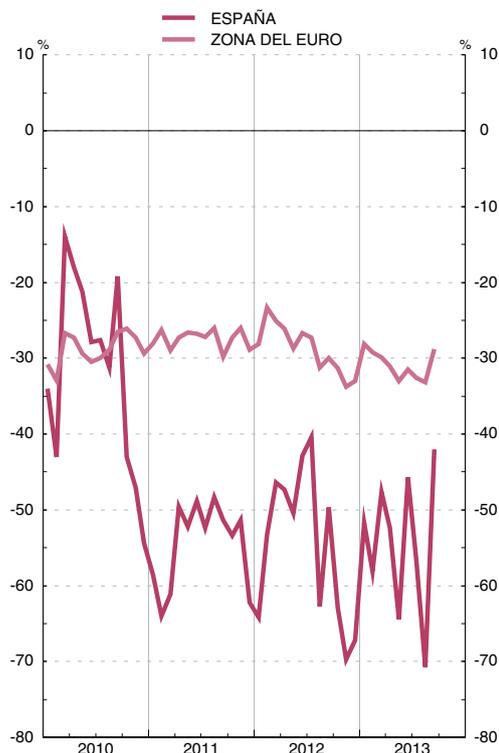
Saldo

		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
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	-54	-21	-47	-46	-45	0	-7	-27
12	M	-17	-20	-4	-37	-26	9	-10	-15	-22	-15	-55	-23	-50	-45	-59	-12	-25	-29
12 E-S	M	-17	-20	-5	-37	-25	9	-9	-15	-22	-19	-51	-22	-46	-41	-58	-11	-22	-27
13 E-S	M	-14	-11	-1	-32	-20	9	-10	-13	-18	-6	-54	-27	-54	-34	-48	-11	-28	-31
12 Jun		-19	-15	-9	-39	-28	8	-7	-18	-26	-34	-43	-15	-43	-45	-62	-12	-25	-27
Jul		-17	-18	-3	-40	-27	10	-10	-9	-25	-24	-40	-14	-43	-17	-47	-14	-28	-27
Ago		-20	-22	-9	-39	-27	12	-10	-23	-24	-31	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-28	-31
Sep		-19	-17	-5	-37	-25	15	-10	-19	-23	-29	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-30	-30
Oct		-18	-22	-7	-37	-26	9	-12	-16	-25	-5	-63	-50	-63	-55	-55	-18	-34	-31
Nov		-16	-18	-2	-38	-29	7	-11	-14	-22	-2	-70	-10	-63	-43	-73	-15	-31	-34
Dic		-16	-27	-1	-38	-29	8	-12	-12	-23	-3	-67	-19	-56	-71	-62	-14	-31	-33
13 Ene		-17	-24	-4	-38	-30	7	-12	-14	-23	-3	-52	-33	-46	-58	-56	-13	-31	-28
Feb		-15	-18	-2	-34	-20	8	-7	-16	-17	-18	-58	-23	-52	-49	-50	-11	-28	-29
Mar		-15	-18	-2	-33	-24	11	-11	-16	-18	-2	-48	-26	-44	-23	-39	-12	-30	-30
Abr		-16	-16	-4	-33	-21	10	-13	-16	-19	-1	-52	-31	-51	-25	-39	-14	-34	-31
May		-14	-12	-1	-32	-20	8	-12	-12	-16	1	-64	-44	-63	-46	-56	-13	-31	-33
Jun		-13	-11	1	-31	-22	8	-9	-12	-17	-1	-46	-17	-47	-31	-44	-11	-28	-32
Jul		-14	-4	-	-30	-16	11	-9	-11	-18	-30	-57	-3	-63	-24	-51	-11	-28	-33
Ago		-13	4	1	-27	-21	13	-7	-10	-17	-3	-71	-33	-73	-38	-43	-8	-24	-33
Sep		-12	1	1	-28	-12	8	-8	-9	-16	-2	-42	-35	-52	-7	-51	-7	-23	-29

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.

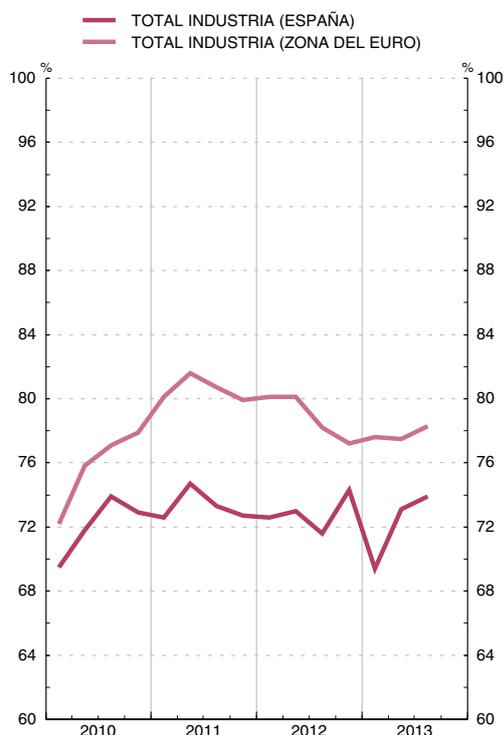
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

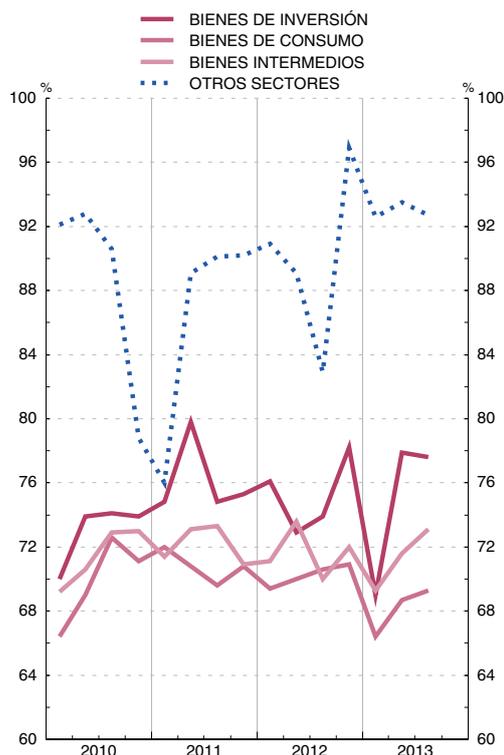
Porcentajes y saldos

	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	
10	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
11	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	80,6
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,9
12 I-III	72,4	73,3	22	70,0	70,7	17	74,3	75,0	17	71,6	72,2	29	87,6	92,1	3	79,5
13 I-III	72,1	72,9	22	68,1	69,1	18	74,8	75,7	12	71,3	72,0	31	92,9	92,9	0	77,8
11 I	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	80,1
II	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,6
III	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	80,7
IV	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	79,9
12 I	72,6	73,4	23	69,4	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	80,1
II	73,0	74,1	21	70,0	70,9	15	72,9	74,0	16	73,6	74,6	30	89,1	92,8	5	80,1
III	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	78,2
IV	74,3	74,1	21	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,0	71,2	31	96,9	96,9	1	77,2
13 I	69,4	70,6	24	66,4	67,0	16	69,0	71,2	19	69,3	70,5	34	92,6	92,5	-	77,6
II	73,1	74,4	21	68,7	70,9	18	77,9	78,9	11	71,6	72,6	29	93,5	93,2	1	77,5
III	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	4	73,1	72,9	30	92,7	92,9	1	78,3

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.

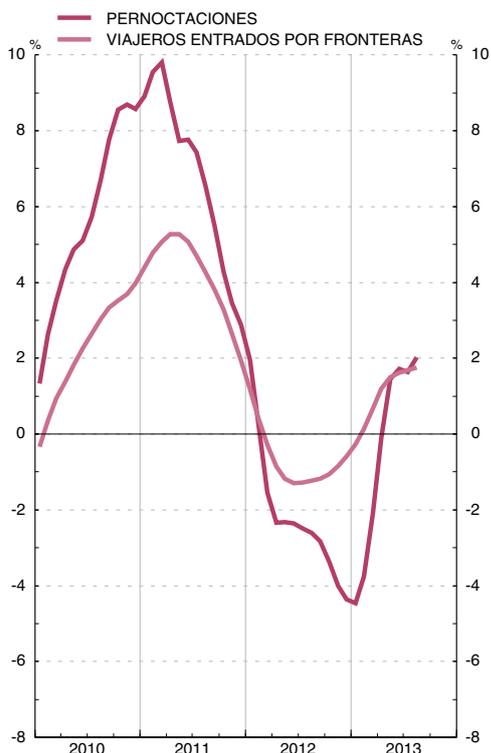
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

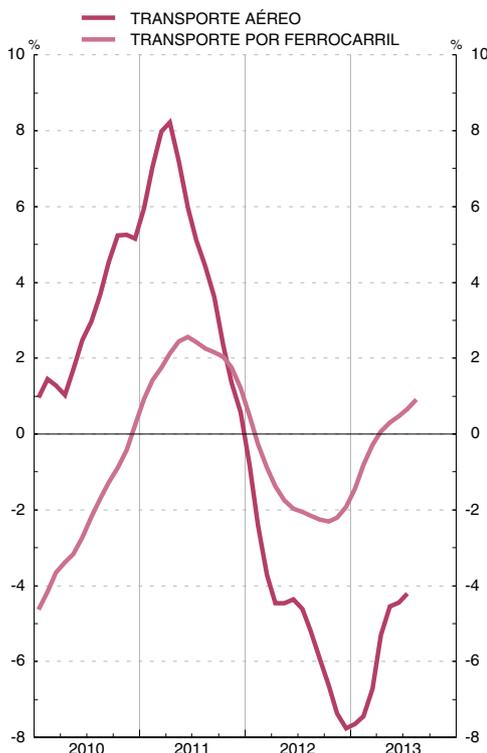
Tasas de variación interanual

	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		
10	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	3,2	4,6	-2,8	-3,0	
11	3,8	10,6	6,4	12,7	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-3,4	5,8	2,6	7,9	
12	-2,6	1,5	-1,9	2,3	-1,0	2,3	-5,3	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5	
12 E-A	P	-2,1	1,3	-1,5	2,1	-1,2	3,0	-6,6	-4,0	-10,7	0,0	-5,0	-0,1	6,6	-1,1	-1,6
13 E-A	P	-0,2	2,8	0,6	3,1	1,8	4,5	-2,1	...	...	...	...	...	-1,3	...	
12 May	P	-0,9	1,6	-0,2	2,9	-0,1	4,9	-7,8	-3,8	-10,1	-0,1	-5,1	-5,5	4,7	-2,6	4,0
Jun	P	-2,5	1,0	-1,5	2,3	-2,5	4,6	-13,4	-1,3	-8,4	2,5	-0,7	0,7	7,5	-3,3	-3,9
Jul	P	-4,3	1,6	-1,5	3,8	0,2	3,6	-5,1	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,0	6,6	-2,2	-4,0
Ago	P	-3,5	0,7	-2,7	2,8	1,3	3,5	-1,4	-3,0	-10,1	0,6	-12,6	0,1	0,8	-1,0	-1,9
Sep	P	-1,7	5,5	-0,1	5,8	3,3	5,1	0,4	-3,5	-12,6	1,3	-4,3	-1,4	5,7	-5,8	-13,9
Oct	P	-5,4	-1,4	-3,6	0,4	-4,8	-3,2	-7,4	-7,1	-14,2	-3,3	-3,1	-1,7	4,2	-0,3	15,6
Nov	P	-2,7	1,9	-5,1	0,5	-0,0	0,2	-0,2	-9,9	-21,1	-1,7	-5,3	-1,7	-4,4	-5,0	-3,2
Dic	P	-5,7	-0,6	-5,1	1,7	-0,9	-1,3	-0,6	-10,3	-18,2	-4,5	-6,2	0,1	-6,4	-3,8	-0,5
13 Ene	P	-7,8	-2,3	-5,2	-0,4	-4,3	-2,6	-6,0	-9,1	-15,0	-5,2	-1,3	3,3	-6,2	-2,2	5,8
Feb	P	-8,7	-2,6	-7,7	-1,8	-3,0	-0,0	-6,3	-10,2	-17,8	-5,1	-7,3	5,7	-10,0	-2,7	-5,1
Mar	P	7,0	6,5	8,3	6,8	6,1	7,9	3,9	-5,8	-16,5	1,1	-8,0	20,7	-2,5	-3,7	-15,8
Abr	P	-11,6	-1,7	-11,0	-1,5	-0,3	3,1	-5,1	-7,8	-16,1	-3,3	4,8	-3,7	-5,1	-2,9	1,8
May	P	5,2	8,2	7,0	8,3	5,8	7,4	3,0	-1,8	-15,1	5,0	-6,1	9,2	1,6	1,1	-16,9
Jun	P	1,5	3,9	1,7	4,2	3,2	5,3	-0,7	-3,3	-16,0	2,9	-6,8	6,5	-10,1	0,1	-14,6
Jul	P	0,1	-0,2	0,5	1,4	1,1	2,9	-1,8	-4,5	-16,5	1,1	-3,6	-0,8	-4,1	-1,4	-3,7
Ago	P	4,8	5,3	3,5	3,8	2,4	7,1	-3,4	...	...	...	...	...	2,2	...	

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

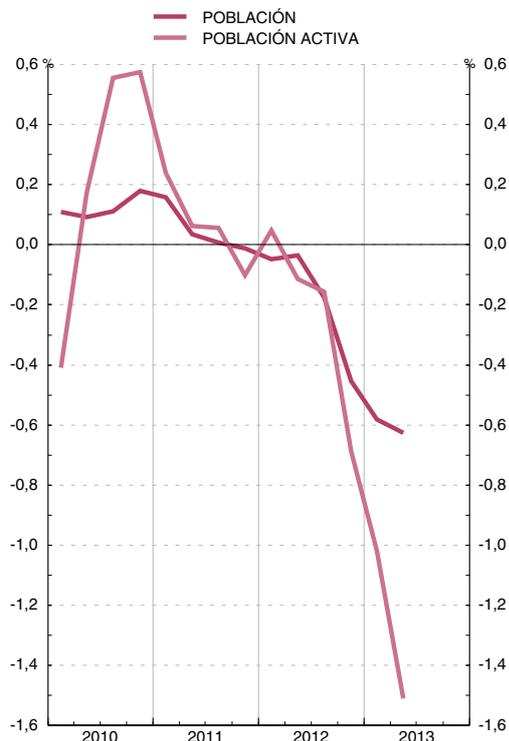
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

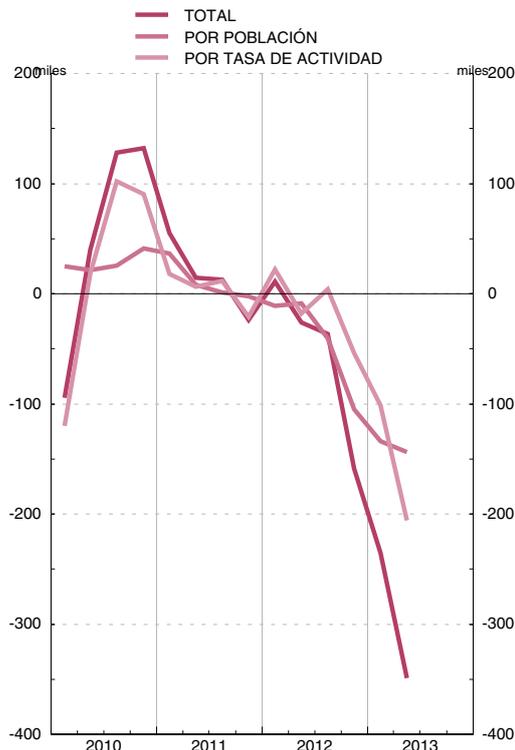
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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
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
12	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-53	-41	-11	-0,2
12 I-II	M	38 481	-16	-0,0	60,01	23 092	-15	-19	4	-0,0
13 I-II	M	38 248	-233	-0,6	59,61	22 799	-585	-277	-307	-1,3
10 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
III		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2
IV		38 333	-175	-0,5	59,80	22 922	-159	-105	-54	-0,7
13 I		38 270	-224	-0,6	59,68	22 837	-235	-134	-102	-1,0
II		38 226	-241	-0,6	59,54	22 761	-349	-143	-206	-1,5

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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

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

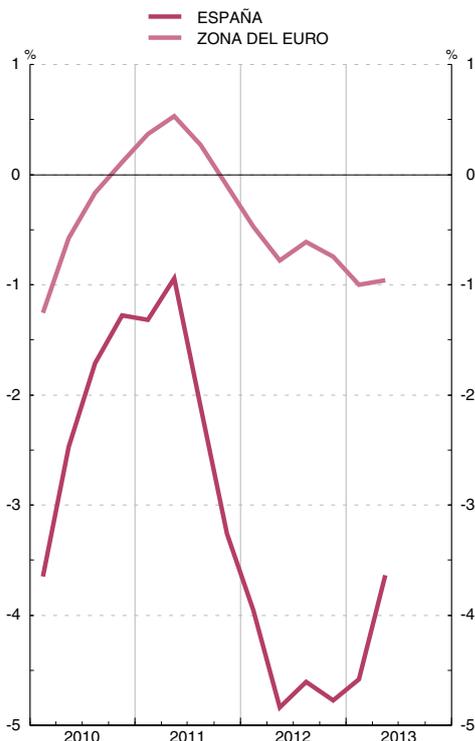
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

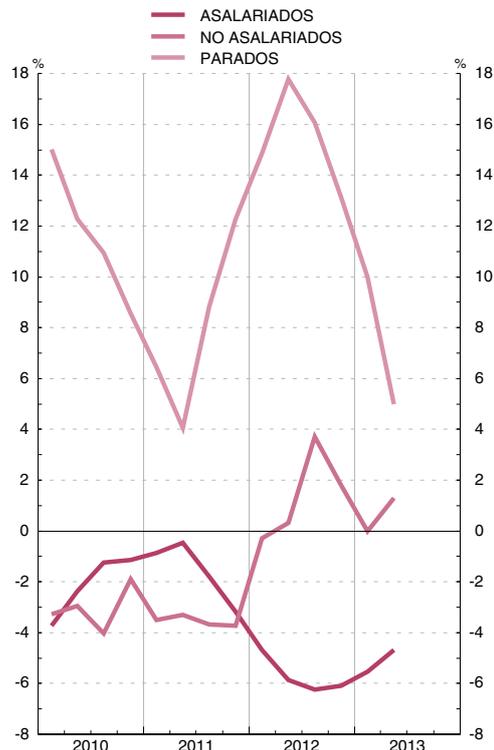
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		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
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	10,14
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
12	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,7	11,37
12 I-II	M	17 425	-802	-4,4	14 404	-802	-5,3	3 021	0	0,0	5 666	794	16,3	24,54	-0,6	11,08
13 I-II	M	16 709	-716	-4,1	13 669	-736	-5,1	3 041	20	0,6	6 090	424	7,5	26,71	-1,0	12,07
10 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	10,10
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	9,94
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	9,92
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	10,22
IV		17 808	-601	-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	10,88
II		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,8	11,27
III		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,6	11,52
IV		16 957	-850	-4,8	13 926	-904	-6,1	3 032	53	1,8	5 965	692	13,1	26,02	-0,7	11,81
13 I		16 635	-799	-4,6	13 613	-799	-5,5	3 022	-	-	6 203	563	10,0	27,16	-1,0	12,04
II		16 784	-634	-3,6	13 725	-673	-4,7	3 059	39	1,3	5 978	284	5,0	26,26	-1,0	12,11

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

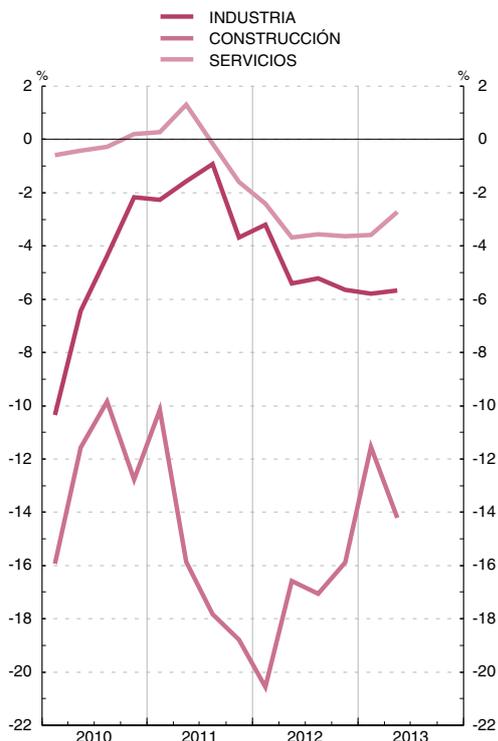
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

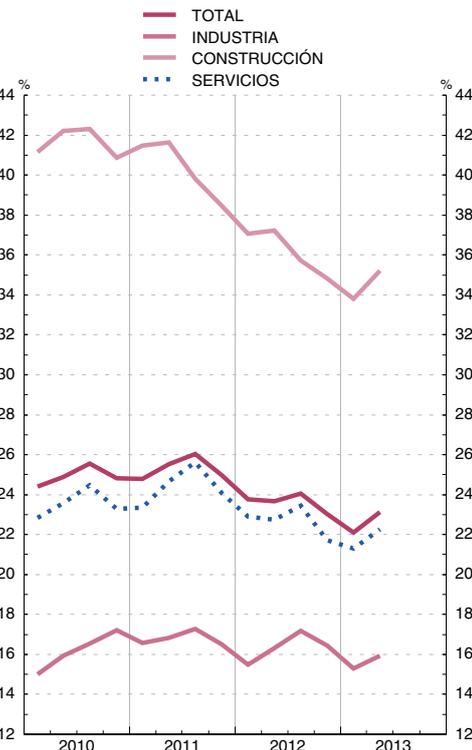
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	
12	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,7	
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
13	I-II	M	-4,1	-5,1	22,6	-1,6	-3,3	58,7	-5,7	-5,1	15,6	-12,9	-16,3	34,5	-3,1	-4,3	21,8	-4,0
10	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
	III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9
	IV		-4,8	-6,1	23,0	-3,0	-2,6	64,0	-5,7	-5,7	16,5	-15,9	-20,8	34,8	-3,6	-5,1	21,7	-4,9
13	I		-4,6	-5,5	22,1	-6,8	-10,0	58,0	-5,8	-5,3	15,3	-11,5	-14,1	33,8	-3,6	-4,8	21,3	-4,5
	II		-3,6	-4,7	23,1	3,9	4,0	59,4	-5,7	-4,8	15,9	-14,2	-18,5	35,2	-2,7	-3,9	22,3	-4,0

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.

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

■ Serie representada gráficamente.

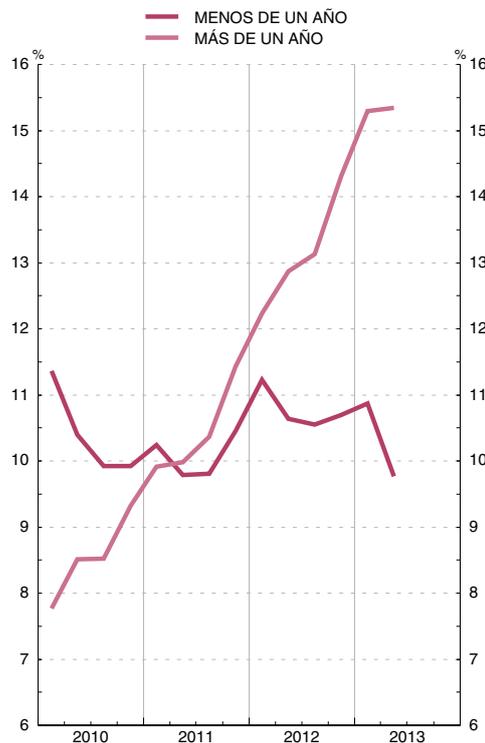
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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
12	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-888	-6,9	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
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
13 I-II	M	-412	-3,7	-324	-9,5	22,62	-819	-6,8	151	6,7	17,47	10,32	-6,8	15,32	20,5
10 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
III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5
IV		-404	-3,6	-499	-13,5	23,02	-1 019	-8,0	115	5,3	16,33	10,69	1,6	14,31	24,4
13 I		-385	-3,5	-414	-12,1	22,12	-954	-7,8	155	7,1	17,24	10,87	-4,1	15,30	23,8
II		-439	-4,0	-234	-6,9	23,12	-819	-6,8	146	6,4	17,71	9,77	-9,6	15,35	17,4

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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

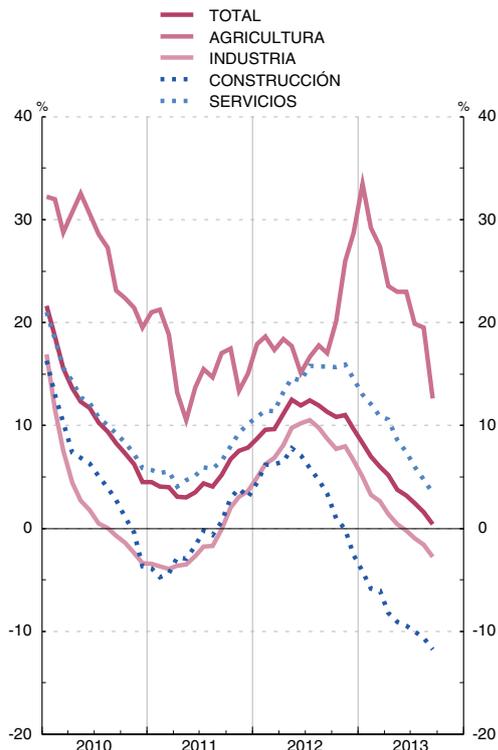
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

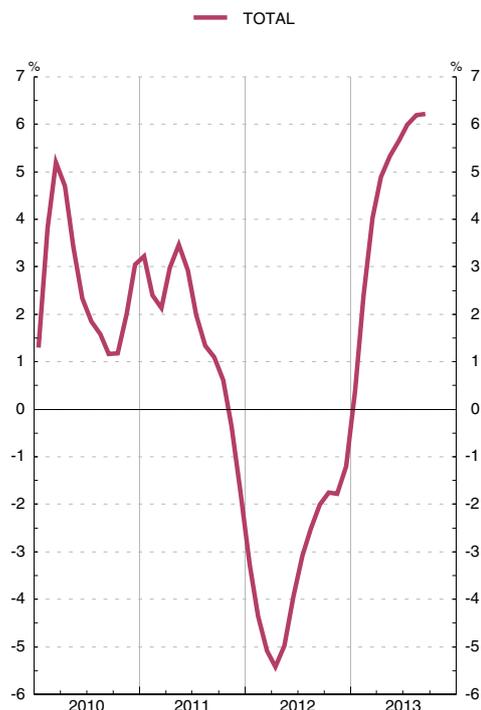
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total			
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12					Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17		
						Total	Agri-cultura	No agrícola											
		5	6	Total	Industria	Construc-ción	Servicios	10											
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	
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7	
12	E-S	M	4 673	464	11,0	5,3	11,6	17,4	11,4	8,3	5,8	13,7	-1,4	10,36	34,48	89,64	1 148	-4,8	
13	E-S	M	4 869	196	4,2	-4,6	5,0	23,5	4,3	0,8	-8,4	8,5	1 186	0,7	7,98	35,49	92,02	1 213	5,7
12	Ago		4 626	495	12,0	2,3	12,9	17,8	12,7	9,8	4,7	15,7	-1,6	7,13	34,43	92,87	1 035	-3,7	
	Sep		4 705	479	11,3	-0,9	12,5	17,0	12,4	8,7	3,4	15,7	-8,6	9,24	37,34	90,76	1 351	-8,3	
	Oct		4 834	473	10,8	-2,1	12,1	20,1	11,8	7,8	1,0	15,7	10,2	9,15	38,08	90,85	1 469	10,2	
	Nov		4 908	487	11,0	-2,3	12,3	26,0	11,8	8,0	-0,1	15,9	-5,4	8,70	34,81	91,30	1 153	-4,4	
	Dic		4 849	426	9,6	-2,6	10,8	28,7	10,1	6,6	-2,6	14,6	-9,2	7,31	32,42	92,69	1 071	-8,1	
13	Ene		4 981	381	8,3	-5,4	9,5	33,5	8,6	5,0	-4,2	13,0	5,7	9,13	31,98	90,87	1 112	5,6	
	Feb		5 040	328	7,0	-6,9	8,3	29,2	7,4	3,3	-5,9	12,1	-4,1	9,64	33,86	90,36	962	-0,8	
	Mar		5 035	284	6,0	-8,3	7,3	27,4	6,5	2,6	-6,0	10,9	-8,1	10,11	35,80	89,89	989	-4,6	
	Abr		4 989	245	5,2	-7,9	6,4	23,6	5,7	1,4	-8,2	10,6	11,0	8,53	34,86	91,47	1 184	15,8	
	May		4 891	177	3,8	-7,6	4,8	23,0	4,1	0,4	-9,1	8,6	12,83	2,9	7,47	35,49	92,53	1 310	7,2
	Jun		4 764	148	3,2	-4,5	3,9	23,0	3,2	-0,2	-9,5	7,4	12,77	-7,9	6,84	36,57	93,16	1 293	0,8
	Jul		4 699	111	2,4	-1,3	2,8	19,9	2,1	-1,0	-10,0	6,0	15,07	-1,3	6,39	37,94	93,61	1 511	11,3
	Ago		4 699	73	1,6	-0,5	1,8	19,5	1,1	-1,6	-10,6	4,8	1 043	-0,1	5,99	35,52	94,01	1 073	3,6
	Sep		4 724	19	0,4	0,7	0,4	12,6	-0,1	-2,7	-11,7	3,5	1 392	9,3	7,69	37,38	92,31	1 482	9,7

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.

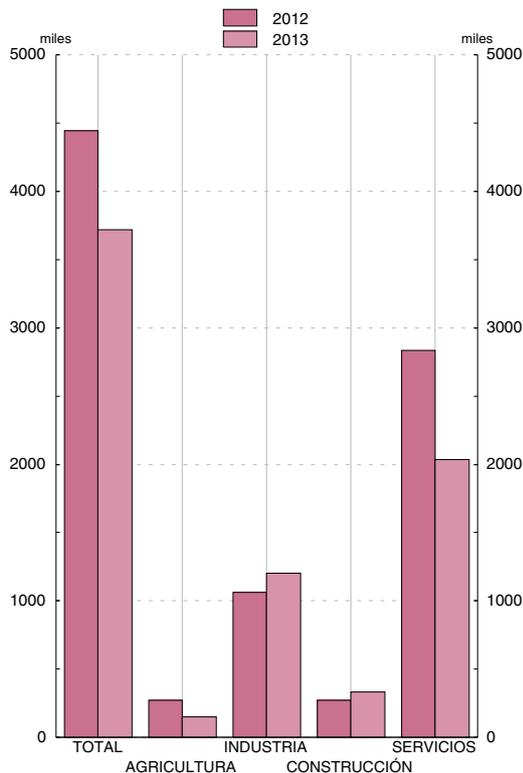
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

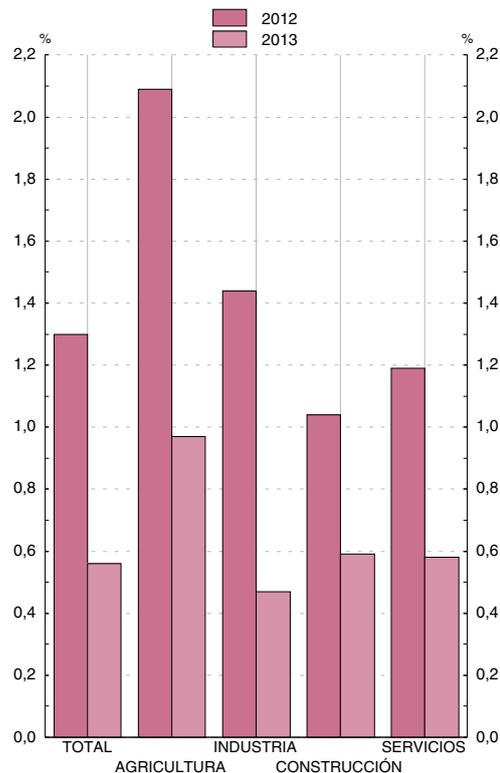
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)(c)	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	
10	10 794	1,48	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
11	10 663	1,98	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
12	8 525	1,08	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
12																	
<i>Abr</i>	8 301	1,08	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>	8 309	1,08	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>	8 352	1,08	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>	8 393	1,08	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>	8 394	1,08	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>	8 461	1,08	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
<i>Oct</i>	8 505	1,08	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
<i>Nov</i>	8 506	1,08	4 175	1 618	5 793	-271	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24
<i>Dic</i>	8 525	1,08	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13																	
<i>Ene</i>	3 564	0,56	471	17	489	-751	0	35	-	453	0,34	1,04	0,37	-	0,71	...	0,34
<i>Feb</i>	3 565	0,56	776	25	800	-870	0	154	3	643	0,59	0,91	0,60	-	0,73	1,50	0,56
<i>Mar</i>	3 568	0,56	878	274	1 152	-952	12	410	6	724	0,69	0,10	0,55	2,83	0,31	1,37	0,64
<i>Abr</i>	3 571	0,56	1 041	383	1 424	-806	30	471	8	915	0,71	0,22	0,58	2,22	0,38	1,10	0,62
<i>May</i>	3 575	0,56	1 283	422	1 705	-1 000	46	589	65	1 005	0,76	0,23	0,63	1,44	0,48	0,67	0,68
<i>Jun</i>	3 579	0,56	1 416	661	2 076	-835	54	628	109	1 285	0,79	0,35	0,65	1,30	0,51	0,64	0,70
<i>Jul</i>	3 674	0,56	1 484	951	2 435	-822	89	814	149	1 384	0,79	0,42	0,65	0,98	0,54	0,60	0,69
<i>Ago</i>	3 679	0,56	2 117	1 275	3 392	-223	148	1 112	320	1 812	0,67	0,43	0,58	0,97	0,46	0,59	0,62
<i>Sep</i>	3 719	0,56	2 338	1 381	3 719	-724	148	1 203	334	2 035	0,64	0,42	0,56	0,97	0,47	0,59	0,58

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. La información del número de convenios registrados hasta el 31 de enero de 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior. En los convenios registrados hasta el 31 de enero de 2012 se incluyeron 568 convenios plurianuales con efectos económicos anteriores a 2012.

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

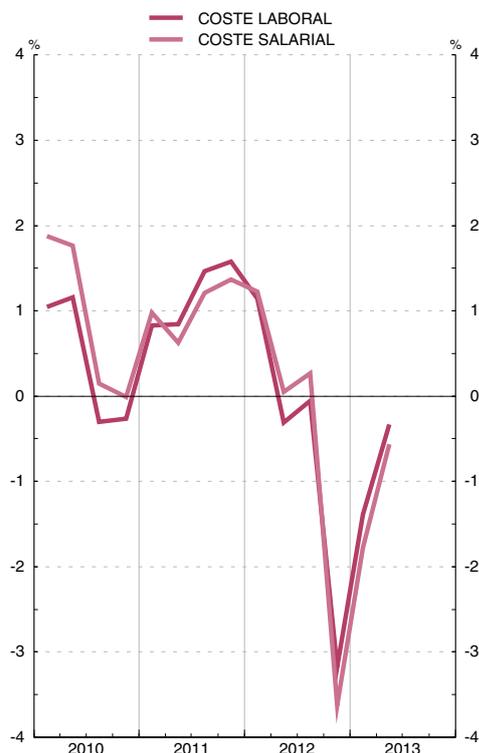
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

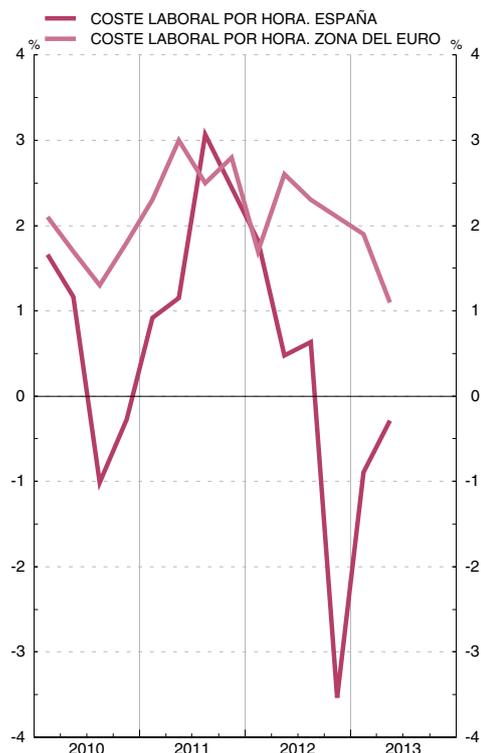
Tasas de variación interanual

		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		
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,3	1,7
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,2
12 I-II	M	0,4	2,6	2,4	-0,1	1,0	0,6	2,0	1,8	0,2	1,3	-0,2	1,1	2,2
13 I-II	M	-0,8	1,7	0,5	-1,4	-0,2	-1,2	1,6	0,6	-1,9	-0,5	0,0	-0,6	1,5
10 IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,3	1,8
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	0,9	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	1,2	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	3,1	2,5
IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,4	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	1,8	1,7
II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,6
III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,6	2,3
IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	-3,5	2,1
13 I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-0,9	1,9
II		-0,3	1,8	1,8	-0,8	-2,4	-0,6	1,8	1,5	-1,2	-2,6	0,4	-0,3	1,1

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.

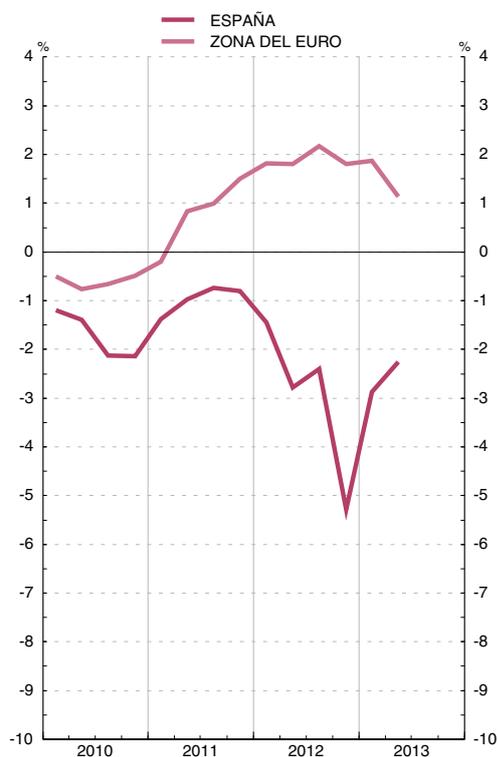
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

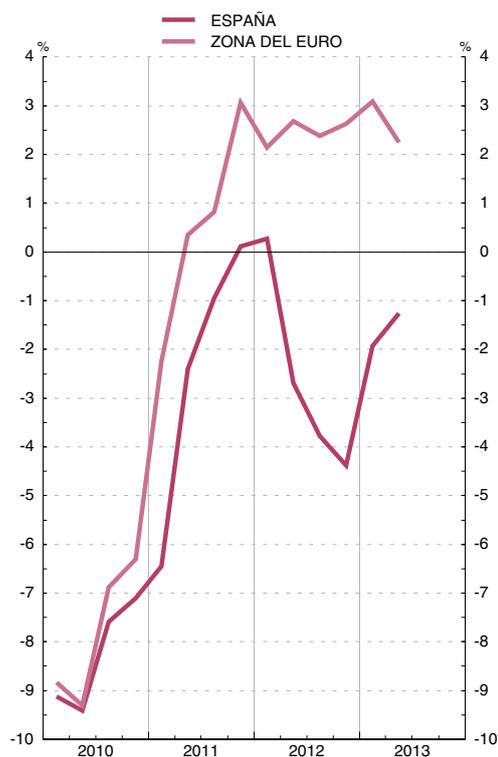
Tasas de variación interanual

	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
10	-1,7	-0,6	-8,3	-7,8	0,4	1,8	2,2	2,4	-0,2	1,9	-2,3	-0,5
11	-1,0	0,8	-2,5	0,5	1,3	2,1	2,3	1,4	0,1	1,6	-2,2	0,3
12	-3,0	1,9	-2,6	2,5	0,2	1,9	3,3	0,0	-1,6	-0,6	-4,8	-0,7
10 /	-2,1	-0,7	-7,6	-6,9	-0,2	1,7	2,0	2,4	0,2	2,2	-1,8	-0,2
IV	-2,1	-0,5	-7,1	-6,3	-0,3	1,6	1,9	2,1	0,5	2,3	-1,4	0,1
11 /	-1,4	-0,2	-6,4	-2,2	0,9	2,0	2,3	2,2	0,6	2,6	-1,7	0,4
II	-1,0	0,8	-2,4	0,3	0,9	2,1	1,9	1,2	0,3	1,8	-1,6	0,5
III	-0,7	1,0	-1,0	0,8	1,6	2,2	2,4	1,2	-0,0	1,4	-2,4	0,3
IV	-0,8	1,5	0,1	3,1	1,9	2,3	2,8	0,8	-0,6	0,7	-3,3	-0,1
12 /	-1,4	1,8	0,3	2,1	1,7	2,1	3,2	0,3	-1,2	-0,2	-4,3	-0,5
II	-2,8	1,8	-2,7	2,7	0,8	2,0	3,7	0,2	-1,6	-0,5	-5,1	-0,8
III	-2,4	2,2	-3,8	2,4	0,7	2,0	3,2	-0,1	-1,7	-0,7	-4,7	-0,6
IV	-5,3	1,8	-4,4	2,6	-2,3	1,5	3,1	-0,3	-2,1	-1,0	-5,0	-0,7
13 /	-2,9	1,9	-1,9	3,1	-0,3	1,7	2,6	-0,2	-2,0	-1,2	-4,5	-1,0
II	-2,3	1,1	-1,3	2,3	-0,1	1,5	2,2	0,4	-1,6	-0,6	-3,8	-1,0

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.

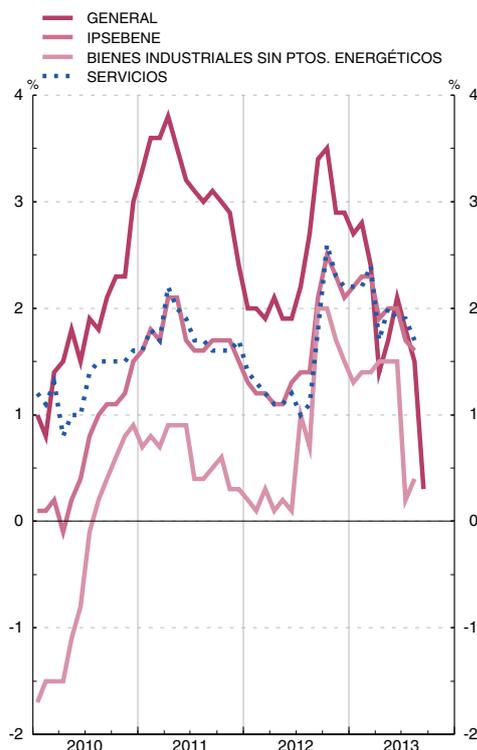
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T ₁₂ ¹)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m ₁ ¹ (a)	T ₁₂ ¹ (b)	s/T _{dic} ¹ (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂ ¹
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
12 E-A	M	101,6	0,1	2,1	0,2	1,8	3,0	0,3	8,3	1,2	1,3	106,2	4,7
13 E-A	M	103,7	-0,0	2,0	-0,6	4,8	3,3	1,1	1,0	2,0	2,0	...	...
12	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	110,1	1,3
	Jul	101,9	-0,2	2,2	0,5	2,0	3,2	1,0	7,8	1,0	1,4	100,1	9,4
	Ago	102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	105,8	14,7
	Sep	103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	118,5	15,4
	Oct	104,4	0,8	3,5	2,9	2,7	3,0	2,0	11,2	2,6	2,5	124,8	20,6
	Nov	104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	119,7	17,8
	Dic	104,3	0,1	2,9	2,9	3,9	3,1	1,5	7,6	2,2	2,1	120,3	20,0
13	Ene	103,0	-1,3	2,7	-1,3	4,3	3,6	1,3	5,3	2,2	2,2	114,3	15,5
	Feb	103,1	0,2	2,8	-1,1	3,1	3,6	1,4	5,9	2,2	2,3	114,5	7,4
	Mar	103,5	0,4	2,4	-0,8	2,5	3,6	1,4	3,2	2,4	2,3	119,2	7,5
	Abr	103,9	0,4	1,4	-0,4	2,7	3,1	1,5	-2,5	1,7	1,9	116,8	7,6
	May	104,1	0,2	1,7	-0,2	4,9	2,9	1,5	-1,8	2,0	2,0	123,4	13,1
	Jun	104,2	0,1	2,1	-0,1	5,3	3,0	1,5	1,0	1,9	2,0	...	...
	Jul	103,7	-0,5	1,8	-0,6	7,4	3,4	0,2	-0,4	1,9	1,7	...	...
	Ago	104,0	0,3	1,5	-0,3	7,6	3,3	0,4	-2,2	1,7	1,6	...	...

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.

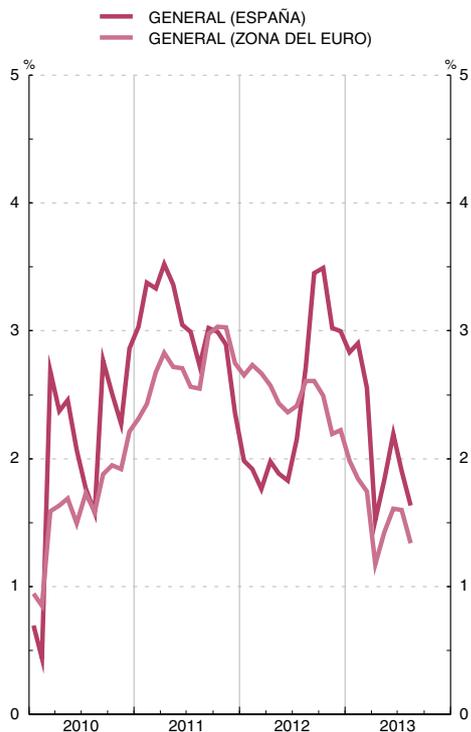
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

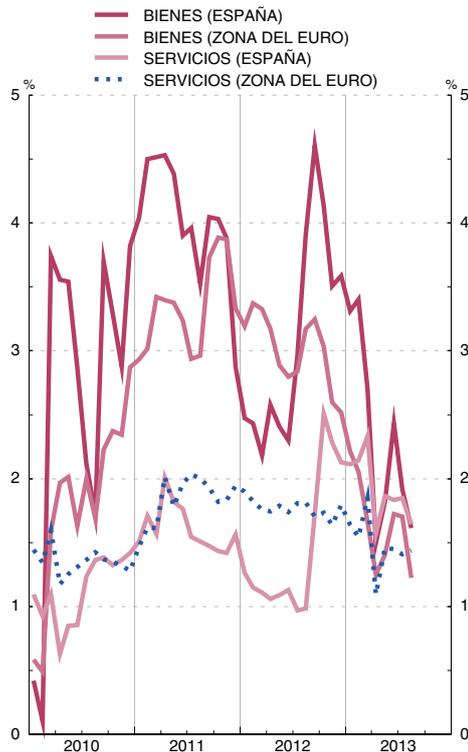
Tasas de variación interanual

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

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



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



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

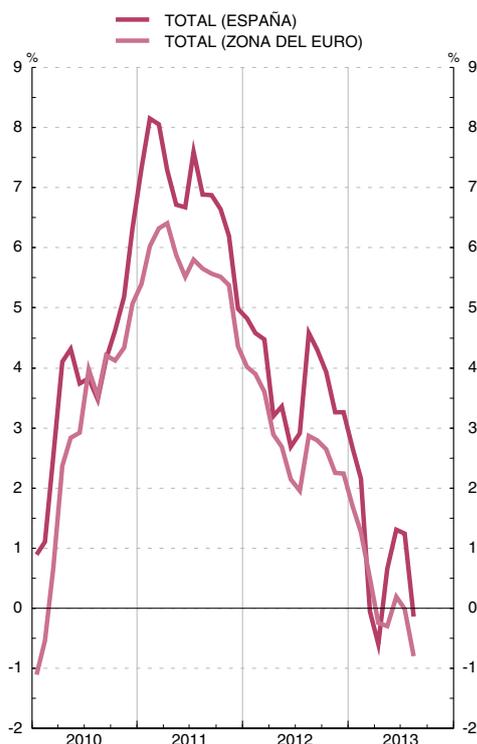
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

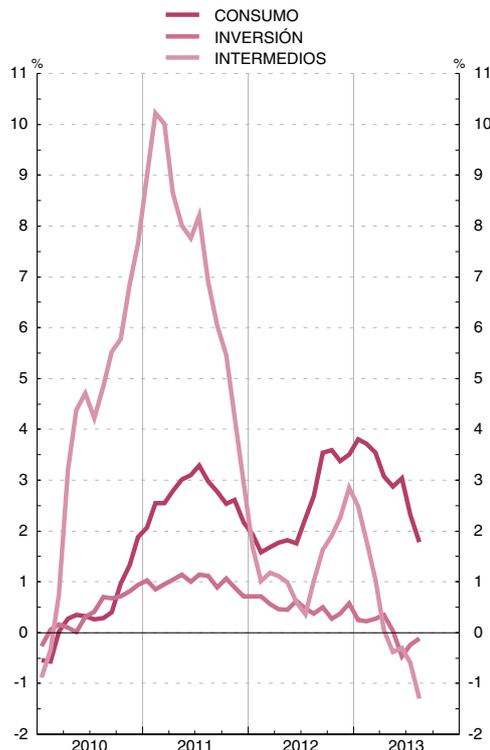
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	m^{1}_{(a)}	T^{1}_{12}	m^{1}_{(a)}	T^{1}_{12}	m^{1}_{(a)}	T^{1}_{12}	m^{1}_{(a)}	T^{1}_{12}	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
10	M	100,0	—	3,7	—	0,4	—	0,4	—	3,9	—	10,2	2,7	0,4	0,3	3,6	5,6
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,7	3,3	1,5	5,9	10,6
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,8	6,2
12 E-A	M	110,6	—	3,8	—	1,9	—	0,5	—	1,0	—	10,9	3,0	2,5	1,1	0,6	7,0
13 E-A	MP	111,6	—	0,9	—	3,0	—	0,0	—	0,3	—	-0,3	0,3	2,0	0,6	-0,1	-0,9
12 May		110,4	-0,1	3,4	0,2	1,8	-0,0	0,4	0,2	1,0	-0,7	9,4	2,7	2,1	1,1	0,4	6,2
Jun		109,7	-0,6	2,7	0,0	1,8	0,3	0,6	-0,5	0,6	-1,9	7,2	2,1	2,1	1,1	-0,0	4,9
Jul		110,8	1,0	2,9	0,7	2,2	-0,0	0,5	-0,1	0,4	3,0	7,7	2,0	2,1	1,0	-0,3	4,4
Ago		112,2	1,2	4,6	0,6	2,7	-0,0	0,4	0,5	1,0	3,3	13,0	2,9	2,3	0,9	0,2	7,1
Sep		112,1	-0,1	4,3	0,8	3,5	0,1	0,5	0,4	1,6	-1,5	10,1	2,8	2,6	0,8	0,6	6,1
Oct		111,9	-0,2	3,9	0,0	3,6	-0,1	0,3	-0,1	1,9	-0,6	8,4	2,6	2,6	0,8	1,2	4,9
Nov		111,3	-0,5	3,3	-0,0	3,4	0,0	0,4	-0,2	2,3	-1,7	5,6	2,2	2,4	0,8	1,3	3,7
Dic		111,3	0,0	3,3	0,1	3,5	0,0	0,6	0,2	2,9	-0,3	4,8	2,2	2,5	0,8	1,5	3,6
13 Ene		112,6	1,2	2,7	0,5	3,8	-0,1	0,2	0,3	2,5	3,6	2,9	1,7	2,4	0,8	1,2	2,1
Feb		112,9	0,2	2,2	0,1	3,7	0,0	0,2	0,1	1,8	0,6	1,9	1,3	2,1	0,8	0,7	1,4
Mar		111,2	-1,5	-0,1	0,1	3,5	0,0	0,3	-0,1	1,0	-5,3	-5,0	0,5	2,0	0,7	0,3	-0,6
Abr		109,9	-1,2	-0,6	-0,1	3,1	0,1	0,3	-0,5	0,0	-3,9	-5,7	-0,2	1,8	0,6	-0,3	-2,2
May		111,1	1,2	0,7	-0,0	2,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,4	5,1	-0,3	-0,3	1,9	0,6	-0,6	-2,2
Jun	P	111,2	0,0	1,3	0,2	3,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,5	2,1	0,2	2,0	0,5	-0,5	-0,9
Jul	P	112,2	0,9	1,2	-0,0	2,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	3,8	2,9	-0,0	2,0	0,6	-0,5	-1,3
Ago	P	112,0	-0,1	-0,1	0,1	1,8	0,1	-0,1	-0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,8	1,8	0,6	-1,0	-3,3

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

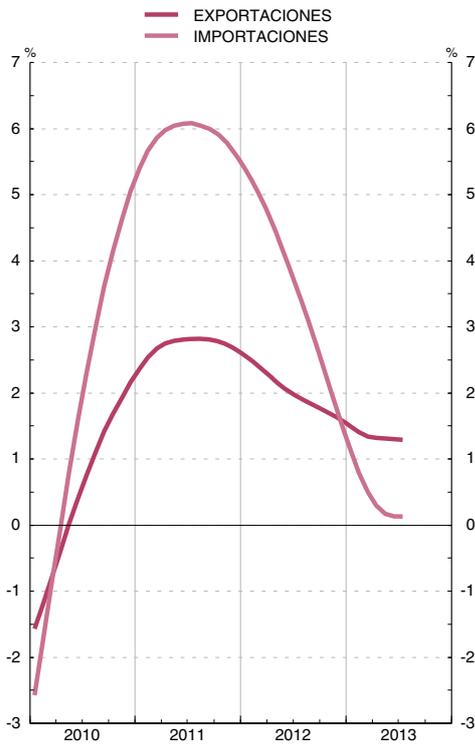
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

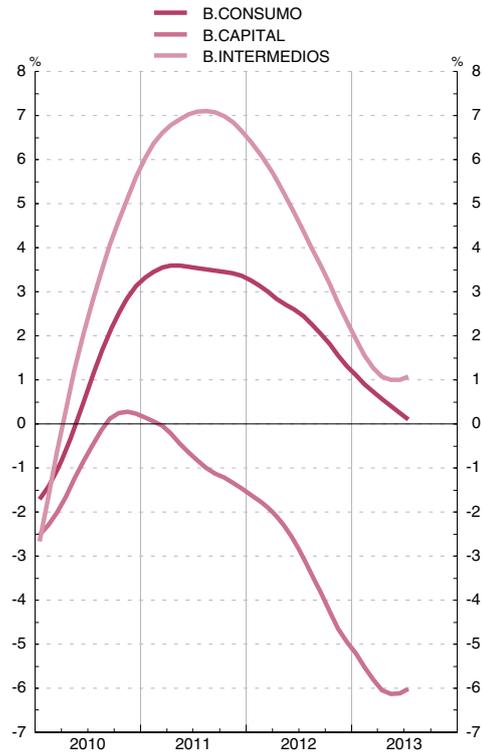
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
12 E-J	1,8	4,8	6,8	-0,5	1,7	-1,1	5,5	4,2	0,8	6,4	11,1	2,9
13 E-J	0,4	2,1	-5,3	0,3	-4,3	0,8	-3,9	-0,7	-9,8	-4,2	-8,7	-2,2
12 Feb	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
<i>Ago</i>	2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
<i>Sep</i>	3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
<i>Oct</i>	0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8
<i>Nov</i>	2,1	7,5	10,9	-2,1	-1,7	1,1	-1,3	-0,7	-15,1	-0,2	1,9	-1,3
<i>Dic</i>	4,4	10,0	1,1	1,7	6,9	-0,2	2,5	-1,7	-8,1	5,3	3,1	5,5
13 Ene	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
<i>Feb</i>	-2,4	-0,8	-11,6	-1,7	1,6	-0,7	-3,8	0,9	-6,4	-4,9	-6,6	-2,3
<i>Mar</i>	-3,4	-0,4	-4,7	-4,6	-10,8	-3,7	-5,0	-2,8	-10,8	-5,2	-8,3	-3,3
<i>Abr</i>	1,9	3,4	-6,4	2,7	1,4	2,4	-6,6	0,8	-18,5	-7,5	-9,7	-6,3
<i>May</i>	-0,3	2,7	-3,4	-1,6	-9,0	-2,0	-5,8	4,3	-15,1	-7,8	-22,5	-2,6
<i>Jun</i>	2,8	4,4	0,6	2,4	-9,2	2,9	-2,8	-3,9	-14,2	-1,3	-3,0	0,0
<i>Jul</i>	1,4	0,4	-5,2	2,9	0,8	3,8	-2,3	-4,0	-6,4	-1,4	-5,8	-0,2

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).

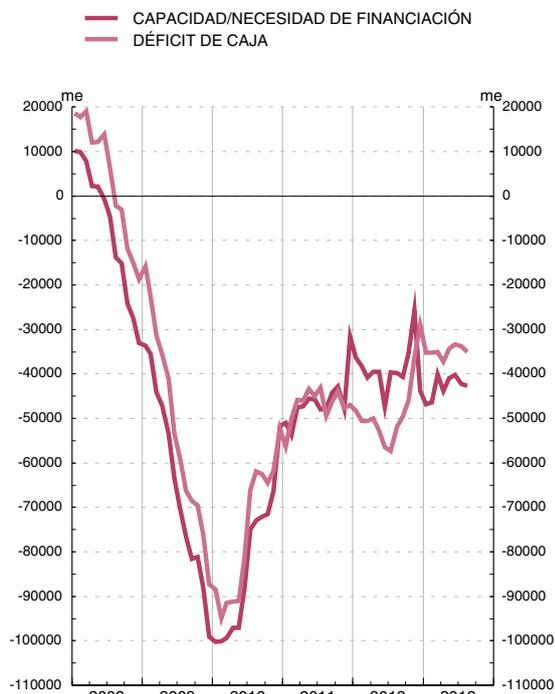
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

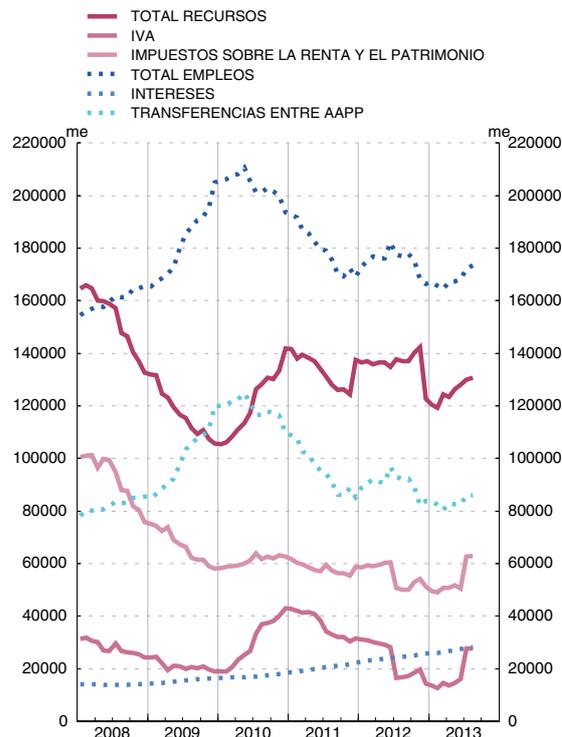
Millones de euros

	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
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	-51 764	141 912	42 914	11 800	7 724	62 704	16 770	193 676	20 479	18 190	109 619	4 145	41 243	-52 235	127 337	179 572
11	P -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	-46 950	104 145	151 095
12	P -43 794	122 678	14 261	5 653	7 556	51 302	43 906	166 472	19 013	25 757	83 914	2 037	35 751	-29 013	123 344	152 357
12 E-A	P -48 681	60 746	-895	2 353	2 772	20 768	35 748	109 427	12 664	16 416	58 580	451	21 316	-39 190	66 825	106 015
13 E-A	A -47 621	68 841	12 546	6 568	5 019	32 434	12 274	116 462	12 608	18 914	60 613	1 009	23 318	-45 186	66 612	111 798
12 Ago	P -1 997	7 311	462	824	116	4 524	1 385	9 308	1 382	2 056	3 444	48	2 378	-8 234	-1 374	6 860
Sep	P 2 023	13 623	5 466	1 055	432	6 277	393	11 600	1 394	2 073	5 481	50	2 602	4 537	13 260	8 723
Oct	P 3 230	14 410	2 657	758	-92	9 778	1 309	11 180	1 449	2 233	4 919	73	2 506	9 093	21 768	12 675
Nov	P -2 542	8 533	1 237	908	150	4 261	1 977	11 075	1 549	2 177	4 619	98	2 632	-2 178	6 464	8 642
Dic	P 2 176	25 366	5 796	579	4 294	10 218	4 479	23 190	1 957	2 858	10 315	1 365	6 695	-1 275	15 027	16 301
13 Ene	A -12 454	1 835	804	711	300	-414	434	14 289	1 409	2 297	7 654	3	2 926	-15 252	5 789	21 041
Feb	A -10 690	3 887	898	483	267	1 523	716	14 577	1 413	2 033	7 360	60	3 711	-160	11 660	11 820
Mar	A 6 289	18 528	6 016	387	1 982	8 138	2 005	12 239	1 384	2 302	5 589	211	2 753	-3 430	6 694	10 124
Abr	A -7 911	6 926	-880	665	569	4 673	1 899	14 837	1 532	2 474	8 312	143	2 376	1 437	16 505	15 068
May	A -8 091	4 579	538	1 015	496	1 123	1 407	12 670	1 443	2 352	6 291	154	2 430	-7 679	2 136	9 815
Jun	A -7 181	13 773	4 872	1 030	342	5 110	2 419	20 954	2 622	2 563	12 046	136	3 587	-12 266	2 789	15 055
Jul	A -5 134	11 157	-60	1 624	322	7 362	1 909	16 291	1 355	2 455	9 759	135	2 587	1 575	22 136	20 561
Ago	A -2 449	8 156	358	653	741	4 919	1 485	10 605	1 450	2 438	3 602	167	2 948	-9 412	-1 096	8 315

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).

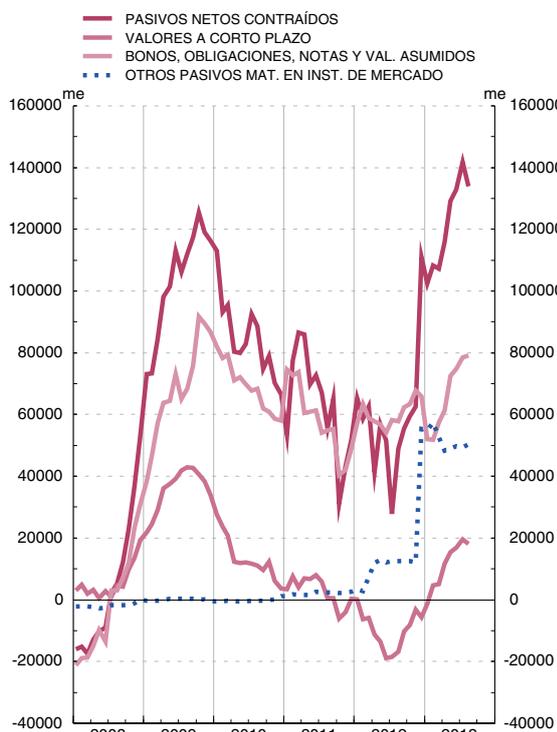
6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

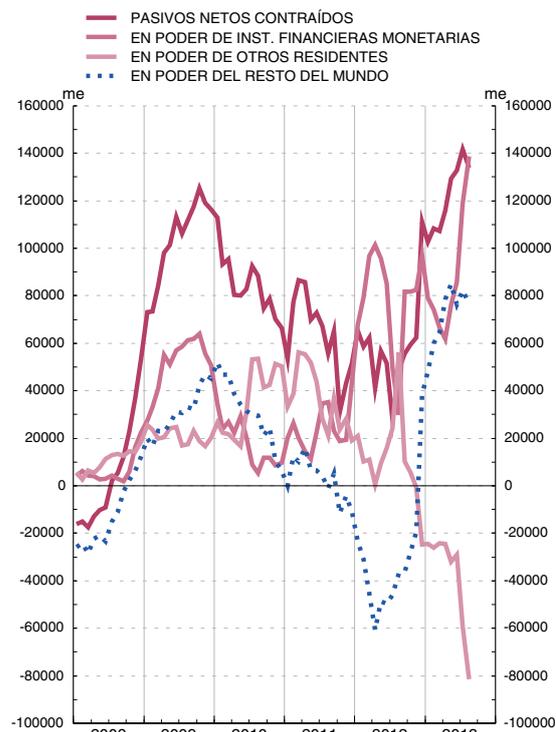
Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual		Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida					
	Total	Depósitos en el Banco de España	Total	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	
08	-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
09	-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
10	-51 764	14 737	-5	66 501	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 325	60 204	9 809	50 396	6 297	62 176
11	P -31 671	20 054	-75	51 725	-1 442	312	48 941	-537	2 625	384	62 870	43 784	19 086	-11 145	51 341
12	P -43 794	67 148	2 275	110 942	-2 704	-5 749	65 832	-542	55 412	-4 012	72 533	97 138	-24 604	38 408	114 954
12 E-A	P -48 681	-19 475	-125	29 206	-756	-18 284	32 928	-542	11 380	3 724	59 967	230	59 737	-30 761	25 482
13 E-A	A -47 621	4 595	-2 401	52 216	-37	5 491	46 307	-876	6 283	-4 989	44 799	41 923	2 876	7 417	57 205
12 Ago	P -1 997	2 641	-0	4 638	10	-1 219	5 385	-	24	449	-1 261	-21 822	20 562	5 899	4 190
Sep	P 2 023	17 134	-0	15 111	-1 962	7 316	13 792	-	-55	-5 941	7 517	51 525	-44 008	7 594	21 052
Oct	P 3 230	-6 056	-0	-9 286	0	463	-6 796	-	-11	-2 941	-11 185	-539	-10 647	1 900	-6 345
Nov	P -2 542	15 249	4 400	17 791	7	5 206	14 493	-	-10	-1 899	7 060	2 952	4 108	10 731	19 690
Dic	P 2 176	60 296	-1 999	58 120	7	-450	11 416	-	44 109	3 045	9 175	42 970	-33 795	48 945	55 074
13 Ene	A -12 454	-7 869	-1 910	4 585	6	3 401	-958	-	247	1 895	4 740	5 256	-517	-154	2 690
Feb	A -10 690	7 753	-490	18 443	1 501	1 523	14 061	-	2 315	543	8 413	9 108	-695	10 030	17 900
Mar	A 6 289	15 818	100	9 529	7	-1 627	14 589	-	-34	-3 398	17 267	12 612	4 655	-7 738	12 927
Abr	A -7 911	-10 992	-99	-3 081	-11	1 096	-7 055	-876	2	3 752	-3 054	-2 388	-666	-26	-6 832
May	A -8 091	12 496	-1	20 587	7	1 800	18 563	-	1 903	-1 680	12 571	13 003	-433	8 016	22 266
Jun	A -7 181	2 424	-1	9 605	-1 550	-1 338	8 746	-	869	1 328	18 316	10 367	7 949	-8 711	8 277
Jul	A -5 134	-9 465	135	-4 331	2	3 485	-7 735	-	32	-114	-10 067	-4 334	-5 733	5 736	-4 218
Ago	A -2 449	-5 570	-134	-3 121	2	-2 850	6 095	-	949	-7 315	-3 386	-1 702	-1 684	265	4 194

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.

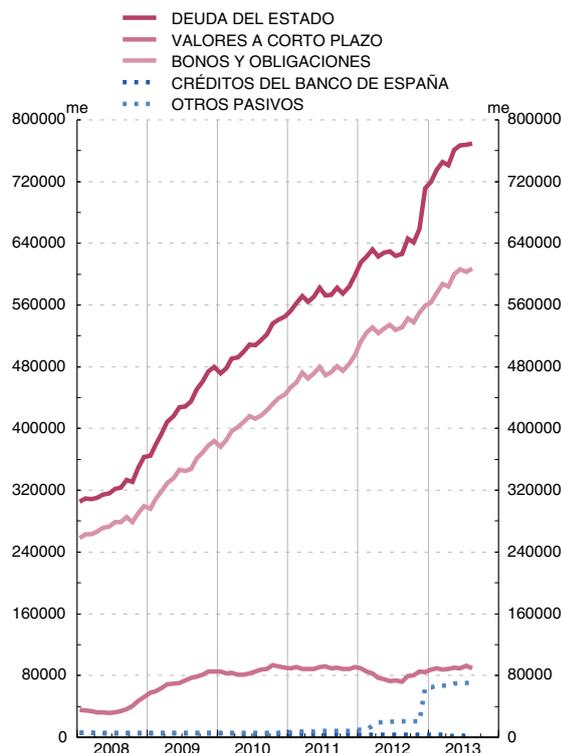
6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

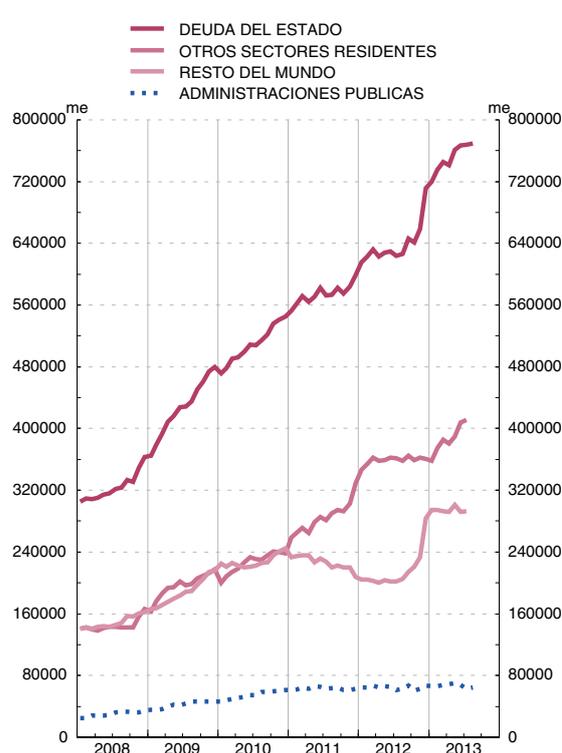
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:				
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avales prestados (saldo vivo)		
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			Concedidos a otras AAPP	A FEEF (c)	
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	362 890	63	52 074	299 558	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	-	-
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-
10	544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	299 648	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-
11	P 599 037	0	90 608	495 662	3 499	9 269	421 417	62 613	328 804	207 620	225	30 391	99 748	23 851	2 993
12 Ago	P 626 390	0	71 988	530 879	2 915	20 608	421 514	63 007	358 506	204 876	100	18 935	132 361	24 060	29 145
Sep	P 645 821	0	79 364	542 990	2 915	20 553	431 293	66 878	364 415	214 529	100	36 604	130 906	24 060	28 821
Oct	P 640 932	0	79 858	537 618	2 915	20 541	419 926	60 733	359 194	221 006	100	29 219	130 293	24 060	30 047
Nov	P 658 683	0	85 085	550 152	2 915	20 531	425 411	63 139	362 272	233 272	4 499	35 511	130 544	24 443	30 829
Dic	P 711 495	0	84 613	559 327	2 915	64 640	427 748	67 328	360 420	283 748	2 500	32 500	174 312	26 608	36 966
13 Ene	A 719 249	0	87 946	563 501	2 915	64 887	424 431	65 857	358 574	294 818	591	28 466	174 639	27 608	36 294
Feb	A 735 101	0	89 408	575 576	2 915	67 202	440 835	66 431	374 404	294 267	100	43 814	182 305	28 014	31 737
Mar	A 745 455	0	87 693	587 679	2 915	67 168	452 944	67 818	385 126	292 511	200	47 642	176 356	29 597	29 269
Abr	A 741 521	0	88 702	583 705	1 943	67 170	449 133	68 574	380 559	292 388	100	38 249	176 204	29 672	30 831
May	A 760 768	0	90 396	599 355	1 943	69 073	459 403	69 899	389 504	301 365	100	47 800	170 954	31 720	30 861
Jun	A 766 985	0	89 000	606 099	1 943	69 942	475 004	67 465	407 540	291 980	99	39 360	171 133	31 720	31 996
Jul	A 767 367	0	92 423	603 026	1 943	69 974	474 552	63 275	411 277	292 815	234	38 173	170 305	31 720	33 021
Ago	A 769 240	0	89 504	606 869	1 943	70 923	...	64 928	...	...	99	31 301	170 944	31 720	33 840

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

- a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
- b. Incluye las subastas de liquidez del Tesoro.
- c. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

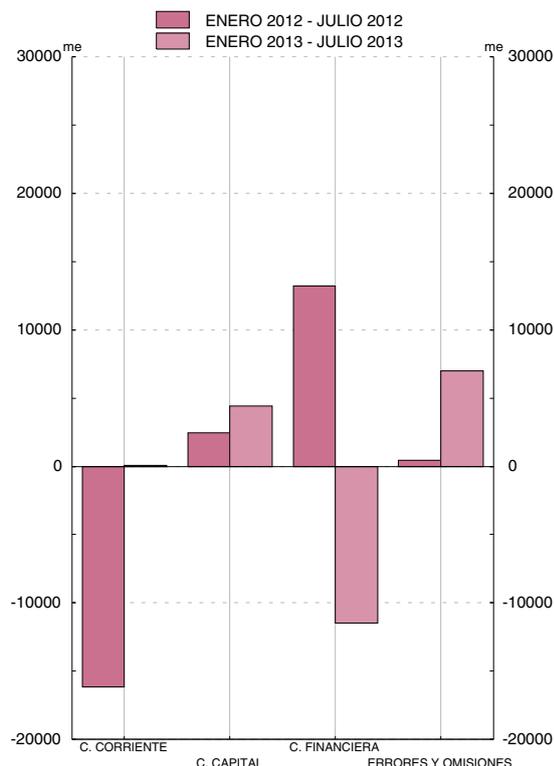
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

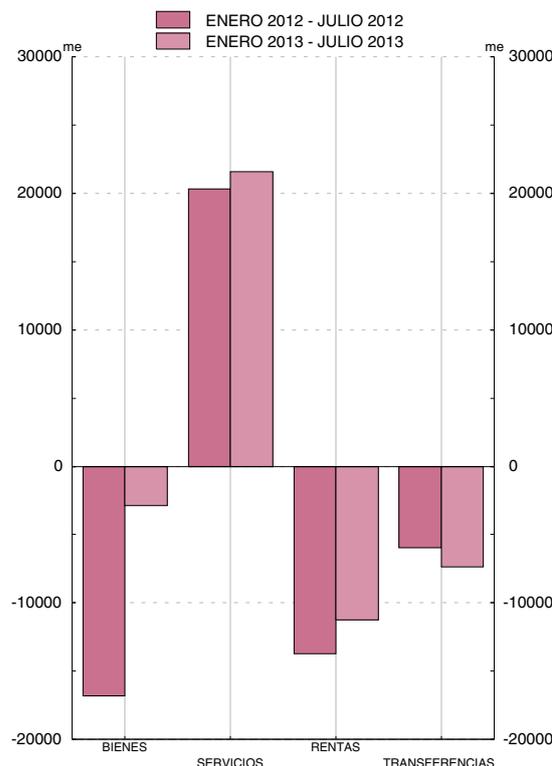
Millones de euros

	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 omisio- nes
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
													Del cual						Del cual
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
10	-46 963	-48 173	193 989	242 161	28 040	94 149	39 621	66 109	12 663	-19 933	46 373	66 306	-6 897	6 289	-40 674	43 329	-2 655	
11	P -39 787	-42 331	221 644	263 975	34 630	103 068	43 026	68 437	12 349	-25 712	43 209	68 921	-6 374	5 471	-34 316	28 681	5 635	
12	P -11 519	-25 670	231 008	256 677	36 983	107 194	43 521	70 211	11 911	-18 716	37 124	55 839	-4 117	6 589	-4 930	-823	5 754	
12 E-J	P -16 149	-16 830	133 833	150 663	20 344	60 468	24 002	40 124	6 349	-13 721	21 636	35 357	-5 942	2 475	-13 673	13 241	432	
13 E-J	P 82	-2 882	143 104	145 986	21 599	61 431	24 646	39 832	6 283	-11 264	18 353	29 616	-7 371	4 405	4 488	-11 507	7 019	
12 Abr	P -1 550	-2 941	17 577	20 519	2 589	7 880	2 746	5 292	838	-923	3 019	3 942	-275	314	-1 237	1 925	-688	
May	P -625	-1 424	19 893	21 318	2 900	8 288	3 568	5 388	679	-1 439	3 898	5 337	-662	700	75	1 706	-1 780	
Jun	P -981	-2 226	19 713	21 939	3 898	10 057	4 404	6 159	1 123	-2 340	3 472	5 811	-313	705	-275	118	158	
Jul	P 829	-1 181	20 219	21 400	5 158	11 915	5 641	6 756	1 236	-2 736	2 787	5 523	-413	82	911	1 575	-2 486	
Ago	P 850	-2 691	17 119	19 810	5 223	10 955	5 848	5 733	1 305	-838	2 363	3 201	-844	639	1 488	83	-1 571	
Sep	P -402	-2 642	18 915	21 557	4 124	9 977	4 851	5 853	1 209	-878	3 002	3 880	-1 006	796	394	-4 158	3 764	
Oct	P 423	-1 087	21 588	22 675	3 627	9 694	4 097	6 067	1 104	-1 589	2 337	3 926	-528	1 024	1 447	-1 862	416	
Nov	P 1 016	-897	20 476	21 373	1 885	7 767	2 581	5 882	1 058	-1 874	2 219	4 093	1 901	901	1 917	326	-2 243	
Dic	P 2 744	-1 523	19 077	20 600	1 780	8 333	2 142	6 553	886	185	5 567	5 383	2 302	753	3 497	-8 453	4 956	
13 Ene	P -3 262	-2 838	18 270	21 108	2 303	7 948	2 648	5 645	743	-1 730	2 553	4 283	-997	285	-2 977	2 233	744	
Feb	P -2 258	-529	18 834	19 363	1 922	7 347	2 276	5 426	819	-1 471	2 322	3 793	-2 179	744	-1 514	4 117	-2 603	
Mar	P 838	875	21 222	20 347	2 203	7 614	2 870	5 411	822	-1 585	2 301	3 886	-655	348	1 186	-3 917	2 730	
Abr	P -1 230	-957	20 918	21 875	2 102	8 115	2 708	6 013	734	-1 374	2 677	4 051	-1 001	952	-278	-2 376	2 654	
May	P 2 232	640	21 522	20 883	3 412	8 859	3 778	5 447	694	-942	3 073	4 015	-877	1 381	3 614	-6 849	3 235	
Jun	P 2 136	91	22 107	22 016	4 147	9 856	4 567	5 709	1 160	-1 522	2 923	4 444	-581	195	2 331	-2 219	-112	
Jul	P 1 625	-165	20 230	20 395	5 510	11 692	5 799	6 182	1 312	-2 641	2 503	5 144	-1 080	500	2 125	-2 496	370	

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



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

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

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

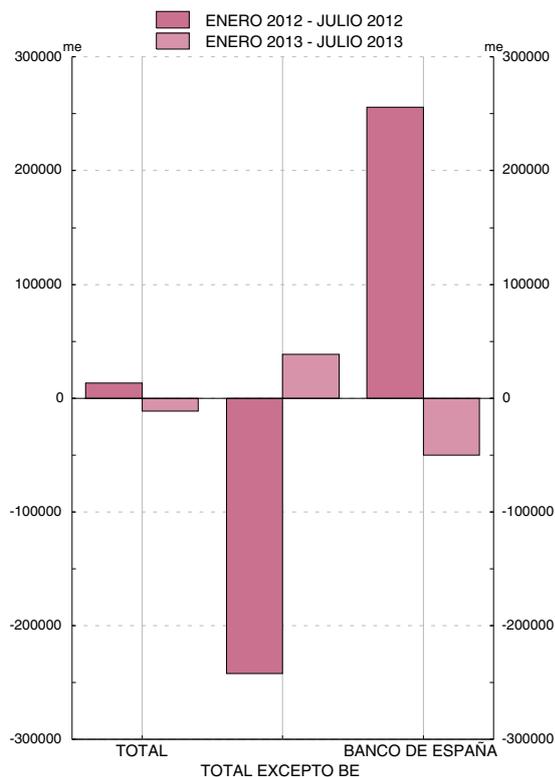
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

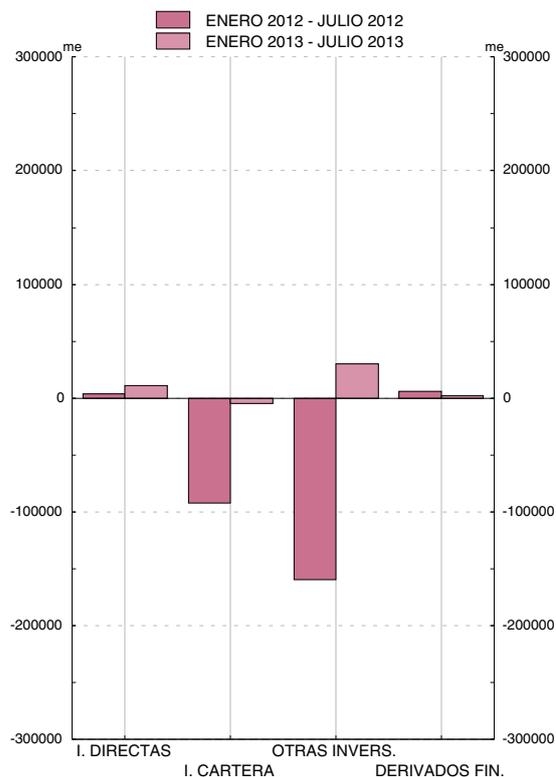
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11	12	13=14+15+16	14	15	16
10	43 329	27 633	1 532	28 574	30 106	28 727	-64 694	-35 967	-11 232	17 627	6 395	8 605	15 696	-814	9 788	6 722
11	P 28 681	-80 459	-7 022	26 313	19 290	-27 547	-42 419	-69 966	-43 923	35 660	-8 264	-1 967	109 141	-10 022	124 056	-4 893
12	P -823	-174 339	24 231	-3 175	21 055	-55 839	3 346	-52 493	-151 045	45 690	-105 354	8 314	173 516	-2 211	162 366	13 361
12 E-J	P 13 241	-242 428	3 587	3 992	7 579	-92 507	-12 840	-105 347	-159 513	55 286	-104 227	6 005	255 669	-2 083	248 294	9 459
13 E-J	P -11 507	38 633	11 272	5 891	17 163	-4 947	-10 240	-15 187	30 213	-33 947	-3 734	2 095	-50 140	-309	-55 921	6 090
12 Abr	P 1 925	-27 065	1 841	1 372	3 213	-21 987	-4 232	-26 220	-5 834	3 272	-2 562	-1 083	28 990	-152	26 807	2 334
May	P 1 706	-40 345	-1 420	1 628	207	-10 017	-2 624	-12 640	-29 193	17 260	-11 932	285	42 051	-243	42 265	29
Jun	P 118	-60 059	-2 975	2 550	-425	-14 639	-2 122	-16 761	-42 846	17 123	-25 723	400	60 177	-3 502	63 314	364
Jul	P 1 575	-17 304	-681	75	-606	-6 013	-6 663	-12 675	-14 232	-9 271	-23 503	3 621	18 879	2 025	14 853	2 001
Ago	P 83	-11 681	-425	2 265	1 840	-215	545	329	-11 569	-7 935	-19 504	528	11 764	-122	11 155	731
Sep	P -4 158	29 752	4 085	-3 838	246	10 387	-1 287	9 099	14 706	-7 939	6 767	575	-33 911	-14	-34 287	390
Oct	P -1 862	16 138	3 015	2 301	5 316	17 733	-7 767	9 966	-5 329	2 634	-2 695	719	-18 000	2	-19 704	1 702
Nov	P 326	14 939	6 967	-4 023	2 943	32 174	-13 057	19 117	-24 979	2 492	-22 487	777	-14 612	-13	-14 388	-211
Dic	P -8 453	18 941	7 003	-3 871	3 131	-23 410	37 753	14 342	35 639	1 153	36 792	-290	-27 395	18	-28 704	1 291
13 Ene	P 2 233	30 301	2 628	1 180	3 808	11 148	-1 559	9 590	16 116	-3 237	12 880	408	-28 068	-934	-27 930	796
Feb	P 4 117	15 545	2 905	-1 111	1 794	1 279	43	1 322	11 802	1 860	13 661	-440	-11 428	-8	-12 286	866
Mar	P -3 917	-4 645	-1 123	5 514	4 392	-11 953	224	-11 729	8 362	7 281	15 643	68	729	155	-226	799
Abr	P -2 376	4 112	3 758	-2 134	1 624	-3 429	-2 751	-6 180	2 843	-1 913	930	940	-6 488	136	-7 781	1 156
May	P -6 849	-3 551	863	249	1 112	3 640	419	4 059	-7 376	-699	-8 075	-679	-3 298	163	-4 220	759
Jun	P -2 219	-265	421	2 050	2 472	-11 025	-1 235	-12 259	9 264	-4 288	4 976	1 075	-1 954	81	-2 302	267
Jul	P -2 496	-2 864	1 819	143	1 962	5 392	-5 382	11	-10 799	-32 951	-43 750	723	368	98	-1 175	1 446

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.

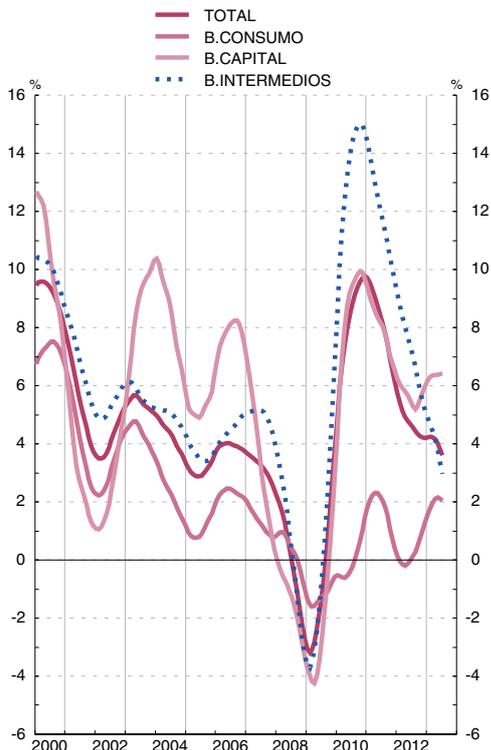
7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

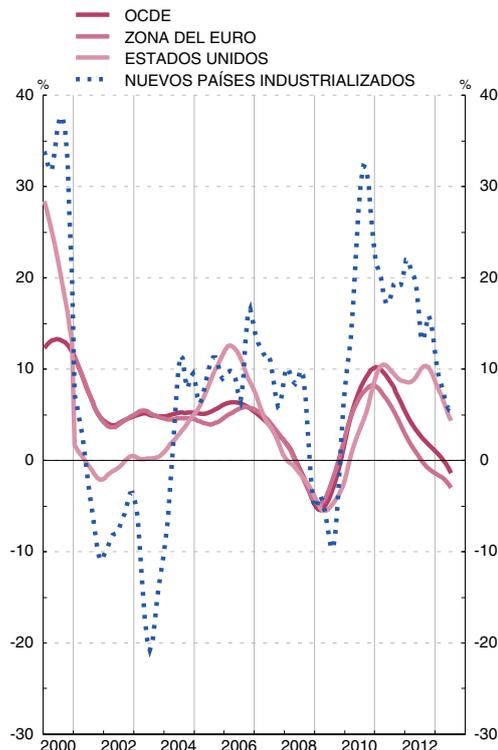
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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	Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
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	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,5	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3	
12	222 644	3,9	1,8	-2,7	-6,4	5,5	12,1	-0,7	-1,1	-2,4	0,8	15,7	27,3	18,9	11,4	28,9	
12 Jun	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	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	
Ago	16 587	7,4	5,2	-2,5	-13,4	11,2	3,2	11,8	-1,5	-0,2	4,7	26,7	23,3	26,1	6,7	-0,2	
Sep	17 866	0,5	-2,8	-13,8	-20,9	6,1	16,1	5,4	-4,0	-5,7	-2,4	24,9	33,8	12,4	-14,2	15,0	
Oct	21 078	8,7	8,6	7,1	12,7	8,8	-30,6	14,2	-3,3	-6,3	2,8	59,4	54,2	41,7	24,2	35,7	
Nov	19 750	-0,6	-2,7	-2,5	3,4	-3,6	-44,5	1,5	-5,5	-10,1	-3,0	26,8	13,3	7,1	2,0	16,8	
Dic	17 789	4,6	0,2	5,2	4,7	-3,2	37,3	-5,7	3,8	1,2	5,6	12,3	-13,3	14,8	18,8	68,6	
13 Ene	17 882	7,9	5,3	5,3	17,6	3,7	-1,0	4,0	3,7	1,9	3,4	6,2	83,2	20,0	15,2	1,5	
Feb	18 414	2,4	4,9	0,3	16,0	6,1	-31,4	9,1	-0,6	-1,7	-1,8	-9,1	37,0	22,9	25,8	11,3	
Mar	20 289	2,0	5,5	0,2	5,4	8,5	3,7	8,9	-8,1	-8,9	-6,9	13,9	41,1	16,3	2,3	-36,1	
Abr	20 398	18,6	16,3	18,6	42,1	11,3	26,5	10,4	13,2	11,6	16,2	23,9	8,3	36,7	32,1	28,2	
May	20 891	7,3	7,7	11,0	4,7	6,5	47,1	3,9	6,3	4,7	6,7	18,7	-1,1	24,5	12,9	-5,6	
Jun	20 848	10,5	7,5	5,0	4,9	9,2	41,3	7,1	15,4	13,0	12,7	-16,0	14,8	15,9	-3,4	-5,2	
Jul	19 861	1,3	-0,1	0,9	7,7	-1,6	-15,3	-0,5	-2,8	-4,7	-2,0	-11,2	30,5	30,0	-5,8	24,4	

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.

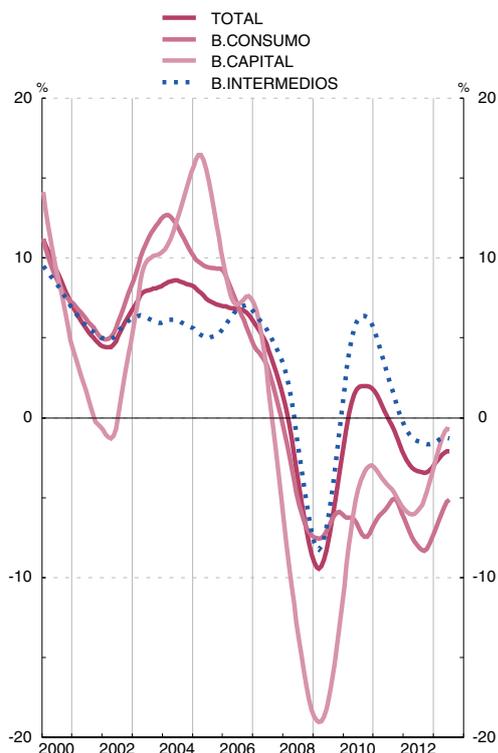
7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

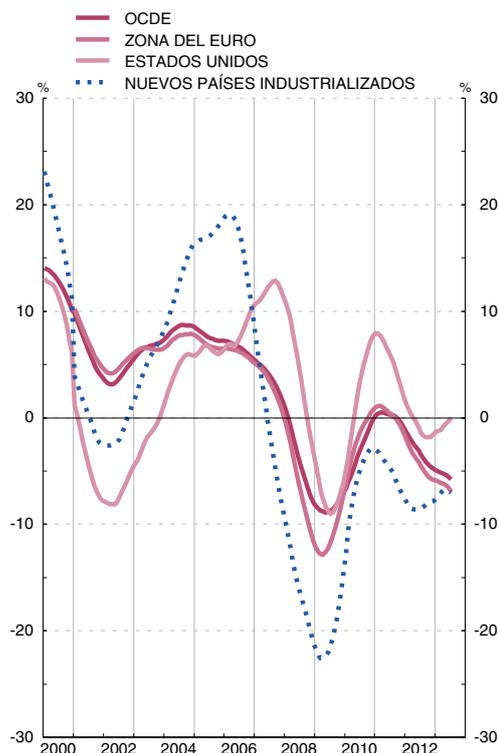
Millones de euros y tasas de variación interanual

	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	
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	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,7	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8
12	253 401	-2,8	-7,1	-11,1	-10,7	-5,5	1,3	-7,1	-7,3	-7,9	-5,8	-7,1	15,8	13,6	-5,2	-11,4
12 Jun	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	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
Ago	19 732	-3,1	-8,4	-16,0	-17,9	-4,6	9,3	-9,2	-9,7	-10,6	-9,0	-29,0	32,1	16,7	-13,7	-24,3
Sep	20 951	-7,4	-12,2	-18,8	-22,9	-8,8	-4,9	-10,1	-9,5	-9,9	-9,3	-9,6	7,7	-2,6	-12,3	0,2
Oct	22 570	-2,0	-6,3	-26,0	1,4	2,3	11,1	-0,1	-13,3	-15,5	-9,7	-2,1	39,3	-9,9	-0,9	9,4
Nov	21 157	-6,1	-4,9	-7,2	-12,4	-3,1	-2,6	-3,3	-9,0	-8,6	-7,7	-23,2	-0,3	-9,8	-7,2	-13,8
Dic	19 083	-11,5	-13,6	-4,8	-2,1	-17,5	-14,1	-18,7	-13,4	-13,3	-13,7	2,7	-8,9	-44,2	-3,2	-25,7
13 Ene	21 380	5,7	6,7	-4,9	0,4	10,9	18,2	8,6	-0,6	1,4	2,8	29,4	0,5	-3,7	-5,3	-4,2
Feb	19 598	-9,8	-6,3	-10,6	0,7	-5,6	-13,0	-3,2	-9,7	-8,8	-10,1	-16,8	-6,3	-38,8	-7,9	-16,4
Mar	19 654	-15,0	-10,6	-18,4	-7,0	-8,3	-9,3	-7,9	-11,8	-12,3	-12,1	-16,2	-10,4	-47,0	2,2	-16,9
Abr	22 041	7,2	14,8	10,7	24,1	15,1	15,0	15,2	6,5	7,3	6,6	14,2	9,1	-14,3	-1,8	36,0
May	20 918	-2,2	3,9	1,2	14,8	3,7	19,9	-0,5	-1,1	0,3	-3,7	-5,8	26,4	-24,2	-5,8	0,8
Jun	20 955	-2,8	-0,0	5,9	22,0	-3,5	-6,5	-2,6	2,4	1,6	3,1	-10,3	-17,5	-28,0	-12,9	-0,7
Jul	20 647	-3,0	-0,7	0,1	9,7	-1,8	3,8	-3,4	-3,7	-5,5	-3,2	-1,3	-3,5	-11,9	-2,0	-2,0

POR TIPOS DE PRODUCTOS
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



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



FUENTES: ME, 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.

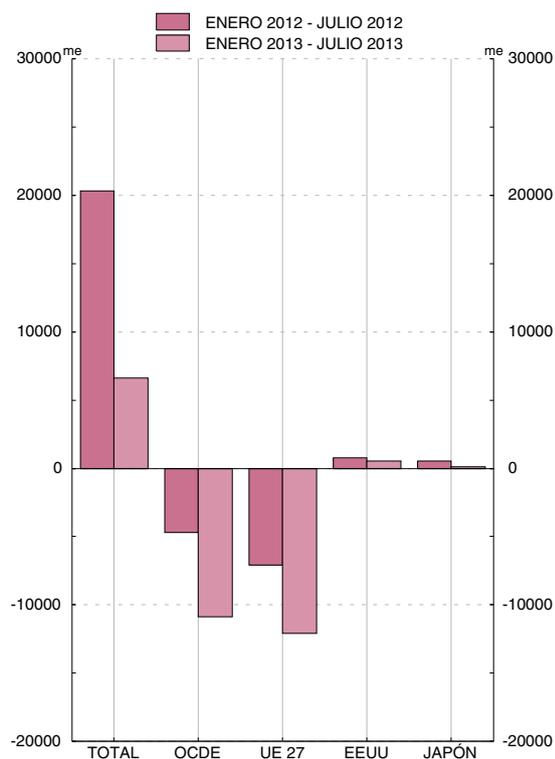
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

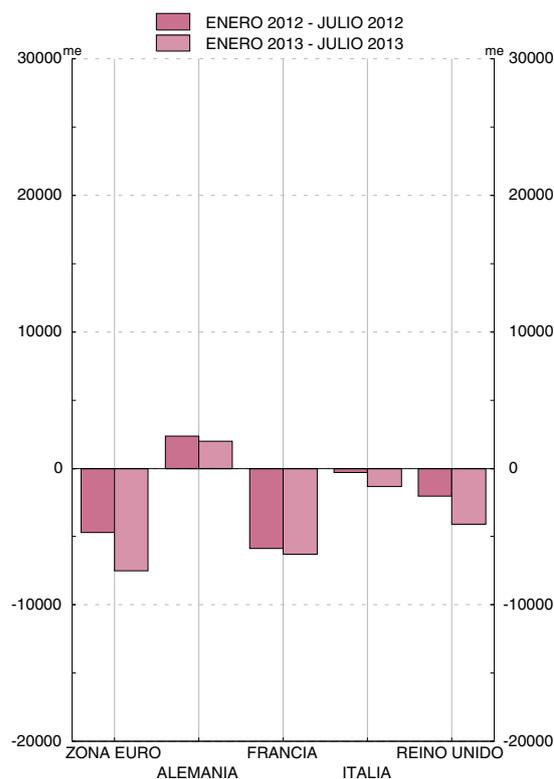
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15		
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27			Del cual:									
			3	Del cual:			7	Del cual:			9	10					11	12
				Total	Alemania	Francia		Italia	Total	Reino Unido									Total	EEUU	Japón
06	-92 249	-33 547	-32 156	-18 689	-1 625	-7 184	-1 391	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564			
07	-100 015	-40 176	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-2 067	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347			
08	-94 160	-26 262	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	-55	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296			
09	-46 227	-9 068	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 301	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532			
10	-53 276	-4 960	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 749	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252			
11	-47 910	3 405	1 029	-8 984	8 590	219	2 376	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116			
12 P	-30 757	12 571	7 723	-3 821	9 472	914	4 848	3 828	10 636	-754	-855	-21 068	-5 185	-13 866	111			
12 Jun P	-2 700	655	186	-276	687	50	469	332	521	33	-37	-2 106	-325	-1 155	-8			
Jul P	-1 693	1 524	1 163	-240	888	82	361	337	1 458	17	-2	-1 705	-405	-1 243	-31			
Ago P	-3 145	558	358	-296	466	210	200	176	1 245	179	-37	-2 158	-397	-1 323	-3			
Sep P	-3 085	486	239	-492	695	80	247	253	512	-39	-62	-1 780	-374	-1 291	12			
Oct P	-1 492	1 223	603	-290	754	63	621	425	1 492	67	-21	-1 762	-164	-1 186	32			
Nov P	-1 407	1 967	1 286	-123	985	244	681	410	1 593	-82	-149	-1 560	-379	-1 057	28			
Dic P	-1 294	1 273	553	-277	712	31	720	547	1 103	-83	-51	-1 413	15	-983	144			
13 Ene P	-3 499	1 368	639	-274	674	108	729	490	715	-252	-69	-1 685	-432	-1 268	-46			
Feb P	-1 184	1 480	938	-233	658	278	543	607	1 125	-139	-10	-1 401	55	-1 030	92			
Mar P	635	1 750	1 224	-187	873	234	526	378	1 932	98	-46	-1 192	-117	-894	-28			
Abr P	-1 642	1 565	961	-298	1 128	200	604	482	1 413	-151	-11	-1 808	16	-892	-75			
May P	-27	2 189	1 339	-314	962	218	850	804	2 204	-9	-58	-1 578	32	-1 006	-55			
Jun P	-107	2 174	1 228	-335	1 193	53	946	905	1 881	-21	4	-1 406	177	-975	-19			
Jul P	-787	1 577	1 174	-348	810	220	403	419	1 587	-70	58	-1 328	1	-1 232	33			

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.

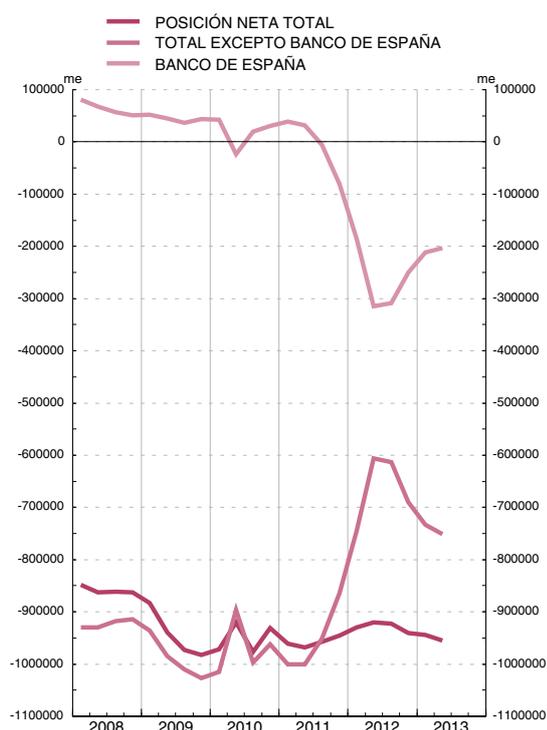
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

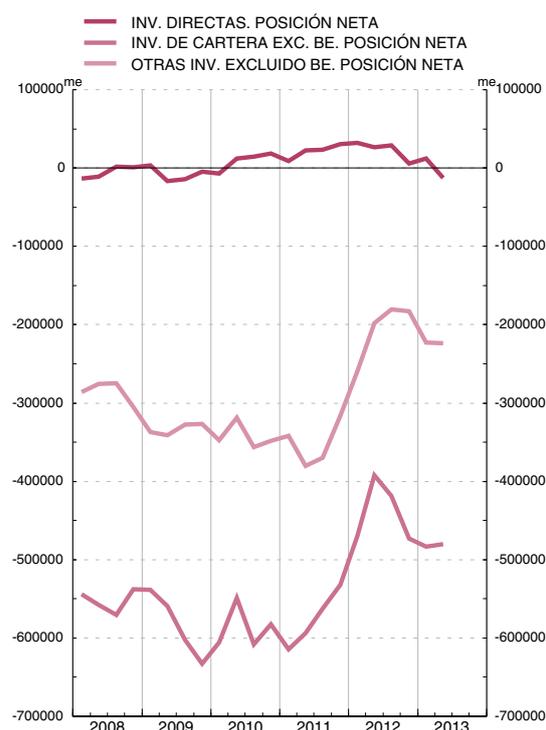
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07	-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
08	-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
09	-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
10 //	-920,1	-896,8	11,8	461,8	450,1	-601,6	352,3	953,9	-318,8	368,7	687,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
///	-977,1	-997,2	14,4	469,8	455,4	-659,4	333,7	993,1	-356,4	352,1	708,5	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
IV	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 /	-961,2	-1 000,7	8,9	486,8	477,9	-665,9	301,7	967,6	-342,1	377,0	719,1	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
///	-968,0	-1 000,2	22,6	491,1	468,5	-642,6	293,3	935,9	-379,9	379,8	759,8	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
///	-957,0	-951,8	23,3	488,4	465,0	-613,0	274,8	887,8	-369,8	385,2	754,9	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1
IV	-944,8	-863,8	30,7	507,6	476,9	-584,3	258,0	842,3	-316,1	395,1	711,1	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8
12 /	-929,9	-745,1	31,8	506,5	474,7	-519,9	270,1	790,0	-259,9	412,4	672,4	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5
///	-920,4	-605,5	26,9	505,5	478,7	-438,6	254,5	693,2	-198,4	440,9	639,2	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3
///	-922,1	-612,8	28,7	493,9	465,2	-463,8	254,0	717,8	-180,6	417,7	598,3	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9
IV	-940,9	-690,6	6,0	481,8	475,8	-515,5	274,7	790,2	-183,2	421,4	604,6	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9
13 /	-943,7	-732,6	12,2	497,5	485,3	-524,1	281,1	805,2	-222,7	420,0	642,7	2,0	-211,1	39,7	-292,1	41,4
///	-955,1	-751,5	-12,3	477,1	489,4	-517,9	280,2	798,2	-223,6	413,9	637,5	2,3	-203,6	35,4	-277,8	38,8

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

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

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

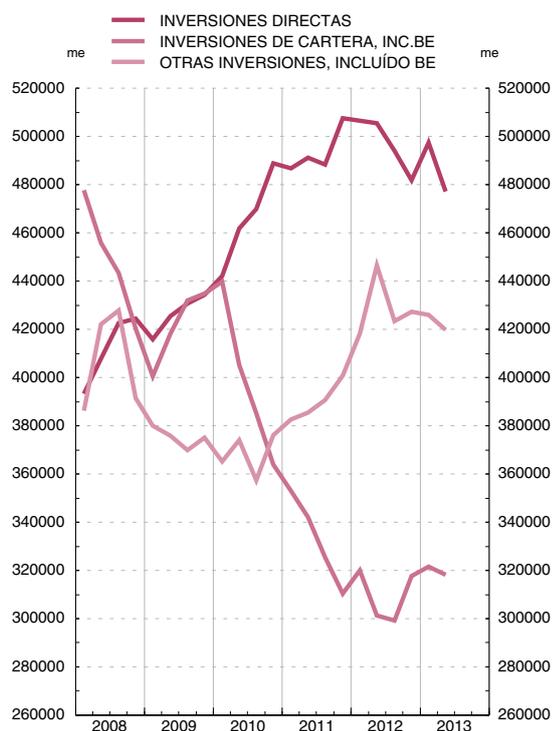
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

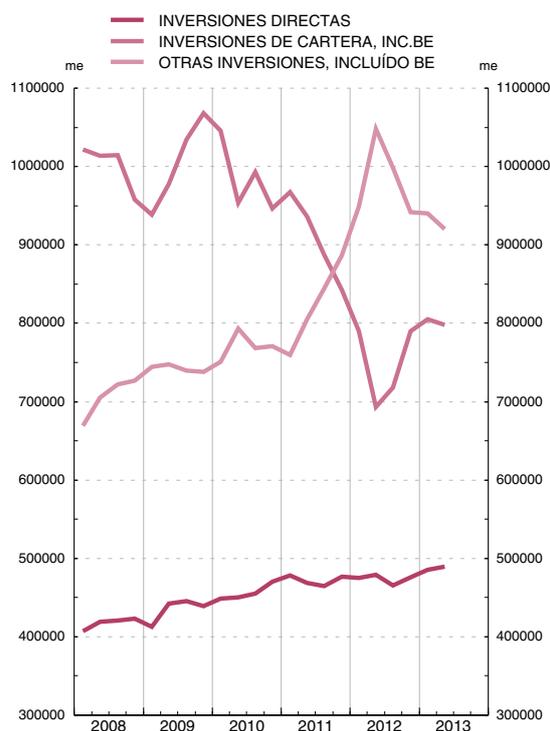
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10 //	428 418	33 426	330 793	119 297	87 320	317 817	169 352	784 544	374 110	793 388	118 304	106 522
///	432 284	37 505	334 434	120 998	88 730	296 430	194 022	799 121	357 527	767 997	121 434	117 049
IV	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
11 /	448 342	38 433	356 624	121 237	92 910	260 100	204 657	762 989	382 569	759 786	80 724	82 170
//	452 917	38 215	353 232	115 303	91 957	250 153	194 147	741 706	385 429	805 498	83 747	84 040
///	443 574	44 788	352 875	112 153	78 339	247 132	159 177	728 592	390 750	843 949	134 796	127 191
IV	457 779	49 776	359 987	116 916	77 815	232 593	162 285	680 052	400 794	886 501	140 225	134 415
12 /	458 096	48 393	359 113	115 601	83 849	236 158	157 793	632 227	418 164	948 860	133 237	130 209
//	452 498	53 040	365 977	112 684	82 309	218 868	144 876	548 286	446 596	1 047 943	153 277	148 677
///	443 097	50 852	356 323	108 888	86 593	212 630	164 681	553 107	423 444	998 728	157 193	154 374
IV	432 344	49 445	369 369	106 398	88 408	229 135	178 971	611 220	427 218	942 061	148 623	146 395
13 /	448 380	49 087	378 260	107 013	98 230	223 396	182 399	622 764	425 902	939 933	139 379	137 347
//	431 577	45 549	384 331	105 079	104 611	213 508	179 717	618 442	419 762	920 265	120 715	118 428

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

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

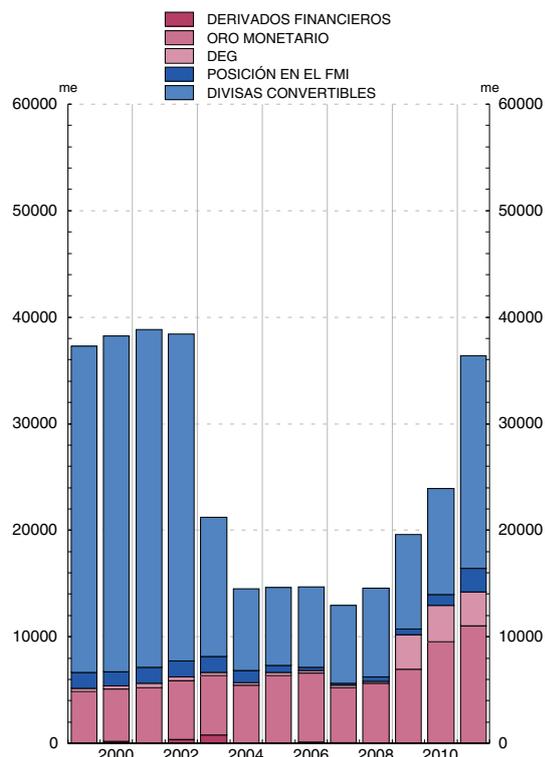
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

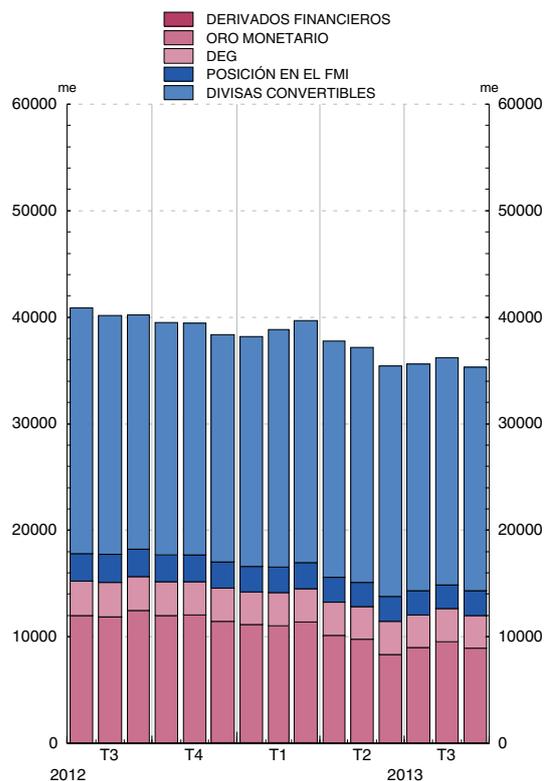
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
07	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
12							
<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
<i>Oct</i>	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
<i>Nov</i>	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
<i>Dic</i>	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
13							
<i>Ene</i>	38 177	21 548	2 411	3 057	11 109	51	9,1
<i>Feb</i>	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1
<i>Mar</i>	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1
<i>Abr</i>	37 765	22 183	2 344	3 104	10 109	25	9,1
<i>May</i>	37 169	22 037	2 283	3 087	9 737	25	9,1
<i>Jun</i>	35 434	21 661	2 349	3 092	8 329	3	9,1
<i>Jul</i>	35 633	21 331	2 259	3 061	8 984	-2	9,1
<i>Ago</i>	36 195	21 331	2 229	3 075	9 558	1	9,1
<i>Sep</i>	35 321	21 013	2 296	3 059	8 955	-1	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	
09 //	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	-	782 873	14 903	384 509	260 304	123 157
10 /	1 778 929	315 896	51 896	114	237 246	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
//	1 759 449	291 348	39 698	192	223 146	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
///	1 745 184	302 216	39 437	932	232 817	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 715 268	289 183	36 629	976	220 357	31 221	-	759 486	9 910	413 379	237 915	98 283
11 /	1 701 076	292 030	37 875	485	221 797	31 873	-	760 849	10 640	395 695	235 895	118 619
//	1 725 014	286 014	37 245	7	215 529	33 233	-	792 835	7 554	425 267	231 979	128 035
///	1 751 309	293 350	36 605	507	222 439	33 798	-	768 666	6 211	402 061	223 975	136 418
IV	1 743 878	274 864	28 545	428	211 116	34 775	-	709 704	3 494	362 532	212 924	130 755
12 /	1 758 254	256 148	23 612	4	191 658	40 873	-	641 440	3 341	311 819	191 020	135 259
//	1 770 719	238 191	16 369	70	175 453	46 299	-	575 178	2 699	273 422	163 554	135 504
///	1 726 179	254 675	20 397	325	187 552	46 400	-	525 154	1 899	237 643	154 841	130 771
IV	1 726 493	330 110	27 732	53	211 325	91 000	-	501 837	1 800	212 849	159 173	128 016
13 /	1 736 851	342 793	30 709	24	218 645	93 415	-	539 315	1 499	248 851	162 498	126 468
//	1 712 551	352 259	34 901	243	221 222	95 894	-	523 788	1 408	249 835	157 437	115 108

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		
09 //	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	
10 /	43 673	43 673	448 931	14 758	13 800	3 179	270 358	145 075	399	1 363	180 561	70 158	110 403	
//	105 881	105 881	438 907	12 714	16 424	4 462	257 666	145 855	406	1 379	181 518	67 662	113 856	
///	59 477	59 477	447 273	14 032	16 561	4 762	258 966	151 114	395	1 442	178 066	67 794	110 272	
IV	51 323	51 323	435 599	11 929	16 671	4 284	248 454	152 281	396	1 584	179 677	67 741	111 936	
11 /	40 665	40 665	429 230	11 724	15 350	3 818	245 057	151 088	390	1 803	178 301	68 023	110 278	
//	45 732	45 732	422 624	11 840	15 487	4 192	237 559	151 783	389	1 374	177 809	68 686	109 123	
///	89 019	89 019	421 507	7 466	16 743	6 433	231 895	157 313	394	1 263	178 768	68 182	110 586	
IV	175 360	175 360	406 625	5 100	17 159	6 544	218 874	157 244	398	1 307	177 325	70 016	107 309	
12 /	276 496	276 496	407 003	8 330	16 969	6 699	214 264	158 981	395	1 364	177 167	69 851	107 316	
//	408 695	408 695	374 164	5 481	15 264	6 826	184 729	159 984	462	1 418	174 490	69 439	105 051	
///	400 455	400 455	371 551	4 154	14 423	7 388	184 264	159 443	459	1 420	174 343	68 994	105 350	
IV	337 486	337 486	383 847	6 064	13 957	7 798	205 126	149 103	457	1 342	173 212	68 297	104 916	
13 /	297 184	297 184	383 406	6 707	16 151	7 909	202 706	148 142	459	1 331	174 154	68 488	105 665	
//	282 790	282 790	379 871	6 784	15 475	7 495	196 690	151 639	457	1 331	173 843	68 245	105 598	

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					
	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)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
12 Mar	361 695	40 792	1 096 956	-	-	3 718	779 771	249 711	868 490	142 720	672 633	88 867	111 984
<i>Abr</i>	382 712	55 069	1 090 965	-	-	1 066	764 388	272 458	873 353	148 188	660 168	88 915	110 253
<i>May</i>	347 195	40 063	1 076 812	0	-	1 644	771 324	229 927	876 907	116 280	656 995	106 265	117 268
<i>Jun</i>	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653
<i>Jul</i>	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566
<i>Ago</i>	885 372	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334
<i>Sep</i>	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469
<i>Oct</i>	885 514	92 494	1 057 904	-	-	1 324	266 209	352 304	890 571	101 249	708 573	-69 057	533 210
<i>Nov</i>	884 798	77 694	1 046 596	-	-	1 358	240 850	362 981	888 224	108 633	708 113	-74 237	521 816
<i>Dic</i>	884 094	74 151	1 038 706	-	-	4 538	233 301	389 750	901 830	110 978	704 635	-81 578	494 344
13 Ene	907 427	105 363	1 021 211	-	-	457	219 604	420 632	891 268	99 407	657 382	-87 339	486 795
<i>Feb</i>	850 148	129 306	876 189	-	-	658	156 006	419 735	880 527	73 410	655 016	-120 814	430 413
<i>Mar</i>	787 506	125 975	795 073	-	-	735	134 277	428 999	884 384	86 192	656 692	-115 115	358 507
<i>Abr</i>	758 155	118 249	759 811	-	-	666	120 571	427 061	894 830	87 133	657 190	-102 288	331 094
<i>May</i>	745 149	105 552	733 956	-	-	685	95 043	440 588	903 179	83 893	656 983	-110 498	304 561
<i>Jun</i>	730 513	106 263	713 146	-	-	1 522	90 419	439 758	906 097	85 420	655 213	-103 455	290 755
<i>Jul</i>	718 506	105 488	700 706	-	-	324	88 013	447 528	915 567	99 389	532 182	35 246	270 977
<i>Ago</i>	714 452	100 070	693 682	-	-	140	79 440	437 171	920 672	72 839	531 905	24 435	277 280

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes			Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
12 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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	287 813	9 204	315 438	-	-	-	36 829	318 594	-5 724	-36 857	67 030	11 226	32 912	82 200	11 800
<i>Jun</i>	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
<i>Jul</i>	375 549	69 338	332 847	-	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
<i>Ago</i>	388 736	74 115	337 539	-	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
<i>Sep</i>	378 176	70 818	329 109	-	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829
<i>Oct</i>	341 601	47 426	319 508	-	-	0	25 333	383 605	-5 724	-48 108	67 482	4 408	40 945	79 053	11 827
<i>Nov</i>	340 835	44 292	320 567	-	-	-	24 024	376 268	-5 724	-43 004	65 376	10 766	41 360	77 785	13 295
<i>Dic</i>	313 109	41 144	316 148	-	-	1	44 183	352 406	-5 744	-48 442	64 574	6 970	40 285	79 701	14 890
13 Ene	298 664	34 839	311 210	-	-	-	47 385	333 226	-5 862	-43 911	62 903	9 224	37 617	78 421	15 211
<i>Feb</i>	271 840	24 077	266 847	-	-	-	19 084	308 008	-5 862	-44 310	60 934	8 630	38 170	75 704	14 005
<i>Mar</i>	259 998	24 304	246 637	-	-	-	10 944	298 304	-5 862	-45 498	60 974	10 768	39 538	77 702	13 053
<i>Abr</i>	257 215	26 747	238 330	-	-	-	7 862	296 901	-5 862	-47 154	61 643	8 020	40 419	76 399	13 329
<i>May</i>	254 979	25 360	233 958	-	-	-	4 339	289 650	-5 862	-41 970	61 192	8 635	39 467	72 331	13 161
<i>Jun</i>	250 052	24 169	228 973	-	-	-	3 090	283 650	-5 862	-39 884	60 880	8 441	37 978	71 227	12 148
<i>Jul</i>	248 293	22 744	229 141	-	-	-	3 592	280 677	-5 861	-40 602	61 233	7 061	34 204	74 692	14 079
<i>Ago</i>	246 200	21 944	227 367	-	-	-	3 111	278 233	-5 861	-39 977	59 817	7 679	34 204	73 269	13 805

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

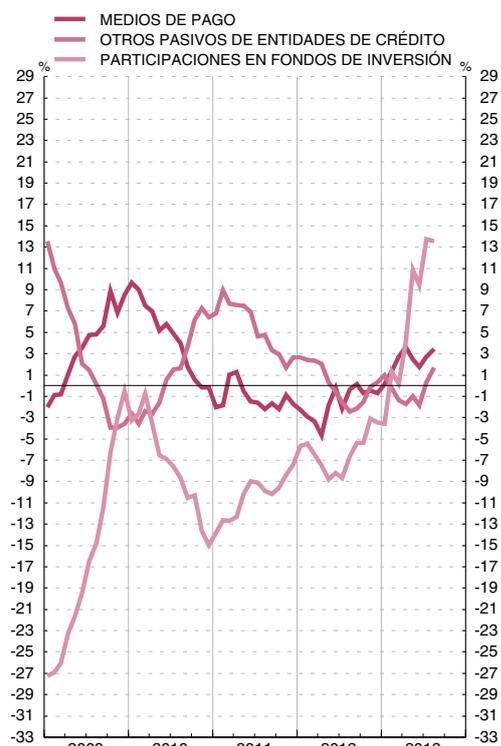
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
10	518 326	-0,2	-0,3	-0,1	561 224	6,4	6,4	12,0	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	0,9	-1,7
11	509 416	-1,7	-2,5	-1,5	576 058	2,6	-2,3	68,6	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	0,0	-1,1
12	505 740	-0,7	-3,5	-0,1	577 994	0,3	-0,2	3,9	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,5	0,3
12															
<i>May</i>	500 093	-1,8	0,1	-2,3	570 701	0,3	-6,9	95,2	-36,2	112 559	-8,8	-2,7	-13,1	-0,8	-1,3
<i>Jun</i>	521 924	-0,2	2,5	-0,9	568 952	-0,6	-8,4	98,9	-32,5	111 754	-8,2	-4,6	-10,8	-0,6	-1,9
<i>Jul</i>	504 226	-2,1	2,6	-3,2	559 205	-1,5	-9,2	93,8	-13,9	110 749	-8,7	-5,1	-11,3	-2,0	-3,4
<i>Ago</i>	504 178	-0,4	3,3	-1,2	556 048	-2,4	-9,6	84,3	-9,9	111 811	-6,7	-5,3	-7,7	-1,6	-4,6
<i>Sep</i>	502 873	0,1	2,0	-0,3	556 369	-2,1	-8,8	78,7	-11,8	111 594	-5,4	-5,5	-5,3	-1,3	-3,0
<i>Oct</i>	491 670	-0,7	0,7	-1,0	561 302	-1,5	-6,3	47,3	-10,9	111 724	-5,4	-6,4	-4,6	-1,4	-1,7
<i>Nov</i>	497 291	-0,5	-2,3	-0,0	568 124	-0,1	-2,8	23,2	-1,0	111 721	-3,1	-6,7	-0,5	-0,5	-0,5
<i>Dic</i>	505 740	-0,7	-3,5	-0,1	577 994	0,3	-0,2	3,9	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,5	0,3
13															
<i>Ene</i> P	493 861	0,1	-4,1	1,1	580 592	1,0	1,5	-3,0	9,6	113 633	-3,6	-7,5	-0,7	0,2	0,4
<i>Feb</i> P	497 930	1,3	-4,4	2,7	577 955	-0,2	1,5	-12,7	19,5	120 449	1,3	-3,9	5,2	0,3	-0,5
<i>Mar</i> P	510 511	2,7	-3,3	4,1	571 230	-1,3	1,9	-23,6	11,3	117 382	0,2	-3,5	2,9	0,3	-0,3
<i>Abr</i> A	505 566	3,6	-3,0	5,1	566 094	-1,7	2,7	-30,5	29,1	120 051	4,1	-1,2	8,2	0,6	-0,7
<i>May</i> A	512 343	2,4	-5,5	4,3	564 894	-1,0	4,9	-37,5	29,8	124 811	10,9	4,1	16,3	0,8	-0,8
<i>Jun</i> A	531 062	1,8	-7,8	4,0	558 615	-1,8	5,4	-42,8	5,4	122 302	9,4	6,8	11,5	0,2	-0,2
<i>Jul</i> A	517 840	2,7	-8,9	5,5	561 054	0,3	8,0	-43,8	-0,8	125 962	13,7	10,8	16,0	1,9	0,8
<i>Ago</i> A	521 511	3,4	-9,6	6,5	565 585	1,7	9,0	-41,2	-1,8	126 947	13,5	12,5	14,3	3,0	2,8

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.

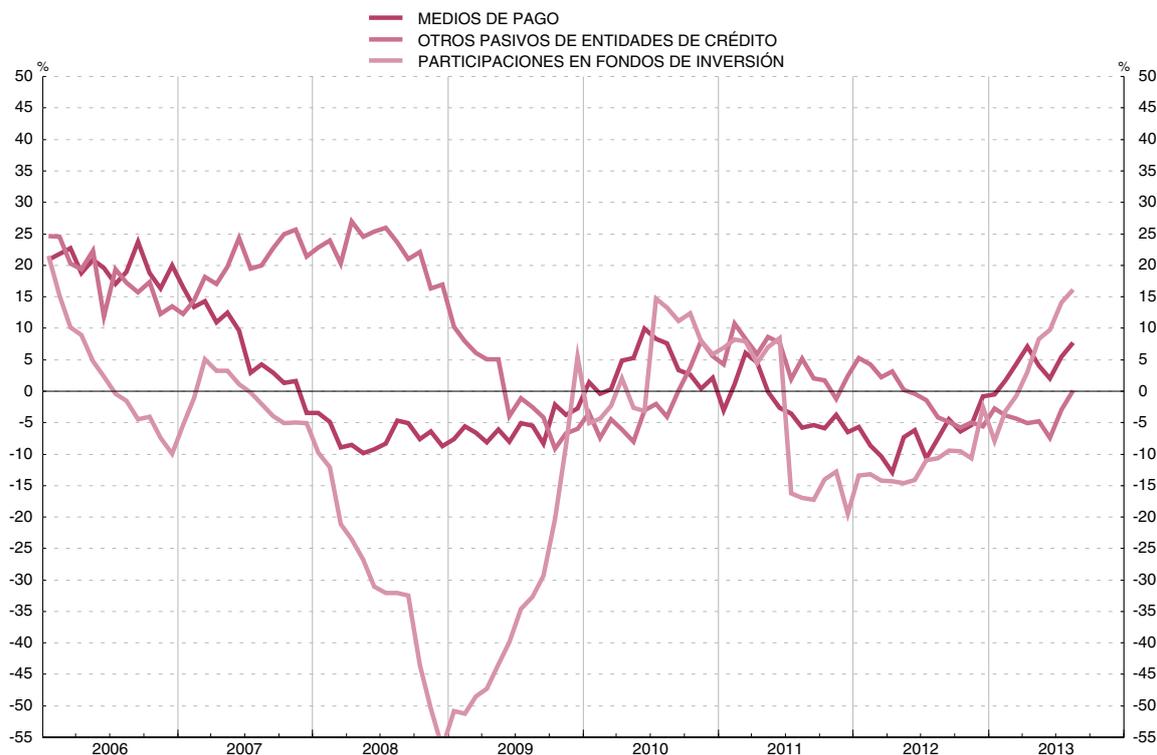
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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		
10	119 869	2,1	119 759	5,6	6,1	3,7	12 153	5,9	-9,4	22,1	
11	112 051	-6,5	122 648	2,4	-10,9	57,5	9 780	-19,5	-22,4	-17,2	
12	111 190	-0,8	115 772	-5,6	-7,1	-2,0	9 534	-2,5	-3,2	-2,0	
12 May	109 725	-7,3	117 569	0,2	-17,8	79,2	10 227	-14,7	-6,6	-20,4	
<i>Jun</i>	114 299	-6,2	118 607	-0,4	-19,6	82,8	10 146	-14,1	-8,5	-18,3	
<i>Jul</i>	103 490	-10,7	113 097	-1,4	-20,1	76,3	10 050	-10,9	-4,2	-15,7	
<i>Ago</i>	105 909	-7,5	112 234	-4,1	-20,6	61,2	9 952	-10,7	-6,7	-13,6	
<i>Sep</i>	107 052	-4,4	111 454	-4,9	-19,9	52,7	9 934	-9,4	-6,9	-11,3	
<i>Oct</i>	101 686	-6,4	110 306	-5,8	-17,4	31,4	9 931	-9,6	-8,1	-10,7	
<i>Nov</i>	105 317	-5,4	112 150	-4,9	-11,6	12,8	9 584	-10,7	-11,9	-9,7	
<i>Dic</i>	111 190	-0,8	115 772	-5,6	-7,1	-2,0	9 534	-2,5	-3,2	-2,0	
13 Ene P	105 804	-0,5	116 749	-2,8	-3,8	-0,5	9 745	-8,0	-12,5	-4,4	
<i>Feb</i> P	108 652	1,7	116 459	-3,9	-3,3	-5,3	10 347	-3,1	-9,3	1,7	
<i>Mar</i> P	113 447	4,3	114 827	-4,4	-0,6	-13,1	10 451	-0,7	-5,9	3,4	
<i>Abr</i> A	110 498	7,1	112 528	-5,1	1,1	-18,1	10 681	3,0	-3,8	8,7	
<i>May</i> A	114 193	4,1	112 002	-4,7	5,5	-25,4	11 073	8,3	-6,6	20,8	
<i>Jun</i> A	116 671	2,1	109 776	-7,4	5,6	-32,1	11 138	9,8	-1,9	19,4	
<i>Jul</i> A	109 171	5,5	109 796	-2,9	12,3	-31,7	11 472	14,2	1,7	24,3	
<i>Ago</i> A	114 083	7,7	112 358	0,1	14,5	-28,1	11 558	16,1	5,9	24,2	

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

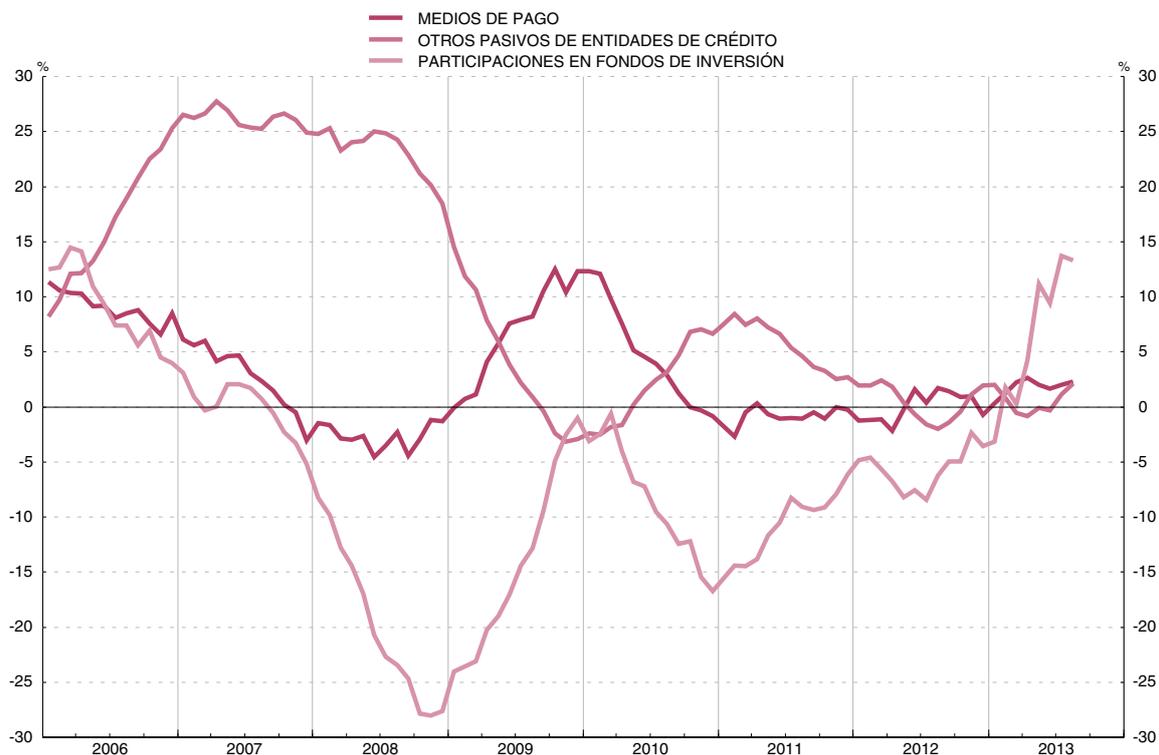
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	398 456	-0,9	-1,9	-0,5	441 466	6,7	6,5	10,2	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
11	397 365	-0,3	-1,6	0,1	453 411	2,7	-0,3	57,9	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
12	394 550	-0,7	-3,0	-0,0	462 222	1,9	1,2	10,5	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
12 May	390 367	-0,2	0,7	-0,5	453 131	0,4	-4,4	82,8	102 333	-8,2	-2,3	-12,4
<i>Jun</i>	407 624	1,6	3,0	1,2	450 345	-0,6	-5,9	88,2	101 609	-7,5	-4,2	-10,0
<i>Jul</i>	400 736	0,4	3,0	-0,4	446 108	-1,6	-6,9	91,1	100 699	-8,5	-5,2	-10,8
<i>Ago</i>	398 268	1,7	3,6	1,2	443 814	-2,0	-7,2	90,6	101 859	-6,2	-5,1	-7,1
<i>Sep</i>	395 821	1,4	2,3	1,2	444 915	-1,4	-6,4	88,5	101 660	-5,0	-5,3	-4,7
<i>Oct</i>	389 984	0,9	1,1	0,8	450 996	-0,4	-4,0	54,1	101 793	-5,0	-6,2	-4,0
<i>Nov</i>	391 973	1,0	-1,9	1,8	455 974	1,2	-1,1	30,5	102 137	-2,4	-6,1	0,5
<i>Dic</i>	394 550	-0,7	-3,0	-0,0	462 222	1,9	1,2	10,5	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
13 Ene	P 388 057	0,3	-3,6	1,4	463 843	2,0	2,6	-4,3	103 887	-3,1	-7,0	-0,3
<i>Feb</i>	P 389 278	1,2	-3,9	2,7	461 496	0,8	2,4	-16,9	110 103	1,8	-3,3	5,5
<i>Mar</i>	P 397 064	2,2	-2,8	3,7	456 403	-0,5	2,4	-30,1	106 932	0,3	-3,2	2,9
<i>Abr</i>	A 395 068	2,6	-2,6	4,2	453 566	-0,8	3,0	-36,9	109 370	4,2	-0,9	8,1
<i>May</i>	A 398 150	2,0	-4,9	4,0	452 892	-0,1	4,8	-43,1	113 738	11,1	5,2	15,9
<i>Jun</i>	A 414 391	1,7	-7,2	4,3	448 839	-0,3	5,4	-48,6	111 164	9,4	7,7	10,7
<i>Jul</i>	A 408 668	2,0	-8,3	5,1	451 259	1,2	7,2	-50,6	114 490	13,7	11,7	15,2
<i>Ago</i>	A 407 427	2,3	-8,9	5,6	453 227	2,1	8,0	-48,8	115 389	13,3	13,2	13,4

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.

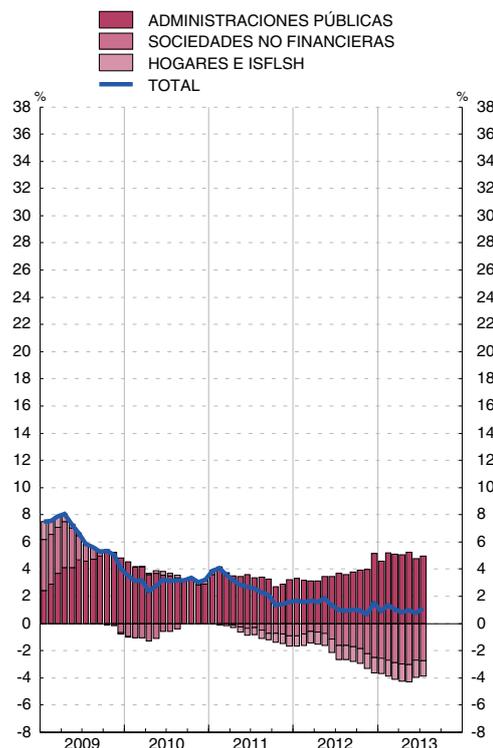
Millones de euros y porcentajes

	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 crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto 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									
10	2 844 463	89 201	3,2	14,1	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								
11	2 862 480	44 651	1,6	14,2	-2,1	-2,0	-2,4	-3,3	7,1	2,4	3,2	-1,7	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3								
12	2 858 509	42 771	1,5	20,0	-4,9	-5,7	-3,8	-5,8	18,9	-5,0	5,1	-3,7	-2,5	-1,2	-3,5	0,4	-0,6								
12																									
<i>May</i>	2 886 934	8 966	1,9	14,3	-2,1	-1,6	-2,9	-3,6	11,4	2,8	3,5	-1,6	-0,7	-0,9	-2,2	0,3	0,3								
<i>Jun</i>	2 895 772	8 459	1,3	14,0	-2,8	-2,6	-3,1	-4,1	13,5	0,7	3,5	-2,1	-1,2	-1,0	-2,5	0,3	0,1								
<i>Jul</i>	2 874 805	-20 252	1,0	15,0	-3,5	-3,6	-3,4	-4,6	13,2	-1,1	3,7	-2,6	-1,6	-1,1	-2,8	0,3	-0,1								
<i>Ago</i>	2 856 692	-17 611	0,9	14,6	-3,5	-3,6	-3,4	-4,6	13,0	-1,0	3,6	-2,7	-1,6	-1,0	-2,8	0,3	-0,1								
<i>Sep</i>	2 870 600	16 619	1,0	15,3	-3,7	-3,8	-3,6	-4,7	13,8	-2,0	3,8	-2,8	-1,7	-1,1	-2,9	0,3	-0,2								
<i>Oct</i>	2 855 761	-5 559	1,0	15,7	-3,9	-4,2	-3,5	-5,1	18,7	-2,0	3,9	-2,9	-1,9	-1,1	-3,1	0,4	-0,2								
<i>Nov</i>	2 862 297	8 559	0,7	15,8	-4,4	-5,0	-3,5	-5,5	19,2	-3,3	4,0	-3,3	-2,2	-1,1	-3,3	0,4	-0,4								
<i>Dic</i>	2 858 509	29 058	1,5	20,0	-4,9	-5,7	-3,8	-5,8	18,9	-5,0	5,1	-3,7	-2,5	-1,2	-3,5	0,4	-0,6								
13																									
<i>Ene</i>	P 2 844 359	-10 378	0,9	17,6	-5,0	-5,8	-3,8	-6,0	21,6	-4,9	4,6	-3,7	-2,5	-1,2	-3,6	0,5	-0,6								
<i>Feb</i>	P 2 856 776	21 417	1,3	19,6	-5,3	-6,2	-3,9	-6,0	15,6	-5,6	5,2	-3,9	-2,7	-1,2	-3,5	0,4	-0,7								
<i>Mar</i>	P 2 857 109	1 123	1,0	19,1	-5,6	-6,7	-4,0	-6,2	9,3	-5,5	5,1	-4,1	-2,9	-1,2	-3,6	0,2	-0,7								
<i>Abr</i>	A 2 839 903	-16 448	0,8	18,9	-5,8	-6,8	-4,2	-6,6	13,1	-5,4	5,1	-4,2	-3,0	-1,3	-3,9	0,3	-0,7								
<i>May</i>	A 2 850 647	12 612	1,0	19,3	-5,9	-7,0	-4,4	-7,0	13,3	-4,7	5,3	-4,3	-3,0	-1,3	-4,0	0,3	-0,6								
<i>Jun</i>	A 2 852 775	4 080	0,8	17,2	-5,5	-6,3	-4,3	-6,8	11,8	-2,6	4,8	-4,0	-2,7	-1,3	-3,9	0,3	-0,3								
<i>Jul</i>	A 2 841 141	-12 165	1,1	17,8	-5,4	-6,4	-4,0	-6,8	12,3	-2,3	5,0	-3,9	-2,7	-1,2	-3,9	0,3	-0,3								
<i>Ago</i>	A ...	...	...	...	-5,1	-6,0	-3,9	-6,6	12,7	-1,9	...	...	...	...	...	...	...	

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.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

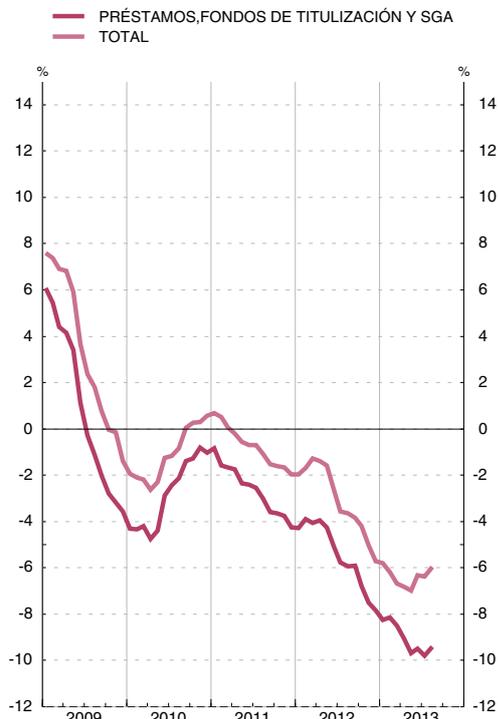
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

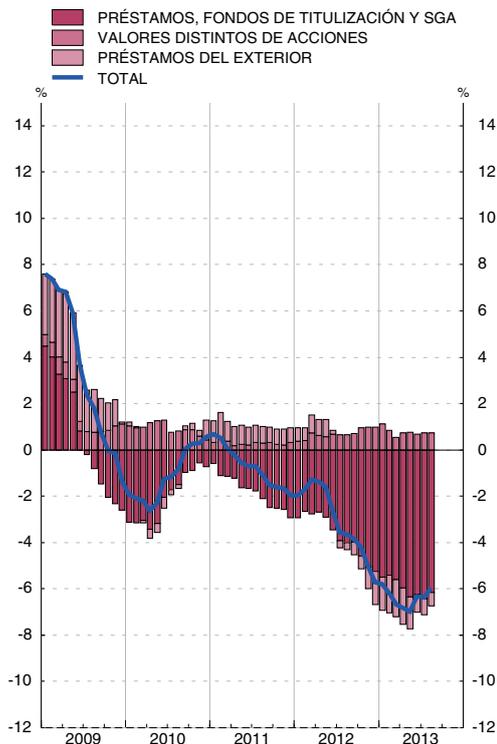
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)	
	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	
10	1 301 625	7 475	0,6	895 918	-1,0	-0,7	60 408	46 895	10,6	0,4	345 298	3,3	0,8	1 581
11	1 255 006	-25 690	-2,0	840 887	-4,2	-2,9	64 708	50 767	7,1	0,3	349 411	2,3	0,6	1 332
12	1 140 864	-71 595	-5,7	736 625	-7,8	-5,2	76 911	60 326	18,9	1,0	327 329	-5,2	-1,4	28 680
12														
May	1 247 605	-6 524	-1,6	819 091	-4,3	-2,9	71 207	56 815	11,4	0,6	357 307	2,8	0,8	1 147
Jun	1 235 416	-13 285	-2,6	812 314	-5,1	-3,5	71 457	56 438	13,5	0,7	351 644	0,6	0,2	1 164
Jul	1 223 166	-12 046	-3,6	804 701	-5,8	-3,9	71 559	56 703	13,2	0,7	346 906	-1,1	-0,3	1 120
Ago	1 211 941	-10 490	-3,6	792 990	-5,9	-4,0	71 214	56 379	13,0	0,6	347 738	-1,0	-0,3	1 099
Sep	1 212 668	2 452	-3,8	792 423	-5,9	-4,0	72 626	57 862	13,8	0,7	347 619	-2,0	-0,6	1 115
Oct	1 199 959	-3 729	-4,2	783 848	-6,8	-4,6	75 945	60 343	18,7	0,9	340 166	-2,1	-0,6	1 064
Nov	1 188 349	-8 974	-5,0	776 667	-7,5	-5,0	76 676	59 804	19,2	1,0	335 006	-3,4	-0,9	1 256
Dic	1 140 864	-15 465	-5,7	736 625	-7,8	-5,2	76 911	60 326	18,9	1,0	327 329	-5,2	-1,4	28 680
13														
Ene	P 1 132 764	-4 747	-5,8	727 251	-8,3	-5,5	79 100	62 133	21,6	1,1	326 413	-5,0	-1,4	28 651
Feb	P 1 120 435	-3 741	-6,2	715 050	-8,2	-5,4	77 912	60 725	15,6	0,8	327 473	-5,7	-1,6	40 969
Mar	P 1 114 918	-5 271	-6,7	709 376	-8,5	-5,6	78 420	61 234	9,3	0,5	327 122	-5,6	-1,6	39 812
Abr	A 1 111 150	-3 373	-6,8	702 436	-9,1	-6,0	79 801	61 604	13,1	0,7	328 913	-5,5	-1,6	39 701
May	A 1 101 422	-8 333	-7,0	691 057	-9,7	-6,3	80 710	62 122	13,3	0,8	329 655	-4,8	-1,4	39 644
Jun	A 1 095 804	-4 530	-6,3	686 190	-9,5	-6,2	79 863	60 692	11,8	0,7	329 752	-2,7	-0,8	39 608
Jul	A 1 084 544	-11 917	-6,4	677 646	-9,8	-6,4	80 390	60 338	12,3	0,7	326 508	-2,3	-0,7	39 686
Ago	A 1 078 841	-4 782	-6,0	669 653	-9,4	-6,2	80 261	60 470	12,7	0,7	328 927	-2,0	-0,6	39 665

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.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

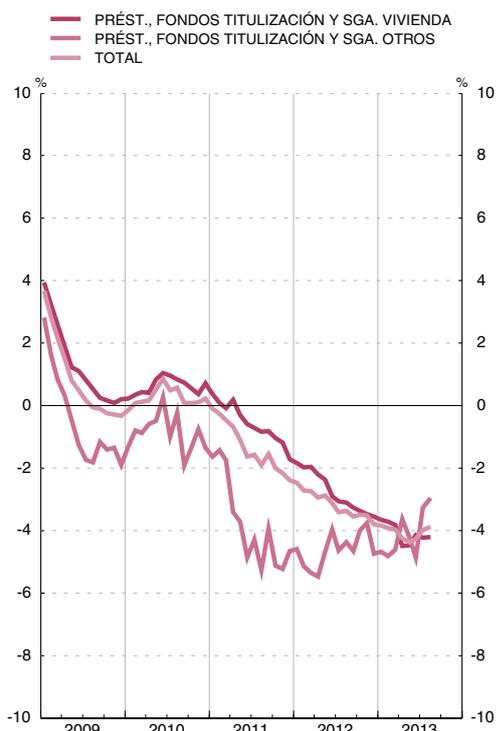
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

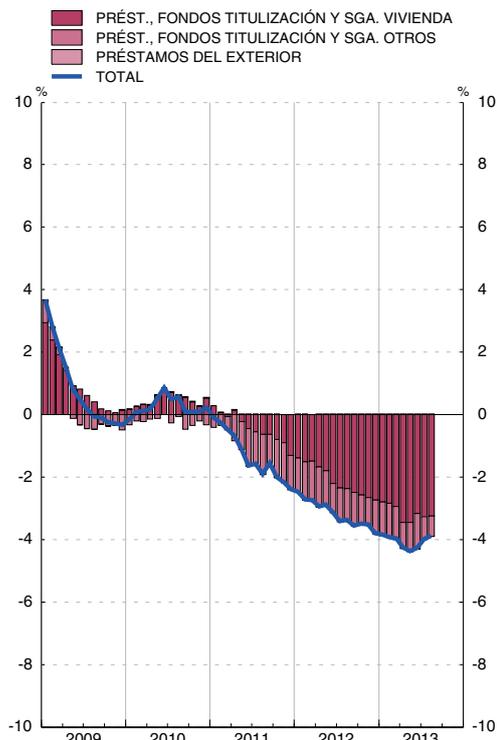
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior de crédito residentes			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	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
10	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
11	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
12	833 822	-32 985	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 943	7,5	0,0	8 813	801
12 May	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
Jun	855 738	2 617	-3,1	653 954	-2,9	-2,2	199 001	-4,0	-0,9	2 783	5,2	0,0	9 753	378
Jul	847 705	-7 522	-3,4	652 132	-3,1	-2,3	192 770	-4,6	-1,1	2 803	4,9	0,0	8 273	295
Ago	843 995	-3 943	-3,4	649 660	-3,1	-2,4	191 517	-4,4	-1,0	2 818	5,2	0,0	8 180	263
Sep	840 759	-2 251	-3,6	648 026	-3,3	-2,5	189 911	-4,6	-1,1	2 822	5,1	0,0	8 505	252
Oct	838 012	-2 447	-3,5	645 422	-3,4	-2,6	189 753	-4,0	-0,9	2 837	4,7	0,0	8 428	215
Nov	842 480	3 856	-3,5	643 606	-3,5	-2,6	195 991	-3,7	-0,9	2 883	6,0	0,0	8 511	997
Dic	833 822	-7 833	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 943	7,5	0,0	8 813	801
13 Ene	P 828 505	-4 897	-3,8	638 400	-3,6	-2,8	187 158	-4,7	-1,1	2 947	8,5	0,0	8 525	917
Feb	P 823 226	-4 866	-3,9	635 262	-3,7	-2,8	184 999	-4,8	-1,1	2 965	8,5	0,0	8 295	947
Mar	P 819 411	-3 271	-4,0	633 487	-3,8	-2,9	182 937	-4,6	-1,1	2 987	9,3	0,0	8 048	609
Abr	A 814 664	-4 385	-4,2	629 249	-4,5	-3,5	182 413	-3,6	-0,8	3 001	9,2	0,0	7 348	598
May	A 811 877	-2 313	-4,4	626 553	-4,5	-3,4	182 309	-4,2	-1,0	3 015	9,2	0,0	7 009	621
Jun	A 814 346	3 333	-4,3	625 389	-4,1	-3,2	185 932	-4,9	-1,1	3 025	9,4	0,0	6 726	710
Jul	A 809 602	-4 618	-4,0	623 157	-4,2	-3,3	183 424	-3,3	-0,7	3 021	8,6	0,0	6 552	708
Ago	A 806 065	-3 009	-3,9	620 800	-4,2	-3,2	182 225	-3,0	-0,7	3 040	8,8	0,0	6 568	678

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.

b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

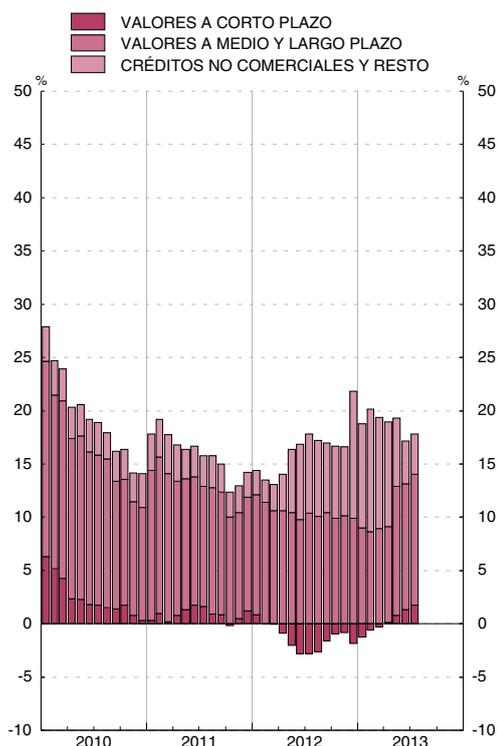
Millones de euros y porcentajes

	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
09	565 082	129 464	29,7	86 395	33 361	62,9	7,7	385 433	82 935	27,4	19,0	93 254	13 167	16,4	3,0
10	644 692	79 611	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 062	19,4	3,2
11	736 472	91 780	14,2	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	126 623	15 307	13,8	2,4
12	P 883 823	147 351	20,0	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	586 464	72 768	14,2	9,9	214 797	88 174	69,6	12,0
12 Feb	P 763 745	12 569	13,5	89 450	-4 100	0,1	0,0	544 638	14 757	16,3	11,4	129 658	1 912	12,5	2,1
Mar	P 774 930	11 185	13,0	85 483	-3 966	-0,6	-0,1	553 704	9 066	15,1	10,6	135 743	6 085	14,3	2,5
Abr	P 768 644	-6 287	13,2	80 278	-5 205	-6,8	-0,9	548 214	-5 491	15,1	10,6	140 152	4 409	19,8	3,4
May	P 785 491	16 848	14,3	75 655	-4 623	-15,7	-2,1	553 781	5 567	14,9	10,5	156 055	15 903	35,4	5,9
Jun	P 804 619	19 127	14,0	72 386	-3 269	-21,7	-2,8	560 000	6 219	14,1	9,8	172 232	16 177	40,8	7,1
Jul	P 803 934	-685	15,0	73 843	1 456	-20,9	-2,8	555 544	-4 456	15,0	10,4	174 548	2 315	42,6	7,5
Ago	P 800 756	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	171 255	-3 292	41,4	7,2
Sep	P 817 174	16 418	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 236	9 792	15,0	10,4	170 168	-1 088	37,5	6,6
Oct	P 817 790	616	15,7	83 303	3 532	-7,6	-1,0	564 210	-3 026	14,1	9,9	170 277	110	39,6	6,8
Nov	P 831 468	13 678	15,8	87 469	4 166	-6,3	-0,8	575 086	10 876	14,5	10,1	168 913	-1 365	38,1	6,5
Dic	P 883 823	52 355	20,0	82 563	-4 906	-14,1	-1,8	586 464	11 377	14,2	9,9	214 797	45 884	69,6	12,0
13 Ene	P 883 090	-733	17,6	84 253	1 690	-9,9	-1,2	597 621	11 158	12,8	9,0	201 216	-13 581	57,5	9,8
Feb	P 913 115	30 025	19,6	85 141	889	-4,8	-0,6	610 626	13 004	12,1	8,6	217 347	16 132	67,6	11,5
Mar	P 922 780	9 665	19,1	83 260	-1 882	-2,6	-0,3	622 975	12 349	12,5	8,9	216 545	-802	59,5	10,4
Abr	A 914 090	-8 690	18,9	81 174	-2 085	1,1	0,1	617 203	-5 771	12,6	9,0	215 712	-833	53,9	9,8
May	A 937 348	23 258	19,3	81 755	581	8,1	0,8	649 017	31 813	17,2	12,1	206 576	-9 136	32,4	6,4
Jun	A 942 625	5 277	17,2	82 989	1 234	14,6	1,3	655 222	6 205	17,0	11,8	204 414	-2 162	18,7	4,0
Jul	A 946 995	4 503	17,8	87 660	4 672	18,7	1,7	654 512	-710	17,8	12,3	204 955	541	17,4	3,8

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

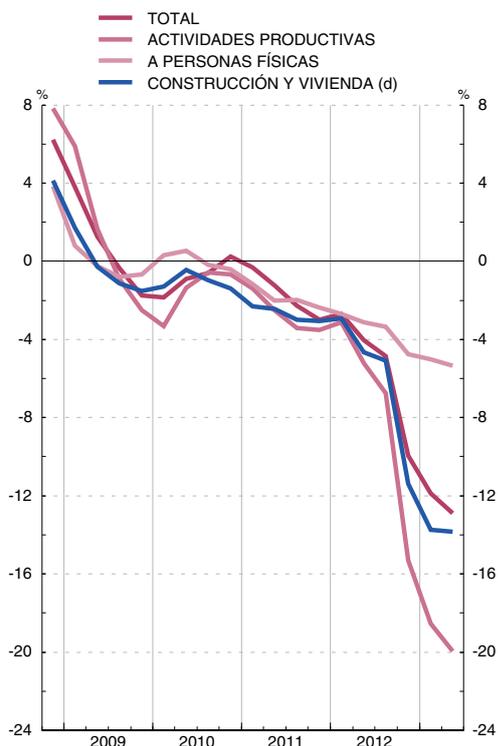
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

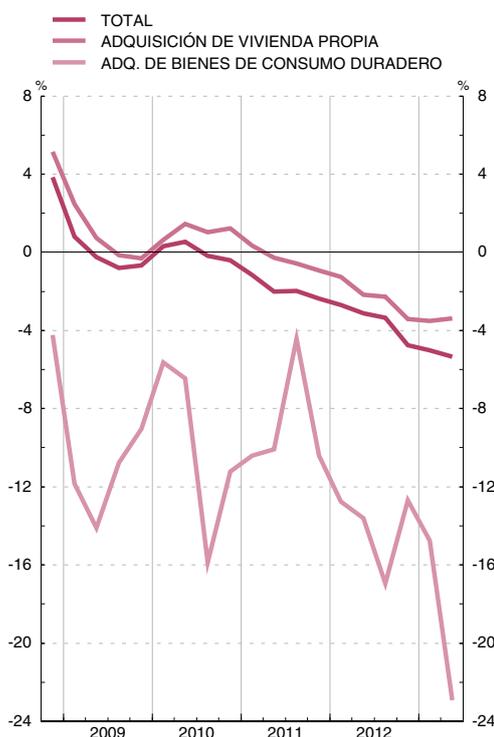
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero					Resto (b)	
									Del cual	Del cual					
															Servicios inmobiliarios	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
10	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
11	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
12	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 010	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231
II	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 663	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918
IV	1 837 038	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
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 473	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758
II	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
III	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
IV	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
11 /	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
II	1 817 800	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 424	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912
III	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
IV	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
12 /	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
II	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012
III	1 701 789	886 962	20 852	135 138	87 794	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 561
IV	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370
13 /	1 558 660	761 658	19 831	127 127	67 227	547 472	205 892	743 129	625 439	598 371	30 553	87 137	6 759	47 114	898 558
II	1 519 123	730 765	18 974	122 351	64 195	525 245	198 431	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	43 497	881 289

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

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

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

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

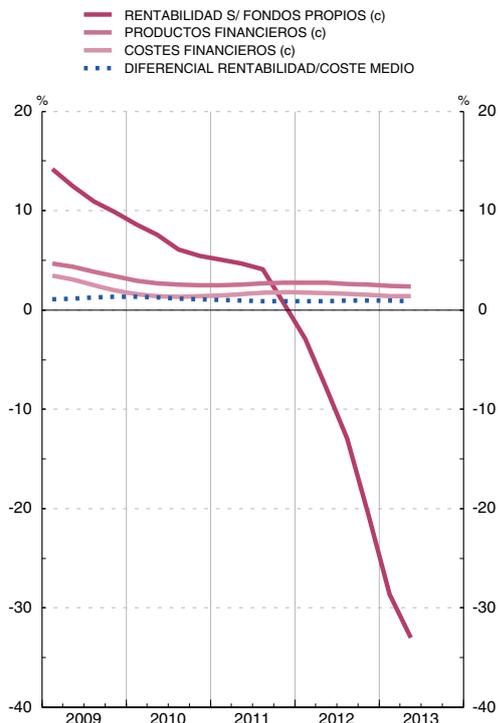
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

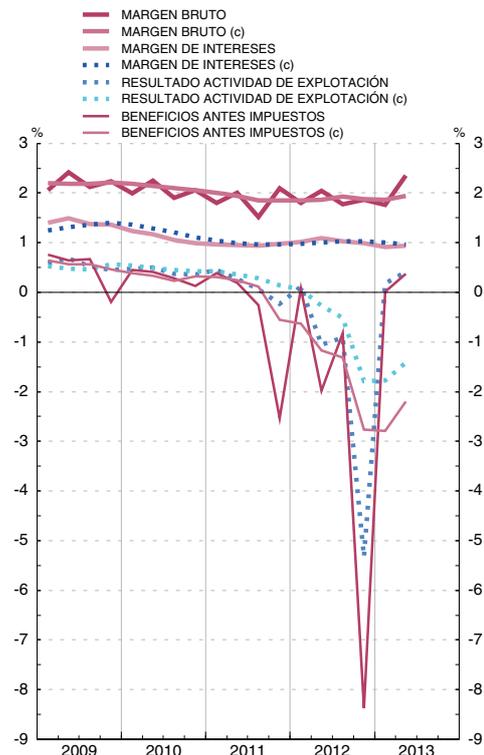
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje					
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros ptos. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)		
10	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	
11	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	
12	2,5	1,5	1,0	0,9	1,9	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,4	-39,1	2,8	1,8	1,0	
10 III	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	
IV	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	
11 I	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	
II	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	
III	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	
IV	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	
12 I	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	
II	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,8	-2,0	-16,1	3,0	2,0	0,9	
III	2,3	1,3	1,0	0,8	1,8	0,8	0,5	1,9	-0,9	0,3	-0,8	-18,2	2,9	1,9	0,9	
IV	2,5	1,5	1,0	0,9	1,9	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,4	-39,1	2,8	1,8	1,0	
13 I	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,2	2,6	1,7	0,9	
II	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-33,4	2,5	1,7	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.

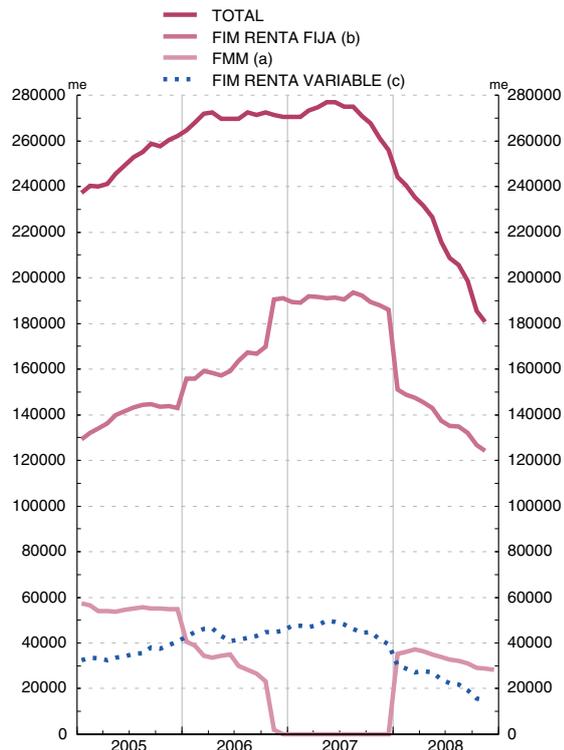
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

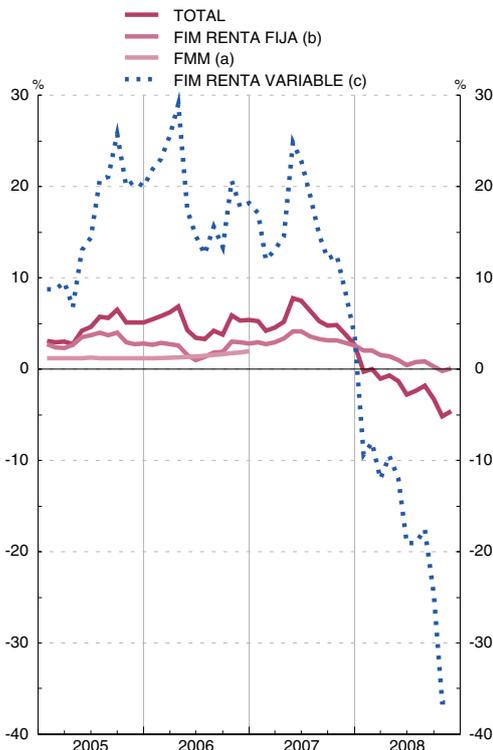
Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

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

■ Serie representada gráficamente.

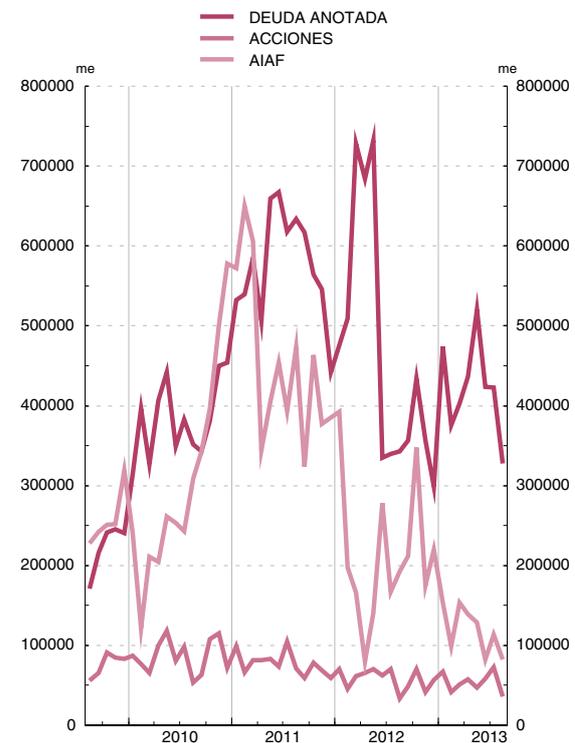
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
11	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 502	-	29 630	-	5 591
12	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988
13	830,39	8 218,23	271,58	2 693,45	431 783	30 728	3 383 212	951 684	-	16 322	-	3 757
12 May	617,23	6 089,80	213,87	2 118,94	70 119	6 897	732 309	140 899	...	2 419	...	626
Jun	718,49	7 102,20	226,42	2 264,72	62 049	3 875	335 123	277 867	...	4 246	...	566
Jul	680,53	6 738,10	232,34	2 325,72	70 446	5 057	339 550	167 029	...	2 140	...	515
Ago	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374
Sep	777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	356 661	212 006	...	4 937	...	357
Oct	790,12	7 842,90	248,10	2 503,64	69 931	4 267	433 914	347 799	...	1 819	...	338
Nov	798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 491	174 889	...	1 899	...	289
Dic	824,70	8 167,50	260,84	2 635,93	56 525	3 124	299 126	219 645	...	4 220	...	264
13 Ene	848,79	8 362,30	268,57	2 702,98	67 086	2 883	473 866	153 501	...	2 129	...	329
Feb	833,59	8 230,30	266,35	2 633,55	41 708	4 120	375 821	99 348	...	1 973	...	477
Mar	798,39	7 920,00	266,08	2 624,02	51 354	2 922	402 758	153 583	...	2 730	...	480
Abr	848,43	8 419,00	272,83	2 717,38	57 151	7 269	436 218	138 762	...	1 379	...	513
May	839,10	8 320,60	278,88	2 769,64	47 390	5 641	520 390	128 741	...	2 067	...	481
Jun	781,82	7 762,70	263,09	2 602,59	58 232	2 542	423 791	82 324	...	2 628	...	567
Jul	852,30	8 433,40	279,46	2 768,15	72 758	2 889	422 716	113 400	...	2 065	...	473
Ago	840,02	8 290,50	276,67	2 721,37	36 105	2 463	327 652	82 025	...	1 351	...	437

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)

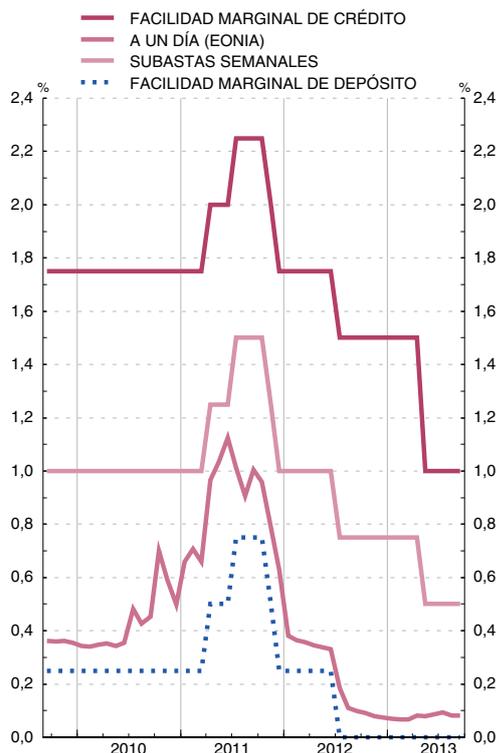
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

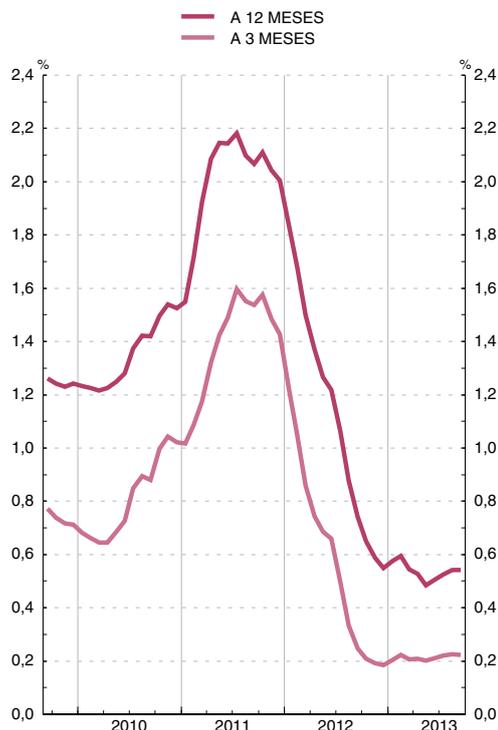
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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 (euríbor) (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	
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	0,00	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13	0,50	0,50	1,00	0,00	0,078	0,12	0,21	0,33	0,54	0,16	0,43	1,07	0,33	0,53	0,07	0,33	0,42	-
12 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	0,00	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	0,00	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	0,00	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	2,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-
Oct	0,75	0,75	1,50	0,00	0,091	0,11	0,21	0,41	0,65	0,20	0,60	-	-	-	0,15	0,51	0,67	-
Nov	0,75	0,75	1,50	0,00	0,079	0,11	0,19	0,36	0,59	0,14	0,65	-	-	-	0,06	0,53	0,64	-
Dic	0,75	0,75	1,50	0,00	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-
13 Ene	0,75	0,75	1,50	0,00	0,069	0,11	0,20	0,34	0,58	0,13	0,45	-	-	-	0,03	0,25	0,30	-
Feb	0,75	0,75	1,50	0,00	0,068	0,12	0,22	0,36	0,59	0,11	0,59	-	-	-	0,04	0,27	0,42	-
Mar	0,75	0,75	1,50	0,00	0,067	0,12	0,21	0,33	0,55	0,20	0,39	-	-	-	0,07	0,29	0,42	-
Abr	0,75	0,75	1,50	0,00	0,081	0,12	0,21	0,32	0,53	0,16	0,56	-	-	-	0,07	0,36	0,48	-
May	0,50	0,50	1,00	0,00	0,079	0,11	0,20	0,30	0,48	0,15	0,40	1,75	-	-	0,08	0,33	0,45	-
Jun	0,50	0,50	1,00	0,00	0,086	0,12	0,21	0,32	0,51	0,17	0,56	-	-	-	0,13	0,34	0,43	-
Jul	0,50	-	1,00	0,00	0,093	0,13	0,22	0,34	0,53	0,21	0,31	0,22	0,33	0,52	0,13	0,38	0,42	-
Ago	0,50	0,50	1,00	0,00	0,082	0,13	0,23	0,34	0,54	0,15	0,19	1,25	-	0,53	0,06	0,41	0,49	-
Sep	0,50	0,50	1,00	0,00	0,080	0,13	0,22	0,34	0,54	0,14	0,42	-	-	0,55	0,05	0,36	0,36	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

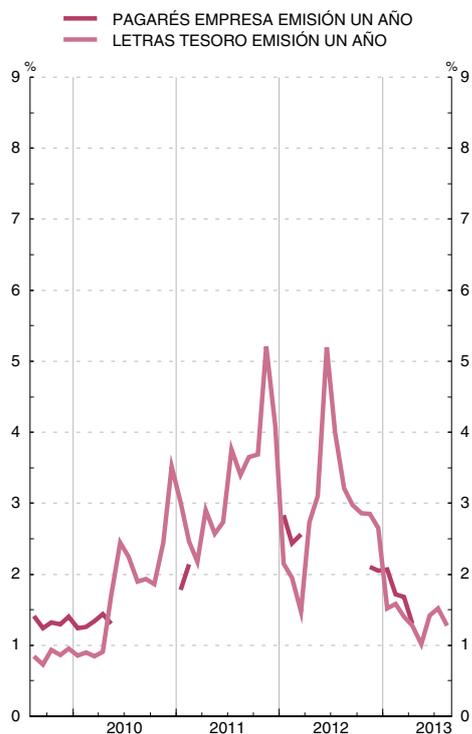
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

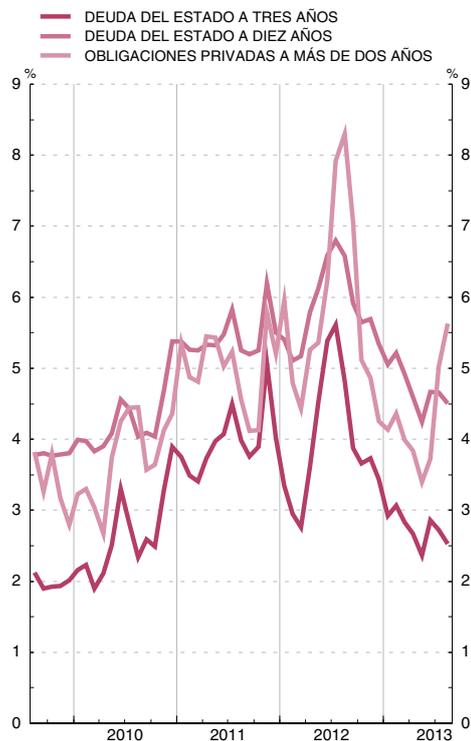
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								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		
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	2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80	
13	A 1,37	1,29	1,56	3,13	2,64	3,62	4,88	5,27	5,58	2,74	4,73	4,27	
12													
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	
Oct	2,86	2,54	-	3,76	3,27	4,00	5,47	-	-	3,66	5,65	5,12	
Nov	2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86	
Dic	2,65	2,26	2,05	3,63	3,16	4,08	4,67	-	5,93	3,44	5,34	4,25	
13													
Ene	1,52	1,43	2,07	3,37	2,77	3,81	5,40	5,57	5,71	2,92	5,05	4,14	
Feb	1,58	1,47	1,72	3,36	2,57	4,29	5,22	5,82	-	3,07	5,22	4,36	
Mar	1,40	1,36	1,68	2,94	2,31	3,58	4,92	-	5,46	2,83	4,92	3,99	
Abr	1,27	1,11	1,30	2,88	2,81	3,29	4,63	-	-	2,67	4,59	3,84	
May	1,01	1,02	-	2,83	2,47	3,03	4,45	4,56	-	2,37	4,25	3,40	
Jun	1,42	1,35	1,01	2,98	2,73	3,64	4,82	-	-	2,86	4,67	3,72	
Jul	1,52	1,35	-	3,56	2,79	3,77	4,76	5,19	-	2,73	4,66	5,02	
Ago	1,28	1,24	-	3,10	2,66	3,59	-	-	-	2,53	4,51	5,63	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

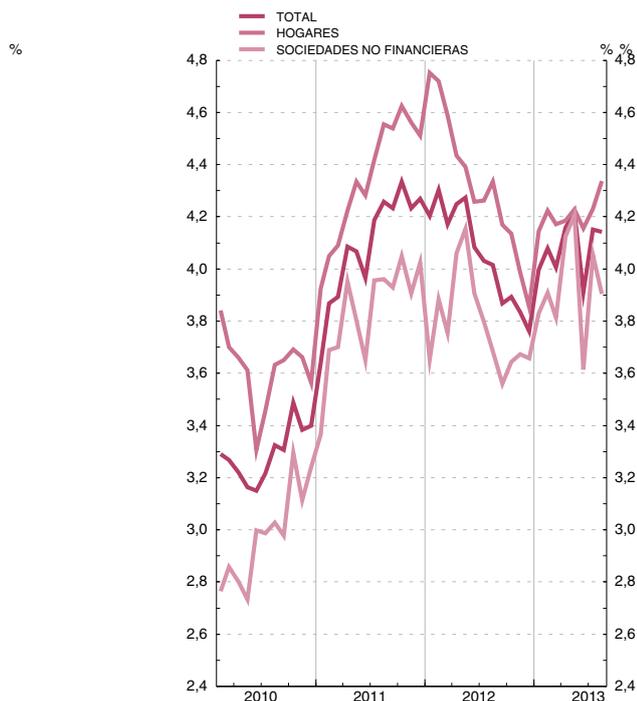
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ 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			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
11	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
12	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13	A 4,14	4,34	3,27	7,96	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32
12 Ene	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
Feb	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
Mar	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
Abr	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
May	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
Jun	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
Jul	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
Ago	4,01	4,33	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
Sep	3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93	0,95
Oct	3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26	0,72
Nov	3,83	3,99	3,06	7,00	3,67	5,58	2,73	1,64	1,76	0,22	2,91	1,29	1,14	0,40	2,11	0,51
Dic	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13 Ene	4,00	4,14	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,39	1,47	0,20	2,37	0,63	1,09	0,38	1,95	0,89
Feb	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,95	0,38	0,94	0,39	1,63	0,38
Mar	4,01	4,17	3,22	7,42	3,81	5,57	2,94	1,13	1,19	0,21	1,90	0,36	0,91	0,34	1,63	0,62
Abr	4,16	4,19	3,20	7,55	4,12	5,87	3,10	1,16	1,21	0,20	1,94	0,32	0,99	0,39	1,75	0,38
May	4,22	4,23	3,18	7,82	4,21	5,78	3,28	1,17	1,22	0,21	1,97	0,25	0,95	0,41	1,67	0,22
Jun	3,91	4,16	3,16	7,47	3,62	5,49	2,85	1,02	1,06	0,18	1,75	0,27	0,86	0,42	1,46	0,43
Jul	4,15	4,23	3,19	7,76	4,05	5,62	3,14	1,05	1,09	0,18	1,78	0,28	0,92	0,38	1,58	0,37
Ago	P 4,14	4,34	3,27	7,96	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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 28 Y A LA ZONA DEL EURO

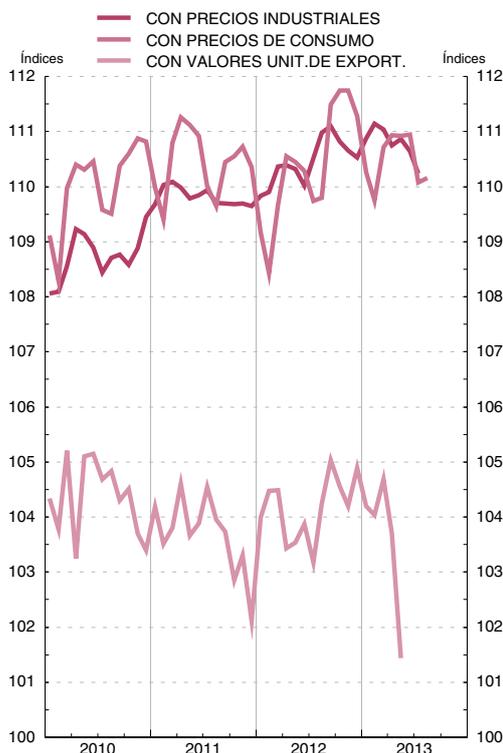
■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	109,2	110,0	109,6	102,1	101,8	107,2	108,0	107,6	100,2	108,7	110,0	110,4	110,5	104,4
11	110,1	110,2	107,6	101,4	101,9	108,1	108,2	105,6	99,6	109,8	110,4	108,4	111,4	103,7
12	110,1	109,6	101,8	101,7	101,4	108,6	108,0	100,4	100,2	110,5	110,4	103,2	108,0	104,2
11 III	110,2	109,9	107,6	101,8	102,0	108,0	107,8	105,5	99,8	109,8	110,0	108,3	113,3	104,1
11 IV	110,0	110,6	106,6	100,6	102,1	107,7	108,3	104,4	98,5	109,7	110,5	107,1	114,0	102,8
12 I	110,0	108,6	104,6	101,8	101,7	108,2	106,8	102,8	100,1	110,0	109,1	105,7	107,5	104,3
12 II	110,0	109,8	103,0	101,2	101,5	108,4	108,1	101,5	99,7	110,2	110,4	104,3	108,5	103,6
12 III	110,3	109,2	101,9	101,6	101,1	109,0	108,0	100,7	100,5	110,9	110,3	103,5	108,1	104,1
12 IV	110,3	110,6	97,9	102,1	101,3	108,8	109,2	96,6	100,8	110,7	111,6	99,2	107,9	104,6
13 I	111,0	109,8	99,5	101,9	101,8	109,1	107,8	97,7	100,1	111,0	110,3	100,2	105,6	104,3
13 II	110,8	110,5	99,4	...	101,9	108,7	108,5	97,6	...	110,8	110,9	100,1	106,2	...
12 Dic	110,2	110,4	97,9	102,5	101,4	108,7	108,9	96,6	101,1	110,5	111,3	99,2	107,9	104,9
13 Ene	110,8	109,5	...	101,8	101,6	109,0	107,8	...	100,1	110,9	110,3	...	...	104,2
13 Feb	111,3	109,3	...	101,6	101,9	109,2	107,3	...	99,7	111,1	109,8	...	...	104,0
13 Mar	111,1	110,4	99,5	102,2	101,9	109,0	108,3	97,7	100,3	111,0	110,7	100,2	105,6	104,7
13 Abr	110,7	110,5	...	101,3	101,8	108,7	108,5	...	99,5	110,8	110,9	...	...	103,7
13 May	110,8	110,5	...	99,1	101,8	108,8	108,5	...	97,4	110,9	110,9	...	...	101,4
13 Jun	110,7	110,7	99,4	...	102,0	108,6	108,5	97,6	...	110,6	110,9	100,1	106,2	...
13 Jul	110,4	109,8	...	...	102,0	108,2	107,7	...	...	110,2	110,1	...	...	...
13 Ago	...	109,9	...	...	102,0	...	107,7	...	...	...	110,2	...	...	...
13 Sep	...	...	...	...	101,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)

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), (2004-2006) y (2007-2009).

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		
10	111,0	112,9	115,2	103,9	101,9	108,9	110,8	113,1	102,0	110,0	112,7	101,9	108,0	110,6	
11	111,9	113,1	115,3	103,3	101,7	110,0	111,2	113,3	101,5	111,2	112,7	101,8	109,2	110,7	
12	111,2	111,7	110,3	102,9	100,3	110,8	111,3	110,0	102,6	109,5	110,1	99,5	110,0	110,6	
11 III	111,9	112,7	117,3	103,6	101,8	109,9	110,7	115,2	101,8	111,3	112,3	102,0	109,1	110,2	
11 IV	111,2	112,8	117,5	102,1	101,3	109,8	111,4	116,0	100,8	110,2	112,0	101,1	109,0	110,8	
12 I	111,1	110,8	110,3	103,1	100,7	110,3	110,0	109,5	102,4	109,7	109,4	100,1	109,6	109,3	
12 II	110,9	111,8	110,9	102,4	100,3	110,5	111,4	110,5	102,0	109,3	110,3	99,6	109,7	110,7	
12 III	111,0	111,0	109,8	102,6	99,8	111,3	111,3	110,0	102,9	109,2	109,2	98,8	110,5	110,5	
12 IV	111,6	113,1	110,4	103,5	100,4	111,1	112,6	110,0	103,1	109,9	111,4	99,6	110,3	111,8	
13 I	112,8	112,7	109,1	103,5	101,4	111,3	111,2	107,6	102,0	111,2	111,0	100,6	110,5	110,3	
13 II	112,6	113,7	110,0	...	101,5	110,9	112,0	108,3	...	110,6	111,8	100,6	109,9	111,1	
12 Dic	111,7	113,1	110,4	104,2	100,7	111,0	112,4	110,0	103,5	110,1	111,5	99,9	110,2	111,5	
13 Ene	112,6	112,5	...	103,3	101,2	111,3	111,2	...	102,1	111,1	110,8	100,5	110,5	110,2	
13 Feb	113,2	112,5	...	103,3	101,6	111,4	110,6	...	101,6	111,8	110,9	101,0	110,6	109,7	
13 Mar	112,7	113,3	109,1	103,7	101,3	111,3	111,8	107,6	102,4	110,9	111,4	100,4	110,4	111,0	
13 Abr	112,5	113,5	...	103,0	101,4	110,9	112,0	...	101,6	110,5	111,6	100,5	110,0	111,1	
13 May	112,7	113,7	...	100,8	101,5	111,0	111,9	...	99,3	110,6	111,6	100,5	110,0	111,0	
13 Jun	112,6	113,8	110,0	...	101,7	110,7	112,0	108,3	...	110,8	112,1	101,0	109,8	111,1	
13 Jul	112,3	113,0	...	...	101,8	110,3	111,0	...	...	110,5	111,1	101,0	109,4	110,0
13 Ago	...	113,2	...	...	101,9	...	111,1	...	...	...	111,5	101,4	...	110,1
13 Sep	...	...	...	...	101,8	...	...	...	...	...	...	101,3	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/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.

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

© Banco de España, Madrid, 2013
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IPC	Índice de precios de consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de producción industrial
BCN	Bancos centrales nacionales	IPRI	Índice de precios industriales
BE	Banco de España	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CBE	Circular del Banco de España	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CCAA	Comunidades Autónomas	OBS	Obra benéfico-social
CCLL	Corporaciones Locales	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OM	Orden Ministerial
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OOAA	Organismos Autónomos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNE	Contabilidad Nacional de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OSR	Otros sectores residentes
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DEG	Derechos Especiales de Giro	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGSEFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PIB	Producto interior bruto
DGT	Dirección General de Tráfico	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PNB	Producto nacional bruto
EC	Entidades de crédito	RD	Real Decreto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	RM	Resto del mundo
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
EPA	Encuesta de población activa	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
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		
INE	Instituto Nacional de Estadística		

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 periodos.
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.